



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA POLÍTICA

Leonardo Joaquim Muniz

ATUAÇÃO DO BNDES DE 2002 A 2016.

UMA VISÃO PÓS KEYNESIANA

Aluno: Leonardo Joaquim Muniz

Orientação: Marcel Guedes Leite

SÃO PAULO – SP

2018

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PROGRAMA DE ESTUDOS PÓS-GRADUADOS EM ECONOMIA POLÍTICA

LEONARDO JOAQUIM MUNIZ

ATUAÇÃO DO BNDES DE 2002 A 2016.

UMA VISÃO PÓS KEYNESIANA

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Tese apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Economia sob a orientação do Prof. Dr. Marcel Guedes Leite

Local, ____ de _____ de _____

BANCA EXAMINADORA

Prof. _____

Afiliações: _____

Prof. _____

Afiliações: _____

Prof. _____

Afiliações: _____

Dedico este trabalho, principalmente, aos meus pais, Mara e Joaquim, pela ajuda nos momentos de maiores dificuldades e debates acalorados sobre o tema e a minha esposa, Isamara, pelo constante apoio durante este longo processo.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer meu orientador Professor Marcel Guedes Leite, pelo apoio e orientação incansável em cada etapa do trabalho. A Sônia Santos pela ajuda em temas extra acadêmicos, mas imprescindíveis para a realização e entrega deste trabalho. Aos professores Ladislau Dowbor pelos *insights* e Júlio Manuel Pires que me trouxe a luz, em suas aulas, uma nova forma de debate.

“Não podemos controlar os ventos que sopram no nosso barco, mas podemos ajustar as velas para chegarmos ao nosso destino”

- Chico Xavier

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	14
Capítulo 1: Papel do crédito na economia	17
1.1 Abordagem Neoclássica de crédito.....	17
1.1.1 Proposições de Modigliani e Miller	19
1.2 Abordagem pós keynesiana.....	20
1.2.1 Os bancos e seu papel no crédito.....	22
1.2.2 Papel do estado na política econômica: visão pós keynesiana.....	23
1.3 Stiglitz e seu modelo heurístico de ciclos econômicos.....	26
1.4 Zysmam: modelos de sistemas financeiros.....	28
1.5 Considerações parciais	32
CAPÍTULO 2: Banco de desenvolvimento.....	34
2	35
2.1 Contexto histórico do BNDES	35
2.2 O BNDE e o Plano de Metas.....	37
2.3 Anos 70 e BNDE	38
2.4 Década de 1980 e BNDES.....	40
2.5 BNDES nos anos 1990	44
2.6 A década de 2000 e as diferentes ciclos de crédito no Brasil	49
2.6.1 Antes da crise, o Brasil de 2000 até 2008.....	52
2.6.2 A Crise de 2008: O crédito e o BNDES.....	57
2.6.2.1 Participação do BNDES no programa de aceleração do crescimento - PAC.....	62
2.6.3 Governo Dilma Rousseff e a reversão da economia brasileira (2010- 2016).....	66

CAPÍTULO 3: Análise dos desembolsos do BNDES de 2002 a 2016	74
3.1 Paralelo entre os desembolsos do BNDES e demais bancos – públicos e privados	74
3.2 Os desembolsos do BNDES por porte e empresa – 2001 a 2016	80
3.2.1 Concentração do BNDES por empresa.....	84
3.3 BNDES e emprego.....	88
3.3.1 Emprego e os desembolsos do BNDES (2001 a 2016)	94
3.4 A participação do BNDES na FBCF	98
3.5 Os desembolsos setoriais do BNDES	103
CAPÍTULO 4: Considerações Finais.....	108
BIBLIOGRAFIA	115

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Investimentos do PAC I, entre 2007 e 2010, por região e setor em bilhões de reais.

Figura 2 - Padrão de financiamento dos investimentos (FBCF) de empresas e famílias de 2004 a 2016 % do PIB

LISTA DE GRÁFICO

Gráfico 1 - Saldo de crédito à pessoa física, em relação ao PIB e taxa de juros média cobrada pelos bancos (% a.a), de 2001 a 2017.

Gráfico 2 - Participação dos bancos público e privados em relação ao PIB, de 2001 a 2016 (% PIB).

Gráfico 3 - Participação do saldo das operações de crédito do BNDES, dos bancos públicos e dos bancos privados, em relação ao crédito total.

Gráfico 4 - A função estabilizadora do BNDES no mercado de crédito (2001-2010).

Gráfico 5 - Variação dos preços dos Ibovespa e BRL/USD, de jan-2008 a julho-2009.

Gráfico 6 - Desembolsos anuais do BNDES em relação ao PIB de 2001 a 2016 (em % do PIB).

Gráfico 7 - Desembolsos totais do BNDES de 2001 a 2016 (em milhões de reais).

Gráfico 8 - Evolução da meta Selic e IPCA – Variação acumulada em 12 meses.

Gráfico 9 - Crescimento do anual do PIB real de 2001 a 2016.

Gráfico 10 - Crédito Doméstico ao Setor Privado por País em 2015.

Gráfico 11 - Evolução mensal acumulada do saldo de crédito, por setor de atividade, em relação ao PIB, de Janeiro-2001 a Julho-2014 (Base = 100).

Gráfico 12 - Evolução acumulada do PIB nominal e Crédito Total, de 2001 a 2016. (Base = 100).

Gráfico 13 - Saldo de operações de crédito, por controle de capital, em relação ao PIB de 2001 a 2016 .

Gráfico 14 - Participação do BNDES em relação a oferta de créditos dos bancos públicos.

Gráfico 15 - Participação dos bancos públicos, privado e BNDES em relação ao saldo de crédito total, de 2001 – 2016.

Gráfico 16 - Desembolsos do BNDES por porte de empresa, de 2001 a 2016, em porcentagem dos desembolsos do banco no ano corrente

Gráfico 17 - Desemprego percentual das Pessoas de 10 anos ou mais de idade, total, economicamente ativas.

Gráfico 18 - Participação setorial no emprego brasileiro, comparativo entre os anos de 2002 e 2016.

Gráfico 19 - Índice do emprego formal do país, de 2002 a 2013.

Gráfico 20 - Variação do Índice do emprego formal do país, de 2002 a 2016, por setor de atividade.

Gráfico 21 - Variação anual do índice de empregos formais e desembolsos do BNDES, de 2002 a 2016.

Gráfico 22 - Peso setorial na força de trabalho nacional (*% Postos de trabalho) e desembolsos do BNDES (**%BNDES) para os respectivos setores, de 2002 a 2016.

Gráfico 23 - Formação Bruta de Capital Fixo e desembolsos do BNDES, em relação ao PIB de 2002 a 2016, dessazonalizados (Evolução trimestral).

Gráfico 24 - Formação Bruta de Capital Fixo, em relação ao PIB e desemprego sobre a população economicamente ativa, de 2002 a 2016, séries dessazonalizadas (Evolução trimestral).

Gráfico 25 - Crescimento setorial de 2000 a 2016, segregado pelos 3 ciclos econômico do período.

Gráfico 26- Desembolsos do BNDES por setor, de 2001 a 2016.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Desembolsos do BNDES por área operacional, de 2001 a 2016.

Tabela 2 - Desembolsos do BNDES, por empresa, segregado pela participação das mesmas nas respectivas áreas operacionais, de 2001 a 2016.

LISTA DE SIGLAS

BACEN	Banco Central.
BB	Banco do Brasil.
BD	Bancos de Desenvolvimento.
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico.
BNDES	Banco Nacional de desenvolvimento Econômico e Social.
BP	Banco Público.
CDI	Certificado de Depósito Interbancário.
CEF	Caixa Econômica Federal.
CND	Conselho Nacional de Desenvolvimento.
CMBEU	Comissão Mista Brasil-Estados Unidos.
EMC	Eficiência Marginal de Capital
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo.
FINAME	Agência Especial de Financiamento Industrial.

PRE	Programa de reestruturação econômica.
PM	Plano de Metas.
PND II	Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento.
SFN	Sistema Financeiro Nacional

RESUMO

O Objetivo central da pesquisa é analisar os desembolsos do BNDES de 2002 a 2016, bem como analisar se o Banco foi aderente aos conceitos pós-keynesianos de banco de desenvolvimento. O objetivo específico visa esclarecer onde foram direcionados os recursos do BNDES nos diferentes ciclos econômico do período em análise e comparar os desembolsos do BNDES, em relação a atuação dos demais bancos privados.

PALAVRAS-CHAVE: Anticíclico / Pós-Keynesiano / BNDES / Emprego / Crédito.

ABSTRACT

The central objective of BNDES disbursement research and analysis from 2002 to 2016, as well as to analyze if the Bank adhered to the post-Keynesian concepts of development bank. The specific objective is to clarify where BNDES funds were directed in the different economic cycles of the period under analysis. And BNDES disbursement prices in relation to payment banks.

KEY WORDS: Anticyclic / Post-Keynesian / BNDES / Employment / Credit.

INTRODUÇÃO

As empresas desde o seu nascimento estão sujeitas ao ambiente macroeconômico, aos desafios do seu setor, às variáveis de produção e a outros fatores cruciais para a continuidade de qualquer atividade. Em cada país, as empresas enfrentam dificuldades e riscos diferentes. A economia é complexa, com riscos e incertezas futuras dinâmicas. O que traz, tanto para os empresários quanto para os consumidores, a necessidade de tomar decisões financeiras importantes diariamente.

O desafio de qualquer país é manter a economia equilibrada e no melhor nível possível, dada a sua realidade e o mais próximo possível do pleno emprego. Para que isso seja possível, Estado e as entidades interdependentes têm papel fundamental.

A decisão de qualquer companhia³ ao captar recursos e investir não é simples e nem sempre as respostas podem ser encontradas na literatura acadêmica, tornando a realidade extremamente dinâmica e desafiadora

As companhias, independentemente do padrão de financiamento corporativo adotado pela sua economia, precisarão, em algum momento, se capitalizar. O custo de captação, a taxa básica de juros e a forma de captar tais recursos, não, necessariamente, seria o ponto de partida para a tomada de decisão de se investir em determinado projeto. (Modigliani & Miller. 1958. pp.261-97).

As hipóteses feitas pelos autores estão baseadas em um mercado perfeito, em que as condições são iguais tanto para os investidores (acionistas) quanto para as companhias.. Todavia, análises empíricas mostraram que as decisões de investimento das empresas são incompatíveis com as conclusões dos autores, pois o investimento das empresas pode ser explicado, não só pelo projeto, mas também pelas condições de captação oferecidas pelo mercado.

³ Neste projeto não há qualquer diferença conceitual entre Empresa e Companhia. Apesar de uma companhia poder ser a união de várias empresas, esta diferenciação no projeto não está sendo considerada.

STIGLITZ (1969) foi o principal autor que trouxe à luz a discussão de que os mercados são rígidos, imperfeitos e assimétrico. Stiglitz é reconhecido como um dos principais expoentes da corrente pós keynesiana. Para o autor, a oferta de crédito não é ótima e aponta para necessidade de correções que supram as assimetrias dos mercados, com criação de políticas públicas que visem a equilibrar a necessidade de oferta e demanda de crédito da economia.

Segundo os pós-Keynesianos, o crédito é variável-chave para que a moeda cumpra sua finalidade de fomento à produção e ao investimento. É o crédito, e não a taxa de juros, o fator fundamental da coordenação econômica, para se equilibrar a oferta e demanda de mercado, posição muito diferente de Keynes (1985), que defendia a taxa de juros como fator de ajuste econômico.

Neste contexto, para os pós keynesianos o crédito tem que ser acompanhado de perto pelos responsáveis econômicos, para que possa servir de instrumento anticíclico nas crises, para reestabelecer o equilíbrio econômico e o emprego no maior nível possível de uma economia. Os pós-Keynesianistas argumentam a necessidade de políticas anticíclicas que diminuam as assimetrias e/ou reequilibrem o nível de oferta e demanda do mercado, quando o mesmo estiver em desajuste.

A adoção de políticas econômicas dirigidas para aumentar o nível de demanda agregada, criando um ambiente estável e seguro para estimular os o investimento é imprescindível para qualquer economia. Entende-se que a atuação deve ser feita diretamente, por meio dos bancos públicos, os quais podem corrigir ou, pelo menos, minimizar as falhas de mercado.

No Brasil a principal ferramenta do país para amenizar desequilíbrios econômicos e fomentar setores pouco atrativos para o capita privado é representada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES). As empresas brasileiras são extremamente sensíveis a ambientes favoráveis à captação de recursos subsidiados e sensíveis a taxas atrativas de crédito. Elas tendem a se capitalizar independentemente da sua estrutura de capital. Entender como as

empresas avaliam novos projetos e quais fatores influenciam seus investimentos é fundamental para entender o impacto de políticas públicas na economia como um todo.

O apoio do BNDES às empresas brasileiras possibilita a realização de projetos de longo prazo, com taxas compatíveis as características de cada setor. Os principais objetivos do BNDES são fomentar a iniciativa privada; desenvolver políticas creditícias a setores estratégicos, mas pouco atrativo para o capital financeiro privado; ofertar crédito em momentos de escassez de recursos privados e; ser agente contracíclico dos bancos. Segundo os pós-Keynesianos o banco de desenvolvimento tem a missão de tentar manter a economia em equilíbrio, agindo como agente estabilizador para diminuir ou amenizar os desequilíbrios de mercado. O BNDES pode agir com as seguintes finalidades: i) Financiar projetos estratégicos, ii) Ser agente anticíclico, quando necessário ii) Subsidiar projetos necessários, mas pouco atrativos para o mercado privado.

O BNDES foi um agente de extrema relevância, nos diversos ciclos econômicos, desde sua criação. O objetivo deste trabalho é abordar a participação do BNDES entre 2002 e 2016, bem como trazer à luz se o Banco cumpriu a função de banco de desenvolvimento, segundo a visão pós-keynesiana, neste período.

Este trabalho será dividido em quatro capítulos: i) importância do crédito na economia, segundo a visão pós keynesiana; ii) A participação do BNDES nos diferentes ciclos econômicos brasileiros, desde sua criação em 1952; iii) Os desembolsos do Banco de 2002 a 2016 e iv) considerações finais.

Capítulo 1: Papel do crédito na economia

O crédito, em praticamente todas as economias, é a principal ferramenta de controle monetário. É extremamente importante entendê-lo com profundidade para que as políticas públicas sejam assertivas e eficientes, gerando resultados econômicos positivos na produção e no emprego.

Neste capítulo, será apresentado a abordagem proposta pelos pós-keynesianos. Para os mesmos a economia é caracterizada como imperfeita e assimétrica, destacando a influência dos bancos como agente pró cíclico das crises.

Serão abordados os diferentes modelos de financiamento das corporações nas economias e os ônus e os bônus de cada modelo. Será destacado o papel do Estado, segundo a visão pós keynesiana, na economia e a importância da interferência Estatal em momentos de desequilíbrios econômicos. Por fim, serão apresentadas as considerações do capítulo.

1.1 Abordagem Neoclássica de crédito

De acordo com as concepções neoclássicas de intermediações financeiras, desenvolvida originalmente por Gurley e Shaw (1955), são apenas intermediadores passivos de transferência de recursos (poupança) das unidades superavitárias para as unidades deficitárias. Sendo assim, os bancos são intermediários neutros nas transferências de recursos, onde seu comportamento não afeta as determinações de financiamento da economia.

Segundo Gurley e Shaw (1955), os bancos comerciais são agentes intermediadores entre as autoridades monetárias e os agentes não-financeiros, eles apenas intermedeiam os recursos que serão realocados, de forma passiva, as demandas de crédito do mercado. Fama (1980), desenvolveu o papel neutro da intermediação financeira, caracterizando os bancos apenas como um provedor de serviços de pagamento de mercado, onde a atividade bancária é passiva na determinação de preços e variáveis reais econômicas. “desde que bancos respondem aos gostos e oportunidades de demandantes e ofertantes de

ativos de portfólio, eles são simplesmente intermediários, e o papel de um setor bancário competitivo no equilíbrio geral é passivo” (FAMA, 1980: pg 46).

Na abordagem convencional neoclássica os bancos são intermediários neutros na transferência de recursos reais entre poupadores e investidores. TOBIN (1987), estabelece novos determinantes de atuação dos bancos comerciais, segundo a visão neoclássica, incorporando a hipótese de que os bancos são instituições que visam oportunidades de lucrarem em suas operações. Tobin mostrou que as reservas dos bancos era uma variável dependente das oportunidades dos empréstimos e das taxas de juros, ou seja, nesta nova abordagem neoclássica os bancos deixaram de ser agentes autômatos.

Com base nesta nova visão neoclássica, foram desenvolvidos outros modelos de firma bancária - cujo o mais conhecido é o de Klein (1971) – onde os bancos são caracterizados como firmas maximizadoras de lucro que procuram, de forma geral, atender a oferta e demanda de crédito, no entanto limitado ao ponto em que a receita marginal dos ativos se iguale ao custo marginal das obrigações.

Segundo Paula (1999), há dois aspectos críticos nesses modelos: em primeiro lugar, que eles tomam a quantia de depósitos, passivo bancário, como dada, posto que os depósitos resultam das preferências dos depositantes, o que torna o balanço dos bancos, em parte, resultado direto de decisões tomadas por outros agentes; em segundo lugar, a dicotomia das reservas versus empréstimos pode ser inadequada, considerando que empiricamente a acumulação de reservas não tem sido a forma em que a liquidez precisa ser satisfeita.

No entanto, na abordagem pós-keynesiana da firma bancária, como será apresentado nesta dissertação, os bancos, como qualquer outra firma, têm preferência pela liquidez com base em suas expectativas sobre um futuro, determinando seu portfólio conciliando lucratividade e sua escala de preferência pela liquidez.

1.1.1 Proposições de Modigliani e Miller

MODIGLIANI E MILLER (1958), são dois expoentes neoclássicos e os autores partiram de hipóteses bastante restritivas para a construção de sua teoria. Os axiomas para sua teoria foram: i) concorrência perfeita ii) plena informação iii) ausência de custo de transação, defendendo, portanto, substituições perfeitas entre as diferentes fontes de financiamento: internas, externas e própria. Neste contexto os autores partem do pressuposto que o custo de captação das empresas é inócuo sendo, portanto, um mercado perfeito e simétrico.

Modigliani e Miller sustentam que a estrutura de capital não é importante para os empresários ao decidir se a empresa irá investir, ou não, em determinado projeto. O fator mais importante para a tomada de decisão dos empresários é a rentabilidade do projeto ser maior que seu custo de captação. A estrutura de capital, ou seja, se a empresa se financia por recursos próprios, de terceiros ou emissão de ações, não determina o investimento ou não no projeto. Segundo os autores a estrutura de capital não altera o valor das firmas.

O teorema de Modigliani e Miller parte do pressuposto de que as decisões de investimentos das firmas são dependentes, exclusivamente, de variáveis reais, tais como demanda agregada, produtividade, preço de custo e entre outros fatores. As condições de financiamento dos projetos, seja via crédito bancário, bônus, ações, lucros retidos na fonte, debêntures ou capital próprio, são consideradas variáveis passivas a decisão de investimento e o financiamento facilita, mas não é condicionante, para a decisão de investir em seus projetos. Nas palavras dos autores: *“the core problems of corporate finance – the problem of the optimal capital structure for a firm – is no problem at all”* (MODIGLIANI e MILLER, 1958, p. 291).

KEYNES (1936, PG 11-19) caracteriza a importância da taxa de retorno do investimento ser maior que o custo de capital e a preferência que os agentes têm pela liquidez. O teorema de MODIGLIANI E MILLER DE 1958, 1961 E 1963, foi extremamente importante para o desenvolvimento de análises microeconômicas explicativas para o comportamento das vendas como determinante do retorno de capital fixo. Modigliani e Miller trouxeram à luz as variáveis determinantes

para os investimentos, em situações em que o custo de captação e a estrutura de capital é praticamente irrelevante, no entanto os estudos posteriores aprofundaram seus estudos exatamente nesta hipótese: a Estrutura de capital não define o investimento.

A partir dos axiomas do teorema de MODIGLIANI e MILLER (MM) foi possível aumentar os estudos sobre a importância das variáveis tratadas como passiva pelos autores. Stiglitz e demais autores testaram estas hipóteses, ajustando as premissões de MM para a realidade de mercado. Stiglitz foi o pioneiro do pós-keynesianismo por contestar a mercado simétrico e perfeito, trazendo a luz uma discussão mais profunda das variáveis que podem impactar os investimentos dos agentes econômicos.

1.2 Abordagem pós keynesiana

O Modelo de Racionamento de Crédito, cuja sistematização mais completa foi feita por Stiglitz e Weiss (1989), é sustentado por dois pilares, segundo a abordagem pós keynesiana, no que cerne à área de política monetária: (i) que a atuação anticíclica da autoridade monetária é eficaz e recomendável em economia sob desemprego; (ii) O mecanismo de transmissão de política monetária não é explicada, apenas, pela taxa de juros, mas principalmente pela oferta de créditos bancários.

A abordagem pós keynesiana para o mercado de crédito consiste, de forma geral, na exploração dos fundamentos microeconômicos que permitem ancorar sua tendência ao equilíbrio, tendo como base a racionalidade dos agentes, mais especificamente dos bancos.

A escola pós keynesiana surgiu como contraponto ao pensamento de neoclássico. Para os pós keynesiano, as economias são imperfeitas e assimétricas, onde o equilíbrio de mercado entre oferta e demanda não é aplicável ou não é norma. O equilíbrio geral estabelecido por Leon Walras define que os mercados determinam preços e quantidades produzidas e o empresário é agente autômato e apenas um coordenador da produção (TIGRE, 2005).

Stiglitz e os demais idealizadores da teoria pós keynesiana basearam sua teoria na assimetria de mercado, sendo o empresário um agente racional e ativo, diferentemente dos defensores da teoria neoclássica, que caracterizam o empresário como um agente autômato econômico. Neste contexto, os pós keynesiano para uma economia alcançar e/ou manter o pleno emprego, os empresários e suas ações devem ser ponderado para a definição de políticas públicas efetivas, diferentemente dos neoclássicos que caracterizam os empresários como agentes que apenas reagem a demanda de mercado de forma passiva.

Segundo Oreiro (2005), em sua análise de crédito e firma, a política monetária só pode afetar o nível de atividade econômica por intermédio do canal de crédito, ou seja, pelo aumento do volume de crédito ofertado pelo mercado. As análises de Oreiro são aderentes às conclusões novo-keynesianas, pois ambos afirmam que a eficácia da política monetária é dada pela oferta e demanda de crédito na economia e não por variações das taxas de juros.

Neste contexto, o crédito, segundo os pós keynesiano, tem papel fundamental na política monetária adotada pelos Estados, sendo a oferta de crédito variável chave para explicar impactos monetários. Os pós keynesiano abordam a importância da intervenção estatal nos mercados, para o reestabelecimento de equilíbrios entre oferta e demanda (HERMANN, 2000).

Stiglitz (1992) parte dos empresários e dos fatores que definem suas estratégias de investimento, para explicar tendências macroeconômica. A base de sua teoria está na assimetria das informações de mercado e na tendência a aversão a risco dos agentes. Para Stiglitz, a oferta e a demanda de mercado não são ótimas, os bancos e os empresários são agentes cíclicos do momento econômico do mercado, ou seja, em momentos de euforia os bancos expandem a oferta de crédito e as reduzem quando os riscos aumentam.

Em crises, tanto os bancos quanto os empresários tendem a aprofundá-las, devido à hipótese de que os agentes são avessos ao risco. Os bancos privados, em especial, são aprofundadores das crises, pois a qualquer sinal de aumento de inadimplência ou desajuste macroeconômico, momentos este que

aumenta a demanda por crédito por parte dos empresários, eles tendem a diminuir a oferta de crédito. Estes movimentos estes que aprofundam ainda mais os desequilíbrios entre oferta e demanda monetária, (FERREIRA, 1999).

Segundo os pós keynesiano devido à ineficiência dos mercados e às atitudes cíclicas dos agentes, as intervenções, principalmente nas crises econômicas, são necessárias para o reequilíbrio de mercado e retomada da demanda agregada, Paula (2003). Para entender de forma mais profunda a motivação dos agentes, que potencializam as crises, é necessário entender a lógica dos agentes, em especial, os bancos.

1.2.1 Os bancos e seu papel no crédito

Para compreender o crédito e seu funcionamento na economia capitalista é necessário inicialmente entender o papel dos bancos na oferta de crédito do mercado. Os bancos têm papel fundamental na economia capitalista, eles são o alicerce para compreender o impacto do crédito no investimento e emprego.

Paula (2003) define que os bancos são responsáveis pela oferta de crédito na economia. São agentes que respondem a demanda de crédito de mercado, ponderada pelo risco esperado, MINSKY (1982 – CAP 10). Apesar dos bancos serem reativos à demanda de crédito existe discricionariedade na concessão de crédito ao mercado. Os bancos diariamente analisam o *trade-off* entre liquidez, risco e rentabilidade, com base em seu passivo atual.

Segundo Keynes (1985), os Bancos, assim como os demais agentes de mercado, atuam com incerteza futuras e riscos dinâmicos e, por isso, em média, apresentam preferência pela liquidez. De forma geral, a estratégia dos bancos é definida a partir da sua percepção de risco e liquidez, ponderada pela oportunidade de retorno.

Os bancos apresentam preferência pela liquidez e tendem a não responder de forma satisfatória à demanda de crédito real da economia. Eles buscam otimizar sua carteira através de sua necessidade de liquidez. Mesmo se

o retorno esperado dos empréstimos mais longos forem atraentes, do ponto de vista econômico, os bancos satisfarão, em primeira ordem, a sua meta de liquidez. Ou seja, a oferta de crédito nem sempre está relacionada diretamente aos riscos inerentes dos empréstimos, portanto, o racionamento de crédito independe do retorno esperado dos projetos (DOW, 1996).

Na visão pós keynesiana, os bancos administram de forma dinâmica os ativos e passivos em carteira, tentando otimizar seus retornos e diminuir seus riscos, seja na oferta de produtos financeiros mais rentáveis (ativo) ou na oferta de créditos menos arriscados (passivo). Portanto o banco não é um agente neutro na oferta de crédito ele age ativamente para otimizar seus resultados, tanto na distribuição de produtos financeiros quanto na sua oferta de crédito ao mercado. Os bancos interferem nas escolhas, deste modo a dinâmica dos bancos afeta de forma decisiva as condições e volume de financiamentos disponíveis na economia.

1.2.2 Papel do estado na política econômica: visão pós keynesiana

O papel do Estado na economia é um tema polêmico, dentre as diferentes escolas de pensamentos econômicos. No entanto, em uma perspectiva teórica e restrita, o papel dos bancos públicos não se define pelo desenvolvimento financeiro do país, mas sim pelo espaço de atuação destes bancos (HERMANN, 2011). O debate sobre papel dos Bancos Públicos (BPs) na economia, em muitas vezes, é confundido com a discussão do papel do Estado na economia, temas estes com axiomas e argumentos extremamente diferentes.

A abordagem pós-keynesiana tem como hipótese central que as falhas de mercado são condições, transitórias ou permanentes, que impedem a operação eficiente do mercado. Cinco tipos de falhas de mercado são apontadas (STIGLITZ e WALSH, 2003): a) custos de transação; b) assimetria de informação; c) externalidades positivas e negativas; d) mercados incompletos; e) concorrência imperfeita.

As três primeiras falhas são inerentes ao mercado financeiro, com o quê os pós keynesiano reiteram a importância do papel do Estado na economia, em

graus variados a depender do momento econômico. Os dois últimos argumentos, por sua vez, são circunstanciais e podem ser, ou não, aplicáveis em casos específicos.

Segundo os Neoclássicos, as condições básicas para o funcionamento do mercado financeiro são custo desprezível das informações e de transação. O preço dos ativos é conhecido através da compra e venda dos mesmos que dependerá das informações que os agentes possuem. Significa dizer que todas as informações das empresas, necessárias para qualquer investimento, são públicas e acessíveis a qualquer investidor ou vendedor, a um custo desprezível.

Contudo esta hipótese fere diretamente a razão de ser dos bancos, que em sua essência são intermediadores financeiros e tomadores de riscos de crédito (COUTO e TRINTIM, 2012). Segundo Goodhart (1989), na ausência de custos da informação e transação os poupadores e investidores evitariam intermediários e fariam suas alocações de forma direta. Portanto, os intermediários financeiros são utilizados, pelos agentes de mercado, para cobrir o custo da obtenção das informações e de transação.

A existência dos bancos é uma prova empírica da existência destes custos de obtenção da informação e transação (HERMANN, 2011). A concentração de recursos em agentes intermediários reduz os custos de transação dessas operações, através da especialização e das economias de escala exploradas pelas instituições financeiras.

Portanto, os bancos são uma ferramenta importante para a intermediação e consumação da grande maioria dos investimentos. Apesar da sua importância para qualquer economia moderna, os bancos privados buscam otimizar seus lucros e crescer, assim como as demais empresas privadas. Em tempos de crise as necessidades de mercado não conseguem ser supridas pelos mesmos, devido sua aversão a risco e proteção natural de capital dos agentes. Eles tampouco minimizam as falhas de mercado destacadas por Stiglitz. Por isso os pós keynesianos defendem uma política ativa dos bancos públicos, em momentos de crises econômicas, pois os bancos terão uma postura anticíclica e minimizaram as falhas de mercado geradas pelos agentes privados.

De forma geral, os bancos privados são agentes cíclicos e aprofundam as crises, pois, assim como as demais empresas capitalistas, buscam preservar e otimizar seu capital. Segundo Hermann (2000) os bancos públicos são uma importante ferramenta econômica para reequilibrar economias em crise, pois são bancos que não buscam otimização de capital, assim podem agir de forma anticíclica, ofertando crédito enquanto os demais os estão reduzindo pela sua aversão a risco, definida por Stiglitz. Assim podem reduzir falhas de mercado e assumir riscos maiores, ofertando crédito a setores estratégicos ou ao mercado de forma geral, mesmo que os bancos privados não estejam dispostos a tal movimento.

Couto e Trintim (2012) definem que, para impulsionar o desenvolvimento econômico, é necessário executar projetos de investimento em setores estratégicos, visando aumentar a formação bruta de capital fixo e a capacidade produtiva. Destacando a importância de existir mecanismos Estatais que fomentem o financiamento de longo prazo e criem condições para o desenvolvimento de setores estratégicos.

Por meio dos bancos públicos, portanto, os governos podem intervir no mercado de crédito, visando atingir diferentes objetivos, os quais podem ser reunidos em três áreas distintas. A primeira diz respeito à regulação, no sentido de determinar regras para o bom funcionamento do mercado financeiro doméstico. A segunda área, refere-se à política monetária, que visa a administração da quantidade de moeda e da taxa de juros de curto prazo de modo a manter a estabilidade de preços. A terceira área, está relacionada com a alocação (direcionamento) de crédito.

