ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Torres Filho, Ernani Teixeira; da Costa, Fernando Nogueira

Working Paper

Financiamento de longo prazo no Brasil: Um mercado em transformação

Texto para Discussão, No. 1843

Provided in Cooperation with:
Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

Suggested Citation: Torres Filho, Ernani Teixeira; da Costa, Fernando Nogueira (2013) : Financiamento de longo prazo no Brasil: Um mercado em transformação, Texto para Discussão, No. 1843, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/121601

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

1843
TEXTO PARA DISCUSSÃO

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL: UM MERCADO EM TRANSFORMAÇÃO

Ernani Teixeira Torres Filho
Fernando Nogueira da Costa

ipea
Por um Brasil desenvolvido

1843

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Rio de Janeiro, junho de 2013

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL: UM MERCADO EM TRANSFORMAÇÃO*

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

* Uma versão deste trabalho foi publicada no Número Especial de dezembro de 2012 da Edição Comemorativa dos 20 Anos da revista *Economia e sociedade*, do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP).

** Professor associado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e bolsista do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea.

*** Professor livre-docente do IE/UNICAMP e bolsista do PNPD/Ipea.

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República
Ministro interino Marcelo Côrtes Neri

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Marcelo Côrtes Neri

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Renato Coelho Baumann das Neves

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Rogério Boueri Miranda

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais
Rafael Guerreiro Osorio

Chefe de Gabinete
Sergei Suarez Dillon Soares

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2013

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1.Brasil. 2.Aspectos Econômicos. 3.Aspectos Sociais. I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: G17, G18 , G21, G24, G38

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS E HISTÓRICOS DO DEBATE 9

3 ABORDAGEM DESENVOLVIMENTISTA 15

4 ABORDAGEM NEOLIBERAL 20

5 FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: EXPERIÊNCIA RECENTE DO BNDES 27

6 FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: EXPERIÊNCIA RECENTE DOS BANCOS COMERCIAIS 30

7 O PAPEL DOS TÍTULOS CORPORATIVOS NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO ... 35

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS 40

REFERÊNCIAS 45

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR 46

SINOPSE

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

Palavras-chave: financiamento de longo prazo; inovação financeira.

ABSTRACT[i]

This paper has two objectives. Initially, seeks to review the main theses contained in the Brazilian economic literature on the role of the Brazilian Development Bank (BNDES) and its historical role in financing Brazilian economic development. The second objective is to analyze the perspective of long-term financing in the country and the future role of BNDES in this scenario. Recent financial innovations in Brazil are already transferring long-term financing from the books of banks to the portfolios of private wealth managers. The key assumption is that long-term financing in Brazil in the coming years will go through a great transformation and become more similar, although keeping its own differences, to what is already being practiced in other more advanced capital markets. This will require a change in the behavior of the main financial players, notably BNDES. This perspective should change the course of the academic debate, still far too ideologically polarized.

Keywords: financing long term; financial innovation.

i. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's editorial department.*
As versões em língua inglesa das sinopses (*abstracts*) desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.

1 INTRODUÇÃO

Este artigo tem dois objetivos. Inicialmente, procura recuperar as principais ideias-chave contidas na bibliografia referente ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), tendo em vista a elevada importância desse banco de desenvolvimento no financiamento produtivo de longo prazo. Isso deve ser realizado sob uma *dupla perspectiva*. De um lado, fazer uma avaliação do papel da instituição a partir do debate acadêmico mais abstrato, ou seja, verificar a *fundamentação teórica* de cada conjunto relevante de atores. De outro, expor claramente o *debate ideológico*, representante de conflitos de interesses concretos, que deve estar referenciado ao momento histórico e político em que está inserido.

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

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

Ainda que os temas se diferenciem ao longo do tempo – financiamento da infraestrutura e indústria de insumos básicos (1952-1964), financiamento da indústria de base e socorro a empresas em situação falimentar (1964-1984), financiamento a exportação e privatização (1985-2002), financiamento à retomada do crescimento sustentado por ciclo de investimentos e atuação contra crise (2003-2011) –, o debate está ancorado nos mesmos fundamentos teóricos. Os conteúdos dos argumentos ideológicos se repetem, embora mudem de aparência.