Esta última, diferente das demais, não é aplicável para o mercado como um todo. Através da alocação de crédito direcionada o governo pode intervir nas condições de financiamento, visando atender regiões setores ou empresas que necessitem financiamento diferenciados, para que seja possível a realização de investimentos importantes para o governo (TORRES, 2009).

1.3 Stiglitz e seu modelo heurístico de ciclos econômicos

A sistematização mais completa do modelo de racionamento do crédito foi feita por Stiglitz e Weiss (1989). Tanto a eficácia quanto o modo de operação da política monetária são justificados com base na tese de que os mercados são imperfeitos e assimétricos.

Stiglitz (1992) descreve a assimetria de informação generalizada nos mercados. Segundo o autor existem níveis diferentes de informação de cada agente. O banco, ao disponibilizar determinado crédito se baseia em sua carteira de clientes, histórico de pagamentos do solicitante, dados macroeconômicos e outras peculiaridades específicas de cada banco, enquanto o solicitante de crédito pondera as suas necessidades de caixa, fatores macroeconômicos conhecidos pelo indivíduo e outros ponderadores individuais. Existe informações e riscos não conhecidos de ambos os lados, credor e devedor. A falta de informação implica em uma tendência dos agentes de mercado de maior aversão a risco. A falta de informação pré-existente em qualquer economia e/ou negócio faz com que os agentes de mercado ponderem sempre a existência de riscos intrínsecos e ainda não precificados, em qualquer negociação, o que define uma postura sistêmica dos agentes a aversão a risco, por existir assimetria da informação em qualquer economia.

Outro ponto destacado por Stiglitz, como consequência da assimetria da informação, são as flutuações dos preços de mercado das empresas, negociadas no mercado de capitais. Tais assimetrias explicam a volatilidade dos preços a qualquer notícia nova que gere impacto na(s) empresa em questão. Os compradores e vendedor aceitaram o preço justo dos papéis, com base nas informações detidas de ambos até então, com qualquer novo acontecimento ou informação este preço será reajustado, ponderando o novo risco ao papel.

De forma geral, qualquer negócio está passivo a pré-existências de assimetria de informações e este risco é ponderado no preço. Seja em operações de crédito, quanto menor o número de informações que o banco obtiver, maior será a taxa de juros cobrada, ou em operações de compra e venda de produtos e empresas, tanto no mercado de capitais quanto na economia real.

Assim, mudanças na percepção de risco dos agentes, choques monetários, expansionistas ou informações relevantes da empresa/setor, levarão as empresas a rever seus projetos e investimentos, enquanto os Bancos racionarão, ou não, a sua oferta de crédito. Isso ocorrerá até as informações e consequências das mesmas estarem mapeadas pelos agentes. Em choques macroeconômicos negativos os ajustes ao equilíbrio no mercado de trabalho, produto e capital são lentos, denotando maiores riscos da assimetria de informação a eventos macroeconômicos.

Segundo Stiglitz, em economias em desequilíbrio os agentes tendem a agravá-las, por suas ações e tendências de aversão a risco. Tanto os bancos quanto as firmas tomam atitudes que aumentam o desequilíbrio entre oferta e demanda ótima de mercado. A presença de assimetria da informação nos mercados, em geral, implica na falha de ajustamento dos mercados a situações de desequilíbrios entre oferta e demanda. De forma geral, Stiglitz caracteriza o sistema de preços de mercado livre, na maioria das vezes, como um ineficiente coordenador das decisões econômicas de alocação ótima dos recursos escassos.

Canuto e Ferreira (1999) sintetizam que Stiglitz propõe explicar as razões para os mecanismos de propagação dos choques econômicos e não as razões para os mesmos. A partir de análises microeconômicas buscou-se compreender as flutuações econômicas e a aversão ao risco das empresas e bancos, derivando do axioma de que os mercados são imperfeitos, impactando as ações e crédito. Segundo Stiglitz e Greenwald:

Segundo tradução Canuto e Ferreira (1999) *“Os comportamentos de aversão a riscos de falência dos bancos e firmas, em um ambiente onde há significativas imperfeições nos mercados de capitais, constituem os microfundamentos da explicação do porquê de pequenos choques na economia darem origem a significativas flutuações econômicas, mesmo que haja flexibilidade de salários e preços”* (GREENWALD e STIGLITZ: 1993, p. 26).

Canuto e Ferreira (1999, p. 5) destacam as principais questões, segundo Stiglitz (1992), que ainda necessitavam de esclarecimentos partindo da axiomática de que os mercados são imperfeitos e os agentes têm aversão a risco.

Stiglitz investiga explicações para as lacunas que a teoria de livre mercado apresenta versus a realidade econômica. Estas questões foram tratadas pelo autor para explicar a propagação dos ciclos econômicos, assim inferindo em como as crises crescem e quais pontos devem ser atacados para que elas sejam evitadas ou cada vez menores.

De forma geral a chave do modelo de ciclos econômicos de Stiglitz está baseado na assimetria de informações que afetam os mercados de crédito e ações. Em resumo, Stiglitz supõe a compreensão de microfundamentos que, desenvolvidos, explicam os fenômenos do desemprego e dos ciclos econômicos e como os bancos privados são agentes importantes para os respectivos ciclos.

1.4 Zysman: modelos de sistemas financeiros

Zysman(1983), elaborou uma tipologia dos padrões de financiamentos predominantes em diversos países que serão especificados no decorrer do capítulo. O objetivo de sua pesquisa foi determinar as estruturas de capital predominante das empresas, nos países analisados, em relação aos seus padrões de financiamento. A base para a pesquisa foi a relação entre empresas e bancos, no fornecimento de *funding* para as atividades empresariais, independentemente do seu setor. O autor identificou as diferentes condições de financiamento das empresas, nos diferentes países, para caracterizar modelos existentes de financiamento presentes na economia capitalista.

Cintra e Silva (2013) sintetiza os três modelos financeiros apresentados por Zysman (1983): i) Créditos baseados no mercado financeiro; ii) Créditos ofertados pelas instituições financeiras; e iii) Créditos rigorosamente controlados pelos governos.

No primeiro modelo, o sistema baseado em mercado de capitais (*capital market-based financial system*), os recursos seriam alocados por intermédio dos

preços formados pelo mercado competitivo que, neste caso, seria o mercado de capitais. Neste modelo, a bolsa de valores e bancos de investimento são os principais financiadores das empresas para projetos de longo prazo (CINTRA e SILVA, 2013).

Em sistemas de financiamento baseados no mercado de capitais, as empresas que necessitam se capitalizar com fundos de terceiros, em projetos de longo prazo, precisam obter recursos via emissão de ações primárias na bolsa de valores ou emissão de dívida bancária (debêntures). O Estado não tem ferramentas de incentivo a setores estratégicos ou a projetos que requerem longa maturação de retorno.

Zysman (1983, P.70) define que em economias baseadas no mercado de capitais, a principal função dos empréstimos bancários é atender a demandas de curto prazo, ou seja, os bancos de varejo ou comerciais são utilizados apenas como operadores de caixa, enquanto a emissão de ações ou de debêntures são realizadas por bancos de investimento. Cada setor ou proposta de investimento requer especializações, riscos e peculiaridades distintas; no entanto, a economia conta com uma ampla oferta de bancos e instituições financeiras, que são especializadas em cada modalidade e desafios do projeto. Os preços, na média, são fixados em mercados competitivos e extremamente líquidos.

Neste modelo, o banco central se preocupa com o controle dos agregados monetários, ou seja, com a oferta monetária e/ou taxa de juros. As alternativas do banco central para fomentar crédito se restringem à compra e venda de títulos, públicos ou privados, com o objetivo de criar condições de mercado desejadas ou “ótimas”. Neste modelo, o Estado tem como único poder de manobra, para incentivar os empréstimos, fomentar a liquidez ou definir taxa de referência praticadas pelo mercado. Os bancos, empresas e Estado estão em esferas distintas, pois são classes autônomas e suas relações entre si se dão em forma de parcerias.

De forma geral, o modelo de captação de crédito baseado em mercado de capitais, é funcional para economias mais maduras e com grande liquidez no mercado secundário, de títulos privados de crédito e ações. Neste modelo, as

empresas têm maior transparência sobre as taxas praticadas pelo mercado, e maior agilidade para captar recursos de terceiros, via emissão de ações ou dívida. No entanto, projetos com maiores riscos e com expectativas de retorno do capital superiores aos praticados pelo mercado de capitais, são mais difíceis de serem implementadas por capital de terceiros.

Grande parte dos investimentos em projetos de pesquisa e desenvolvimento são executados com capitais próprios (LOURENÇO, 1999). Em qualquer país, em caso de escassez de recursos próprios, setores estratégicos (por exemplo, Infraestrutura) podem receber investimentos aquém do necessário. Neste modelo, setores que passem por dificuldades macroeconômicas ou retornos abaixo da média dos demais, mas necessárias para a economia, podem sofrer perdas relevantes, pois o Estado não disporá de ferramentas para fomentá-lo (ZYSMAN, 1983 p.73). Os principais países representantes deste modelo são: Estados Unidos e Reino Unido.

O segundo modelo, de captação de crédito pelas corporações, tem seus preços fixados pelas instituições financeiras, com grande poder no mercado. Neste modelo, como a economia é pouco dependente do estado (inclusive o mesmo não dispõe de mecanismos para fomentar setores estratégicos) essa decisão relaciona-se com a atividade dos grandes bancos presentes nos países. Os principais representantes do modelo de crédito, baseado em grandes instituições financeiras são: Alemanha e Suécia.

O preços e taxas de juros são determinados pelo mercado. No entanto, os movimentos dos preços são reflexos dos movimentos e intenções dos grandes bancos, devido à alta concentração do mercado na mão de poucos agentes. Nesse modelo, o Estado busca objetivos agregados em vez de alocativos, fazendo por meio de transações de mercado, em vez de técnicas administrativas e diretas.

O governo não possui o aparelho para ditar escolhas alocativas às instituições financeiras e, portanto, não possui instrumentos independentes no

sistema financeiro para exercer influência sobre as companhias. Os bancos, porém, podem atuar como aliados – e de forma negociada – na implementação das políticas públicas (ZYSMAN, 1983, p. 72, tradução do autor). Neste modelo, as decisões de investimentos em setores estratégicos, segundo análises do Estado, necessariamente têm que ser debatidas e acolhidas pelas instituições financeiras privadas. Este comportamento sugere, portanto, grande força de poucas instituições financeiras e acordos tácitos entre Estado e bancos.

O terceiro modelo, baseado no mercado de crédito, porém rigorosamente controlados pelos governos (*credit-based financial system*), tem como principais representantes deste modelo: Brasil, França, Itália e Japão.

Neste modelo, os empréstimos de longo prazo e investimento a setores estratégicos são reflexo de uma relação simbiótica entre bancos, Estado e corporações. O mercado de ações e títulos de créditos privados não apresentam liquidez suficiente para o “livre-mercado” e, quando setores e/ou empresas apresentam dificuldades, os credores tendem a reagir e determinar ações para cada evento, seja o estado ou bancos (CINTRA e SILVA, 2013).

Ainda no terceiro modelo, no sistema de crédito rigorosamente controlados pelos governos os mercados de ações e debênture, não são acessíveis a maioria das empresas, apesar de frequentemente utilizada pelos governos. Dada a “debilidade” do mercado de capitais, liquidez secundária baixa, altas volatilidades e concentração do capital financeiro em poucos agentes, as empresas têm poucas opções de captação de recursos de terceiros.

Pela alta concentração do capital em poucas instituições e os principais financiadores serem bancos múltiplos, grande parte dos financiamentos são dependentes dos mesmos. Existem poucas opções de bancos de investimentos (agentes estes intermediadores de emissões de ações e dívidas no mercado de capitais). Restringe a competitividade, a concorrência e a liquidez, refletindo em custos maiores para emissões de dívidas (ZYSMANA, 1983).

O estado além de definir a oferta monetária da economia e a taxa básica de juros, também tem instrumentos para fomentar setores estratégicos para o

país, como por exemplo o setor de infraestrutura, setor este de difícil interesse privado pelo seu alto grau de capital inicial e longo tempo de retorno do investimento.

Neste modelo, o Estado busca objetivos agregados, fazendo-a por meio de empréstimos diretos na economia, via bancos estatais. Segundo Zysman (1983, p. 71-72) o papel do governo é aparentemente compensar a fragilidade existente no sistema financeiro privado. Neste modelo, o Estado determina as alocações e distribuição de recursos da economia, determinando preço e as estruturas de prioridades.

1.5 Considerações parciais

Neste capítulo foi destacada a abordagem pós keynesiana para o crédito e a importância no Estado. Segundo esta escola de pensamento. Destacou-se a importância do crédito do ponto de vista macro e microeconômico. Mostrando que os bancos são agentes pró-cíclicos, ou seja, por terem preferência pela liquidez e aversão a risco, suas ações aprofundam ainda mais as crises econômicas.

Com aumento do risco, os Bancos tendem a diminuir a oferta de crédito, preservando sua liquidez, enquanto a demanda aumenta pela necessidade de caixa das empresas gerando, portanto, desequilíbrios estruturais entre a oferta e demanda de crédito. Outros pontos destacados são: a aversão ao risco pelos agentes; a preferência pela liquidez; e a assimetria da informação. Estes fatores fazem com que a economia seja imperfeita e permanentemente desequilibrada.

Portanto, do ponto de vista macroeconômico, os pós keynesiano defendem que as economias estão sempre em desequilíbrio estrutural, mesmo que marginal, por isso, o Estado tem a função de agente estabilizador, mas do ponto de vista micro, também existem desequilíbrios e exigem interferência estatal. O crédito de longo prazo para as empresas, inseridas em economias em que o mercado financeiro é pouco desenvolvido, apresentam dificuldades em se capitalizarem via setor privado. Projetos de alto risco ou pouco interessantes do

ponto de vista econômico, tendem a ser pouco atrativo para o capital privado, mesmo que sejam investimento a setores estratégicos.

O papel do Estado, segundo a teoria pós keynesiana, é servir como agente anticíclico e fomentador de setores e estratégicos, mas pouco atrativo para o capital privado. De forma geral este capítulo mostrou a importância do Estado em ser agente estabilizador de desequilíbrios econômicos. No Brasil, os bancos públicos e em especial o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), cumpre esta função de agente, como foco central fomentar ou proteger o emprego. No próximo capítulo será discutido o papel histórico dos bancos de desenvolvimento, em especial Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no Brasil.

CAPÍTULO 2: Banco de desenvolvimento

Banco de desenvolvimento é um meio pelo qual alguns governos têm para fomentar ou intervir no mercado de crédito. Os bancos de desenvolvimento foram criados a partir da Segunda Guerra Mundial, com o objetivo de auxiliar os países destruídos economicamente pela Guerra e para fomentar a industrialização asiática e latino-americana (TORRES, 2007).

Segundo Torres “Bancos de desenvolvimento são (...) instituições financeiras dedicadas sobretudo à oferta de financiamentos de capital de longo prazo para projetos dos quais se esperam externalidades positivas, mas cujo financiamento por parte de credores privados seria insuficiente” (TORRES, 2007, p. 287).

Couto e Trintim (2012) definem quais são os principais itens de governança que os bancos de desenvolvimento devem assumir, para o seu funcionamento ótimo, são dois aspectos essenciais descritos pelo autor: i) *Funding*, e ii) quantidade de crédito. Em relação ao *funding*, para o exercício adequado o banco de desenvolvimento deve ter fontes seguras e pouca dependência de captação no mercado interbancário, possibilitando que o banco ofereça taxas e condições diferenciadas dos bancos comerciais. Já em relação ao segundo aspecto, o autor enfatiza que o banco não é apenas um repassador automático de recursos, mas sim um agente ativo, pois influencia de forma ativa a economia, propondo taxas e prazos adequados à realidade de cada setor e/ou mercado.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é o principal exemplo de banco público e de desenvolvimento brasileiro. Esta instituição é subordinada ao Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comercio Exterior. A missão do banco é prover financiamentos para projetos de longo prazo, em especial a setores ligados à indústria e infraestrutura, por serem

setores altamente estratégicos e os principais setores empregatícios nacionais(COUTO e TRINTIM, 2012).

2.1 Contexto histórico do BNDES

Através da Lei nº 1.628, de 20 de junho de 1952, foi criado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), que tinha como objetivo formular e executar a política nacional de desenvolvimento econômico. “A criação do BNDE (ainda sem o S), em 1952, representou um marco na jornada para o desenvolvimento do Brasil. O Banco nasceu da convicção de que o país não podia depender somente de recursos externos para avançar seu projeto de renovação da infra-estrutura rodoviária, energética, de portos, e assim melhor competir no mercado internacional.” BNDES (2002, p.2)

O BNDE foi o primeiro banco de desenvolvimento brasileiro voltado para a industrialização e único em âmbito federal. Foi criado com o propósito de financiar projetos de desenvolvimento econômicos de longo prazo. Com atuação prioritárias nos setores de base: infraestrutura e indústria (COUTO e TRIMTIM, 2012).

O Banco tornou-se a principal agência governamental provedora de crédito de longo prazo. Na década de 1950, o BNDE foi agente fundamental em todos os grandes projetos nacionais: Programa de Eeestruturação Econômica (PRE); o Plano de Metas (PM); o Segundo Programa Nacional de Desenvolvimento (II PND) e o Programa Nacional de Desestatização (PND).

Segundo Diniz (2004), a atuação do BNDES pode ser dividida em grandes períodos. A atuação do Banco como agente de desenvolvimento se estende de 1952 a 1989, sendo o BNDES o principal instrumento de fomento do processo de industrialização brasileiro. A instituição atuou no financiamento do setor público (1952-1970) e posteriormente na expansão do setor privado na economia (1970-1989). Neste período, o Banco exerceu papéis diferentes em cada época, de forma sucinta abaixo são apresentadas a dicotomia cronológica do papel do Banco:

- I. Entre os anos 1952-1964, os financiamentos do Banco foram direcionados, prioritariamente, para o setor público. Nesta fase o BNDES ficou conhecido como o banco de aço e eletricidade, por ter sido o principal *funding* dos setores de siderurgia e hidrelétricas.
- II. Entre 1964-1970, fase na qual banco ainda apoiava as obras públicas e financiava as estatais, mas passou a destinar recursos, de forma crescente no período, para o setor privado;
- III. De 1970-1979, neste período o Banco apoiou prioritariamente o setor privado financiando grande projetos de empresas privadas nacionais;
- IV. Entre 1979-1989 o banco assumiu o controle de empresas estatais para evitar a falência das mesmas e operou com agente privatizador.

No final dos anos de 1980, as ideias neoliberais ganharam força pelo Consenso de Washington, dando início ao ciclo de encolhimento da participação do Estado na economia, através de processos de privatizações que corroboraram na diminuição da participação estatal nos financiamentos de setores estratégicos nacionais. A economia brasileira passou por um forte processo de contração, concomitante com a diminuição dos investimentos externos e o BNDES foi um importante agente no processo contracíclico adotado pelo governo, com o intuito de modernizar o pátio industrial nacional e diminuir os impactos negativos econômicos enfrentado pelo país.

Na década de 1990, o Banco foi o principal agente financiador das privatizações que ocorreram nesta década. Essa mudança deveu-se à força do neoliberalismo econômico mundial e somada as mudanças estruturais passadas pelo país nesta década – implantação do Plano Real - o BNDES se adequou à “cartilha” neoliberal de um banco de investimento, ocorrido no país portanto, a atuar como um subsidiador de crédito ao setor privado, para projetos

estratégicos. (LIMA, 2012). A seguir serão detalhados os diferentes papéis do Banco desde 1952 até os anos 2000.

2.2 O BNDE e o Plano de Metas

O primeiro e único projeto aprovado em 1952, pelo BNDE, foi o financiamento da reforma da Estrada de Ferro Central do Brasil. No ano seguinte (1953), cinco novos financiamentos foram aprovados: três no Estado do Rio de Janeiro (Companhia Nacional de Álcalis, Fábrica Nacional de Motores e Superintendência das Empresas Incorporadoras ao Patrimônio Nacional - SEIPAN), um no Espírito Santo (Usina Rio Bonito) e outro no Rio Grande do Sul (Viação Férrea do Rio Grande do Sul).

Até 1957, os empréstimos feitos pelo banco foram pequenos e pouco relevantes, tanto nominalmente quanto em valores relativos ao PIB. No entanto, a partir do Plano de Metas (PM), do Governo de Juscelino Kubitschek, houve aumento substancial dos seus empréstimos destinado à infraestrutura, à energia e ao transporte.

A segunda metade da década de 1950 foi decisiva para o país, pois os anos do governo de Juscelino Kubitschek (JK), entre 1956 e 1961, foram marcados por importantes mudanças econômicas. Entre 1957 e 1961, o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu à taxa anual média de 8,5%, elevando em 5,1% a renda per capita nacional.

O Compromisso de JK era de aceleração do crescimento e implantação de uma indústria mais moderna e competitiva no país. Com este intuito foi criado o Conselho Nacional de Desenvolvimento (CND), composto pelos ministros de estado, chefes dos gabinetes civis e militar e pelos presidentes do BNDE e Banco do Brasil. Este conselho formulou o Plano de Metas (PM).

Foram criadas 31 metas, as quais foram divididas em dois grandes blocos. O primeiro bloco era para fomentar os setores de energia e transporte (LESSA, p. 30, 1982). No segundo bloco o objetivo foi aumentar e implantar a indústria de base nacional, indústria de bens de capital e a construção de Brasília.

O BNDE teve atuação determinante na operacionalização das metas de infraestrutura, sendo o principal agente financiador do plano. Segundo DINIZ (2014), o envolvimento do Banco se deu através de financiamento e concessões de avais dos principais projetos setoriais do país:

Energia Elétrica: Financiou 46 projetos até 1960, com destaque para Furnas, complexo de Três Marias, complexo de usinas de São Paulo e ampliação de Paulo Afonso;

Portos e navegação: Quase todos os projetos previstos no PM foram financiados pelo Banco. Os mais importantes foram a Cia. Docas Santos e Administração portuária do Rio de Janeiro;

Indústrias Básicas: Especificamente na indústria de alumínio, o Banco não só aumentou substancialmente o financiamento e linhas de crédito do setor, como destinou volumosos recursos a uma usina hidrelétrica que beneficiaria, especificamente, as empresas do setor. O BNDE foi responsável pelo financiamento do aumento da produção de estanho. Para as empresas de papel e celulose forneceu 37% dos financiamentos do setor, entre 1955 e 1957 e 58% do financiamento dos projetos complementares do setor realizados entre 1958 e 1960.

Indústria automobilística: O BNDE financiou os subsectores de autopeças e produção de peças forjadas (BNDES, p. 125, 1996). Do total de investimentos realizados pela Volkswagen, aproximadamente 36% foram feitos via financiamento do BNDE. Portanto, a instituição assumiu a função central de análises de programas governamentais, constituindo-se como peça básica da consolidação do Plano de Metas (DINIZ, p. 26, 2004).

2.3 Anos 70 e BNDE

Nos anos 70 o Brasil apresentou altas taxas de crescimento econômico, entre 1968-1973, conhecido como milagre econômico, crescendo a taxas médias anuais de 11,4%. Em 1970, o BNDE passou por mudanças estruturais significativas, com transferência de seu controle do Ministério da Fazenda para

o Ministério do Planejamento. Isso ocorreu como consequência das reformas financeiras e fiscais adotadas, pelo então presidente, Castelo Branco.

Foram criados mecanismos para expansão do crédito e alterações legais sobre a fonte de recursos do Banco (Lei 4.390 de 03 de setembro de 1962 e modificado em 1964), deixando de receber os recursos, predominantemente, de origem fiscais das contas nacionais. A partir de 1966, o BNDE passou a captar recursos de capital estrangeiro, possibilitando um maior *funding* para novos financiamentos. Entre 1966 e 1971, o Banco recebeu aportes externos representados por contratos com entidades estrangeiras ou instituições internacionais.

O Banco passou a ser o elo entre o financiamento público e os empresários nacionais, diversificando o leque de atividades financiadas pelo Banco. Nos limiares de 1970 o BNDE passou a dirigir seus recursos ao setor privado (MARTINS, 1985). Através da Lei 5.662 de 21 de Julhos de 1971, o Banco passou ter maior flexibilização e independência em relação ao executivo. Durante o “milagre econômico”, foram criados o Programa de Integração Social (PIS) e o Programa de formação do Patrimônio Público do Servidores (PASEP). Ambas passaram a ser uma das principais fontes de financiamento do Banco, pois em 1974, o BNDES começou a gerir os recursos do PIS-PASEP.

A economia brasileira operava, em 1973, à plena utilização de sua capacidade produtiva em diversos setores. A necessidade de importação de petróleo gerou desajustes, relevantes, na balança comercial e uma crise fiscal e econômica gravíssima. O então governo considerou fundamental preservar o crescimento e estabilidade econômica.

Após 1974, o General Geisel implantou um plano contracíclico (DINIZ, 2004). O governo com o objetivo de substituir de deixar modernizar o pátio industrial nacional e melhorar a competitividade brasileira, criou o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). O Plano priorizava a continuidade do crescimento e uma economia industrial moderna.

O II PND utilizou o BNDE para executar as seguintes funções: i) o fornecimento de crédito de longo prazo aos setores públicos e privados; ii) construção de núcleo tecnológico para indústria de informática e para a construção de um sistema nacional integrado de telecomunicações; iii) financiamento ao desenvolvimento tecnológico, pelo Programa de Financiamento Tecnológico (Funtec) e iv) intensificação dos empréstimos à empresas de exportação de manufatura e produtos agrícolas.

A partir de 1974, as empresas privadas enfrentaram grandes dificuldades financeiras e o Banco foi agente importante para diminuir a gravidade da crise, despendendo financiamento para as empresas e assumindo controles operacionais de algumas (MARTIN, 1985). O objetivo era fortalecer as empresas assumidas, reestruturá-las, para que fossem reincorporadas ao capital privado. Neste processo o BNDE adquiriu participações acionárias de mais de 95 empresas dos mais diversos setores.

Este movimento de adquirir empresas foi feita para diminuir os calotes das dívidas, o Banco converteu-se de credor para acionista em muitos setores. De forma geral, nos anos 70 a Banco passou por mudanças estruturais importantes, tanto na fonte de seu *fundings*, quanto nas suas áreas de atuação. Passando a financiar empresas privadas e assumindo o papel de banco de fomento e reestruturador de capital.

2.4 Década de 1980 e BNDES

Ao longo das décadas de 1950-1970, as políticas públicas de desenvolvimento econômico, voltadas para os investimentos em capital fixo e para o avanço no processo de industrialização brasileiro, apoiaram-se na combinação de financiamento por meio de: i) capital externo, via crédito bancário e investimentos diretos; e de ii) Crédito Público Federal.

O crédito público federal foi basicamente canalizado em três agentes que subsidiavam os principais setores nacionais: i) Caixa Econômica Federal (CEF), banco este voltado, prioritariamente, ao desenvolvimento do setor imobiliário; ii) Banco do Brasil (BB), com a missão de fomentar o setor agrícola e iii) Banco

Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE⁴), que tinha como objetivo específico desenvolver o setor industrial (Hermann, 2010).

Em 1980 o país passou por instabilidade monetária - inflação em patamares extremamente altos e alta volatilidade das taxas de juros e câmbio - crise fiscal, ausência de políticas públicas desenvolvimentistas e estagnação econômica brasileira.

Esta década foi marcada pela forma como a economia brasileira se adaptou à crise da dívida externa, devido ao aumento substancial do seu custo de captação a recursos externos, à elevação das taxas de juros internacionais e com a subida, simultânea, dos preços internacionais do petróleo. Essas mudanças estruturais fizeram com que houvesse aceleração da inflação, aumento de juros domésticos, diminuição das margens de lucros das empresas e significativa mudança de renda dos assalariados da época (BALTAR, 1996).

A crise afetou grande parte das famílias e empresas nacionais, principalmente as voltadas para o mercado doméstico. Houve crescimento relevante do índice de inadimplência dos empréstimos bancários, como consequência os bancos, principalmente os públicos, tiveram redução significativa das suas receitas e passaram a sofrer os reflexos da crise.

Apesar da situação econômica extremamente grave ela não foi equânime a todas as classes econômicas. A renda média dos 50% dos mais pobres diminuiu quase 20%, comparando 1989 com 1981, enquanto a dos 5% mais ricos e a classe média aumentaram seu capital em 29% e 13%, respectivamente. De forma geral, a crise foi centralizada na parte mais pobre da população (BALTAR, 1996).

Na década de 1980, a carteira de crédito do BNDE foi pouco atingida pela crise. Havia grande concentração dos créditos destinados a grandes corporações privadas, executoras dos projetos de investimentos priorizadas pelo

⁴ Somente a partir de 1982, o BNDE tornou-se Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND). O II PND foi um programa criado com o objetivo de investir, prioritariamente, na indústrias base, de bens de capital, de energia e indústrias exportadoras.

Após o II PND, a vulnerabilidade em relação aos choques de preços externos diminuiu. Tanto pela menor dependência nacional para a importação de petróleo e demais matérias-primas básicas para as indústrias, como a expansão e diversificação dos produtos industriais voltados para a exportação. O segundo PND trouxe para as indústrias nacionais menor dependência ao mercado doméstico, menores riscos a choques externos dos preços de matérias-primas básicas, o que se concretizou em menores impactos econômicos ao setor, mesmo com a crise econômica brasileira vivenciada na década de 1980.

O risco de crédito do BNDE estava concentrado nas empresas que foram subsidiadas no II PND. De forma geral, as empresas beneficiadas pelos financiamentos do BNDE, principalmente empresas do setor industrial, diversificaram seus mercados e se tornaram menos dependentes da economia doméstica e concomitante a isto, houve aumento da demanda agregada global por produtos industrializados. Estes fatos em conjunto preservaram a capacidade de geração de receita do BNDE, em meio à crise econômica da década.

O BNDE passou a contar com fontes estáveis de financiamentos, com *funding* parafiscais e outros fundos para atender a setores específicos e prioritários a época: o Fundo de Investimento Social (Finsocial), criado em 1982, formado por contribuições sobre o lucro das empresas e voltado para o financiamento de atividades de interesse social – que agregou o “S” à sigla do banco; o Fundo da Marinha Mercante (FMM), que passou a ser gerido pelo BNDES, a partir de 1983; e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), criado em 1988 (GUTH, 2006), que veio a se tornar a principal fonte “externa” de *funding* do banco.

A Constituição Federal (CF) de 1988 criou o FAT com recursos da arrecadação do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep), que já existiam desde

1970, e determinou que, pelo menos, 40% desse Fundo fosse regularmente direcionado ao BNDES, a um custo para o banco limitado a 6% ao ano, como remuneração ao FAT.