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

O mercado de capitais tornou-se, assim, o lócus central da intermediação de longo prazo em grande parte do mundo desenvolvido e emergente. O Brasil já dispõe de um mercado financeiro que possui capacidade e instrumentos suficientemente desenvolvidos para operar de forma ampla a intermediação direta de fundos de longo prazo entre os detentores da riqueza líquida e os investidores. Entretanto, até o momento, a elevada taxa de juros, tanto a nominal, quanto a real, constituiu a principal barreira inibidora a uma maior intermediação privada doméstica de títulos corporativos de longo prazo.

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

Além desta breve introdução, o texto está dividido em sete seções. Na segunda seção, apresentam-se os fundamentos teóricos e históricos do debate sobre financiamento de longo prazo. Nas terceira e quarta seções, discorre-se sobre as abordagens na tradição desenvolvimentista e na liberal, respectivamente, usando o prefixo *neo* eventualmente para se distinguir o tempo histórico da análise. Na quinta seção, expõe-se as experiências recentes do BNDES quanto ao financiamento de longo prazo. A sexta seção apresenta as experiências dos bancos comerciais nessa atividade. Na sétima seção, discute-se, especificamente, o papel dos títulos corporativos nesse processo de financiamento.

2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS E HISTÓRICOS DO DEBATE

Em ensaio clássico, *A teoria monetária e a história: tentativa de perspectiva*, publicado originalmente em 1967, o laureado John Hicks se pergunta: o que sucedeu com as duas correntes de pensamento, a ortodoxa e a heterodoxa, no período clássico e neoclássico, ou seja, pré-keynesiano? A primeira era representada, *grosso modo*, por David Ricardo e seus seguidores da *currency school*. Ela defendia que tudo funcionaria bem se encontrasse a forma pela qual o crédito atuasse como dinheiro neutro, isto é, a moeda e o crédito não teriam existência própria no sentido de motivar decisões, seja de adiamento, por causa da preferência pela liquidez, seja de adiantamento de gastos, via crédito. As instituições financeiras seriam consideradas, basicamente, atores passivos, ou seja, meros intermediários financeiros. A outra corrente, representada por Henry Thornton e defensores da *banking school*, defendia que o dinheiro creditício devia ser administrado, ainda que fosse difícil regulá-lo.

O que sucedeu parece a Hicks ser, fundamentalmente, o seguinte:

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

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

Hicks acreditava que:

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

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

Entretanto, a abordagem abstrata da teoria econômica hegemônica nos discursos dos banqueiros e dos economistas estava, por sua vez, em dissonância com a imposição da realidade de atraso histórico, sofrida por vários países de capitalismo tardio. Em 1894, John Hobson (1893, cap. X) apontava para a importância de *o financiador* na formação das grandes corporações norte-americanas. Posteriormente, em 1962, Alexander Gerschenkron (1973) registrou que, em casos da Europa Continental e do Japão, no final do século XIX, a ação dos bancos e do Estado foi decisiva para que a industrialização prosperasse rapidamente.

A Grande Depressão, de 1929, criou condições para que vários Estados nacionais abandonassem, na prática, as doutrinas econômicas liberais até então propagadas nos países ocidentais. Diante da contração abrupta de mais de 30% no nível de atividade, nos Estados Unidos da América, o governo de Herbert C. Hoover – anteriormente, portanto, ao *New Deal* de Franklin D. Roosevelt – criou instituições financeiras públicas com o objetivo explícito de sustentar o investimento privado em longo prazo. Em 1932, foi criada a Reconstruction Finance Corporation (RFC), com o objetivo de realizar empréstimos para bancos, ferrovias e companhias de seguro. A partir dessa

experiência, o governo americano foi estendendo sua atuação financeira para as áreas de agricultura, exportação e habitação. Casos semelhantes também vieram a ocorrer no cenário europeu.