Essas mudanças traçaram um novo paradigma para o BNDES, passando a ser o único banco de fomento público com *funding* estáveis de financiamento, ou seja, com o passivo não dependente do mercado interbancário, diferente das demais instituições financeiras. Com isso, as taxas e prazos praticados pelo banco passaram a ser mais competitivas e o BNDES se caracterizou como o único banco de fomento para investimento de longo prazo do país, concedendo financiamentos direcionados a setores prioritários para o desenvolvimento (HERMANN, 2010).

Apesar das mudanças de *funding* e de baixa inadimplência de sua carteira de crédito, a crise da década de 1980 reduziu os níveis de operação do banco, por ter comprometido a arrecadação fiscal do país. Os desembolsos passaram de aproximadamente 11% da formação bruta de capital fixo (FBCF), em 1979, para a média de 8% entre 1980-1987 e para 4% entre 1988-1990 (GUTH, 2006). Em 1988, houve uma queda nos recursos vinculados da instituição em torno de 30%. Desde então a instituição buscou trabalhar com recursos próprios e emprestá-los a projetos de menor riscos e maiores rentabilidades, concentrando os mesmos a setores de exportação (pape e celulose, metalurgia e mineração) (DINIZ, 2004).

O planejamento estratégico para o triênio feito pelo Banco, 1988/1990, foi elaborado com o reconhecimento, institucional e técnico, da necessidade de um novo estilo de apoio à economia brasileira. A base do Plano Estratégico foi a integralização das indústrias do país ao mercado internacional, com o objetivo de torna-lo mais competitivo. Tavares (1999) comenta, de forma irônica, o real significado do “S” na nova sigla da instituição:

“O novo “S” agregado ao BNDE significa “social”, apenas porque os novos fundos eram legalmente dos trabalhadores e permitiam ao Banco de Desenvolvimento sair da armadilha de ter-se convertido apenas em financiador

da siderurgia nacional, que japoneses tinham abandonado na crise de 1964” (TAVARES, 1999, p. 465).

A década de 1980, foi marcada por uma grave crise econômica e mudanças estruturais no BNDES. O Banco aumentou sua capacidade de ofertar novos empréstimos, com o banco passando a ter *funding* em fundos para fiscais sociais, o diferenciado das demais instituições financeiras do país. Seus empréstimos passaram a privilegiar projetos mais rentáveis e de menores riscos e o Banco passou a priorizar setores voltados à exportação, antes voltados quase que integralmente a indústria base nacional.

2.5 BNDES nos anos 1990

No início da década de 1990, concomitante a diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento, o Brasil passou a adotar um novo modelo econômico pautado em conceitos neoliberais, com fortalecimento e incentivo ao setor privado.

Segundo Hermann (2010), o país adotou como modelo de política de desenvolvimento econômico um caráter mais liberal, dando maior força ao setor privado. O crescimento econômico deveria ser pautado na iniciativa privada e no fortalecimento do “livre mercado” e não mais comandado ou financiadas pelo setor público, modelo adotado até então. Para favorecer o investimento de capital externo no país, no campo da gestão macroeconômica, o país passou a adotar a política pautada na estabilidade dos preços e equilíbrio fiscal e no setor financeiro a recomendação era a liberalização de mercado e a diminuição da participação do Estado no mercado de capitais (Hermann, 2010).

Para que o país pudesse voltar a ter um ambiente estável para novos investimentos fora implementado a abertura do mercado financeiro nacional a instituições estrangeiras, aliado à forte redução dos mecanismos de atuação direta do Estado na economia, processo este acentuado pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso.

Apesar de já perceptível, a partir da segunda metade dos anos 1980, a pressão internacional para a implementação das novas diretrizes econômicas, ela se iniciou, apenas, a partir do governo Collor. A priori o governo Fernando Henrique, presidente à época, priorizou a estabilização inflacionária, com a implementação do Plano Real, iniciado a partir da segunda metade dos anos 1990. Somente em 1999, em segundo mandato, se iniciou a política com foco no ajuste fiscal e diminuição do déficit público, extremamente alto à época (Gesner e Turolla, 2003).

A implementação do Plano Real foi ancorada no controle cambial para estabilização dos preços. Apesar do sucesso do controle inflacionário, com a estabilidade dos preços, as consequências fiscais foram desastrosas (Gesner e Turolla, 2003). O segundo mandato do Fernando Henrique Cardoso teve como principal objetivo reequilibrar as contas públicas e diminuir o déficit fiscal. Em 1994 o Brasil apresentava um superávit primário de US\$ 4 bilhões e, em 1998 passou a ter um déficit de US\$ 19,8 bilhões. O Plano Real e a estabilização dos preços fora bem-sucedida, no entanto trouxeram graves desequilíbrios fiscais.

O Plano Real teve efeitos diretos sobre as condições de operação dos bancos públicos e privados. Antes do plano grande parte da receita dos bancos era proveniente dos depósitos a vista, que ofereciam retornos exorbitante aos bancos devido à alta inflação diária, situação esta extinta após Plano Real. Os bancos tinham mecanismos de proteção à alta volatilidade do valor de compra da moeda. Para os bancos a inflação era a principal fonte de receitas, apesar de parte da perda ter sido compensada pelo aumento das operações de crédito, principalmente dos bancos privados, ainda assim os impactos no setor foram expressivos (HERMANN, 2010).

A expansão de crédito foi uma alternativa criada pelos bancos, para suprir a diminuição brusca das suas receitas, antes suprida por suas operações de curto prazo. Essa postura foi na contramão da política monetária, claramente restritiva, a subida abrupta da taxa básica de juros, refletiu as restrições monetárias. Para suprir os déficits em suas receitas, os bancos subestimaram os riscos de ofertar novos créditos e expandiram suas carteiras de crédito e os

índices de inadimplência das dívidas bancárias aumentaram. Os empréstimos em atraso e em liquidação passaram de uma média de 7,7% do total entre de julho-1994 a fevereiro de 1995 (início do Plano Real), para 9,1% entre março e junho-1995 e 12,6% no segundo semestre do mesmo ano (BACEN, 1996). As dificuldades macroeconômicas deste período afetaram de forma abrupta os pequenos e médios bancos, os bancos públicos, especialmente o BB e a CEF, e os bancos Estaduais.

Os bancos de menor porte foram prejudicados, devido à sua alta dependência a receitas relativas a operações inflacionárias de curto prazo. Com a estabilização dos preços, a demanda por essas operações foi praticamente zerada. Os bancos públicos também foram prejudicados, em menor escala que os bancos de pequeno e médio porte, mas ainda assim as dificuldades foram grandes. As receitas provenientes de operações inflacionárias, que em 1993, era de 68% deste segmento, em 1994 passou para 38% e para 2,5% em 1995 (IBGE/ANDIMA, 1997, p. 46). Além disso, desde 1980, os índices de inadimplência dos bancos público eram maiores, comparado com os dos bancos privados, situação esta agravada no biênio 1994-1995.

A política econômica e monetária, durante o Plano Real, afetou negativamente a capacidade de pagamento dos empréstimos rurais e dos habitacionais, pois grande parte dos contratos eram indexados à TR⁶, aumentando, portanto, as dívidas de forma substancial e limitando o pagamento integral, o que afetou diretamente as receitas do BB e da CEF.

O BNDES, mais uma vez, foi a exceção entre os bancos públicos. O banco aumentou suas operações de crédito na segunda metade da década de 1990, mudando os setores beneficiados para a receptação dos recursos. Guth sintetiza: “Com a conclusão dos projetos de investimento iniciados durante o II PND [...], perdem importância setores da indústria pesada e ganha importância a integração competitiva da economia nacional com a internacional. Assim,

⁶ A TR foi criada no Plano Collor II (1991) como um indexador forward de contratos, em substituição à inflação passada. Sua sistemática de cálculo já foi alterada diversas vezes desde então, mas o princípio básico foi mantido: a TR é formada pela média das taxas pagas sobre Certificados de Depósito Bancário (CDBs) emitidos por uma amostra de 30 bancos selecionados semestralmente, deduzida um percentual (o “redução”) definido pelo governo

dentro da lógica do novo modelo de desenvolvimento, O Banco direciona suas prioridades para o processo de privatização e setores exportadores, além de pequenas e médias empresas e projetos sociais” (GUTH, 2006, p. 131).

Em 1990, o BNDES direcionou prioritariamente seus recursos, para créditos de longo prazo, em operações que apoiavam o programa de privatizações, oficialmente lançado em 1990. O Banco assumiu a função de “gestor” do programa, atuando como a principal fonte de financiamento dos recursos para a aquisição, bem como o *funding* financeiro das empresas a serem privatizadas. De forma geral, como o BNDES assumiu os riscos do adquirente, o setor público financiou, de forma indireta, a sua própria privatização (Hermann, 2010).

Diante da situação delicada que se instalou no setor bancário, devido às consequências macroeconômicas da implementação do Plano Real, diversas medidas prudenciais foram implementadas a partir de 1995. O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), com o qual o Banco Central disponibilizou linhas de crédito especiais a bancos, comprovadamente sólidos e interessados em adquirir os ativos dos demais bancos em dificuldades. Em 1997, foi criado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), semelhante ao Proer, mas voltado exclusivamente para o saneamento dos bancos estaduais, visando à sua posterior privatização. O objetivo de redução da presença de bancos públicos estaduais no setor ganhou novo alento em 1998, com a regulamentação das “Agências de Fomento” (Resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN no 2574/1998), que vetou sua transformação em qualquer tipo de instituição financeira.

Paralelamente às medidas prudenciais internas, em 1994 o Brasil aderiu ao acordo de Basileia, coordenado pelo *Bank for International Settlements* (BIS), pelo qual os Bancos Centrais signatários, passaram a exigir dos bancos sob sua intervenção o capital mínimo, dos seus depósitos a vista, ponderado pelo risco da carteira de crédito em estoque. Devido à gravidade do risco brasileiro, em 1997, esse percentual passou para aumentou. Este acordo aumentou a

necessidade do depósito compulsório ao Banco Central dos bancos, diminuindo ainda mais as receitas dos bancos, pois passaram a rentabilizar menos de seus valores a investir no mercado, prejudicando de sobremaneira os bancos de menor porte que tinham margens menores e poucos produtos que poderiam suprir esta diminuição de receita.

Os bancos públicos foram obrigados a aderir integralmente às novas regras, sob as mesmas condições dos bancos privados. Estas medidas fizeram com que grande parte dos bancos públicos perdessem sua competitividade, com a exigência de capital extremamente altas, inviabilizando a manutenção dos mesmos em suas atividades no médio e longo prazo. Os bancos mais afetados pelas novas regras foram os bancos estaduais. Entre 1995 a 2005 foram privatizados, praticamente, todos os bancos estaduais.

As exigências foram feitas para todos os bancos, públicos e privados, com exceção do BNDES. A política financeira implementada na segunda metade da década de 1990 deu início ao processo de redução do Estado e na oferta de crédito para o mercado em geral.

Desde 1990, o BNDES vinha aumentando sua oferta de crédito, principalmente pelo seu maior *funding* dos fundos parafiscais. Entre 1995 e 1999 ele elevou de 18% para 31% nas operações diretas e de 35% para 42% nas indiretas – por meio de agentes financeiros privados, diferente dos demais bancos públicos que reduziram sua oferta de crédito neste período (Hermann, 2010).

Outra diferenciação do BNDES, frente aos demais bancos públicos foi seu baixo grau de alavancagem, entre 1995 e 1999. De forma geral, o BNDES desde 1980 passou a ser o único banco público com *funding* proveniente de recursos parafiscais e ser o único agente financeiro a não ter que ser submetido às novas regras bancária, feitas em 1990. Se somarmos a isso o fato de ter um passivo de menor risco e com índices baixos de inadimplência, mesmo na crise macroeconômica enfrentada pelo país, o Banco foi o principal “braço financeiro” das políticas de desenvolvimento econômico nacionais.

O BNDES foi o ator do Executivo que mais cresceu e apareceu ao longo da década de 1990. Sua capacidade de influenciar decisões era alta e em expansão, pois a instituição podia viabilizar os créditos para futuras empresas que poderiam ser privatizadas (DINIZ, 2004). Nesta década, o Banco deixou de articular projetos e/ou políticas de longo prazo para o país, papel este feito, quase que exclusivamente, pelo banco até então. Sua participação foi voltada para ações que pudessem viabilizar as privatizações fomentadas pelo governo.

O BNDES passou a ser a principal instituição de apoio ao programa de desestatização do governo. Atuando como *funding* para as estatais que apresentavam problemas financeiros, antes das suas vendas ao setor privado – CSN, Vale do Rio Doce, Telebrás e entre outras. Essas ações deram um novo caráter ao Banco, diminuindo sua principal função de banco de fomento e o transformando em mais um banco comercial (DINIZ, 2004).

2.6 A década de 2000 e as diferentes ciclos de crédito no Brasil

A década de 2000 foi marcada por diferentes fases econômicas, mas a crise de 2008 foi um divisor de águas, não só pela extensão da mesma, mas também pela mudança econômica e estrutural adotada pelo país. Desde a adoção do Plano Real, em 1994, o ambiente concorrencial bancário passou por importantes transformações, com a privatização dos bancos públicos estaduais – Exemplo: Nossa Caixa, BANESPA, BANESTADO, BANEBA - 13 bancos, entre 1997 e 1998, foram adquiridos por instituições financeiras privadas. A participação privada no sistema cresceu, houve diminuição da concorrência. Segundo FREITAS (2009), essas transformações se traduziram em aumento da solidez das instituições e no avanço de seu grau de sofisticação⁷. Até 2002 o sistema financeiro não mostrou mudanças em relação ao seu padrão de exposições e preferências dos anos de alta inflação, pois os bancos mantiveram sua elevada preferência pela liquidez.

⁷ Esse movimento foi condicionado por um amplo conjunto de fatores de natureza macroeconômica, estrutural e regulatória. Para maiores detalhes, ver Freitas (2007a).

Em 2003, se iniciou um novo ciclo de crédito. Os bancos passaram a diminuir sua liquidez e aumentaram suas ofertas de crédito. Essa mudança ocorreu a partir da combinação de dois elementos: i) a confirmação da manutenção da política econômica adotada desde 1994, mantendo as metas de inflação e prioridade no equilíbrio fiscal e ii) menor volatilidade macroeconômica, resultado da melhora das contas externas, ou seja, aumento relevante dos investimentos dos países desenvolvidos em economias em desenvolvimento. Com a migração gradativa de investimento dos recursos externos aos BRICs (Brasil, Rússia, China e Índia), devido ao grande potencial de crescimento que estes países apresentavam à época. Principalmente pela percepção externa de demanda reprimida que estes países tinham, o Brasil passou a ser mais atrativo, do ponto de vista econômico, e com aceitação externa de diminuição, relevante, dos riscos institucionais e inflacionários brasileiros.

Partindo de cenários de menor volatilidade macroeconômica, melhora na percepção de risco econômico e institucional e expectativas de reduções da taxa básica de juros – consequentemente diminuição dos ganhos com as operações interbancárias *intraday* – os bancos redefiniram suas estratégias operacionais, priorizando a expansão do crédito.

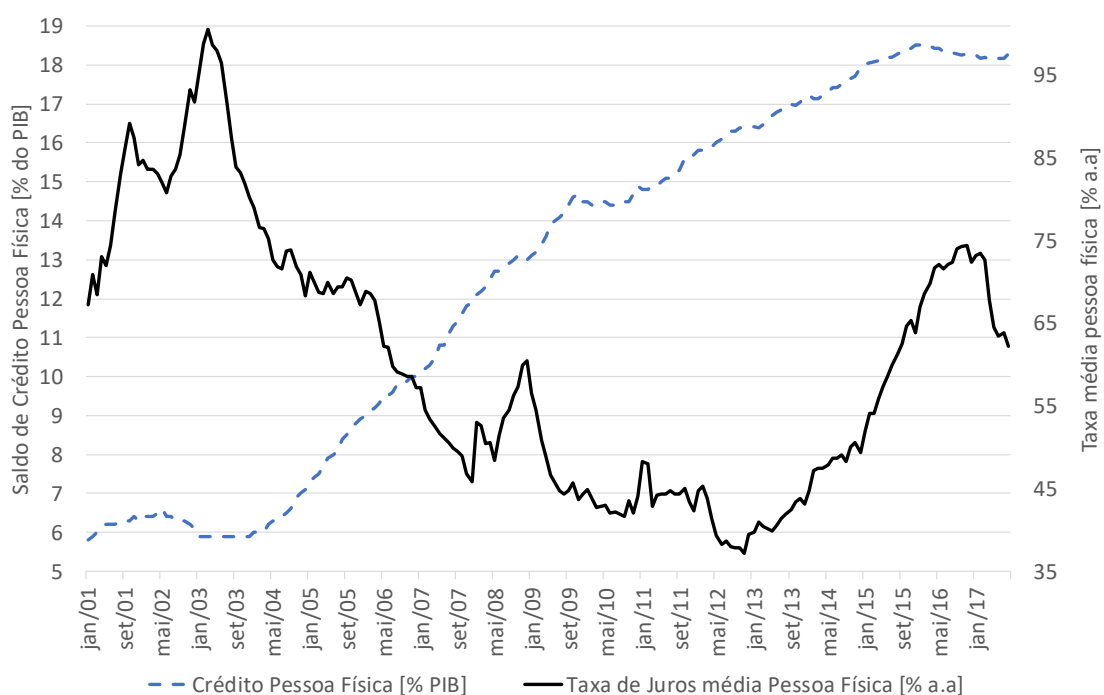
Os bancos identificaram no crédito às pessoas físicas um enorme potencial de ganho, diante das melhoras substanciais das expectativas de recuperação do emprego e da renda no país. Para as instituições financeiras as análises de empréstimos às pessoas físicas são mais simples que os empréstimos corporativos, que necessitam de informações para cálculo de riscos e que nem sempre estão à mão das instituições. Outro ponto de incentivo aos bancos para aumentarem o crédito às pessoas físicas, foram as taxas de juros elevadas ofertadas, que eram extremamente rentáveis aos bancos.

A recuperação do crédito à pessoa física se iniciou ao final de 2003. A maior disposição das famílias a tomar crédito, mesmo a altas taxas de juros, refletiu em expectativas favoráveis ao consumo. A elevação do saldo de créditos ganhou força a partir de 2004. No gráfico 1 é possível observar a participação do saldo de crédito a pessoas físicas e a respectiva taxa média de juros cobrada

pelos bancos. Fica claro o crescimento do crédito a partir de julho-2004 até final de 2012. A diminuição das taxas de juros ocorreu no início de 2003 e continuou em queda até final de 2012. O crescimento da participação no consumo das famílias no PIB, a partir de 2003, foi extremamente relevante. Sendo o principal fator explicativo para os altos índices de crescimento brasileiro até 2013 (FREITAS, 2009).

Gráfico 1

Saldo de crédito à pessoa física, em relação ao PIB e taxa de juros média cobrada pelos bancos (% a.a), de 2001 a 2017.



Fonte: *Elaboração do autor a partir de dados primários do Banco Central (BACEN)*

A partir de 2015 houve uma estagnação do crescimento do saldo de crédito a pessoas físicas em relação ao PIB, indicando estagnação do crédito a este segmento e necessidade de mudança no modelo de crescimento econômico, até então, alicerçado no consumo.

As taxas de juros ofertadas à pessoa física tiveram grande volatilidade no segundo semestre de 2008, mas caíram, após a diminuição da percepção de

risco dos bancos em relação aos impactos da crise internacional na economia brasileira. Em janeiro de 2013 a taxa de juros foi a menor desde 2001, mas com a maior percepção de risco por parte do banco comerciais, as taxa de juros subiram, de forma vertiginosa, chegando em 2016 a 74% a.a.

A década de 2000, foi marcada por diferentes ciclos econômicos e de crédito podendo ser dividida em três fases: 1) de 2001 a 2008, ciclo de crescimento econômico pautado no consumo das famílias e aumento relevante da oferta de crédito às pessoas físicas; ii) de 2008 a 2013, período de mudanças estruturais da economia mundial, após a crise dos Estado Unidos (*subprime*) e reações contracíclicas da economia nacional para diminuir os impactos da crise no Brasil, as medidas surgiram efeitos na economia, mantendo o crescimento médio do PIB no período a 3,5% a.a e estabilização do crédito às empresas e pessoas físicas e; iii) de 2013 a 2016, período este de diminuição do crescimento do PIB, mudanças políticas e econômicas, aumento do desemprego e aumento da percepção de risco, com conseqüente estagnação do crédito ao consumo.

2.6.1 Antes da crise, o Brasil de 2000 até 2008

Nos anos 2000, as diretrizes econômicas iniciadas a partir de 1994 foram continuadas. A estabilidade de preços continuou sendo prioridade, mas houve mudanças no seu modelo de gestão. A âncora cambial foi substituída pelo regime de câmbio flutuante, modelo este utilizado até os dias atuais. A política monetária passou a ser regida pelo modelo de metas de inflação, enquanto a política fiscal passou a perseguir metas de superávit primário, com o objetivo de reduzir o déficit nominal do setor público. Em maio de 2000, esse novo modelo fiscal contou com a regulamentação do controle de endividamentos dos Estados e Municípios, com a implantação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Foi instituído, para as três esferas do governo, uma série de regras e condutas para a formulação e execução orçamentárias, lei esta ainda vigente.

Segundo Gesner e Tuolla (2003) diante do quadro de vulnerabilidade fiscal passada pelo país nos anos de 1998 a 2003 – como desdobramento da crise asiática e das conseqüências fiscais da implantação do Plano Real, se seguiu uma orientação restritiva no que tange ao crédito e no controle dos gastos

públicos. Essas mudanças na gestão econômica, trocando de câmbio semi-fixo para o regime de metas de inflação, com câmbio flutuante, reforçou a diminuição do espaço de atuação dos bancos públicos, exceto o BNDES.

Além da crise asiática e as dificuldades domésticas provenientes da implantação do Plano Real, o Brasil passou por mudanças importantes logo no início da década. Em 2002, houve aumento do risco país, proveniente da crise de confiança, que se instalou por aqui, com as expectativas eleitorais. Essa desconfiança política trouxe grande volatilidade ao mercado financeiro com queda da bolsa de valores, valorização do dólar frente o real e aumento das taxas de juros futuras, proveniente das incertezas sobre as novas diretrizes econômicas que seriam propostas.

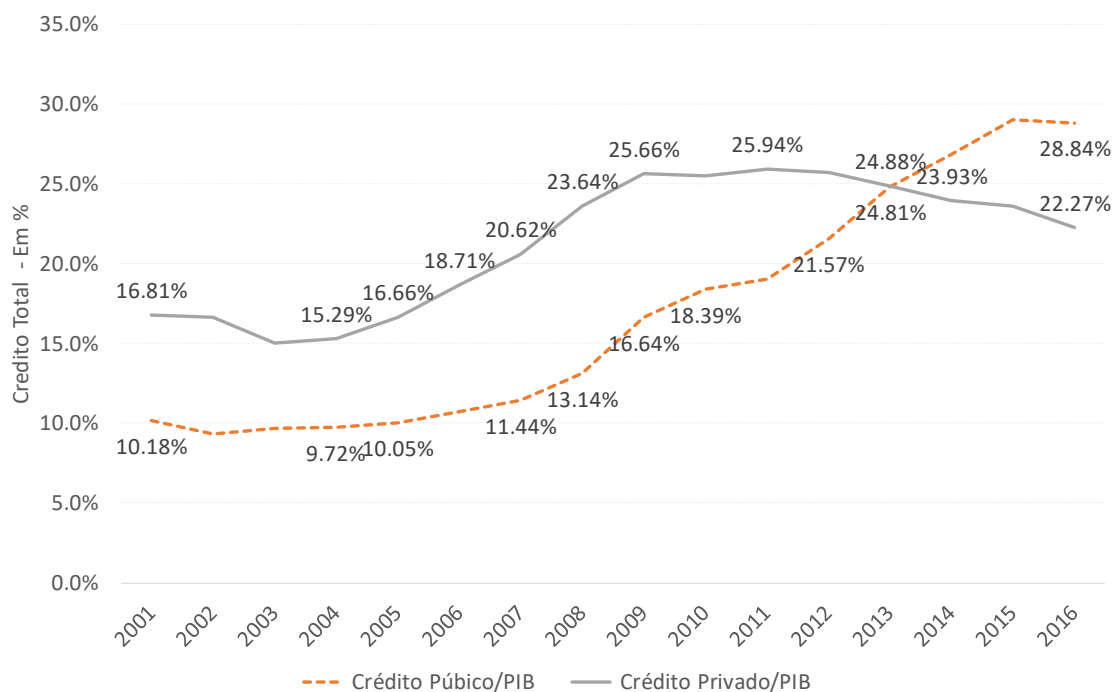
Os bancos estrangeiros suspenderam suas linhas de crédito para o financiamento de projetos voltados a exportação (COURO e TRINTIM, 2012), mas o BNDES passou a destinar grande parte dos seus recursos a empresas que estivessem com o intuito de investirem em projetos para aumentar suas exportações ou internacionalizar suas operações (HERMANN, 2010).

A partir de 2003 a 2008 o PIB cresceu a uma taxa média de 4,2% a.a, bem acima do mesmo período anterior. De 1998 a 2003 o crescimento foi de apenas 1,79% a.a. Antes de 2008, o país manteve a política econômica adotada desde 1994, com a diminuição gradual da participação pública nos empréstimos. O gráfico 2 expõe a participação dos bancos públicos e privados, de 2001 a 2016, em relação ao PIB. Até 2008 os principais responsáveis pelo aumento da oferta de crédito foram os bancos privados. Enquanto os bancos públicos passaram a assumir um papel mais ativo a partir de 2008.

Com o crescimento do PIB, a menor percepção de risco e a manutenção da política econômica baseada em metas inflacionárias e responsabilidade fiscal, os banco privados aumentaram sua oferta de crédito à economia, principalmente a créditos destinados às pessoas físicas.

Gráfico 2

Participação dos bancos público e privados em relação ao PIB, de 2001 a 2016 (% PIB).



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central.

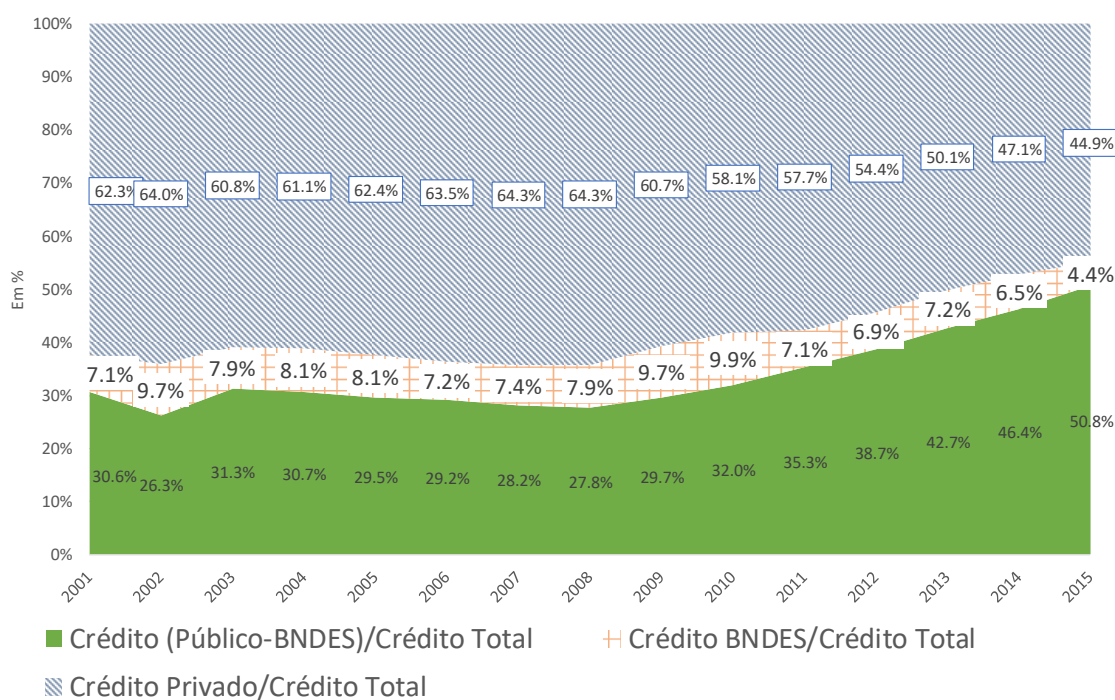
A atuação do BNDES, junto aos setores exportadores cresceu substancialmente a partir de 1999, contribuindo sensivelmente para a recuperação das contas externas do país (HERMANN, 2010). Concomitante a isso, o BNDES em março 2004, o BNDES lançou a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (Pitce) (FURTADO e OLIVEIRA, 2007). Com a Pitce, os programas governamentais de apoio à exportação passaram a ser integrados a programas de apoio ao desenvolvimento industrial, com foco em setores com elevada capacidade de inovação, visando ao aumento da competitividade (CARVALHO JR., 2005)

Em 2007, o BNDES assumiu o papel de financiador do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que objetivou o investimento ao setor de infraestrutura. Os subsetores de energia e transporte foram os maiores beneficiados pelos recursos do banco, o programa contou com investimento de aproximadamente R\$ 500 Bilhões entre 2007 e 2010.

De forma geral, na década de 2000, houve uma continuidade da política 1994. Segundo Couto e Trintim (2012) o Banco Central e o BNDES agiram como agentes estabilizadores de crédito durante a década de 2000, aumentando a oferta de crédito em momentos que o setor privado reduziu seus empréstimos. O gráfico 3 apresenta a participação dos saldos das operações de crédito do BNDES, dos bancos privados e bancos públicos em relação a oferta de créditos total. É possível notar que a partir de 2009 os bancos públicos passaram aumentar sua participação na oferta de crédito, no ano em que os riscos em relação aos impactos que a crise de 2008 traria à economia do país.