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

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

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

À medida que os mercados financeiros domésticos, nos países avançados, foram se recuperando, os títulos de dívida pública passaram a servir de base para o manejo das

políticas monetárias. Eles passaram a gozar de elevada liquidez e, mesmo remunerando seus titulares com baixas taxas de juros, suas estruturas a termo foram se alongando. Nesse ambiente de inovações financeiras, outros mecanismos de direcionamento de crédito foram ganhando corpo, como, por exemplo, a garantia pública para créditos privados de longo prazo. Essa garantia tinha a vantagem de prescindir da mobilização prévia de recursos fiscais.

Simultaneamente, tornava voluntária a adesão das instituições privadas, o que não ocorria com os mecanismos de exigibilidade de direcionamento de crédito. Na realidade, compunha-se com política monetária heterodoxa. Por exemplo, a exigência de "reserva dual" incentivava o direcionamento de crédito com taxa de juros abaixo do mercado a setores prioritários ou empresas de menor porte. A agenda desenvolvimentista conseguiu também impor como necessária a intermediação, via bancos públicos, de fundos parafiscais para regiões subdesenvolvidas ou atividades subatendidas por bancos privados.

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

Ao contrário, a literatura econômica *mainstream* tratou a experiência de direcionamento de crédito em países não industrializados, na segunda metade do século XX, como algo negativo, inclusive porque teria prejudicado o desenvolvimento do mercado de capitais. A *hipótese da repressão financeira*, levantada por Ronald McKinnon (1973), afirmava que essa atuação, particularmente o uso de taxas de juros em longo prazo baixas ou negativas em termos reais, seria a causa e não a consequência da ausência de mercado de capitais local. A solução do problema do financiamento, visto como idêntico ao da *canalização da poupança ao investimento*, teria de ser via mercado, no bojo de um conjunto de reformas liberalizantes, inclusive privatizando bancos estatais.

Essa agenda liberal tomou conta do Banco Mundial, nos anos 1980, e sua adoção passou a ser contrapartida de empréstimos.

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

Esse debate aparentemente teórico, mas com posicionamento ideológico claro, foi ainda alimentado por conjuntura financeira bastante adversa, enfrentada pelas instituições financeiras públicas, particularmente na América Latina. A crise da dívida externa dos anos 1980 levou não só às maxidesvalorizações cambiais e consequentemente à mudança de patamar da taxa de inflação, mas também à desorganização das finanças públicas. Como parte do processo de ajuste, bancos públicos foram muitas vezes utilizados como expediente emergencial, seja para reforçar "caixa única" dos governos, seja mesmo para resgatar grupos privados em situação falimentar, mas politicamente bem conectados.

Posteriormente, participantes do chamado Consenso de Washington tiveram papel de formadores da opinião especializada em favor da privatização de muitas dessas instituições financeiras estatais. Algumas foram simplesmente fechadas, enquanto outras continuaram existindo apenas como "agências de desenvolvimento". Operavam mecanismos de repasse de recursos externos ou fiscais, mas eram impedidas de originar operações diretamente.

Nesse cenário, as grandes instituições financeiras públicas federais brasileiras, particularmente o BNDES, configuraram um caso à parte. Elas não foram liquidadas, privatizadas nem manietadas. Pelo contrário, foram beneficiadas pela reestruturação patrimonial, capitalização e, depois, recuperação do crédito público. Cada uma delas foi objeto de medidas de saneamento financeiro e/ou capitalização específicas. O BNDES, em particular, se encarregou e se beneficiou patrimonialmente da privatização de empresas estatais.

Entretanto, em vários momentos, nos últimos quinze anos, a atuação do BNDES foi questionada por parte da literatura econômica, ora pela corrente liberal, ora pela desenvolvimentista. A primeira, argumenta, principalmente, que a instituição era responsável pela geração de processo *crowding out*, que teria inibido seja a atuação dos bancos privados no financiamento de longo prazo, seja o desenvolvimento do mercado de capitais. Essa crítica era, em parte, a resposta liberal ao fato de a estabilização pós 1994 não ter levado, diferentemente do que pregavam vários dos autores envolvidos com o Plano Real, ao desenvolvimento "quase automático" do mercado privado de renda fixa em longo prazo. Não se criou, via forças de mercado, esse *funding*.