Gráfico 3

Participação do saldo das operações de crédito do BNDES, dos bancos públicos e dos bancos privados, em relação ao crédito total



Fonte: *Elaboração do autor com dados primários retirados do BACEN*

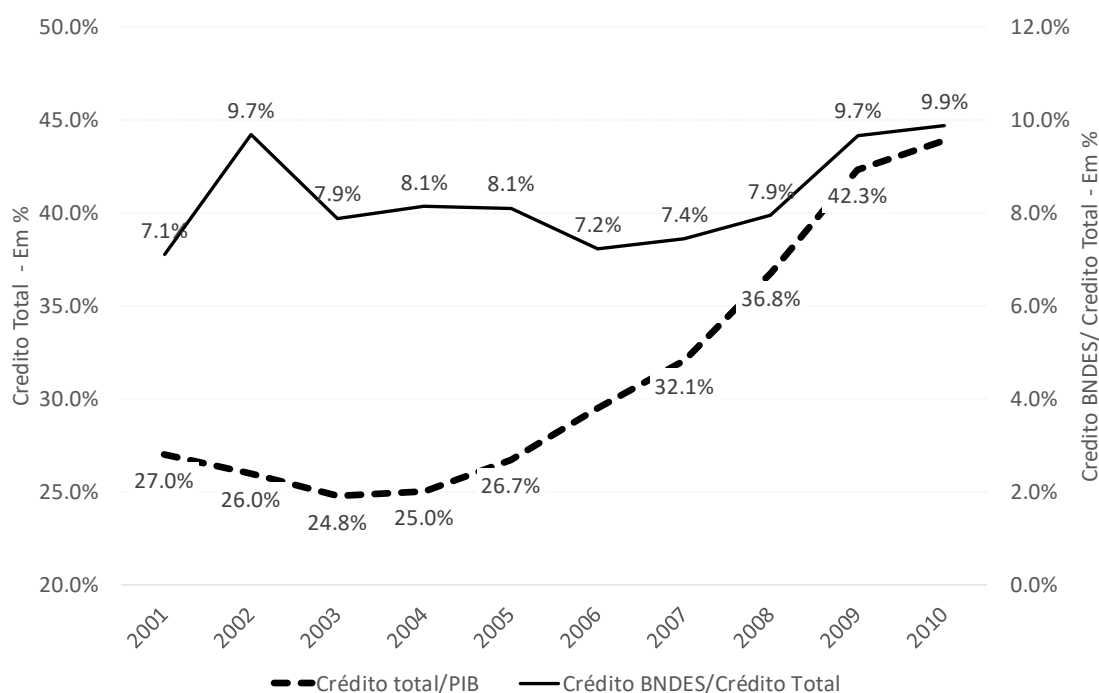
O BNDES segundo Sant’anna (2009), teve um importante papel como agente estabilizador no mercado de crédito. O Gráfico 4 pode-se ver que o BNDES aumentou sua participação no crédito total, mesmo em anos que

houveram diminuição da participação do crédito no PIB. Os bancos públicos passaram a representar mais de 50% dos créditos à partir de 2014.

Com a com a recuperação do crédito total, a partir de 2005, a relação BNDES/crédito se reduz enquanto a relação crédito /PIB aumentoi. No entanto, em 2009, em função da crise internacional, o banco aumentou seu volume de empréstimos, mesmo com crescimento do crédito total em relação ao PIB, para que o país pudesse continuar investindo em setores estratégico, principalmente em empresas exportadoras, de infraestrutura e de transporte. Assim o país estaria menos exposto aos riscos internacionais em relação a diminuição da oferta de crédito privado enfrentada na época (Sant´anna, 2009).

Gráfico 4

A função estabilizadora do BNDES no mercado de crédito (2001-2010).



Fonte: Elaboração do autor com dados primários retirados do Banco Central (BANCEN)

O Banco até 2008 mantinha seus empréstimos e desembolsos direcionados, principalmente, a indústria que recebia em torno de 45% dos empréstimos. Outros setores de destaque até 2008 foram a infraestrutura e

agropecuária, representando em média, entre 2000 e 2007, respectivamente, 32% e 11% dos desembolsos do Banco.

Com o investimento dos bancos em créditos para pessoas físicas e grande parte dos esforços econômicos destinados ao consumo, as micro e pequenas empresas tiveram sua participação nos desembolsos totais do Banco aumentada, entre 2001 a 2007. Segundo relatórios do BNDES (2007) o banco aumentou sua oferta de crédito às micro e pequenas empresas pela melhora da percepção de risco para o segmento e pelo alto potencial de criação de novas vagas de emprego, devido a elasticidade positiva do setor entre emprego e ofertas de crédito. As micro e pequenas empresas receberam 17,82% dos desembolsos do Banco, entre 2000 e 2007.

O BNDES até 2008 priorizou a indústria e infraestrutura e foi agente estabilizador de 2000 a 2005, ofertando crédito quando a iniciativa privada não o fez. O Banco manteve sua atuação voltada a indústria e infraestrutura, no entanto seu papel foi mais ativo a partir de 2008, detalhes que serão expostos a seguir.

2.6.2 A Crise de 2008: O crédito e o BNDES

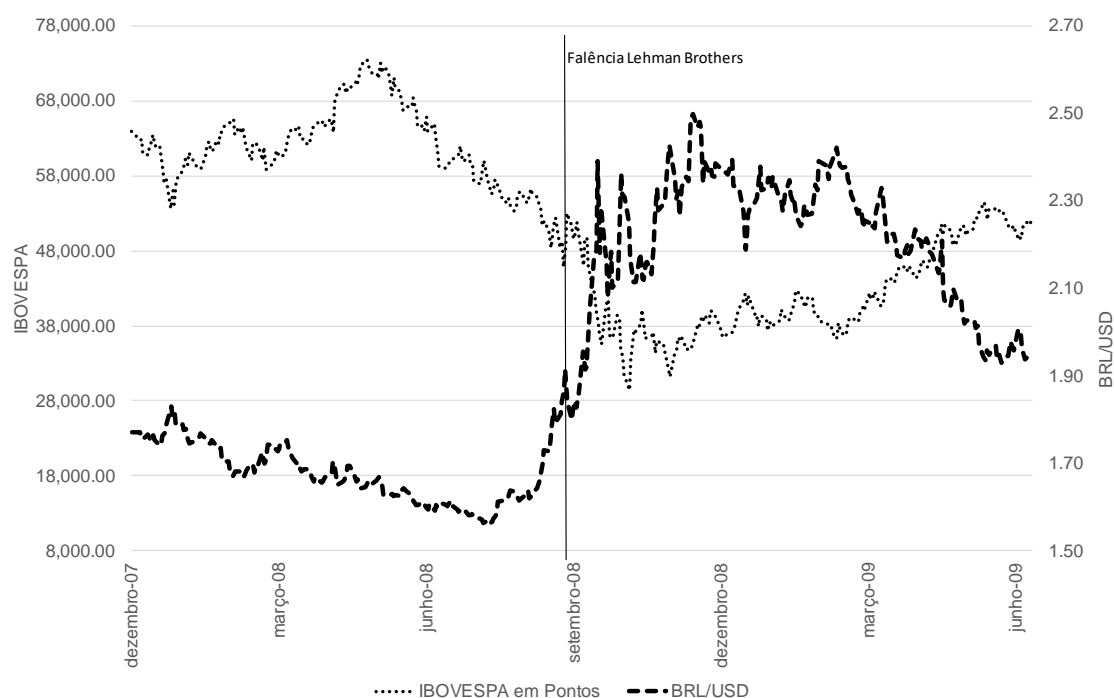
A crise de 2008 uma crise de grande impacto à economia tanto em impactos domésticos quanto internacionais. O estopim da crise aconteceu em setembro de 2008, com a falência de um dos maiores dos Estados Unidos, o Lehman Brothers. Neste período a bolsa de valores doméstica teve acentuada volatilidade nos preços das ações, o dólar se valorizou frente ao Real e as taxas de juros futuras subiram de forma expressiva (gráfico 5). As incertezas econômicas sobre as consequências da crise americana no mercado doméstico se mantiveram até o primeiro semestre de 2009.

Durante o ano de 2008, houve aumento significativo do risco país refletindo na queda da bolsa de valores (BOVESPA) e valorização do dólar frente ao real, detalhes dessa volatilidade do mercado pode ser observado no gráfico 5. Importante destacar a retomada da confiança dos agentes de mercado a partir do primeiro trimestre de 2009. A retomada da confiança ocorreu em 2009 após

a constatação da continuidade do crescimento do consumo interno, com o reflexo positivo das ações contra cíclicas adotadas pelo governo, que aumentou o volume de crédito destinado a habitação e agronegócio, agindo de forma anticíclica se comparada com os bancos privados (BHERMANN, 2010).

Gráfico 5

Variação dos preços dos Ibovespa e BRL/USD, de jan-2008 a julho-2009



Fonte: *Elaboração do autor com dados primários retirados do BACEN e BM&F*

O BNDES teve importante participação no mercado de crédito, entre 2008 e 2010, aumentando seus desembolsos em relação ao PIB, segundo demonstrado no gráfico 6. O Banco foi contra cíclico durante a crise de 2008, atenuando os impactos da diminuição de crédito privado neste período, aumentando a oferta de crédito enquanto os bancos privados reduziram seus empréstimos (Sant'anna, 2009).

Em 2008, para diminuir os impactos da crise internacional os bancos mudaram sua estratégia e direcionaram seus recursos para as empresas, principalmente os bancos públicos. As operações com o setor empresarial, em

particular as empresas industriais, assumiram a liderança da expansão do crédito ao setor privado. Para o maior dinamismo do crédito com recursos livres ao setor empresarial, contribuíram vários fatores inter-relacionados.

Pelo lado da demanda, a aceleração do ritmo de crescimento da economia brasileira a partir do segundo trimestre de 2007 e o consequente estímulo às decisões de produção corrente e de ampliação da capacidade produtiva, que exigem recursos de terceiros, impulsionaram a contratação de crédito bancário, sobretudo na modalidade de capital de giro, utilizada para atender às necessidades de fluxo de caixa. Além disso, várias empresas brasileiras e multinacionais que contavam com outras fontes de financiamento passaram a recorrer ao mercado de crédito bancário doméstico em 2008 em virtude do contínuo aprofundamento da crise financeira internacional. A crise resultou em sensível piora em termos de custo e prazo para a captação das grandes empresas (e bancos) no mercado internacional. Substituindo, pelo menos em parte, sua captação no mercado internacional de capitais, as grandes empresas ampliaram a contratação de empréstimos para capital de giro no mercado doméstico em volumes crescentes e prazos mais longos (FREITAS, 2009).

A crise sistêmica global atingiu fortemente a economia brasileira tanto pela via do comércio exterior como pela via dos fluxos financeiros, incluindo as linhas de crédito comercial. O congelamento dos mercados interbancários e financeiros internacionais e a abrupta desvalorização do real associada à fuga para segurança dos investidores estrangeiros e à desmontagem das operações com derivativo cambiais realizadas pelas empresas, conduziram à rápida deterioração das expectativas dos bancos que reagiram contraindo crédito e “empoçando” a liquidez.

Ao longo de 2008, os bancos enfrentaram crescente dificuldade em renovar suas linhas de crédito externas que sustentavam as operações de repasse e Adiantamento sobre Contrato de Câmbio (ACC). Porém, a falência do Lehman Brothers levou à interrupção da concessão de crédito com recursos externos no mercado doméstico, afetando seriamente o financiamento do

comércio exterior brasileiro e exigindo providências do governo federal para assegurar o fornecimento de recursos para essa atividade.

A crise internacional atingiu a economia brasileira em um momento de auge, quando completava uma sequência de seis trimestres de crescimento em aceleração. Nesse contexto, no qual as empresas produzem mais e planejam novos investimentos, o crédito bancário foi essencial tanto para o giro como para a expansão da produção. Na reversão das expectativas, os bancos reagiram com excesso de prudência e retraíram fortemente o crédito, levando as empresas a rever os planos de produção e de investimento. O resultado foi a rápida desaceleração da atividade econômica no último trimestre do ano. Segundo FREITAS (2009): -

“Para amenizar a contração de crédito pelo setor bancário privado, as instituições financeiras públicas ampliaram e/ou criaram novas linhas de crédito. Não fosse a ação anticíclica dos bancos públicos, sobretudo BNDES e CEF, a retração da economia brasileira no último trimestre de 2008 teria sido ainda mais dramática” (FREITAS, pg.139, 2009).

A crise de 2008 teve efeito direto na liquidez dos bancos, principalmente os privados, os bancos públicos foram agentes importantes para a diminuição dos impactos da crise de 2008.

A partir de 2008, tanto o Banco Central quanto o governo acionaram medidas para minimizar os efeitos da crise na economia doméstica. O BNDES foi um importante agente para a viabilização dos projetos propostos. Em 2008, os bancos passaram por problemas de liquidez e aumento da percepção de risco, diminuindo a oferta de crédito às empresas. Neste período as empresas atuantes no mercado doméstico estavam com expectativas altas sobre os próximos anos, devido ao crescimento virtuosos das suas vendas, melhora do emprego e renda e diminuição das taxas de juros, proveniente dos resultados dos últimos 3 anos.

Os cenários e expectativas das empresas é mais lento e menos volátil que os cenários traçados pelos bancos, principalmente em cenários de retração e

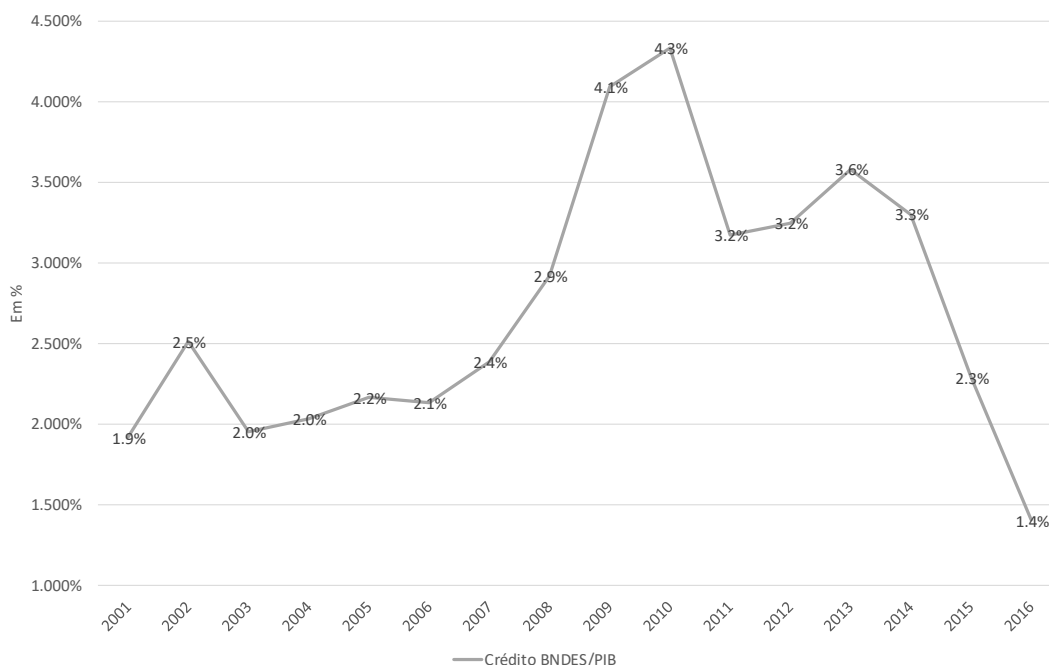
riscos econômicos (STIGLITZ, 1981). Até 2008, as empresas visando cenários futuros mais rentáveis, aumentaram seus investimentos e como consequências tiveram mais necessidade de capital, tanto de curto quanto de longo prazo. Em mudança de cenários macroeconômicos as empresas em processo de investimento e expansão tem pouco poder de manobra para mudar seus planejamentos, deferentemente dos bancos.

Com a crise de 2008, as empresas estavam com necessidade alta de capital de giro e crédito, enquanto os bancos privados passaram a retrain as suas ofertas de crédito, momento este de desequilíbrio entre a oferta e demanda de crédito na economia doméstica. Para diminuir este desequilíbrio entre a oferta e demanda de crédito os bancos públicos aumentaram de forma substancial sua oferta de crédito. O BNDES foi um dos principais agentes estabilizador, aumentando sua participação no saldo de crédito líquido.

No gráfico 6 é apresentada a participação dos empréstimos do BNDES em relação ao PIB. A partir de 2008, o Banco passou a aumentar sua participação em relação ao PIB de forma expressiva, passando de uma média de 2% em relação ao PIB, para 4,3% em 2010. Momento este de escassez de crédito e redução dos empréstimos feitos pelos bancos privados (FREITAS, 2009).

Gráfico 6

Desembolsos anuais do BNDES em relação ao PIB de 2001 a 2016 (em % do PIB).



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central.

O Governo também criou programas para fomentar o crescimento econômico nacional, implementando o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC I) e o BNDES foi um importante agente para a implementação do programa. A seguir será detalhado detalhes do programa e a respectiva participação do Banco.

2.6.2.1 Participação do BNDES no programa de aceleração do crescimento - PAC

Os desembolsos do BNDES de 2001 a 2016 cresceram, principalmente entre os anos de 2008 e 2014. No gráfico 14 é possível observar a crescimento dos desembolsos do banco, principalmente, entre 2001 e 2014. O crescimento

dos desembolsos do banco é explicado pela criação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) criado em janeiro de 2007.

O PAC foi um programa federal que objetivava o aumento do crescimento econômico brasileiro. A prioridade do programa era investir em setores que tinham grande elasticidade com o emprego e investimentos, por isso o setor que o programa centralizou seus investimentos foi de infraestrutura (Prevendo investimentos da ordem de R\$ 509 bilhões (Galasini, 2015).

O BNDES foi o principal instrumento econômico para colocar em prática o programa. As medidas voltadas para estimular os investimentos em infraestrutura foram:

- a redução de spreads básicos nas linhas de financiamento para segmentos estratégicos, tais como energia elétrica, logística e desenvolvimento urbano;
- a criação de grupos de trabalho internos para monitorar, acompanhar e responder a órgãos de controle externo sobre o projetos do PAC na carteira do Banco;
- o lançamento do Programa BNDES de Financiamento ao Programa de Aceleração do Crescimento, de apoio a projetos abrangidos pelo PAC no âmbito das linhas de Infraestrutura, de operações com estados e municípios, e de leilões do tipo menor tarifa.

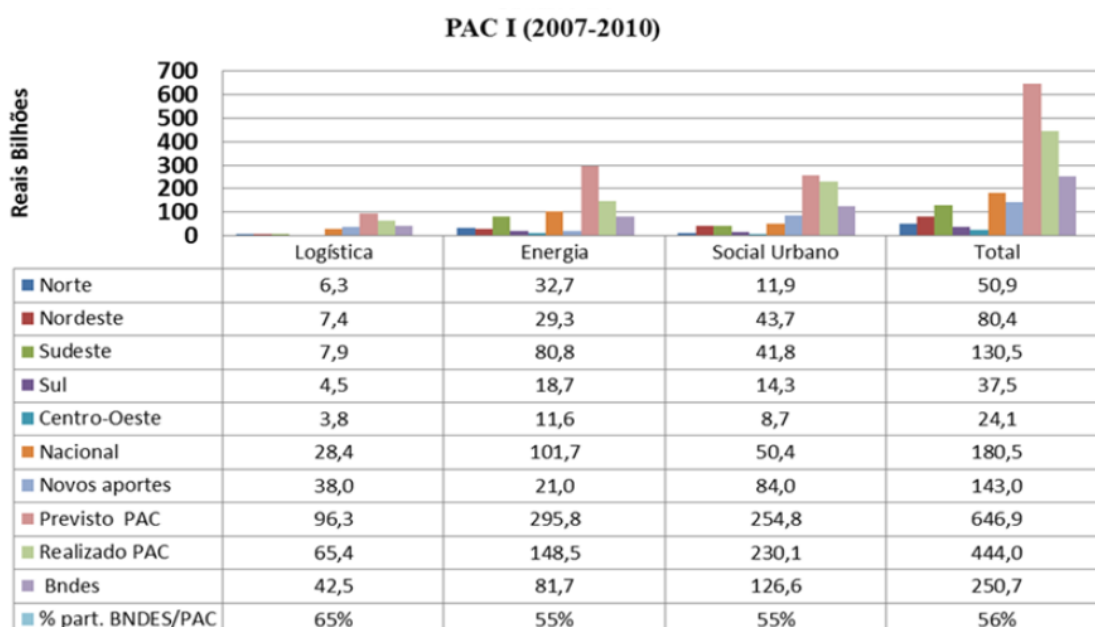
Segundo nota do BNDES ao lançamento do PAC 2 em 29 de março de 2010, o BNDES consolidou posição de importante agente financeiro de projetos de investimento no âmbito do Programa de Aceleração de Crescimento (PAC I), lançado em janeiro de 2007. A carteira de financiamentos do BNDES no PAC I soma atualmente R\$ 250 bilhões para os setores de energia (elétrica, petróleo e

gás e combustíveis renováveis), logística (rodovias, ferrovias e marinha mercante), social e urbana (saneamento, urbanização e metrô) e administração pública (sistema de escrituração digital). Essa carteira reúne 318 projetos (Galasini, 2015).

Em 2009 o montante projetado para o PAC aumentou, passando para uma expectativa de investimento na ordem de R\$ 665 bilhões. Esse aumento ocorreu após os investimentos no pré-sal, nova obras, de saneamento e expansão das linhas de metrô de São Paulo e do Rio de Janeiro foram incorporadas ao programa. Do total das obras planejadas 60% foram concluídas, com um total de investimento de R\$ 444 bilhões. Segundo Galasini (2015) o BNDES foi um importante indutor de crescimento brasileiro, no que cerne os investimentos feitos pelo PAC I. Na figura 1 é possível analisar a participação do BNDES nos investimentos feitos pelo PAC:

Figura 1

Investimentos do PAC I, entre 2007 e 2010, por região e setor em bilhões de reais



Fonte: BNDES apud Galasini, 2015 – pag. 104.

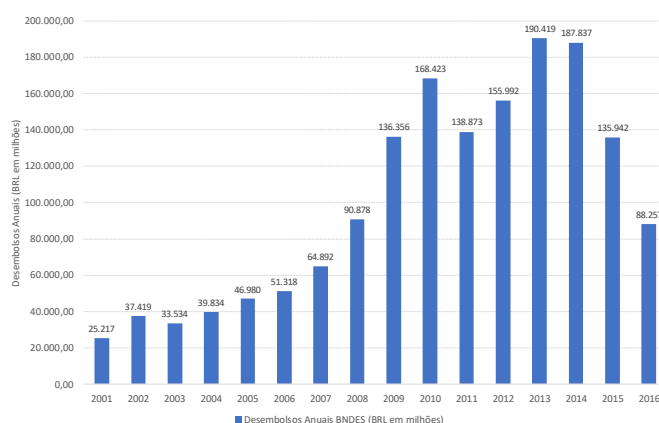
Somando o PAC I PAC II, até 2015, segundo o SEPAC (2016) os investimentos executados pelo programa somam R\$ 1,9 trilhão. Já os empreendimentos concluídos alcançaram R\$ 1,4 trilhão até 2015. O PAC concluiu obras em mais de 11.836 km de rodovias, mais de 2.160 km de ferrovias e 54 empreendimentos em portos brasileiros. Nos aeroportos foram concluídos 54 empreendimentos entre Terminais de Passageiros, Pistas e Pátios de Aeronaves.

O programa Minha Casa, Minha Vida, contratou 4,1 milhões e entregou 2,5 milhões de unidades habitacionais. Entre 2007 e 2014, as ações de financiamento habitacional para aquisição, reforma ou construção de novas moradias contemplaram 3,1 milhões de contratos. O programa Luz para Todos, realizou mais de 3,2 milhões de ligações. Foi criada, em 2013, uma linha de financiamento destinado a sítios urbanos históricos protegidos pelo IPHAN.

De forma geral, o PAC foi um importante fator explicativo para os aumentos dos desembolsos do BNDES a partir de 2007, concomitante com a crise de 2008 que aumentaram ainda mais a participação do banco nos créditos totais ofertados na economia brasileira. O gráfico 7 demonstra o aumento dos desembolsos no banco neste período.

Gráfico 7

Desembolsos totais do BNDES de 2001 a 2016 (em milhões de reais)



Fonte: Elaborado pelo auto com base de dados primários retirados do BNDES

Apesar da importante participação do BNDES no PAC os recursos destinados pelo banco não foram exclusivos ao setor de infraestrutura, o banco continuou com empréstimos aos demais setores econômicos.

2.6.3 Governo Dilma Rousseff e a reversão da economia brasileira (2010-2016)

O governo de Dilma Rousseff (2010-2016), manteve o regime de política macroeconômica, ancorado nas metas de inflação, compromisso com o superávits fiscais e câmbio “flutuante. Com estas premissas macroeconômicas o controle inflacionário ancorado na banda de flutuação inflacionária, determinado previamente pelo Banco Central, deve ser permanentemente buscado pelo governo.

A partir de 2011 a inflação cresceu e apresentou cenários futuros de continuidade do aumento dos preços. O centro da meta estabelecido pelo Banco Central, para o IPCA, era de 4,5% [a.a], no entanto a partir maio-11 a inflação acumulada 12 meses assumiu patamares acima do teto da meta estabelecido pelo Banco Central de 6,5%. Essa situação trouxe pressão do “mercado” para que o governo passasse a assumir uma postura mais restritiva, aumentando os juros para a diminuição do consumo e por conseguinte a inflação.

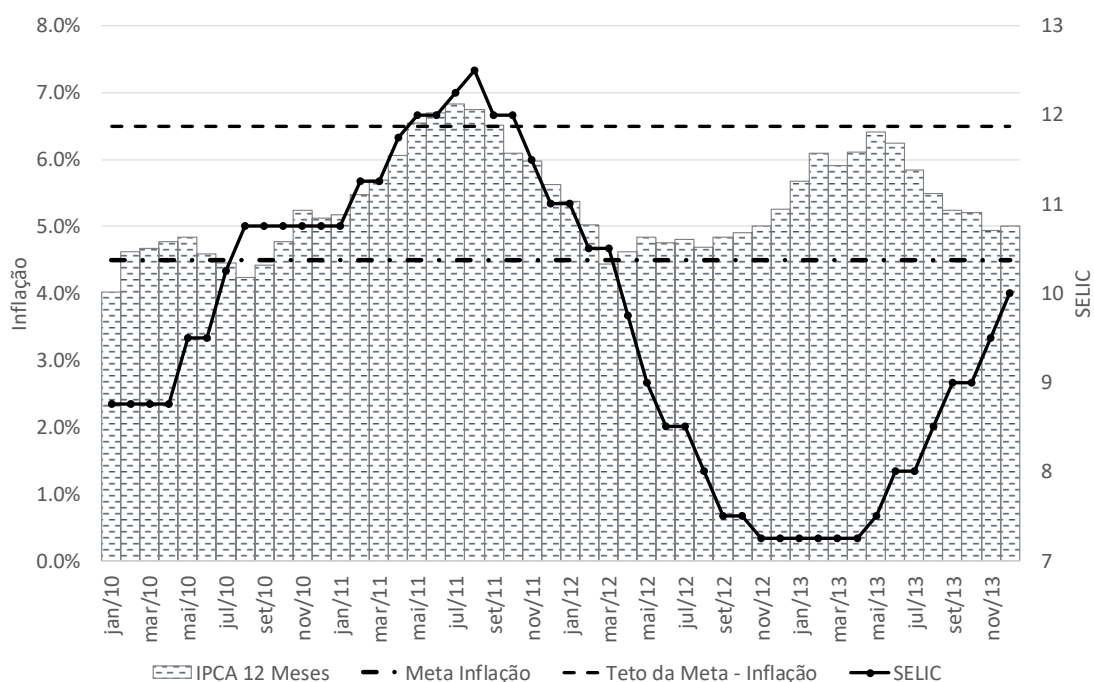
O objetivo foi reduzir a expansão de empréstimos com recursos livres às famílias. O gráfico 8 mostra a evolução da inflação acumulada dos últimos 12 meses versus a taxa livre de risco (SELIC).

Entre maio-11 e set-11, a inflação de 12 Meses ficou acima da meta, o aumento dos juros surgiu efeito nos preços, levando a inflação para o centro da meta em mar-12. O Banco Central seguindo o movimento de mercado também reduziu a taxa básica de juros. A partir de 2012 a economia passou a dar sinais de esgotamento do modelo econômico adotado até então - baseado no consumo das famílias e expansão do crédito livre. Segundo GAGNIN (2013), a partir de

agosto-2011 foi o período em que houve a ruptura entre o governo Dilma e o “mercado” e o início da desaceleração da atividade econômica.

Gráfico 8

Evolução da meta Selic e IPCA – Variação acumulada em 12 meses



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central

Diante de acentuada desaceleração da economia e pelo aprofundamento da crise internacional, com início na zona do euro⁸, o governo adotou medidas anticíclicas: redução da taxa de juros, estímulos creditícios e desoneração tributária. As medidas foram feitas de forma abrupta e pouco justificáveis do ponto de vista econômico, pois novamente o estímulo foi dado via crédito direcionado e livre e voltados preferencialmente ao consumo das famílias,

⁸ Ver, por exemplo, Freitas, Maria Cristina Penido. “A crise na área do euro”. Boletim de Economia da Fundap, n-o 10, dez. 2011. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim_de_Economia_10_Setorial_A_crise_na_area_do_euro.pdf>.

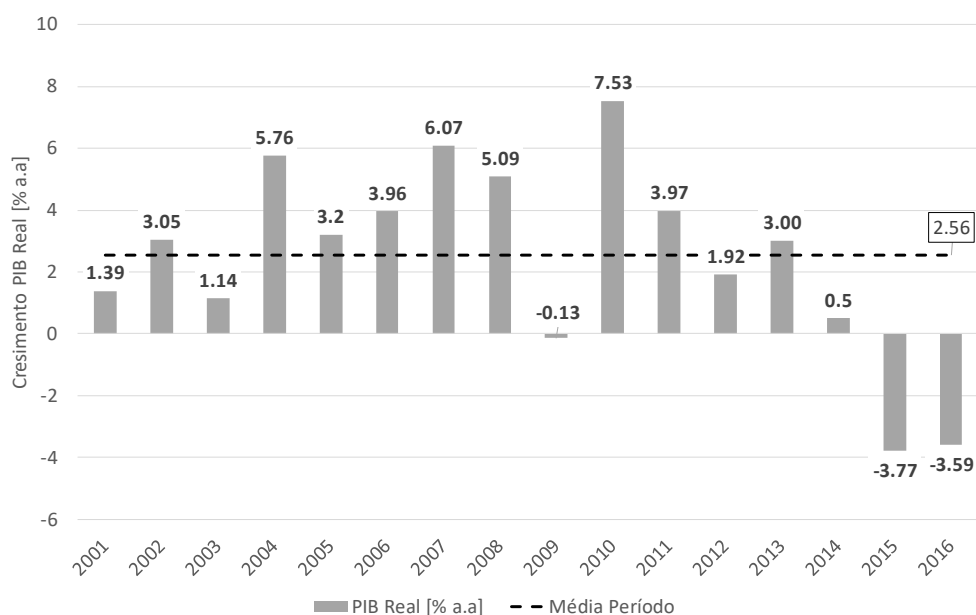
modelo este já esgotado devido ao alto endividamento médio das famílias na época (CARLEIAL, 2015).

No gráfico 8 é possível observar a abrupta queda dos juros à partir de jan-2012, se estendendo até maio-2013. O movimento foi decorrelato com os períodos passados apresentados, onde os juros são nitidamente explicados pelas variações da inflação dos últimos 12 meses. Momento este de início das ações do governo para tentar retomar os índices de crescimento dos anos anteriores. Os anos de 2012 e 2013 o governo assumiu medidas anticíclicas, assim como em 2008, mas que tiveram pouco efeito na economia.

A diminuição dos juros não levou ao aumento do consumo, os bancos privados mantiveram sua postura de diminuição dos seus empréstimos, com o maior aumento da percepção de risco, enquanto os bancos públicos aumentaram ainda mais sua oferta de crédito, com o intuito de fomentar o consumo, o BNDES direcionou seus recursos ao setor de comércio e serviços.

Gráfico 9

Crescimento do anual do PIB real de 2001 a 2016



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do IBGE

De 2014 a 2016, as consequências para atividade econômica foram ainda piores, com taxas negativas de crescimento, inflação acima do teto da meta, alta do desemprego e todos os indicadores econômicos passaram a apontar para uma recessão. O gráfico 9 apresenta o crescimento do PIB de 2001 a 2016, é possível observar que a partir de 2012 a economia apresentava sinais de menores taxas de crescimento e 2014 sendo o ano de início da recessão, que perdura até os dias atuais. De forma geral, as ações anticíclicas feitas pelo governo de 2012 e 2013, não foram absorvidas pela economia e em 2014 o país passou a sofrer as consequências das ações tomadas pelo governo e Banco Central nos dois anos anteriores.

A partir de 2012, o governo usou as mesmas medidas de 2008 e 2009, mesmo a economia passando por estágio totalmente diferente. A demanda reprimida por consumo havia diminuído, às famílias não apresentavam mais espaço para a captação de novos créditos, se iniciou um aumento da liquidez global com crise europeias e aumento da percepção de risco dos investidores externos. Os bancos públicos aumentaram ainda mais suas ofertas de crédito, utilizando o tesouro como lastro para os novos empréstimos que corroborou para desequilíbrio fiscal e aumento na percepção risco país, tanto dos bancos quanto dos empresários.

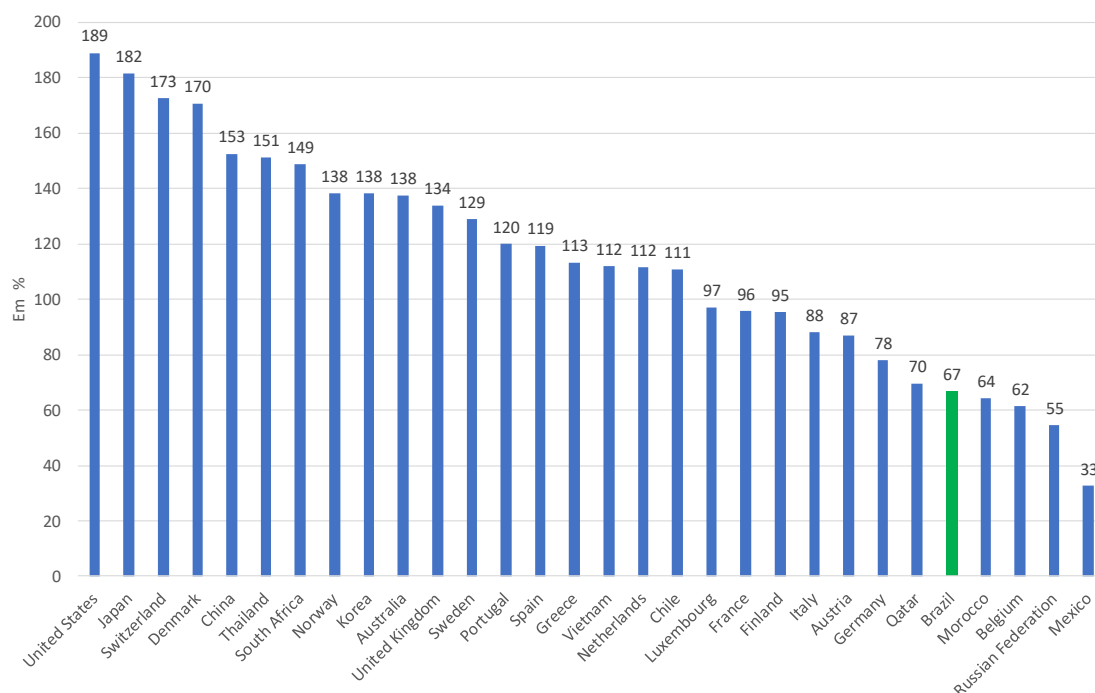
O banco mundial anualmente divulga o saldo dos empréstimos ao setor privado e seu respectivo peso sobre o Produto Interno Bruto (PIB) é uma importante medida de referência sobre a participação o setor privado na economia de um país. O gráfico 10 reúne este indicador⁹ para 33 países, no ano de 2015. É possível observar que os países mais desenvolvidos têm grande concentração de empréstimos privados em relação ao PIB e a concentração do setor privado na economia são significativamente maiores. O Estados Unidos

⁹ Este indicador de crédito ao setor privado do Banco mundial não pode ser equiparável as informações expressas pelo Banco central, devido as diferenças metodológicas. A informação do Banco mundial foi utilizada, apenas, como base para o gráfico 7.

atingiu 189% de créditos bancários do setor privado em relação ao PIB, seguido respectivamente pelo Japão e Suíça.

Gráfico 10

Crédito Doméstico ao Setor Privado por País em 2015



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários Banco Mundial.

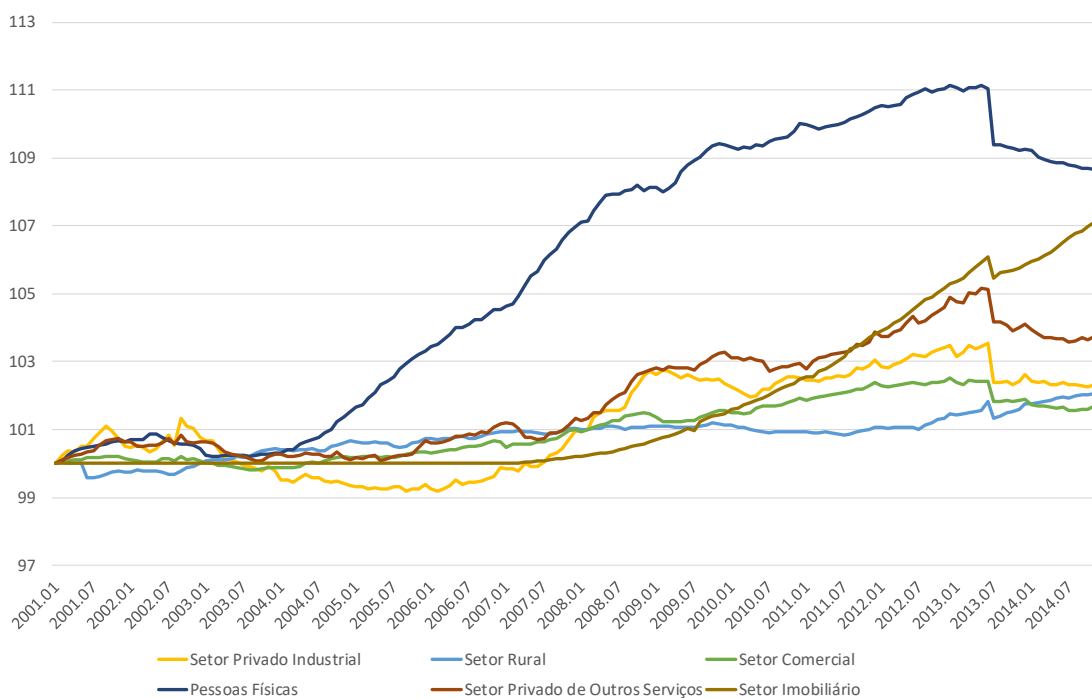
O Brasil quando comparado a países com o mesmo nível de desenvolvimento econômico, segundo Sant’anna (2009), como México e Rússia, se apresenta como o país que mais detêm empréstimos ao setor privado. No entanto outros países de menor expressão, por exemplo a Tailândia, detêm empréstimos ao setor privado respondendo a 151% do PIB, enquanto o Brasil tem 67% do PIB destinados ao respectivo setor. Segundo Geraldo (2007) a Tailândia, país integrante dos chamados “os novos tigres asiáticos”, apresenta uma das maiores expectativas de crescimento econômico para os próximos 10 anos.

O Brasil, dentre os 33 países analisados, ocupa 26º posição, demonstrando que o país ainda apresenta baixa representatividade privada em

sua economia, se comparado com os demais países. A partir de 2008 a oferta de crédito aumentou significativamente, devido a política adotada pelo país, baseada no consumo e habitação. O gráfico 11 apresenta a evolução do saldo de crédito das atividades setoriais mais relevantes da economia em relação ao PIB, segundo o banco central, de Janeiro de 2001 até Julho de 2014. É possível notar que dois setores aumentaram, de forma expressiva, os seus saldos de crédito relativos ao PIB neste período: Pessoas Físicas e Setor Imobiliário. Ambos os setores foram os que mais cresceram entre 2008 e 2014, sendo os principais responsáveis pelo crescimento do PIB neste período.

Gráfico 11

Evolução mensal acumulada do saldo de crédito, por setor de atividade, em relação ao PIB, de Janeiro-2001 a Julho-2014 (Base = 100)



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central.

Importante destacar o crescimento do setor imobiliário¹⁰ a partir de julho de 2008, concomitante com o crédito de pessoas físicas, o setor privado

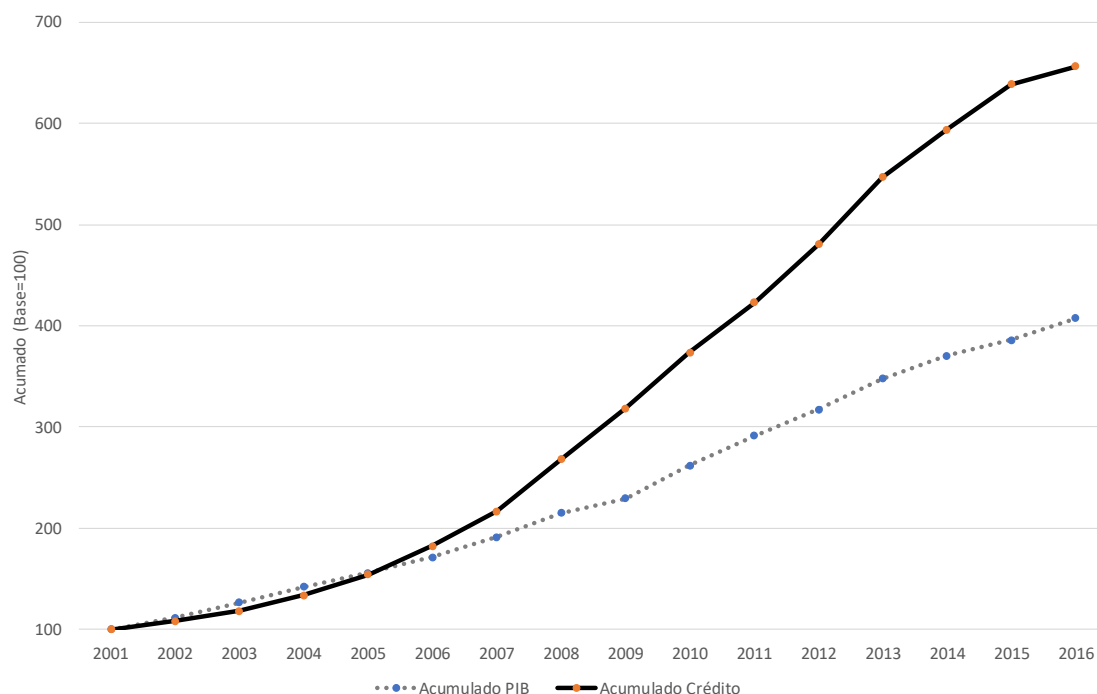
¹⁰ O banco central passou a divulgar o saldo de operações de crédito ao setor imobiliário a partir de abril de 2007.

industrial só passou a aumentar sua participação relativa ao PIB a partir de janeiro de 2008. De forma geral, a estratégia utilizada pelo país para minimizar a crise de 2008 foi aumentar o crédito a pessoas físicas e flexibilizar as taxas e prazos para aquisição de imóveis, portanto baseando grande parte do crescimento no aumento do consumo das famílias.

O crédito de forma geral cresceu, entre 2001 e 2007, de forma proporcional ao crescimento do PIB nominal até 2007. No gráfico 12 é possível observar o crescimento do PIB e do crédito na economia brasileira de 2001 a 2016, o crédito passou a crescer mais que o PIB a partir de 2007, neste período o crédito cresceu 55% a mais que o PIB, deixando claro o aumento na oferta de crédito brasileira entre 2001 e 2014, característica esta iniciada à partir de 2007.

Gráfico 12

Evolução acumulada do PIB nominal e Crédito Total, de 2001 a 2016. (Base = 100).



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central.

A partir de 2011, os créditos cresceram ainda mais, principalmente pelo aumento da oferta dos bancos públicos: BNDES, CEF e BB. Em 2014 foi o estopim da crise econômica que corroborou na saída da presidente Dilma Rousseff em 2015, com o aumento dos índices de desemprego, déficit fiscal, PIB com índices negativos, aumento da inflação, volatilidade do real frente ao dólar e aumento da taxa básica de juros. Detalhes da atuação do Banco neste período serão detalhados no próximo capítulo.

Neste capítulo foi explicado o papel do BNDES para o país desde seu início em 1952 e suas mudanças, perante as diferentes conjecturas econômicas de cada década, até 2016. De forma geral, o BNDES foi o principal banco de fomento nacional, tendo maior relevância a partir de 1980. O banco foi imprescindível para a construção e implementação das políticas públicas, desde então. No próximo capítulo será analisado os desembolsos do BNDES de 2002 a 2016 em cada ciclo econômico e sua atuação em relação aos demais bancos públicos e privados.

CAPÍTULO 3: Análise dos desembolsos do BNDES de 2002 a 2016

3.1 Paralelo entre os desembolsos do BNDES e demais bancos – públicos e privados

O crédito é um dos principais termômetros econômicos. Ele pode nos indicar investimentos, riscos, demanda setoriais e dentre outras inferências econômicas que sugerem a eficiência econômica de um país e os bancos têm papel fundamental para o crédito. Conforme apresentado no capítulo 1 o volume e momento dos créditos oferecido pelos públicos e privados são diferentes. Os bancos privado tendem de serem agentes pró-cíclicos (Stiglitz, 1983), ou seja, em momentos de dificuldades econômicas o bancos privados diminuem sua oferta de crédito. Segundo Stiglitz o papel dos bancos públicos é serem anticíclicos, ou seja, aumentarem a oferta de crédito em momentos de escassez do mesmo, para que assim a economia entre em equilíbrio entre a relação de oferta e demanda de crédito.

O Brasil entre 2001 e 2016, passou por diferentes ciclos econômicos, que pode ser dividido em 3 períodos, sendo os dois primeiros de crescimento e o último período de recessão econômica: antes de 2008, a crise de 2008 e a reversão econômica iniciada a partir de 2011. Antes de 2008, o país passou por um período de crescimento econômico, com crescimento dos empréstimos dos bancos privados e públicos. Este período foi caracterizado pelo aumento do consumo e crescimento do setor imobiliário, devido à maior oferta de crédito ao segmento. O BNDES foi um importante agente para a implementação do PAC I, programa criado em 2007, que visava à aceleração do crescimento da economia brasileira direcionando, prioritariamente, seus recursos ao setor de infraestrutura.

Em 2008, com a crise internacional, o Estado tomou medidas anticíclicas para manter a liquidez bancária e ajustar desequilíbrios entre oferta e demanda dos créditos, tanto para pessoas físicas, quanto jurídicas. Neste período o BNDES foi um importante agente para a implementação dos projetos federais,

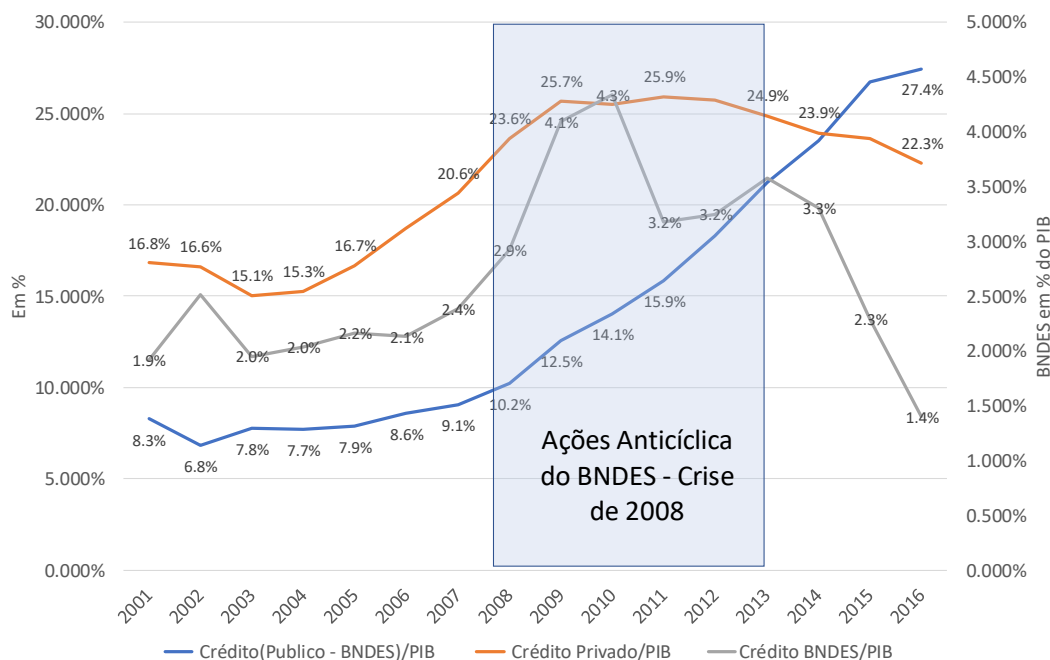
pois o Banco aumentou de forma significativa seus desembolsos mesmo com a diminuição dos empréstimos privados e riscos maiores de inadimplência a novos empréstimos.

A partir de 2012, o BNDES reduziu sua participação em relação ao PIB. Primeiramente pela estratégia, fracassada, de retomada econômica adotada pelo governo, objetivando incentivar o consumo reduzindo a taxa básica de juros e aumentando os empréstimos para o setor imobiliário, não priorizando os setores produtivos.

Nestes períodos, a participação dos saldos de créditos do BNDES, dos bancos privados e dos demais bancos públicos podem ser observados no gráfico 13. É possível observar o crescimento dos saldos das operações de crédito dos bancos privados até 2009 e desde então não houve mais aumentos na oferta de crédito e redução significativa à partir de 2011. Os bancos públicos passaram a aumentar a oferta de crédito desde 2007 e esse movimento foi acentuado em 2008, para reduzir os efeitos da crise e de forma contínua até 2016. É possível observar movimento anticíclicos dos bancos públicos, pois mesmo com o aumento da percepção de risco dos agentes financeiros os bancos aumentaram seus empréstimos.

Gráfico 13

Saldo de operações de crédito, por controle de capital, em relação ao PIB de 2001 a 2016



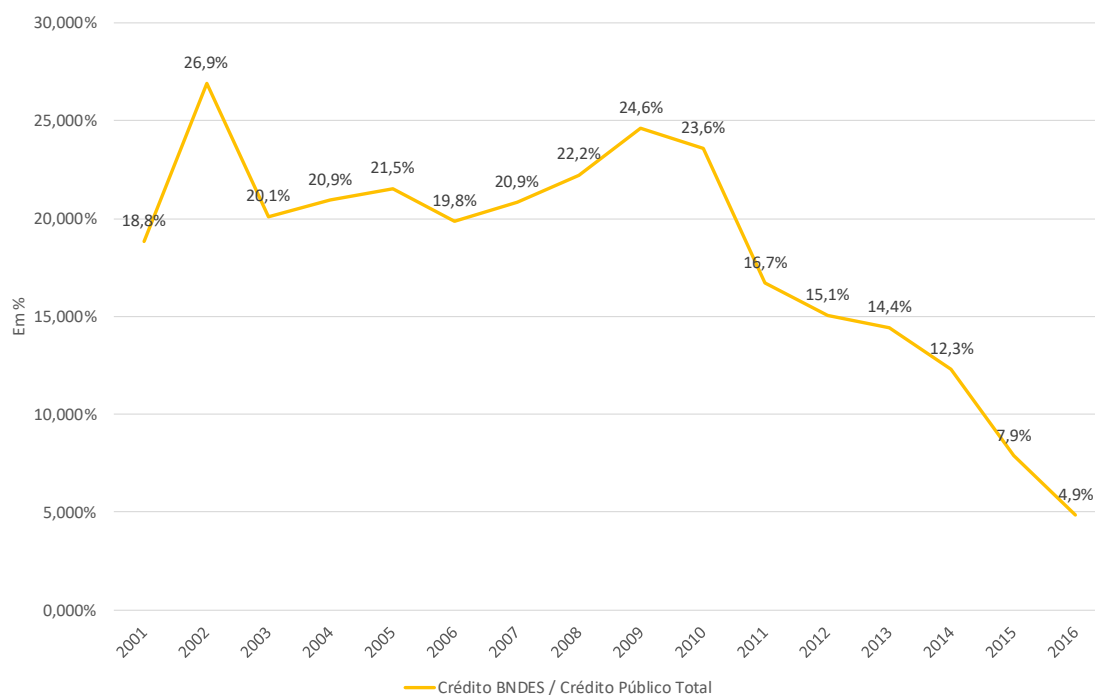
Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central

A participação pública na operações de crédito relativas ao PIB foi maior que a privada a partir de 2014. O BNDES aumentou sua atuação em 2007 com implementação do PAC 1 e financiamento de novos projetos voltados ao setor produtivo, principalmente indústria e infraestrutura.

Essa participação ativa do Banco se manteve até 2013, pois com o estopim da crise econômica e institucional, os empréstimos do Banco foram reduzidos de forma significativa. Até 2014 o Banco assumiu uma postura diferente da vista até então, sem qualquer semelhança com os desembolsos tando dos bancos públicos quanto dos bancos privados. Os bancos públicos mantiveram sua postura expansionista e em 2014 passaram a ter saldos de créditos superiores aos dos bancos privados.

Gráfico 14

Participação do BNDES em relação a oferta de créditos dos bancos públicos.



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central e BNDES.

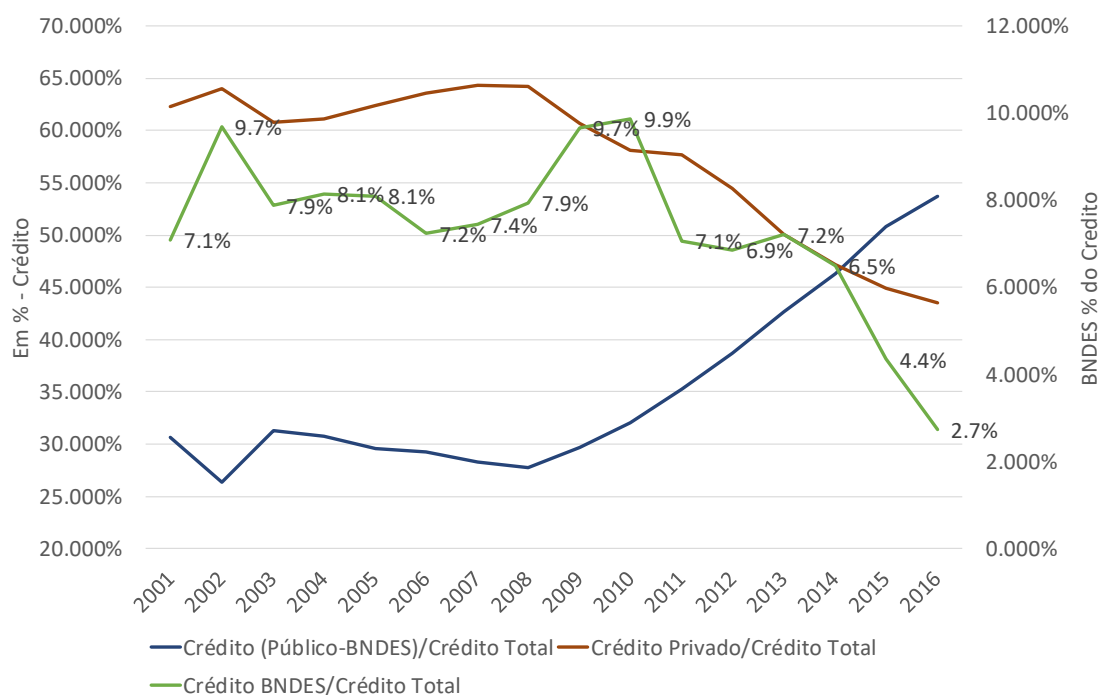
A participação do BNDES nos recursos públicos, entre 2001 e 2016, foi crescente até 2010. O gráfico 14 descreve a participação do BNDES na oferta crédito dos bancos públicos, passando de 18% em 2001 para 23,6% em 2010. No entanto, de 2011 a 2016, o banco perdeu relevância, diminuindo gradativamente sua participação na oferta de crédito e no ano de 2016 representava, apenas, 4,9% dos empréstimos totais dos bancos públicos.

A crise política e econômica foram determinantes para a diminuição da participação do BNDES, no entanto os bancos públicos foram agentes anticíclicos, segundo a abordagem pós-keynesiana, pois aumentaram a oferta de crédito quando as instituições privadas diminuíram a oferta de crédito. O gráfico 15 apresenta a participação dos bancos públicos, privado e BNDES em

relação ao saldo de crédito total. Os bancos privados passaram a aumentar suas ofertas de crédito a partir de 2008, enquanto os públicos tomaram uma postura inversa, de redução dos créditos à partir de 2008 deste ano.

Gráfico 15

Participação dos bancos públicos, privado e BNDES em relação ao saldo de crédito total, de 2001 – 2016.



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central e BNDES.

Em 2013 foi anunciado, pelo então ministro da Fazenda Guido Mantega, a redução dos repasse do tesouro nacional ao BNDES. Segundo notícia (PORTO, Estadão, 2013) feita à época, o BNDES diminuiria seus desembolsos para os próximos anos. O Banco que fora um importante braço de apoio aos Estados na oferta de recursos para redução de déficit fiscais (PORTO, Estadão, 2013), à partir de 2014 houve diminuição, de forma considerável, dos empréstimos feito aos Estados, passando a direcionar seus recursos à infraestrutura e indústria pesada.

A diminuição dos desembolsos do Banco a partir de 2014 pode ser explicado pela diminuição dos repasses do Tesouro Nacional ao Banco, diminuição dos empréstimos a Estados e pressão econômica ao crescente déficit fiscal brasileiro. Por ser um banco de fomento as taxas praticadas pelo BNDES são, em média, inferiores a taxa básica de juros, levando a spreads entre captação e empréstimos quase sempre deficitárias. De forma geral, quanto maior o volume de crédito ofertado pelo Banco maior será o déficit fiscal devido a diferença entre as taxas. Esses fatos somados conduziram à diminuição da participação do Banco na economia a partir de 2014.

O BNDES pode ser caracterizado, segundo a visão pós-Keynesiana, como agente contracíclico e cumprindo a função de banco de fomento de 2002 até 2013, caracterizada por esta escola de pensamento político. A diminuição da participação do Banco, desde então, foi pró-cíclica, ou seja, seus desembolsos diminuíram com a contração da economia. A partir de 2012, o Banco não investiu em setores estratégicos, não priorizando setores produtivos e passou a apresentar correlação positiva com os desembolsos dos bancos privados. Seja pela diminuição dos repasses do tesouro ao Banco, ou pelas novas medidas econômicas, a partir de 2012, o Banco não teve mais participação ativa no desenvolvimento de políticas públicas federais desenvolvimentistas.

Diferentemente dos demais bancos públicos o BNDES não cumpriu papel anticíclico a partir de 2014. O Banco foi impactado diretamente pela crise econômica, política e fiscal. Os desembolsos do Banco diminuíram substancialmente com notícias de improbidade administrativa nos empréstimos feitos pelos bancos, bem como indicações dos negativos impactos fiscais que os empréstimos traziam às contas nacionais (COSTA, 2015).

3.2 Os desembolsos do BNDES por porte e empresa – 2001 a 2016

Os desembolsos do BNDES desde de sua criação, em 1952, são direcionados a setores estratégico. Historicamente às empresas de grande porte são as que mais recebem recursos do Banco, seja por apresentarem, na média, menores riscos de crédito ou por poucas empresas representarem alguns setores - exemplo: indústria de base e o setor elétrico. Apesar da relevância das grandes empresas no passivo do Banco, as micro e pequenas empresas cresceram sua participação nos desembolsos do Banco à partir da década de 2000.

A partir de 2003, com a melhora na percepção de risco, melhores perspectivas econômicas no mercado doméstico, aumento do investimento estrangeiro no país e “boom” do consumo, as micro e pequenas empresas foram beneficiadas de forma direta. As micro e pequenas são extremamente relevantes para economia 98% das empresas cadastradas no país são de pequeno e 55% dos empregos formais são destinadas às micro e pequenas empresas (SEBRAE, 2014). As micro e pequenas empresas são extremamente sensíveis a qualquer sinal de melhora econômica, respondendo com rapidez para abertura de novas vagas formais e incremento do valor adicionado das mesmas relativamente PIB (SEBRAE, 2014).

De 2001 a 2007, com o aumento do consumo e crescimento econômico, a demanda por crédito parte das micro e pequenas empresas aumentou substancialmente. Enquanto os bancos privados direcionaram seus recursos para crédito às pessoas físicas, o BNDES foi responsável por suprir a demanda deste nicho. De 2003 a 2007 o Banco foi o principal agente financiador de empréstimos de curto e médio prazo para as micro e pequenas empresas. Durante a crise de 2008, os empréstimos as empresas de grande por foram reduzidas e só voltaram a partir de 2014.