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

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

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

3 ABORDAGEM DESENVOLVIMENTISTA

Devido à facilidade de acesso, em sua biblioteca digital, às dissertações e teses defendidas no âmbito do Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), estritamente focadas no tema, e a fim de não ser exaustivo com resenhas de tudo que os desenvolvimentistas escreveram a respeito do BNDES, seja na academia, seja no âmbito interno do próprio banco, esta pesquisa visa apenas com elas caracterizar a *abordagem histórico-institucional*, pois entende-se que são suficientemente representativas dessa linha de pensamento.

A dissertação de Mestrado defendida por Cláudia Regina Baddini Curralero (1998)[1] tem como principal objetivo avaliar a atuação do BNDES, observando de que modo a instituição contribuiu para o financiamento do desenvolvimento, desde sua criação até o ano de 1996. A análise partiu do reconhecimento da estreita relação entre as políticas macroeconômicas e a atuação do banco. Desse modo, as discussões realizadas sobre o BNDES se inserem no contexto mais geral das políticas econômicas governamentais. O objeto de análise não é, portanto, a trajetória da instituição em si, mas, sim, a sua atuação *pari passu* às políticas macroeconômicas sob aspecto de instituição financeira de desenvolvimento (IFDs). Pelo contexto em que a autora estava imersa, logo após a implementação do Plano Real, em 1994, com o objetivo de estabilização inflacionária, *ela questiona aquela mudança da prioridade estratégica do banco*.

Ao avaliar a atuação do BNDES nas estratégias de desenvolvimento, essa dissertação não questiona a necessidade de IFDs em países em desenvolvimento. O enfoque auxilia no exame do BNDES, mostrando a necessidade de políticas e estratégias de desenvolvimento articuladas para que ele possa cumprir satisfatoriamente seus objetivos de fomento. No passado, a instituição concedia o financiamento de longo prazo aos setores prioritários para o desenvolvimento econômico, gerindo uma política de crédito seletivo. Naquele contexto, pós-estabilização, a inexistência de uma política industrial ou mesmo de políticas macroeconômicas consistentes com o desenvolvimento dificultavam um perfil de atuação vinculado ao fomento por parte do BNDES, como a mestranda destacou em seu estudo.

1. Orientada pelo professor doutor Paulo Roberto Davidoff Chaga Cruz (1994).

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

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

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

Antes de retomarmos a citada dissertação de Curralero (1998), cabe referência à publicação mais recente, do Centro Internacional Celso Furtado, elaborada por uma

equipe de pesquisadores gabaritados (Tavares *et al.,* 2010). Dentro da série *Memórias do desenvolvimento*, tem como objetivo divulgar fontes documentais, depoimentos e estudos para a compreensão desse BD. Em anexo, publica, também, parte da legislação que suportou a complexidade do capitalismo brasileiro.

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

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

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

Inicialmente, devido à necessidade do ajuste econômico, as estratégias de desenvolvimento foram deixadas para segundo plano, e a instituição voltou-se à finalização de projetos em andamento e socorro financeiro a empresas em crise. A partir

de meados dos anos 1980, as prioridades setoriais, que norteavam as políticas de crédito do BNDES, desapareceram, e o banco procurou novos objetivos para redirecionar sua atuação, nem que fosse apenas a maximização de sua rentabilidade financeira.

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

Outra dissertação de Mestrado, apresentada por Adriana Nascimento Diniz (2004),[2] aborda o banco também em fases históricas. Na primeira (1952-1979), caracterizou-o como agente do desenvolvimento, com suas atenções mais voltadas para o setor público, embora desde 1964 tenha passado a financiar grandes projetos de empresa privada nacional. Na fase subsequente, nos anos 1980, ele teria se tornado agente de socorro de algumas empresas nacionais, para evitar sua falência. A partir dos anos 1990, sua principal função teria sido a de gestor do Programa Nacional de Desestatização, dissociando-se dos seus objetivos históricos, segundo essa linha de interpretação.