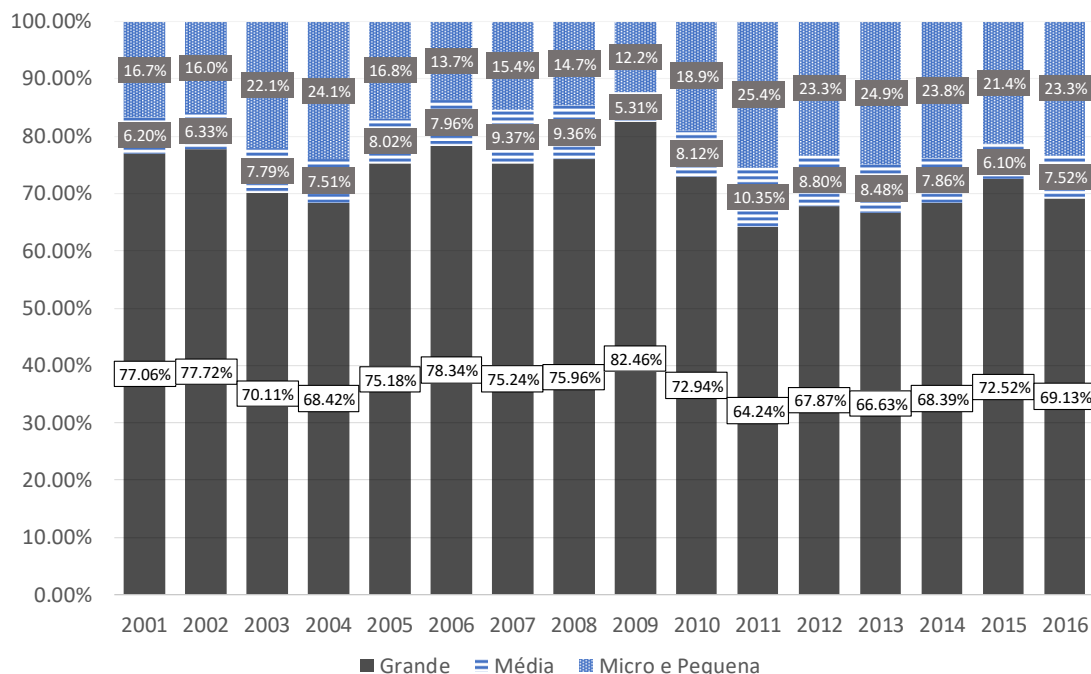
De 2014 a 2016, o desembolso do Banco para as empresas de menor porte não foi iniciado pelo aumento da demanda, mas sim pela maior oferta de crédito, corroborando com as conclusões feitas por Eid (1998), onde as condições de crédito que explicam se as empresas brasileiras tomam, ou não, crédito. A política adotada pelo governo visando a retomada da economia via crédito, aumentando o consumo e diminuindo as taxas básicas de juros, deixou atrativa a tomada de crédito para estas empresas. Segundo Modigliani e Miller (1958), a estrutura de capital das empresas pode ser explicada pela oferta de crédito, quando os juros ofertados estão abaixo dos praticados pelo mercado e oferecem oportunidades de arbitragem ou a simples percepção de oportunidade.

Entre 2014 e 2016, foi exatamente este movimento que ocorreu na economia, as empresas captaram recursos pela percepção de oportunidade em relação às taxas oferecidas, os empréstimos não resultaram em novos investimentos estagnando a economia, mesmo com o aumento da oferta de crédito. De forma geral, o aumento de crédito as micro e pequenas empresas não foi revertido em investimento, a maior oferta de crédito foi explicado pelas condições de oferta e não pela demanda.

O gráfico 16 apresenta a distribuição, por porte das empresas, dos desembolsos do BNDES. Durante 2001 e 2016, as pequenas empresas ganharam relevância até 2006, durante as ações contracíclicas econômicas adotadas pelo governo este nicho perdeu relevância e voltou a assumir participação maior no passivo do banco à partir de 2011. O período de maior redução dos recursos para as micro e pequenas empresas foi durante 2006 e 2009, que representou, neste período, apenas 14% dos desembolsos do Banco.

Gráfico 16

Desembolsos do BNDES por porte de empresa, de 2001 a 2016, em porcentagem dos desembolsos do banco no ano corrente



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do BNDES.

As empresas de grande porte desde 1995¹³ tiveram grande relevâncias no ativo do Banco - de 1995 a 2000- 69% dos recursos foram destinados às grandes empresas. No entanto de 2001 a 2016, as grandes corporações tiveram maior relevância, que a média histórica, respondendo a 72,64% dos desembolsos do Banco.

Entre 2006 e 2009, as grandes empresas aumentaram ainda mais sua participação dentro do BNDES. Diferentemente das micro e pequenas empresas, que recebem recursos de forma passiva, ou seja, por melhora de percepção econômica ou incentivo governamental para tomada de crédito, as grandes empresas recebem recursos por poucas empresas operarem os setores que eram estratégicos para o governo— gás, energia e infraestrutura, por

¹³ Período inicial das informações do BNDES por porte de empresa

exemplo. Este período teve dois fatos relevantes que aumentaram a participação das grandes empresas nos créditos ofertados pelo BNDES, a criação do PAC I e a crise de 2008.

O PAC I foi o programa feito pelo governo em 2007 para acelerar o crescimento brasileiro, incentivando setores estratégicos com destaque ao setor de infraestrutura, 98% das empresas deste setor são classificadas como grandes corporações (SEBRAE, 2014), ou seja, com o aumento dos recursos do BNDES destinados à infraestrutura a participação das grandes empresas no passivo do Banco também cresce.

As grandes empresas cresceram sua participação nos desembolsos do Banco, entre 2006 e 2010, também por conta da crise de 2008. Com a crise, as empresas foram impactadas negativamente, fazendo com que projetos e investimento fossem postergados e revistos. As grandes empresas apresentavam grandes expectativas e investiram em novos projetos de 2001 a 2007, mas a crise trouxe insegurança sobre a continuidade dos projetos e investimentos feitos. O BNDES foi essencial para manter os projetos e investimentos feitos pelas grandes empresas, nos anos pós crise (2008-2011). Por isso as grandes empresas cresceram sua participação nos desembolsos do Banco entre 2006 e 2009.

O BNDES foi agente estabilizador de crédito, no período em que houve escassez de crédito por parte dos bancos privados (SANTANA, 2009). Esse aumento relevante das grandes empresas no passivo do Banco de 2006 a 2009, foi feito com o intuito de manter os projetos em andamento, continuar com os projetos idealizados e manter a oferta de crédito para os setores estratégicos e produtivos na economia.

A partir de 2010, assim como os bancos privados, as empresas de grande porte diminuiram suas expectativas de crescimento das suas receitas e aumentaram sua percepção de riscos futuros, reduzindo, portanto, seus investimentos e demanda por crédito. As empresas de pequeno porte, por outro

lado, foram ativas na captação de recursos e cresceram sua participação no passivo do Banco, respondendo em 2016 a 30% dos empréstimos do Banco.

3.2.1 Concentração do BNDES por empresa

O BNDES por ser um banco de fomento e determinar políticas estratégicas para o país, deve direcionar seus recursos a setores estratégicos ou regiões que necessitem de recursos para o seu crescimento ou manutenção, pois são imprescindíveis para o país. Por isso, a concentração de capital, seja por porte, setor e/ou região será grande. No entanto, a concentração por empresa também é extremamente relevante nos desembolsos do Banco, de 2001 a 2016.

Em 2014, surgiram notícias destacando empréstimos do Banco que beneficiaram empresas de forma expressiva e descorrelata com as funções primárias do Banco, com destaque para os empréstimos feitos à JBS e à Petrobrás (INFOMONEY, 2014). As repercussões foram tão fortes que o BNDES criou uma página de destaque em seu site para perguntas e respostas sobre os empréstimos feitos à JBS (BNDES, 2017). Neste trabalho não será abordado detalhes dos desembolsos às empresas aqui citadas, no entanto é imprescindível uma análise acerca da concentração dos desembolsos do Banco, por empresa.

A tabela 1 mostra os desembolsos totais do Banco, por área operacional de 2001 a 2016. As concentrações dos recursos foram para as áreas de indústria de base, serviço, energia, saneamento, transporte e gestão pública, que somados correspondem a 99,92% dos recursos do Banco no período.

TABELA 1

Desembolsos do BNDES por área operacional, de 2001 a 2016.

Desembolsos totais de 2001 a 2016, por área operacional			
Área Operacional	Total (R\$) Milhões de Reais	%	Numero de empresas
AREA DE INDUSTRIA DE BASE	236,408.77	30.63%	464
AREA DE ENERGIA	186,513.60	24.17%	683
AREA DE INDUSTRIA E SERVICOS	150,612.12	19.52%	1237
AREA DE SANEAMENTO E TRANSPORTE	135,317.72	17.53%	261
AREA DE GESTAO PUBLICA E SOCIOAMBIENTAL	62,268.50	8.07%	727
AREA DE COMERCIO EXTERIOR	440.63	0.06%	0
AREA DE MERCADO DE CAPITAIS	72.45	0.01%	1
AREA DE DESESTATIZACAO	49.41	0.01%	13
AREA DE PLANEJAMENTO E PESQUISA	27.00	0.00%	23
TOTAL	771,710.20	100.00%	3,409.00

Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do BNDES.

O total de crédito ofertado pelo Banco, neste período, foi de aproximadamente R\$ 771 Bilhões, com 3409 empresas beneficiadas pelos empréstimos. Apesar de números expressivos, existe concentrações relevante destas áreas em empresas específicas. Na tabela 2 são apresentados as 10 empresas que mais receberam recursos, por área operacional e a participação das mesmas nos empréstimos destinados à respectiva área.

TABELA 2

Desembolsos do BNDES, por empresa, segregado pela participação das mesmas nas respectivas áreas operacionais, de 2001 a 2016.

As 10 empresas, por área de atuação, que mais receberam recursos do BNDES de 2002 a 2016

Área Operacional	Ranking	Empresa	Reais R\$ Em milhões	Participação na área	Numero total de empresas por área
AREA DE ENERGIA	1º	NORTE ENERGIA S/A	25,387.81	13.61%	
	2º	ENERGIA SUSTENTAVEL DO BRASIL S.A.	9,545.00	5.12%	
	3º	SANTO ANTONIO ENERGIA S.A.	8,235.60	4.42%	
	4º	ELETRONUCLEAR S/A -	6,146.26	3.30%	
	5º	LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S A	3,725.10	2.00%	
	6º	CAMARA DE COMERCIALIZACAO DE ENERGIA	3,378.88	1.81%	
	7º	COMPANHIA DE ELETRICIDADE DO ESTADO DA	3,293.10	1.77%	
	8º	COMPANHIA PAULISTA DE FORCA E LUZ	3,167.79	1.70%	
	9º	COMPANHIA HIDRELETRICA TELES PIRES	2,862.00	1.53%	
	10º	INTERLIGACAO ELETRICA DO MADEIRA S/A	2,540.57	1.36%	
AREA DE ENERGIA	SOMA + 10 Empresas		68,282.11	36.61%	683
AREA DE GESTAO PUBLICA E SOCIOAMBIENTAL	1º	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	8,718.84	14.00%	
	2º	BANCO DO BRASIL SA	7,164.42	11.51%	
	3º	ESTADO DO MARANHAO	4,582.35	7.36%	
	4º	ESTADO DE SANTA CATARINA	3,773.98	6.06%	
	5º	ESTADO DO ESPIRITO SANTO	3,167.97	5.09%	
	6º	ESTADO DA BAHIA	2,443.31	3.92%	
	7º	ESTADO DO ACRE	2,439.24	3.92%	
	8º	ESTADO DE SAO PAULO	2,073.62	3.33%	
	9º	SECRETARIA DE ESTADO DE FAZENDA DE	2,068.11	3.32%	
	10º	ESTADO DE GOIAS	2,044.73	3.28%	
AREA DE GESTAO PUBLICA E SOCIOAMBIENTAL	SOMA Top 10 Empresas		38,476.57	61.79%	727
AREA DE INDUSTRIA DE BASE	1º	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	33,718.24	14.26%	
	2º	TRANSPORTADORA ASSOCIADA DE GAS S/A	13,302.14	5.63%	
	3º	VALE S.A.	10,359.91	4.38%	
	4º	PETROBRAS NETHERLANDS B V	9,877.87	4.18%	
	5º	FCA FIAT CHRYSLER AUTOMOVEIS BRASIL	8,611.90	3.64%	
	6º	PETROBRAS TRANSPORTE S/A TRANSPETRO	8,499.95	3.60%	
	7º	KLABIN S/A	8,065.90	3.41%	
	8º	BRASKEM S.A	6,978.81	2.95%	
	9º	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	6,273.68	2.65%	
	10º	ESTALEIRO ATLANTICO SUL S/A	4,997.84	2.11%	
AREA DE INDUSTRIA DE BASE	SOMA Top 10 Empresas		110,686.24	46.82%	464
AREA DE INDUSTRIA E SERVICOS	1º	TIM CELULAR S.A.	10,642.32	7.07%	
	2º	OI MOVEL S.A	9,828.31	6.53%	
	3º	TELEFONICA BRASIL S.A.	9,626.75	6.39%	
	4º	FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS -	8,000.00	5.31%	
	5º	AMBEV S.A.	4,066.69	2.70%	
	6º	OI S.A	3,877.03	2.57%	
	7º	TELEMAR NORTE LESTE S.A	3,192.62	2.12%	
	8º	BRENCO COMPANHIA BRASILEIRA DE ENERGIA	2,480.77	1.65%	
	9º	BANCO REGIONAL DE DESENVOLVIMENTO DO	2,046.09	1.36%	
	10º	LOJAS AMERICANAS S.A.	1,917.99	1.27%	
AREA DE INDUSTRIA E SERVICOS	SOMA Top 10 Empresas		55,678.57	36.97%	1,237

Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do BNDES.

Na tabela 2 observamos uma concentração relevante das 10 empresas que mais receberam recursos do Banco, por área operacional¹⁴. As áreas com

¹⁴ Não foram destacadas todas as áreas beneficiadas pelo BNDES, no entanto as áreas expressas na tabela correspondem a 99,92% dos recursos do Banco, de 2001 a 2016

maiores concentrações de recursos por empresa são a de gestão pública e indústria de base, que concentram entre as 10 primeiras empresas, respectivamente, 61,79% e 46,82%. As áreas de indústria e serviços e energia concentram entre as 10 primeiras empresas, respectivamente, 36,61% e 36,71%. Números estes relevantes, pois o percentil médio, das 10 primeiras empresas em relação ao número de empresas beneficiadas pelo Banco, é de 1,92%, enquanto as 10 empresas na média representam 45% dos recursos destinados às áreas operacionais.

Apesar das notícias sobre o auxílio do BNDES à JBS a empresa não está entre as 10 mais beneficiadas por área, pois a análise foi feita com base nos desembolsos por empresa e não por grupo. O grupo JBS recebeu, entre 2001 e 2016, segundo Vieira e Camarotto (Valor Econômico, 2017) de forma direta ou indireta o equivalente a R\$ 8,1 Bilhões, o grupo seria a quarta empresa mais beneficiada em sua respectiva área (área de indústria e serviços). A Petrobrás respondeu a 22% dos recursos destinados à indústria base. Os empréstimos destinados aos Estados também tiveram grande concentração, com destaque para o Maranhão e Santa Catarina.

Outro ponto de destaque é a área de indústria e serviços que apresenta alta concentração em empresas de telefonia, 5 das 10 empresas são deste segmento e nenhuma das 10 empresas são indústrias.

De forma geral, a concentração do BNDES não foi apenas setorial, mas também empresas específicas tiveram relevante concentração dos empréstimos do Banco, mesmo em setores em que existe maior número de empresa, em especial a de indústria e serviços. As 40 empresas, as 10 que mais receberam aportes do Banco por área, representam 35% dos recursos do banco, representando 1.17% das empresas beneficiadas, ou seja, 1% das empresas representaram 36% dos recursos de 2001 a 2016.

O BNDES de 2001 a 2016 foi um importante agente estabilizador e apresentou políticas de incentivos diferente. Até 2007 o Banco foi importante

agente financeira para fomentar a liquidez e projetos devido às maiores expectativas econômicas vivenciadas pelo país, em 2008 o Banco assumiu papel anticíclico fomentando o crédito que o capital privado deixou de ofertar e com os problemas políticos e econômico vivenciados pelo país, em 2013 o Banco perdeu de forma significativa no planejamento estratégico da União.

3.3 BNDES e emprego

O emprego é um dos principais termômetros para se determinar o sucesso das políticas públicas implementadas e seus efeitos na economia. O emprego é reflexo das demais variáveis econômicas de um país: produção, investimento público e privado, consumo, renda, juros, inflação, entre outras. A construção de políticas públicas, visando o crescimento ou à retomada do mesmo, necessariamente tem como pilar o impacto que essa política trará ao emprego, seja do ponto de vista setorial, regional ou global.

Assim é fundamental conhecer os determinantes econômicos que influenciam o emprego. Keynes (1985) na sua Teoria Geral trouxe a luz as variáveis econômicas que impactam o emprego, juros e moeda e Stiglitz (1993) complementou em seus trabalhos a importância dos bancos na dinâmica econômica capitalista. Portanto, entender se os bancos públicos cumprem papel contra cíclicos, ou são apenas agentes automáticos dos ciclos econômicos, é fundamental.

O BNDES é um banco de fomento, o que significa que os empréstimos do banco financiam setores estratégicos, projetos desinteressantes aos agentes privados e que geram resultados positivos para a economia, apenas no médio e longo prazo, e que afetem positivamente emprego. Entender se o BNDES direciona seus créditos aos setores que mais empregam é fundamental para perceber, de forma empírica, se o Banco fomenta setores que realmente aumentaram de forma significativa o número de empregos formais.

Stiglitz (1993) e Keynes (1985) explicitaram com suas teorias a importância do crédito na economia e a importância do Estado em momentos de crise econômica, quando o capital privado é mais avesso ao risco e por isso a necessidade de intervenção, para servir como alternativa de crédito e investimento à economia. Segundo Oliveira (2010) empresas beneficiadas pelos recursos do BNDES, de 2000 a 2009, utilizando o Modelo de Geração de Emprego (MGE), empregam mais que as empresas, do mesmo setor, que não receberam o apoio do Banco.

Basicamente, o modelo realiza uma estimativa da quantidade de postos de trabalho gerados ou mantidos a partir de aumentos nos componentes exógenos da demanda final em cada um dos setores do Sistema Nacional de Contas (SCN), compilado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Um dos principais fatores envolvidos nos cálculos é a matriz insumo produto do IBGE. Em seu artigo, Oliveira (2010) os desembolsos do Banco geram aumento de empregos formais nas empresas que foram beneficiadas. Isso significa que os empregos relacionados aos projetos financiados pelo BNDES cresceram a um ritmo superior ao do crescimento das oportunidades do mercado de trabalho formal.

Oliveira (2010) enfatizou em sua pesquisa que setores e empresas apoiadas pelo banco, em média, empregam mais que as demais companhias. O grupo de empresas apoiadas logrou uma trajetória ascendente expressiva, chegando a 2004 com um estoque de postos de trabalho 23% superior a 2000. Já as empresas não apoiadas, ajustadas segundo o porte, destruíram o emprego liquidamente, ao atingirem em 2004 um patamar 3% inferior a 2000. A diferença entre esses dois grupos amplia-se ao longo do período. Quatro anos após o recebimento do apoio financeiro, a diferença entre os dois grupos foi, aproximadamente, de 26% em relação ao nível de emprego.

O Brasil, entre 2002 e 2016, passou por mudanças políticas e econômicas importantes e suas consequências também afetaram o emprego. Neste período o desemprego da população economicamente ativa foi decrescente até 2014 e

após novembro deste ano, a taxa subiu significativamente. De 2011 à 2014 o desemprego se encontrou em patamares significativamente baixos, com o ponto mínimo em dezembro de 2014, com apenas 4,31% da população em busca de alocação no mercado de trabalho.

O gráfico 17 mostra a evolução da taxa de desemprego, no período de 2002 e 2016. É possível observar a grande volatilidade do desemprego neste período e a clara mudança de tendência a partir de 2015, com o desemprego chegando a patamares vistos apenas em 2004. Em 2016 o desemprego atingia 10,86% da população economicamente ativa.

Gráfico 17

Desemprego percentual das Pessoas de 10 anos ou mais de idade, total, economicamente ativas.



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do IBGE PNAD - trimestral

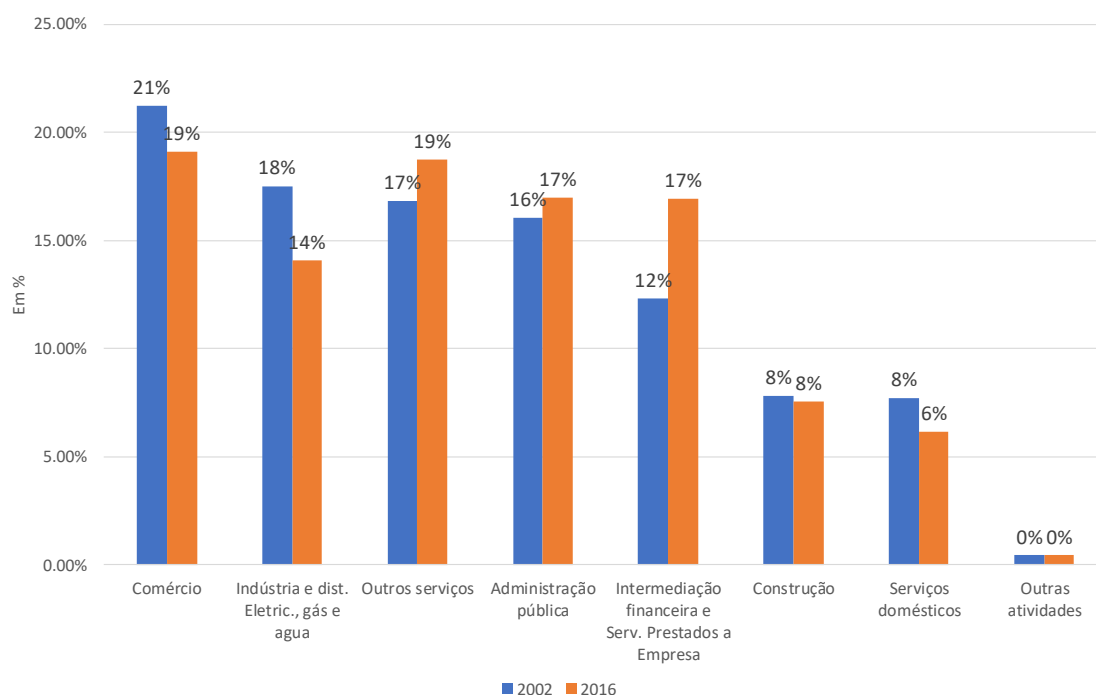
Durante este período a distribuição do emprego entre os principais setores da economia também sofreu modificações. De forma geral, os setores que mais empregam são o de comércio e serviços. Entre 2002 e 2016, o setor de serviços

e intermediação financeira foram o que mais cresceram sua participação relativa na distribuição dos setores contratantes. As mudanças setoriais foram gradativas durante este período, ou seja, não houve um ano específico em que determinado setor aumentou ou diminuiu sua participação no emprego de forma abrupta.

O gráfico 18 mostra a participação setorial sobre a utilização da força de trabalho brasileira. É possível observar a diminuição da participação do comércio e da indústria passando, respectivamente, de 21% para 19% e 18% para 14% em um comparativo de 2002 e 2016.

Gráfico 18

Participação setorial no emprego brasileiro, comparativo entre os anos de 2002 e 2016.



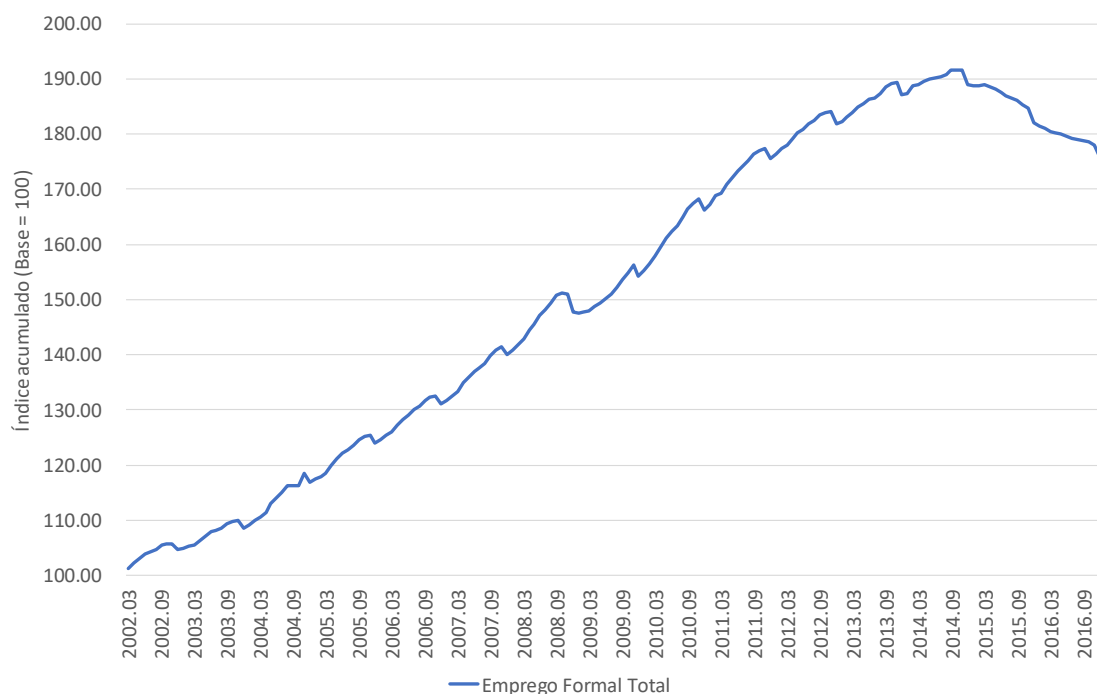
Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do IBGE

A administração pública, outros serviços e os intermediários financeiros cresceram sua participação no emprego. O setor de serviços cresceu sua participação no número de trabalhadores. O emprego formal, entre 2002 e 2016

cresceu 73,35%¹⁵, o aumento do emprego formal ocorreu em todos os setores analisados pelo BACEN, mas em diferentes proporções. O comércio foi o setor que mais criou empregos formais neste período, crescendo 117%, extrativa mineral, serviços, alimentos e bebidas e construção foram setores que também aumentaram, de forma relevante, os empregos formais. O gráfico 19 mostra a evolução acumulada dos empregos formais criados no país.

Gráfico 19

Índice do emprego formal do país, de 2002 a 2013.



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados retirados do IBGE

É importante destacar a variação no segundo semestre de 2008, com uma diminuição abrupta nas vagas formais e retomada a partir de 2009. Outro fator relevante foi a diminuição no emprego formal a partir do primeiro semestre de 2014 e desde então o país diminuiu, de forma continuada, o emprego formal

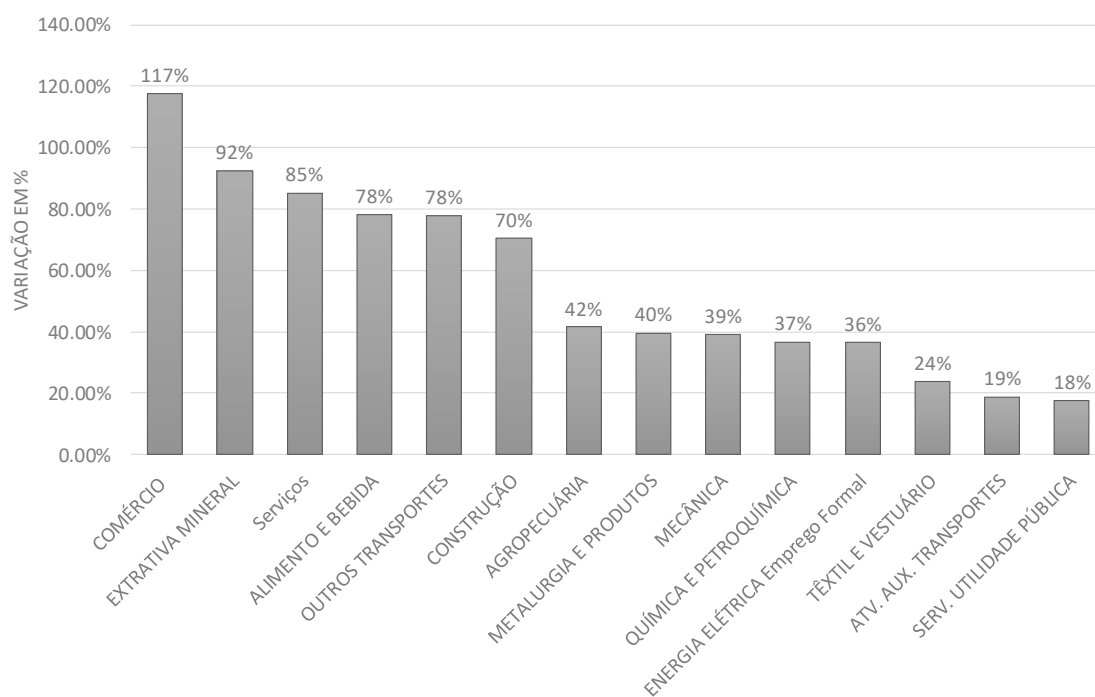
¹⁵ Base de dados: IBGE PNAD - trimestral

nacional. Apesar da diminuição do emprego formal a partir de 2014, ainda assim, o emprego formal, entre 2002 e 2016, cresceu 73% no período.

O setor de comércio, setor que apresenta a maior taxa de trabalhadores informais do país (Costanzi, 2004), foi o setor que apresentou a maior taxa de incremento do emprego formal. O Gráfico 20 apresenta o incremento de emprego formal no país, por setor. Todos os setores analisados aumentaram o número de empregos formais e suas taxas de emprego, com destaque para comércio, serviços, extrativa mineral e transporte.

Gráfico 20

Varição do Índice do emprego formal do país, de 2002 a 2016, por setor de atividade.



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do BACEN

O setor de alimentos e bebidas e construção também se destacaram na criação de empregos formais. Os setores ligados à indústria foram os que menos aumentaram os empregos formais neste período.

Os setores de comércio, de serviços, de alimentos e de bebidas foram os que mais cresceram e também os que mais empregaram. Movimento ente correlato com a política creditícia adotada a partir de 2009, que incentivou setores voltados ao consumo. O número de empregos formais do país cresceu, em especial, nos setores que mais foram beneficiados pelas políticas públicas, entre 2001 e 2016: infraestrutura, comércio, serviços e setores baseados no consumo. Análise mais profundas se fazem necessárias para determinar qual o impacto do BNDES no emprego, o que não será feito neste trabalho, no entanto é possível afirmar que BNDES que empresas beneficiadas pelo Banco empregam mais que as que não receberam recursos (SANTANA, 2010).