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

Durante os anos 1990, quando a prioridade absoluta em termos de política econômica esteve focada na política de estabilização da inflação, houve a redefinição do papel exercido pelo BNDES. Com a defesa de políticas de abertura comercial e financeira, desregulamentação e privatizações, o banco passou a exercer a função de principal instituição operadora da desestatização. Alguns impasses políticos determinaram o

2. Orientada pelo professor doutor Cláudio Schuller Maciel.

compasso dos avanços e os métodos da implantação do processo de privatização em si. Esse trabalho acadêmico explicita a perda de importância do BNDES, pelo menos até 2002, como instrumento público de planejamento e financiamento das políticas estratégicas de desenvolvimento.

Kurt von Mettenheim, autor especialista em bancos públicos federais brasileiros, professor visitante da Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP), da Fundação Getulio Vargas (FGV), e pesquisador do Centro de Estudos Brasileiros da Universidade de Oxford, escreveu um trabalho (Mettenheim, 2005), cuja tradução foi publicada na *Revista brasileira de ciências sociais*.

Esse artigo analisa os bancos do governo federal a partir da transição do regime autoritário e da estabilização dos preços em 1994. Por meio da comparação entre sistemas financeiros "centrados em bancos" e sistemas financeiros "centrados em mercados", explora o impacto desses sistemas sobre a distribuição de renda, enfatizando as diferenças regionais e nacionais. Foca as experiências de liberalização financeira e de reforma bancária e, por fim, sugere que o crédito popular apresenta novas oportunidades para o desenvolvimento político e a inclusão social. A trajetória recente dos bancos federais brasileiros, segundo esse autor, exemplifica a importância dos fundamentos institucionais da vantagem comparativa, enfatizada na abordagem de "variedades de capitalismo", e aponta novos caminhos para repensar teorias sobre bancos públicos, política, mercados, cidadania e democratização.

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

Em termos de custo fiscal e orçamentos governamentais, ele apresenta um argumento decisivo ao debate: as instituições financeiras públicas federais (IFPFs)

podem "fazer mais por menos". São nove vezes mais, desde que o Índice de Basileia exige 11% do capital para cobertura dos empréstimos, comparando o valor em dinheiro necessário para executar diretamente políticas públicas com a mesma quantidade de recursos capitalizados nas IFPFs para fazer empréstimos e captar depósitos de terceiros. Essas instituições podem gerar políticas públicas cujo gasto efetivo sai por cerca de 10% do custo fiscal potencial. As alocações orçamentárias para as IFPFs se transformam em reservas de empréstimos. Estes empréstimos multiplicam a quantidade de dinheiro na economia, exacerbando ciclos de expansão ou atuando contra ciclos de queda.

Sinteticamente, essas são as hipóteses-chave da *abordagem histórico-institucional e teórica desenvolvimentista* acerca do papel do BNDES no financiamento do desenvolvimento. Contrapõe-se à *abordagem neoliberal*, isto é, a que retoma a tradição liberal e o coloca, inicialmente, com importante atuação privatizante e, depois, passa a questionar sua própria existência.

4 ABORDAGEM NEOLIBERAL

Desde o fim do regime militar, entre 1985 e 2007, em 22 anos, o BNDES teve dezenove presidentes. Entre eles, muitos eram notórios acadêmicos de linhas de pensamento econômico divergentes. Ora liberais, ora desenvolvimentistas, estiveram na sua presidência ex-professores da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) (Eduardo Modiano, Pérsio Arida, Edmar Bacha, André Lara Resende; Luiz Carlos Mendonça de Barros, aliado a essa corrente, deu aulas na UNICAMP), Universidade de São Paulo (USP) (André Franco Montoro Filho, Andrea Calabi, Demian Fiocca), FGV-SP (Guido Mantega), UNICAMP/Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) (Antônio Barros de Castro, Carlos Lessa, Luciano Coutinho).

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

Por exemplo, o livro editado pela Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (ANBID), em parceria com o Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças (Iepe/CdG), organizado por Pinheiro e Oliveira Filho (2007), se propôs

a abordar tema controverso: a contribuição do direcionamento do crédito para o desenvolvimento econômico e do sistema financeiro. Os artigos reunidos analisam os mecanismos da poupança compulsória e do crédito direcionado, além do papel dos bancos públicos no Brasil e no exterior. O caráter político-ideológico de alguns artigos ficou determinado pela própria origem da iniciativa, que visava contribuir para debates politicos que deveriam anteceder à eleição presidencial de 2006.