3.3.1 Emprego e os desembolsos do BNDES (2001 a 2016)

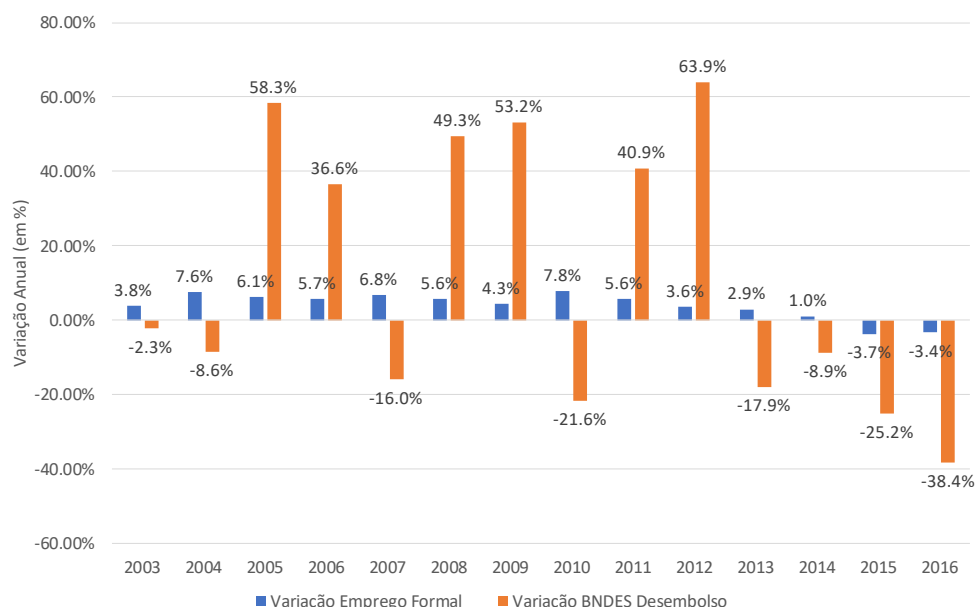
Neste período observa-se que o BNDES aumentou seus desembolsos e que também houve aumento no número de emprego formal. O emprego formal e os desembolsos do BNDES acumulados cresceram, respectivamente, 68% e 131%, entre dezembro de 2002 e dezembro de 2016. O Gráfico 21 mostra a variação anual dos desembolsos do BNDES e do índice de empregos formais no país. A partir de 2014, tanto o número de emprego formal do país diminuiu quanto os desembolsos do banco.

Os desembolsos do Banco cresceram de forma expressiva em 2005-2006, período este de assistência do Banco às empresas que passaram a investir no aumento da capacidade produtiva e ampliação de seus negócios, mas ainda encontravam spreads bancários extremamente altos em relação as taxas oferecidas pelo BNDES. Em 2008 e 2009, o aumento dos empréstimos do Banco foi para suprir a menor oferta de crédito e manter o equilíbrio creditício nacional (SANTANA, 2010) e 2010-2013 foram os anos de tentativa governamental para incentivar ao consumo, tendo o BNDES como braço de empréstimos para os Estados, municípios e empresas de comércio e de serviços. De 2014 a 2016 houve diminuição dos empréstimos do Banco pela crise política e econômica instalada no país.

O emprego formal cresceu até 2013, mas começou a diminuir desde então. A oferta de crédito do BNDES às empresas e o aumento da liquidez ao setor produtivo, principalmente em 2008 e 2009, foi importantíssimo para manter a economia e o emprego equilibrados (SANTANA, 2010). O emprego é um dos principais termômetros para entender a efetividade de políticas públicas e de 2008 a 2010 as ações econômicas foram eficazes e o BNDES teve importante papel na política adotada à época (SANTANA, 2010).

Gráfico 21

Varição anual do índice de empregos formais e desembolsos do BNDES, de 2002 a 2016.



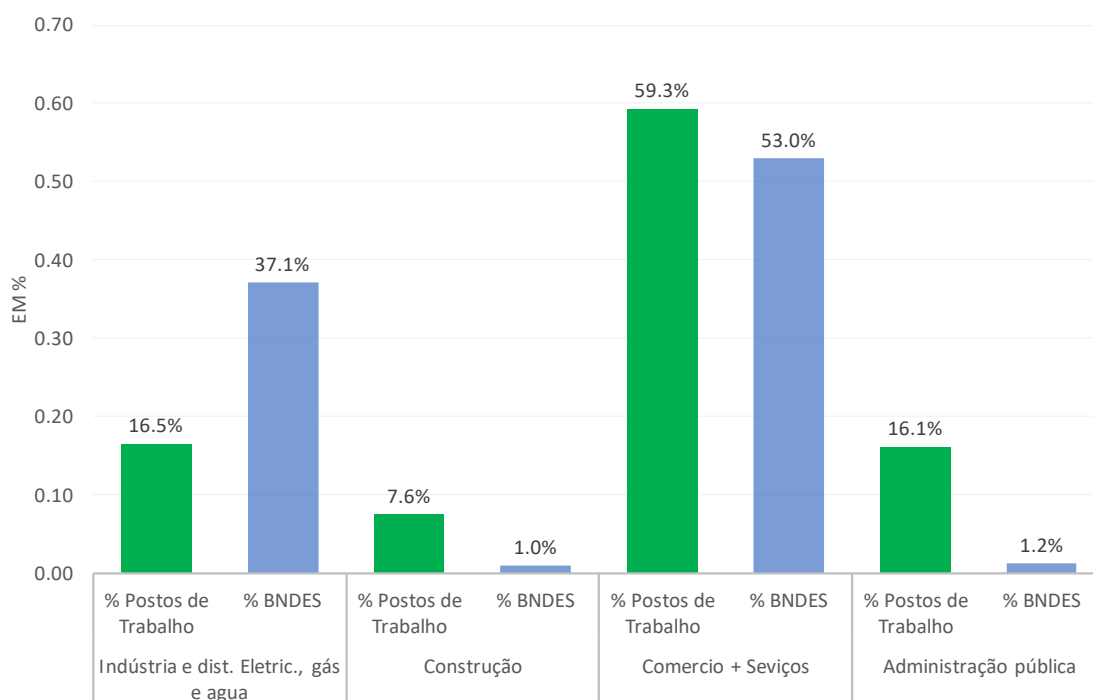
Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do BNDES e IBGE

Em relação aos desembolsos setoriais do Banco o gráfico 22 é apresentado a distribuição do emprego por setor e os desembolsos do BNDES de 2002 a 2016. O setor de comércio e serviços são os setores que mais empregam no país, representando 59% dos empregos formais. O BNDES, neste período, destinou 53% dos recursos às empresas de comércio e serviços. Ou seja, as maiores parcelas dos desembolsos do Banco foram destinados aos setores que têm maiores representatividade no emprego formal do país: comércio e serviços.

Dois setores podem ser destacados como anômalos nesta relação emprego e desembolso do Banco foram: o setor industrial e o setor de construção. O setor industrial acomoda 16,5% da força de trabalho formal do país. Enquanto o desembolso do Banco para este setor foi de 37,1%, não houve proporcionalidade entre os desembolsos do Banco e a participação setorial na força de trabalho. Em relação ao setor de construção, que acomodou 7,6% do número de empregos formais no país, os desembolsos do para o setor foram extremamente baixos, apenas 1,2% do total de créditos ofertados.

Gráfico 22

Participação setorial na força de trabalho nacional (% Postos de trabalho) e desembolsos do BNDES (**%BNDES), de 2002 a 2016.*



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do BNDES e IBGE

* Média dos percentuais no período

** Soma dos desembolsos no período

É importante destacar que o setor de construção foi beneficiado neste período pelo PAC, sendo a CEF o principal banco de apoio do projeto, no período

em questão. As empresas do setor de construção receberam pouco apoio do BNDES, mas em contrapartida foram beneficiadas pela maior oferta de crédito feita às pessoas físicas com o apoio da Caixa econômica Federal.

Apesar da importância do emprego como parâmetro das estratégias e planos econômicos o BNDES não aporta recursos com o objetivo único de fomentar o emprego. O setor industrial apesar de não ser o setor mais representativo no estoque de postos formais de emprego é um setor que tem alto valor adicionado ao PIB, pois crescimento da indústria significa crescimento de grande parte dos setores adjacentes, inclusive o setor de comércio e serviços. O emprego é consequência da somatória de fatores econômicos e estruturais, mas a participação do BNDES neste processo não pode ser descartada e segundo Couto e Trintim (2012), o emprego é um importante balizador para os desembolsos do Banco.

Apesar do PAC ter sido um programa voltado para a infraestrutura e o BNDES ter sido um importante banco de apoio ao programa, o peso deste setor em relação aos demais, não mudou de forma drástica, entre 2001 e 2016. O setor que mais aumentou sua participação relativa nos empréstimos do banco foi de comércio e serviços.

O gráfico 26, destacado mais a frente, apresenta os desembolsos setoriais do BNDES, é possível notar que não houve mudanças drásticas no setor de infraestrutura ao longo dos anos, ou seja a participação do setor nos desembolsos do Banco não foram abruptas em nenhum ano aqui analisado. Comércio e serviços foram os setores que mais passaram a receber recursos do banco em 2001 o setor respondia por 8% dos recursos e em 2016 o setor recebeu a 20% dos empréstimos do BNDES. A agricultura que era um setor importante na composição de passivos do banco até 2004, sua participação foi reduzida drasticamente a partir de 2005 e voltou a crescer apenas em 2013.

A relação dos desembolsos do BNDES e o impacto no emprego não é direta e necessita de um trabalho minucioso das variáveis explicativas, para que se possa criar uma relação aceitável de causalidade. No entanto o emprego,

segundo Couto e Trintim (2012), é um importante balizador para o BNDES ao determinar o direcionamento dos recursos do Banco. De forma empírica, durante 2001 e 2016, os recursos do Banco foram direcionados aos setores que mais empregam: comércio e serviços. Neste período, o BNDES tomou uma postura diferente, se compararmos com a sua média histórica (1952-1999), onde os recursos eram prioritariamente direcionado a setores produtivos.

Com as análises aqui contidas não é possível determinar causalidade entre a distribuição setorial da força de trabalho e os desembolsos do Banco, mas houve maior apoio a setores que empregam mais, o que não era uma realidade até 1994 onde grande parte dos desembolsos eram voltados a setores produtivos (CARVALHO, 2005).

3.4 A participação do BNDES na FBCF;

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) é a soma dos investimentos para à ampliação dos bens de capital da economia, compra de máquinas, equipamentos, prédios, caminhões e etc. Este é um indicador econômico importante para explicar o emprego, pois representa o volume de investimento da economia na produção, isto posto quanto melhor as perspectivas maior o investimento em FBCF. Galasini (2015) aponta em sua análise que os países devem buscar o investimento na FBCF de no mínimo 30% do PIB, no estudo foram feitas comparações com países equiparáveis a economia brasileira e fora demonstrado que investimentos abaixo deste piso significa riscos maiores de crises econômicas.

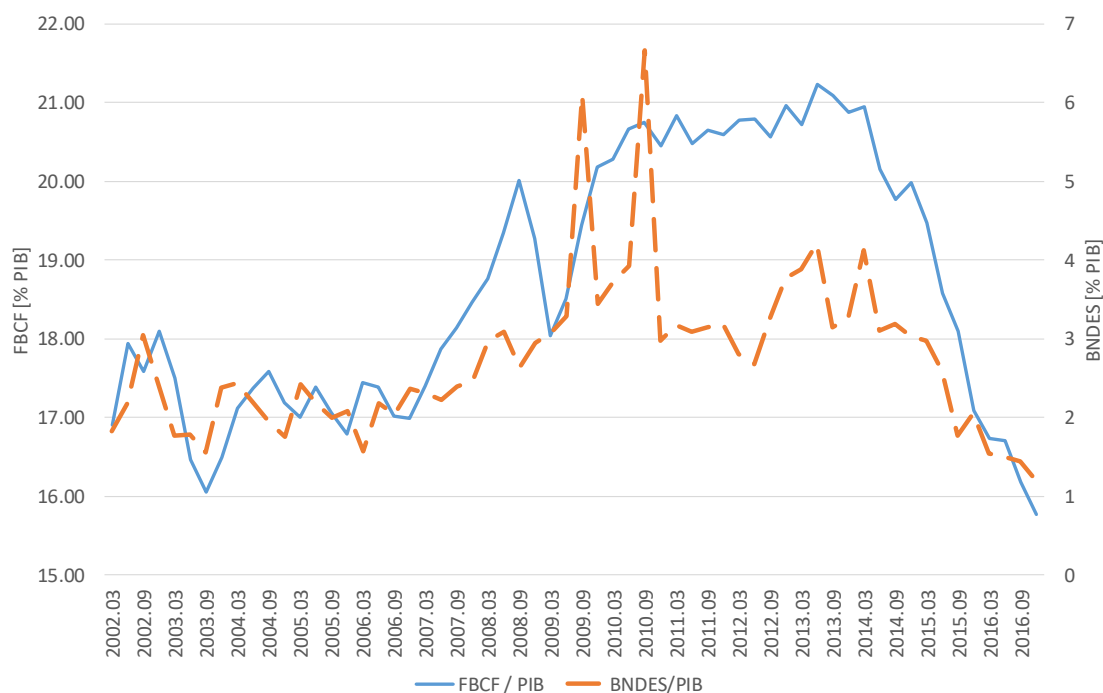
Entre 2002 e 2016 o investimento em FBCF em relação ao PIB foi de, no máximo, 21%. É possível destacar os investimentos em FBCF em três momentos. Entre 2002 e início de 2007, os investimentos giravam em torno de 17,5% do PIB já de 2008 a 2013, os investimentos alcançaram 19,2% do PIB, ação decorrente de contenção da crise de 2008 e incentivo ao crédito; e pós

2013 onde houve queda relevante da FBCF, como reflexo da crise política instalada no país.

No gráfico 23 é possível observarmos aumentos dos desembolsos do BNDES, em relação ao PIB, no segundo trimestre de 2009 e 2010. Enquanto a Formação Bruta de Capital teve queda acentuada no último trimestre de 2008, mas em 2009 cresceram os investimentos que permaneceram a patamares elevados até o segundo trimestre de 2014. Houve uma queda, vertiginosa dos investimentos a partir de 2014 e em 2016 chegando a seu menor nível da série, representando 15,9% do PIB.

Gráfico 23

Formação Bruta de Capital Fixo e desembolsos do BNDES, em relação ao PIB de 2002 a 2016, dessazonalizados (Evolução trimestral).



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do BNDES e IBGE

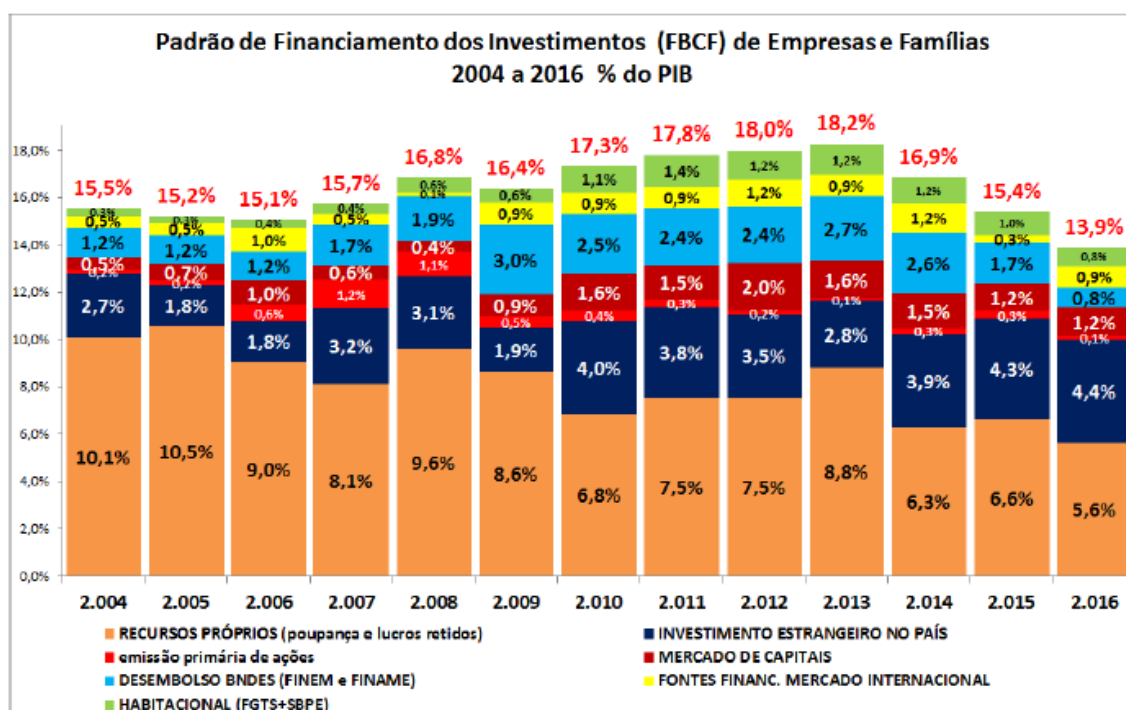
No gráfico 23 conseguimos observar correlação alta e positiva entre os desembolsos do BNDES e a FBCF. No período de 2002 a 2016, a correlação entre os desembolsos do Banco e a FBCF, em % do PIB, foi de 0,75. Em média

os desembolsos do Banco acompanham os movimentos da economia no investimento em FBCF.

O CEMEC (Centro de Estudo do IBMEC) analisa trimestralmente os investimentos e a fonte dos mesmos alocados no país. Na figura 2 são apresentados os dados da CEMEC em % PIB, desde 2004. Os investimentos em FBCF foram reduzidos drasticamente à partir de 2013 e em 2016 foi investido apenas 13,3% do PIB, menor percentual desde 2004. A participação do BNDES cresceu de 2009 a 2013. De 2004 a 2008, a média do BNDES era de 1,44% do PIB e entre 2009 e 2014 ela foi de 2,6%.

Figura 2

Padrão de financiamento dos investimentos (FBCF) de empresas e famílias de 2004 a 2016 % do PIB



Fonte: CEMEC - Relatório Trimestral de fev-2017 (pag. 11)

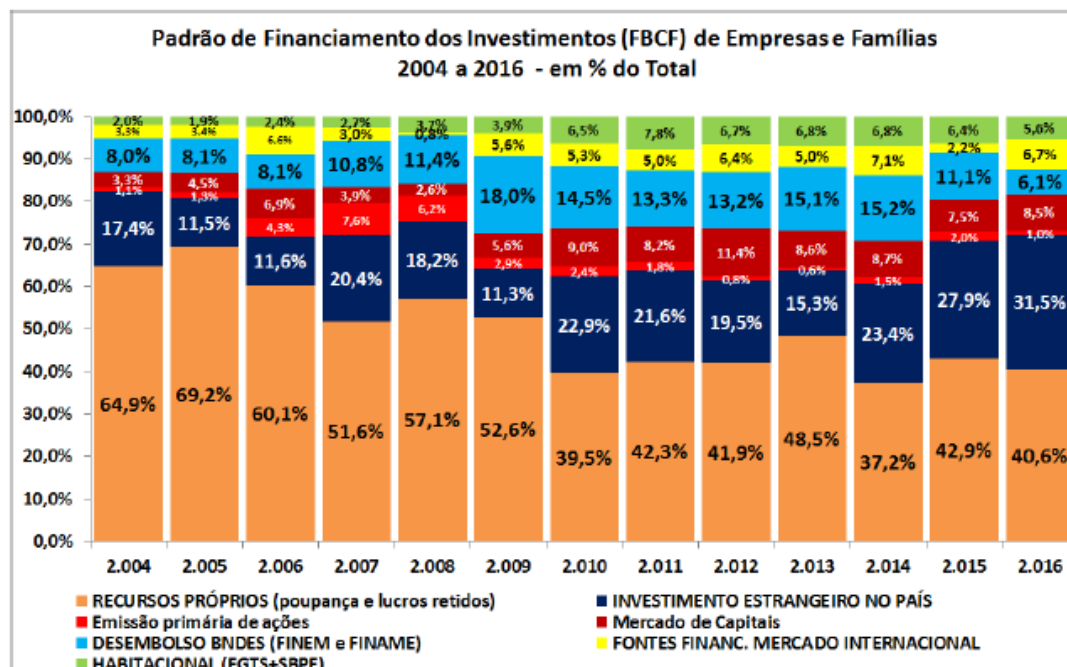
As consequências dos diferentes ciclos econômicos ocorridos entre 2000 a 2016 também podem ser observados na FBCF (CINTRA, 2013). Até 2008, o

Brasil se tornou atrativo para novos investimentos, principalmente por parte dos agentes privados, é possível observar na figura 2 o maior financiamento na FBCF com utilização de recursos próprios. Em 2009, após a crise do *subprime*, houve aumento da participação do BNDES na FBCF e diminuição da utilização de recursos próprios. Após 2014, ano de início da crise doméstica, houve diminuição dos investimentos, em relação ao PIB, menor participação privada e com a concomitante diminuição do BNDES na FBCF, terminado 2016 com a menor participação dos investimentos nacionais desde 2004, com apenas 0,8% do PIB.

Segundo o relatório do CEMEC (Fev-2017) o BNDES é uma importante fonte de financiamento dos investimentos no país. Na figura 3 é possível observar a evolução do BNDES na FBCF.

FIGURA 3

Evolução anual dos investimentos (FBCF) por fonte de financiamento de 2004 a 2016 - em % do total



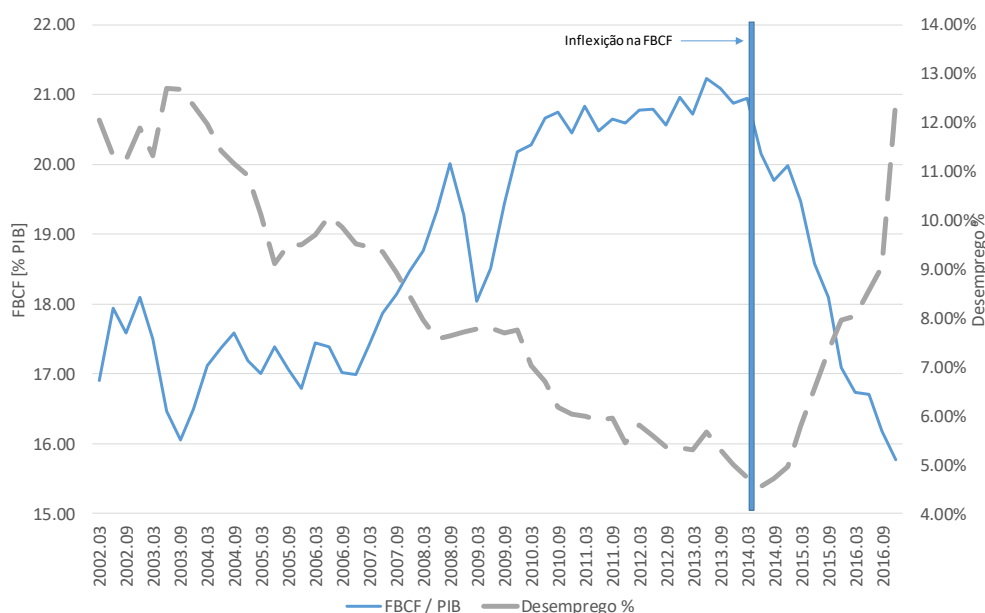
Fonte: CEMEC - Relatório Trimestral de fev-2017 (pag. 13)

Importante destacar que entre 2009 e 2013, período este crescimento relevante dos investimentos em relação ao PIB, foi também o período de maior participação do BNDES. Segundo Oliveira (2010) a FBCF é um dos principais fatores que podem explicar as perspectivas de emprego e as expectativas empresariais para os próximos anos: “as ações do BNDES relacionam-se ao fomento à formação bruta de capital fixo nacional, por meio de medidas voltadas para a construção civil e bens de capital. O alvo é a manutenção do nível de investimentos na economia, de modo a evitar uma queda acentuada no produto e permitir a continuidade de investimentos cuja maturação se dá a médio e longo prazos.” (OLIVEIRA, 2010, pg 381)

No gráfico 24 é traçado um paralelo entre o desemprego e a FBCF em % do PIB. Com o aumento dos investimentos em FBCF existe reflexo positivo na taxa de desemprego. A correlação entre as duas variáveis entre 2002 e 2016 foi de -0,86, ou seja, quando a taxa de investimento em FBCF sobe o desemprego cai na proporção média de 86%.

Gráfico 24

Formação Bruta de Capital Fixo, em relação ao PIB e desemprego, de 2002 a 2016, séries dessazonalizadas (Evolução trimestral).



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central (BACEN)

No 1º trimestre de 2014 foi o momento de inflexão do investimento em relação ao PIB, o desemprego aumentou no trimestre anterior e acompanhou a tendência, ou seja, cresceu enquanto os investimentos caíram. Assim como no período em que os investimentos estavam em patamares elevado o desemprego diminuiu, chegando a 5% em 2014.

De forma geral, o BNDES tem representatividade relevante na formação bruta de capital fixo e, em tendência, ambos os indicadores, BNDES e FBCF, tem correlação positiva, ou seja, os desembolsos do BNDES influem positivamente a FBCF. Enquanto o desemprego e a FBCF são variáveis inversamente proporcionais, onde menores investimentos significa diminuição da força de trabalho necessária. O que nos indica, qualitativamente, que o BNDES pode influenciar o emprego. Outro ponto de atenção é a participação do Banco tanto no crédito quanto nos investimentos até 2013, mostrando que o banco foi um importante agente creditício para o crescimento do país de 2001 a 2016.

3.5 Os desembolsos setoriais do BNDES

Entre 2000 e 2016 a economia cresceu, o PIB neste período aumentou a uma taxa média anual de 2,5% % ao ano. A tabela 3 apresenta o crescimento do PIB setorial dos principais setores da economia. A indústria extrativa, a agropecuária e o setor de serviços tiveram crescimento relevante do seu PIB, sendo os setores que mais cresceram neste período de 2000 a 2016.

TABELA 3

Crescimento anualizado do PIB setorial de 2000 a 2016.

Setor	2000 - 2016
	Crescimento PIB Setorial [a.a]
INDÚSTRIA EXTRATIVA	3.886%
AGROPECUARIA	2.834%
SERVICOS	2.448%
CONSTRUCAO_CIVIL	2.144%
COMERCIO	1.980%
INDÚSTRIA TRANFORMACAO	0.711%

Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do Banco Central (BACEN)

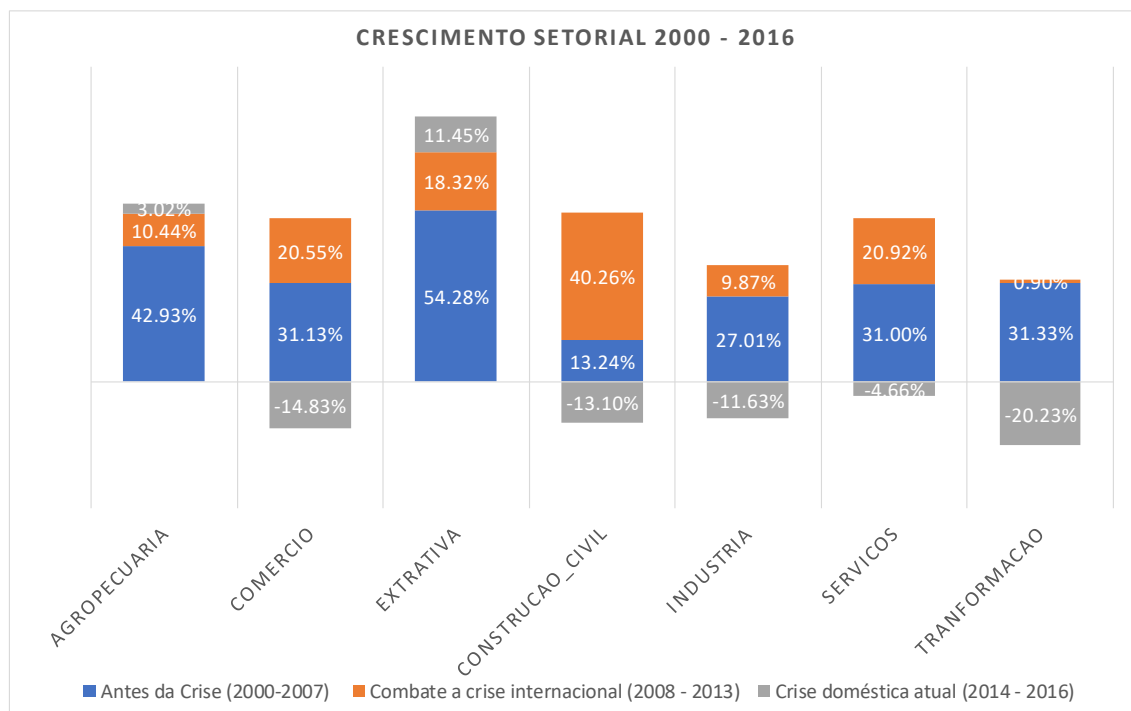
A indústria de transformação, durante os 16 anos analisados cresceu apenas 0,71% ao ano, sendo o setor de pior desempenho no período. No entanto os setores tiveram diferentes taxas de crescimento, nos diferentes ciclos econômicos enfrentados pelo país de 2001 a 2016. O gráfico 25 apresenta o crescimento, do PIB setorial, dos principais setores da economia, nos diferentes ciclos econômicos domésticos. Foi feita a dicotomia temporal em três períodos: i) 2000 a 2007, período crescimento econômico, aumentos dos investimentos, principalmente privados e estabilidade econômica e fiscal; ii) 2008 a 2013, onde houve maior intervenção estatal na economia, com o aumento da participação do BNDES e demais bancos públicos na oferta de crédito e; iii) 2014 – 2016, período de desestabilização econômica e desencadeamento da atual crise econômica brasileira.

No primeiro período que compreende de 2001 a 2007, é possível observar o crescimento de todos os setores da economia, com exceção da construção civil os demais setores cresceram mais de 30% no período. Este período de retomada da confiança, estabilidade econômica e institucional e controle inflacionário refletiu no crescimento globalizado dos principais setores nacionais, com destaque para a indústria extrativa e agropecuária, que tiveram um crescimento do seu PIB setorial de, respectivamente, 54% e 42%.

A indústria, comércio, agropecuária e serviços foram os setores que mais cresceram até 2007, por serem setores mais sensíveis ao consumo e a melhores condições macroeconômicas para exportação. Até 2007 com a melhora das perspectivas econômicas, maior oferta de crédito dos bancos privados e aumento dos investimentos, o país passou por forte incremento dos PIBs setoriais.

Gráfico 25

Crescimento do PIB setorial de 2000 a 2016, desagregados nos 3 ciclos econômico do período.



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do IBGE

No segundo período, com a crise internacional de 2008 e o aumento da participação dos bancos públicos na oferta de crédito o crescimento setorial não foi universal quanto no período anterior. De 2008 a 2013, a construção civil cresceu 40% no período, devido a maior oferta de crédito dos bancos públicos. Outros setores beneficiados pela política econômica adotada para combater a crise internacional foram os setores de comércio e serviços, ambos cresceram a uma média de 20,80% no período. Enquanto a indústria, de forma geral, cresceu a patamares menores.

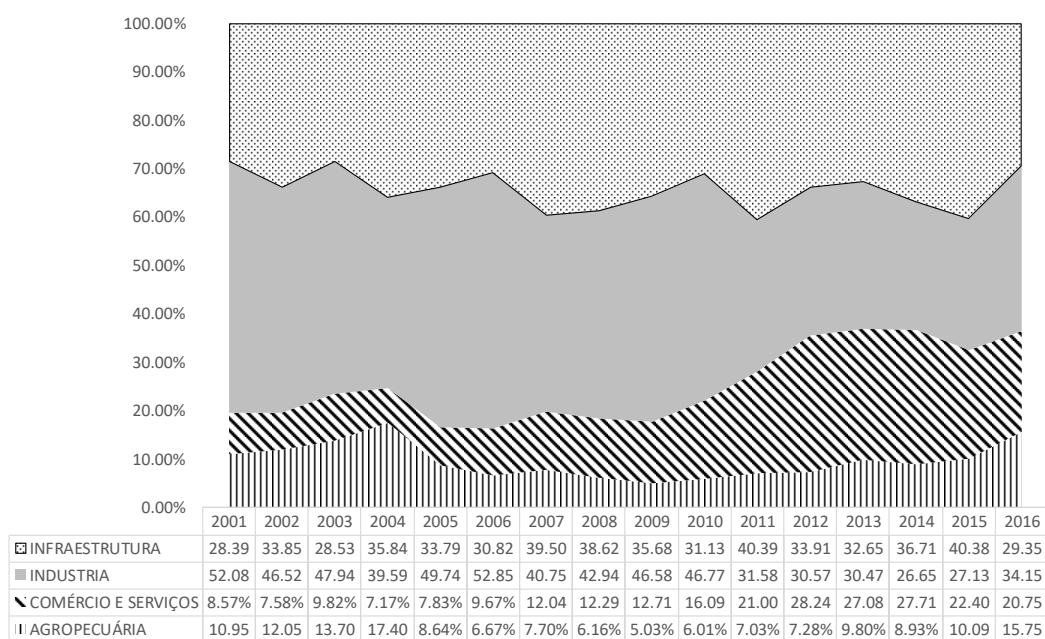
No último período, a partir de 2014, com a crise doméstica os setores reduziram de forma significativa seu crescimento. A indústria de transformação foi a que mais sofreu com a crise, pois além de ter crescido pouco no período anterior, caiu -20,86% de 2013 a 2016. Apesar da estratégia do governo ter sido

focada no consumo os setores de comércio, de serviços e de construção civil tiveram contração no seu PIB.

O gráfico 26 apresenta os desembolsos do BNDES por setor, de 2001 a 2016. Os setores de comércio e serviços, até 2007 tinha pouca relevância nos desembolsos do Banco, representava em média 8% dos créditos ofertados e após 2008 essa média passou para 20%. Este crescimento do setores de comércio e serviços no passivo do Banco foi consequência das políticas públicas adotadas para contenção da crise, com o intuito do fortalecimento de empresas que tinha alta correlação com o consumo e política esta mantida até 2016.

Gráfico 26

Desembolsos do BNDES por setor, de 2001 a 2016.



Fonte: Elaborado pelo autor com base de dados primários retirados do BNDES

A indústria em contrapartida perdeu relevância nos desembolsos do Banco, em 2011 foi o início da diminuição dos empréstimos feitos aos setores industriais. De 2001 a 2010 a média de recursos do BNDES repassados à

indústria era de 46% e de 2011 a 2016 esse número foi reduzido á 30% dos recursos do Banco.

De forma geral, entre 2002 e 2016 os setores que têm seu crescimento baseado em consumo, em especial comércio e serviços, foram os que mais receberam aportes do BNDES. A indústria, setor este de extrema relevância para o país, perdeu participação nos empréstimos do Banco. A estratégia pública de incentivo ao crescimento baseado no consumo, iniciado em 2008, também é traduzido nos desembolsos do BNDES no período. Os empréstimos antes direcionados à indústria foram destinados às empresas de comércio e serviços.

Neste capítulo foi apresentado de forma detalhada os desembolsos do Banco nos diferentes ciclos econômicos por setor, porte, concentração por empresas, paralelo entre os desembolsos do Banco e o emprego e demais bancos públicos e privados. O BNDES foi um agente de extrema relevância até 2012. No período seus desembolsos apresentaram grande concentração de empresas específicas, concomitante a isso a crise política e econômica diminuiu sua relevância no cenário creditício doméstico, à partir de 2013. No próximo capítulo serão apresentadas as conclusões finais desta dissertação.

CAPÍTULO 4: Considerações Finais

John Maynard Keynes (1985), em sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda apresentou outra vertente para o pensamento econômico, um olhar voltado ao empresário e suas decisões sendo balizadas em expectativas e riscos futuros. Keynes, dentre as suas muitas contribuições, alertou sobre a importância do Estado como agente estabilizador da economia para manter o equilíbrio. Em momentos de crise, quando há aumento de riscos e baixas expectativas futuras, a oferta e demanda agregada tendem a entrar em desequilíbrio estrutural e é fundamental a intervenção do Estado para que a economia volte a se estabilizar e a iniciativa privada retome os investimentos e melhores suas expectativas futuras positivas.

Após Keynes, Stiglitz (1993) alertou sobre a ação pró-cíclica dos bancos em momentos de instabilidade econômica, pois os mesmos tendem a aprofundar as crises, devido a aversão ao risco por parte dos agentes financeiros privados. Cada país tem ferramentas diferentes para conter desequilíbrios econômicos (ZYSMAN, 1983). O Brasil é um país que tem sobre sua custódia um número relevante de alternativas públicas para minimizar desequilíbrios estruturais econômicos e fomentar setores pouco desenvolvidos ou estratégicos para o país. O BNDES é o único banco de desenvolvimento nacional, que se caracteriza por fomentar setores e empresas em projetos de longo prazo, em que há pouco interesse por parte dos bancos privados, seja pelo risco ou retorno destes projetos.

O Banco Nacional de Desenvolvimento foi criado em 1952 e desde então foi um agente de extrema importância para a implementação das diferentes políticas de desenvolvimento nacional. O primeiro grande apoio do Banco foi no auxílio à implementação do Plano de Metas, criado em 1957, que tinha como principal objetivo a modernização e crescimento da indústria nacional. O BNDE apoiou projetos voltados para a infraestrutura e modernização dos subsetores voltados à indústria automobilística. O Banco se consolidou como um importante braço nacional para colocar em prática políticas de desenvolvimento, que até

então grande parte dos desembolsos eram voltados, prioritariamente, às empresas públicas.

Em 1970, o BNDE passou por mudanças estruturais. O Banco que até então fazia parte do Ministério da Fazenda, passou a ser responsabilidade do Ministério do Planejamento. Neste período houve aumento do apoio do BNDE a empresas privadas, levando o Banco mais próximo das características de banco de fomento defendida pela teoria pós-keynesiana, para o qual a atuação pública deve visar o fortalecimento do setor privado.

Outra mudança neste período de 1970, foi a maior independência do Banco na alocação dos seus recursos, antes limitada aos interesses do poder Executivo. Além disso, o Banco passou a receber maior *funding* com a incorporação de novas fontes de recursos (PIS-PASEP). Nesta década, o Banco aumentou de forma expressiva sua importância, se consolidando como o principal agente de auxílio à implementação do segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (PND II).

Ainda na década de 1970, o país passava por uma grave crise econômica, que reduziu de forma significativa a participação privada na economia. O BNDE foi a alternativa encontrada pelo Estado para diminuição do impacto da crise nas empresas privadas, agindo como banco de auxílio aos setores e empresas mais impactadas pela crise. O Banco também assumiu o papel de reestruturador empresarial, o objetivo era fortalecer as empresas assumidas, reestruturá-las, para que fossem reincorporadas ao capital privado. Neste processo o BNDE adquiriu participações acionárias de mais de 95 empresas dos mais diversos setores.

Em 1970, foi a década de consolidação do Banco como importante agente no combate a crises econômicas. O Banco foi agente ativo na retenção da crise econômica, sua atuação reestruturou empresas que estavam fadadas à falência e auxiliou na oferta de crédito às empresas que necessitavam de capital. Matins:

“...sem as ações do BNDE a crise teria sido ainda maior...” (MARTINS, 1985, pag. 15)

O período seguinte, de 1980, se consolidou uma década marcada por uma gravíssima crise econômica. O Banco passou a ser financiado também por fundos parafiscais e ajustou suas políticas de apoio. Nesta década houve maior incentivo do Banco a setores exportadores, sua política de concessão ficou mais restritiva, pois novas concessões passaram a ter análises mais detalhadas sobre os riscos do projeto e setor.

O BNDES¹⁷ também aumentou de forma expressiva seu apoio ao setor privado, houve diminuição dos empréstimos a indústrias de base, em especial as controladas pelo poder público. Esta década foi marcada pelas mudanças na forma de atuação do Banco. O apoio do banco possibilitou o aumento da competitividade brasileira, frente aos demais mercados mundiais, melhora no ambiente econômico e produtivo.

O ano de 1994 foi um marco histórico com a implantação Plano Real. O plano foi um marco para a melhora estrutural da economia brasileira. Sua implementação diminuiu a inflação, reduziu os riscos macroeconômicos, diminuiu as taxas de juros, aumentou os investimentos e a iniciativa privada passou a ter maior relevância econômica. No entanto, houve consequências fiscais gravíssimas, após a implementação do Plano Real, o que levou a um aumento da necessidade de recursos para a manutenção da estabilidade econômica. O setor financeiro também passou por mudanças, o Brasil aderiu o acordo de Basileia (BIS), em que o compulsório depositado ao Banco Central passou a ser ponderado pelo risco da carteira de crédito de cada instituição, fazendo com que os bancos estaduais e de menor porte não conseguissem manter suas operações.

¹⁷ Somente a partir de 1982, o BNDE tornou-se Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Nesta década houve um processo de desestatização generalizado, desde os bancos estatais até a transferência de setores estratégicos - telefonia, energia, rodovias - para o capital privado. O BNDES foi essencial para a implementação deste processo nacional, oferecendo *funding* para as empresas adquirentes ou adquiridas, mantendo estabilidade financeira às transações. O papel do Banco foi mais característico de um banco comercial do que um banco de fomento, mas seu papel foi imprescindível para o sucesso das privatizações ocorridas nesta década.

De 2000 a 2016, o Brasil passou por diferentes ciclos econômicos e o BNDES foi um importante agente desenvolvimentista até 2013. Com a implementação do Plano Real observa-se mudanças estruturais macroeconômicas, fiscais, concorrenciais e creditícias e o BNDES teve grande relevância para a implementação deste novo modelo econômico. O segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso foi marcado pela desestatização de setores estratégicos.

O BNDES atuou como facilitador para a concretização de privatizações que pareciam difíceis de serem implementadas, devido ao grande risco e desinteresse privado às condições e situações das empresas ofertadas – setor de telecomunicações, energia, estradas e entre outros. O Banco foi determinante para a conclusão do projeto nacional de um Estado mais enxuto e eficiente, com o objetivo de conter os desajustes fiscais herdados da implementação do Plano Real.

O governo Lula manteve as estruturas econômicas conquistadas com o Plano Real reiterando, portanto, a segurança institucional e econômica advinda do Plano. De 2001 a 2007, observou-se grande investimento interno e externo, em todas às áreas e setores, com melhora das perspectivas econômicas dos agentes privados, grande demanda creditícia represada e diminuição relevante do risco Brasil.

O BNDES auxiliou as empresas em empréstimos de médio e longo prazo, enquanto os bancos privados aumentaram créditos às pessoas físicas. Em 2008, com a crise internacional o Banco foi um importante indutor do crédito, devido à escassez criada pelos bancos privados. Sua atuação foi determinante para o sucesso nos anos que se seguiram, especificamente até 2013. À partir de 2013, a crise política e institucional impactou diretamente os desembolsos do Banco.

De 2013 a 2016, se iniciaram as dúvidas acerca da economia nacional. O governo Dilma tentou retomar o crescimento, dos anos passados, via consumo, aumentando a oferta de crédito dos bancos públicos, isenções fiscais a setores específicos – com maior destaque para o setor automobilístico e queda da taxa básica de juros. Essas ações não foram eficazes e em 2014 houve o aumento do desemprego e início da recessão. Neste ano houve o impeachment da então presidente Dilma Rousseff, com base em diversas acusações de improbidades administrativas. Apesar dos desembolsos do BNDES não terem sido a base da saída da presidente, eles foram alvos de denúncias. A crise política e institucional, iniciada em 2013, reduziu drasticamente os desembolsos do Banco.

O BNDES foi um importante banco de fomento desde 1957, participando ativamente de todos os ciclos econômicos nacionais. O Banco apoiou o desenvolvimento nacional de diversas formas, mostrando resiliência para enfrentar diferentes cenários e crises econômicas. Sendo sua postura aderente ao papel de um banco de desenvolvimento defendido pelos pós-Keynesianos. O Banco fomentou a iniciativa privada em momentos de escassez de crédito, financiou projetos estratégicos para o país, emprestou recursos às empresas privadas estratégicas, com o objetivo de garantir estabilidade setorial e empregatícia. O BNDES foi determinante para a modernização industrial, pela melhora competitiva nacional e importante agente contracíclico em momentos de escassez de crédito privado.

Entre 2002 e 2016 o Banco, assim como a economia brasileira, passou por diferentes ciclos e cumpriu, em parte, sua função de banco de desenvolvimento defendida pelos pós-keynesianos. De 2002 a 2013 o Banco

fomentou setores produtivos e estratégicos, fomentou o crédito em momentos de escassez, sendo contracíclico em relação às ações dos bancos privados. No entanto, à partir de 2014, o Banco não mais cumpriu seu papel de banco de desenvolvimento defendida pelos pós-keynesianos.

Denúncias e desequilíbrios econômicos e políticos poderão colocar em cheque o futuro do Banco, como agente desenvolvimentista. Conforme Zysman (1985) expõem, países em desenvolvimento, ou que não tenham mercado de capitais líquido e diversificado, devem ter ferramentas públicas que visem maximizar o desenvolvimento privado em setores estratégicos para o país.

Estruturalmente o país ainda precisa de melhoras substanciais: diminuição do *spread* bancário, tanto para empresas quanto pessoas físicas; mercado financeiro mais líquido e menos oligopolizado; estrutura de juros e inflação menores, para diminuir a dependência empresarial aos bancos múltiplos e fortalecimento do mercado primário e secundário creditício de dívidas.

O BNDES possibilitou investimentos em áreas e setores que não tinham interesse privado, mas atualmente os bancos privados não vêm suprindo o vácuo de investimento deixado pelo ele. Assim investimentos de pouco retorno ou alta maturação do capital investido não têm grandes expectativas de saírem do papel. Estruturalmente o país anda a passos de tartaruga no que com cerne os setores de infraestrutura, inovação, modernização fabril e livre concorrência do setor financeiro.

De forma geral, o BNDES cumpriu função de banco de desenvolvimento, defendida pelos pós-keynesianos de 2002 a 2013, pois fomentou setores estratégicos, possibilitou empréstimos de longo prazo, onde não havia interesse por parte dos bancos privados e ofertou liquidez em momentos de escassez de crédito.

O BNDES é uma importante ferramenta nacional para implementar projetos que são importantes para o país. Enquanto o país não fomentar a a

criação de instituições financeiras, para diminuir a alta concentração financeiras em poucas instituições, não ter mercado líquido, primário e secundário, de dívidas, ter *spreads* bancários exorbitante, tanto para às empresas quanto às pessoas físicas e principalmente não ter políticas estruturais que fomentem o empreendedorismo, o BNDES se fará imprescindível para o país.

BIBLIOGRAFIA

ANDRADE, R. P. de; DEOS, S. **A trajetória do Banco do Brasil no período recente (2001-2006): banco público ou banco estatal privado?** Campinas: IE/Unicamp, out. 2007 (Texto para Discussão n. 36).

ARAÚJO, V.L.F.C. **Revisitando o desenvolvimentismo brasileiro: o BNDES e o financiamento de longo prazo – 1952/1964.** Rio de Janeiro: Faculdade de Economia/UFF, 2007. (Tese de doutorado).

ASSAF N., Alexandre. **A dinâmica das decisões financeiras.** Caderno de Estudos. São Paulo: USP, nº 16. Jul. 1997.

BALTAR Paulo E. **Estagnação da economia, abertura e crise do emprego urbano no Brasil** *Economia e Sociedade*. Campinas, (6): 75-111, jun. 1996.

BLACK, F.; SCHOLES, M. **The pricing of options and corporate liabilities.** *Journal of Political Economy*, v.81, p.637-659, 1973.

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Brasil); Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil (Fundação Getúlio Vargas). **BNDES e o Plano de Metas 1956/1961.** Rio de Janeiro. 1996.

BNDES. **Perguntas e respostas sobre operações do BNDES com a JBS.** Disponível em:
<<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/perguntas-respostas-sobre-apoio-bndes-JBS/perguntas-respostas-sobre-apoio-bndes>>. Acesso em: 10 nov 2017.

BNDES. **Relatório de Investimento.** Rio de Janeiro p. 81 -102 - 3º Tri. 2011.

BRADLEY, M.; JARREL, G.; KIM, H. **On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence.** *The Journal of Finance*, v.39, n.3, July 1984.

CAGNIN Rafael F.; PRATES Daniela M.; FREITAS, Maria Cristina P.; NOVAIS, Luís F. **A gestão Macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012).** *Revista novos estudos*, p.169 – 185, São Paulo. Nov-2013.

CAIADO, J. (2002). “**Modelos VAR, Taxas de Juro e Inflação**”, Literacia e Estatística (Ed. P. Brito, A. Figueiredo, F. Sousa, P. Teles e F. Rosado), Actas do X Congresso da Sociedade Portuguesa de Estatística, 215-228.

CANUTO, O.; FERREIRA JR. R. R. **Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano?**, n. 73, Campinas, Maio-1999.

CARLOS CORREA. **A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica Usando Painel**. Data. São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2006. [Dissertação de Mestrado].

CARVALHO JR., A. M. **A política industrial e o BNDES**. Revista do BNDES, v. 12, n. 23, p. 17-28, jun. 2005.

CAVAGNARI., Geraldo L. F.; **China, Japão e a segurança no leste asiático**. São Paulo: Universidade de São Paulo. Nov – 2007.

CEMEC. **Relatório trimestral de financiamento dos investimentos no Brasil**. Março-2017.

CINTRA, Marcos. A. M. e SILVA, Edison F. B. Org. **Financiamento das Corporações: Perspectivas do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: IPEA, 2013.

COSTA, Fernando N. Costa. **Atuação anticíclica dos bancos públicos brasileiros** Texto para Discussão. IE/Unicamp, Campinas, n. 258, set-2015.

COSTANZI R. N. **Evolução do emprego formal no brasil (1985-2003) e implicações para as políticas públicas de geração de emprego e renda**. Brasília, setembro de 2004.

COUTO, ANA L. e TRINTIM J. G. **O papel do BNDES no financiamento da economia brasileira**. São Paulo, fev 2012.

COUTO, Gualter e FERREIRA, Sofia **Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20** Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão. 9(1-2), 26-38. 2010

DE NEGRI, João (org.). **Os financiamentos do BNDES têm impacto positivo sobre a tecnologia, o emprego e o faturamento das firmas?** Brasília, IPEA, 2008.

DeANGELO, H.; MASULIS, R. **Optimal capital structure under corporate and personal taxation.** Journal of Financial Economics, v.8, Mar. 1980.

DINIZ, Fernanda. **BNDES agente desenvolvimentista a gestor da privatização – 1952-2002.** Campinas: UNICAMP, Fev-2004. [Dissertação de Mestrado].

DOMINGOS, Manuel., SAMOHYL, Robert. **“Uma aplicação da co-integração e do mecanismo de correção de erros no modelo de previsão do preço da carne bovina no Estado de Santa Catarina”** Santa Catarina, 2007.

DOW S., **Horizontalism: a Critique.** Cambridge Journal of Economics, v.20, p. 497-508, 1996.

ELD, William, Jr. **Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras.** Revista de Administração de Empresas São Paulo, v. 36, n. 4, p. 51-59 Out./Nov./Dez. 1996

FAMA, E. *Banking in theory of finance.* Journal of Monetary Economics, 6, 1980.

FAMÁ, Fernanda., **Determinantes da estrutura de Capital: Aplicação a Empresas de Capital aberto Brasileiras,** Revista de Administração, São Paulo v.37, n.3, p.33-46, julho/setembro 2002.

FIELD, C. (2014). **“Análise do poder de previsão do modelo de vetores auto regressivos (VAR) para a quantidade de madeira serrada exportada pelo estado do Paraná”** Paraná (UFPR), 2005.

FREITAS, Maria C. Penido. **Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito.** ESTUDOS AVANÇADOS 23 (66), p. 128 - 145, Minas gerais. 2009.

FURTADO, C. e OLIVEIRA P. **Política industrial contará com R\$ 15,05 bilhões em recursos.** Desenvolvimento da Produção, Notícias. Disponível em: <www.mdic.gov.br>. Acesso em: dez. 2007.

GALASINI, Eduardo. **O papel do crédito via BNDES no ciclo de crescimento 2003 a 2010.** São Paulo, 2015. [Dissertação de Mestrado]

GESNER; TUROLLA. **Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas.** São Paulo: Universidade de São Paulo. Nov – 2003.

GOODHART, C. A. E. (1989). **Money, Information and Uncertainty.** 2nd ed. London: MacMillan Press.

GREENWALD, B. C., STIGLITZ J. E., WEISS, A. **Asymmetric information and the new theory of the firm; financial constraints and risk behavior.** American Economic Review, v. 80, n. 2, p. 160-5, May 1990.

GREENWALD, B. C., STIGLITZ J. E., WEISS. **Examining alternative macroeconomic theories.** Brookings Papers on Economic Activity, n. 1, p. 207-70, 1989c.

GREENWALD, B. C., STIGLITZ J. E., WEISS. **Imperfect information, finance constraints, and business fluctuations.** In: KOHN, M., TSIANG, S-C. (Org.). **Finance constraints, expectations and macroeconomics.** Oxford: Clarendon Press, 1998a. cap. 7.

GREENWALD, B. C., STIGLITZ J. E., WEISS. **Keynesian, new Keynesian and new classical economics.** Oxford Economic Papers, v. 39, n. 1, p. 119-132, 1987.

GREENWALD, STIGLITZ, WEISS, B, C , STIGLITZ J . E., WEISS A. (1984). **Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations.** e *American Economic Review*, v.74, n.2, p, 194-355.

GUJARAT, D. N. **Econometria Básica**, São Paulo: MAKRON Books - ed. 3, 2000.

GURLEY, J. & SHAW, E. **Financial aspects of economic development.** *American Economic Review*, v. XLV, n. 4, September 1955.

GUTH, F. C. **O BNDES nos anos 1990: uma análise keynesiana.** Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), Rio de Janeiro, 2006 [Dissertação Mestrado].

HERMANN, J. **O modelo de liberalização financeira dos anos 1990.** Revista Nova Economia (UFMG), Vol. 13, nº 2, julho-dezembro, pp. 137-172. 2003.

HERMANN, J. **O papel dos bancos públicos.** Texto para Discussão, CEPAL-IPEA n. 15, 2010. Disponível em: http://www.cepal.org/publicaciones/xml/8/42498/CEPAL_15_MIOLO.pdf. Acesso em: 10 jan. 2017.

HERMANN, JENNIFER **O Modelo de Racionamento de Crédito e Política Monetária Novo-Keynesian: Uma análise crítica.** Revista de economia Política, vol 20, nº 2 (78), Abril-Junho 2000.

INFOMONEY<<http://www.infomoney.com.br/bloomberg/mercados/noticia/3750835/com-maozinha-bndes-herdeiros-jbs-tornam-bilionarios>. Julho-2014>

KEYNES, J. M. **A teoria geral do Emprego, do Juro e da Moeda**, São Paulo: Nova Cultura. 1985.

KEYNES, J. M. **A Treatise on Money**, Vol 2 London Mac Millan, 1979.

KEYNES, J. M. **Alternative theories of the rate of interest.** *The Economic Journal*, v. 47, n. 186, p. 241-252, Jun. 1937.

KLEIN, M. A **theory of banking firm**. *Journal of Money, Credit and Banking*, 3, 1971.

LESSA, Carlos. **Quinze anos de política econômica**. São Paulo: Brasiliense, 1982.

LOURENÇO, Gabriel. **Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com negociações em Bolsa de Valores**. Rio de Janeiro: UFRJ, Maio 1999. [Dissertação de Mestrado].

MARTINI, R.A **Financiamento do investimento e o papel dos bancos de desenvolvimento na perspectiva pós-keynesiana: uma resenha bibliográfica**. Revista do BNDES 41, junho 2014.

MARTINS, Luciano. **Estado Capitalista e Burocracia no Brasil pós 1964**. Rio de Janeiro: Paz e terra. 1985.

MINSKY, H. **Can “IT” happen again? Essays on instability and finance**. New York: M.E., Sharpe, 1982.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press , 1986.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. **The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment**. *American Economic Review*, v.48, n.3, p.261-297, June 1958.

MURRAY Z. Franka; VIDHAN K. Goyalb - **Testing the pecking order theory of capital structure, Kowloon - Hong Kong** , Mar 2001.

MYERS, S. C. **The Capital Structure Puzzle**. *Journal of Finance*. July 1984, n. 39, p. 575- 92; MYERS, S. C. **Still Searching for Optimal Capital Structure**. *Journal of Applied Corporate Finance*. n.6, p. 4-14, Spring 1993.

NUNES Augusto. **A devassa do BNDES vai humilhar a quadrilha do Petrolão**. Acesso em: time9 <<http://veja.abril.com.br/blog/augusto-nunes/a-devassa-do-bndes-vai-humilhar-a-quadrilha-do-petrolao/>>. mar 2017, 18h07

OLIVEIRA Santos; MACHADO L.; OLIVEIRA Pereira, R. **BNDES e emprego**. p. 377-389, Brasília: 2010.

OREIRO José L, **Preferência pela Liquidez, Racionamento de Crédito e Concentração Bancária: Uma Nova Teoria Pós-keynesiana da Firma Bancária**. EST. ECON., SÃO PAULO, V. 35, N. 1, P. 101-131, MARÇO 2005.

OREIRO, J. L. **Preferência pela liquidez, racionamento de crédito e concentração bancária: uma nova teoria pós-keynesiana da firma bancária**. Estudos Econômicos, v. 35, n. 1, p. 101-131, jan.-mar. 2005.

PAULA, Luis F. R . **Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de rédito: de Keynes a Minsky**. São Paulo, Análise Econômica, n. 29, p. 21-38, mar. 1998.

PAULA, Luis F. R. **Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional**. Revista Brasileira de Economia, v. 53, n. 3, p. 323-356, jul.-set. 1999

PAULA, Luis F. R., **Teoria horizontalista da Moeda e do Crédito: Crítica da Crítica**. São Paulo, V. 33 N.2, P. 325-352, Abril-Junho 2003.

PEROBELLI, Fernanda; CORDEIRO F. & FAMÁ, Rubens. **Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras**. Revista de Administração. São Paulo: FEA-USP, v.37, n. 3. pp.33-46. Acesso em:<<http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V370333-46.pdf>>. Set.2002.

PINHEIRO JR., Francisco. **A estrutura do capital das PME'S e das grandes empresas: uma análise comparativa**. Coimbra: Universidade de Coimbra, Abril 2012. [Dissertação de Mestrado].

PINHEIRO, A.C.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs.). **Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas**. RJ/SP: Contra Capa/ANBID, 2007, p. 277-304.

PINHEIRO, A.C.; OLIVEIRA FILHO, L.C. **Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES.** In: FERREIRA, F.M.R.; MEIRELLES, B.B. (Orgs.). *Ensaaios sobre a economia financeira.* Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 12-56.

PINHEIRO, A.C.; OLIVEIRA, FILHO. O papel anticíclico do BNDES sobre o crédito. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, n. 7, p. 1-6, 2006.

PRATES, D.M.; CINTRA, Marcos. A. M.; FREITAS, M.C.P. **O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90.** *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, p. 85-116, dez. 2000.

ROSS, Stephen; WESTRFIELD, Randolph W. & JAFFE, Jeffrey F. **Corporate Finance.** 3.ed. Mc Graw-Hill, 1993.

SANT'ANNA André A.; BORÇA JR. Gilberto R.; ARAUJO. Pedro Q. **Mercado de crédito no brasil: evolução recente e o papel do BNDES.** REVISTA DO BNDES, RIO DE JANEIRO, V. 16, N. 31, P. 41-60, JUN. 2009

SASSI Cecília P.; PEREZ Felipe. G.; MYAZATO Letícia, XIAO Ye; FERREIRA, Paulo H. e LOUZADA Francisco. **Modelos de regressão linear múltipla utilizando os softwares r estatística: uma aplicação a dados de conservação de frutas.** São Carlos, SP, Brasil, 2009.

Secretaria do Programa de Aceleração do Crescimento. **Em nove anos, investimentos executados pelo PAC somam R\$ 1,9 trilhão.** Maio-2016.

STIGLITZ, G. (1993). **The role of the state in financial markets.** Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993.

STIGLITZ, G. (1998). **The role of the financial system in development.** The World Bank Group, Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on development in Latin America and the Caribbean (LAC-ABCDE). The World Bank. 1998

STIGLITZ, J. E. e WALSH, C. E. (2003). **Introdução à Microeconomia**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Campus.

STIGLITZ, Joseph E.; Weiss, Andrew. **Credit rationing in markets with imperfect information**. *The American Economic Review*, v. 71, n. 3, 393-410, 1981.

TIGRE, Paulo B., **Paradigmas Tecnológicos e Teorias Econômicas da Firma**. *Revista Brasileira de Inovação*. Rio de Janeiro, Fev 2005.

TOBIN, J. **The commercial banks as creators of “money”**. *In Essays in Economics*, v.1. Cambridge, MIT Press, 1987.

TORRES, E.T.T. **Os bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES**. Brasília, Maio-2007

VELLOSO; João P. R. **O Último Trem para Paris**, São Paulo, 2ª Edição, em 1986.

VIDOTTO, C. A. **Reestruturação patrimonial e financeira dos bancos federais e trajetória econômica nos anos noventa**. In: V CONGRESSO BRASILEIRO DE HISTÓRIA ECONÔMICA. ABPHE, Caxambu, Minas Gerais, set. 2003.

Vieira, André G., Camarotto Murilo., Mendes Luiz e Rocha, Rodrigo. **Investimentos do BNDES na JBS entram na mira da Polícia Federal**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/politica/4966482/investimentos-do-bndes-na-jbs-entram-na-mira-da-policia-federal>>. horário 08h07, 12/05/2017.

Zysman J., **American Industry in International Competition: Government Policies and Corporate Strategies**, 1983, *California Management Review*, Vol. 25 No. 3, SPRING 1983; (pp. 27-52).