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

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

Haddad afirma também que, no cenário contemporâneo:

> os bancos públicos, para sobreviver, têm sido, cada vez mais, obrigados a se comportar como bancos privados. (...) no caso dos bancos comerciais, a tendência verificada em vários países, independentemente de seu nível de renda, tem sido privatizá-los, total ou parcialmente, e estabelecer instrumentos de governança mais efetivos, como Conselho Deliberativo atuante e supervisão eficaz do órgão regulador. No Brasil, em casos como o do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, a implantação de instrumentos de governança rigorosos talvez seja a melhor solução alternativa, pois é pouco provável que, no curto prazo, haja clima político para a privatização desses bancos. A venda de lotes expressivos de ações, a montagem de Conselhos de Administração independentes e atuantes, e fiscalização efetiva do Banco Central podem ser um bom *second best*. Obviamente, isso é fácil de ser dito, mas difícil de ser posto em prática, já que nenhum político larga de bom grado do poder de influenciar a nomeação de gerentes e diretores, ou a alocação de certos empréstimos e despesas (Pinheiro e Oliveira Filho, 2007, p. 275).

Na perspectiva de que os bancos públicos brasileiros se tornarão irrelevantes ou desaparecerão com o desenvolvimento econômico, Edmar Bacha, diretor do Iepe/CdG,

consultor sênior do Banco Itaú-BBA, ex-presidente do BNDES (em 1995), acha que é necessário concluir o programa neoliberal de eliminação dos bancos públicos, iniciado com os bancos estaduais. "Parece já haver suficiente amadurecimento institucional no país para dar o passo seguinte e fechar ou privatizar as instituições estaduais remanescentes, cuja única função é a sustentação de oligarquias e burocracias regionais parasitárias" (Pinheiro e Oliveira Filho, 2007, p. 267).

No universo dos bancos federais, ele identifica hierarquia de entes, ordenados por sua atual relevância social, para ir à privatização. "Para os bancos de desenvolvimento regional [BNB – Banco do Nordeste do Brasil – e BASA – Banco da Amazônia], tradicionais vítimas de uso político, há dois caminhos: a federalização, colocando-os sob a égide do BNDES, ou a extinção".

Bacha propunha ainda que,

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

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

> O rumo a seguir pelo Banco do Brasil passa pelo continuado aperfeiçoamento de sua governança corporativa e a separação, inclusive em termos de financiamento, de suas funções de banco comercial daquelas de agente do Tesouro Nacional. Cabe, em particular, suprimir da Constituição e da legislação complementar a obrigação de o governo usá-lo como agente financeiro exclusivo. Em termos mais amplos, o objetivo seria focar suas atuais funções de garantir amplo acesso bancário à população e de postar-se como linha auxiliar do Banco Central no combate a crises financeiras, no contexto de um mercado ainda em processo de normalização (Pinheiro e Oliveira Filho, 2007, p. 268).

Na sua visão, sobraria lugar apenas para o BNDES como provedor do financiamento de longo prazo, enquanto avança o "processo de normalização

financeira". Entretanto, isso seria apenas um expediente circunstancial que deixaria de ser necessário à medida que o Fundo de Amparo aos Trabalhadores (FAT) fosse progressivamente esvaziado. Logo, na visão desse autor, quando o mercado de capitais estivesse plenamente desenvolvido, o BNDES deixaria de ter relevância e poderia caminhar para a extinção, pelo menos na forma como hoje existe.

Esses economistas neoliberais supunham, antes da crise mundial de 2008, que a presença de bancos públicos já seria praticamente desnecessária, uma vez que o país já teria superado os estágios iniciais e intermediários do desenvolvimento econômico e alcançado o almejado "grau de investimento". Em defesa da "tese do estágio da normalização financeira", achavam que desenvolvimento era uma sequência de etapas inexoráveis, onde o apogeu seria alcançado se (e quando) instituições como as existentes nos Estados Unidos e em outros países avançados viessem a constituir também um padrão no Brasil. Esses autores deixaram, no entanto, de notar que instituições, entre as quais as financeiras, são costumes ou estruturas sociais estabelecidas por lei ou, consuetudinariamente, por um povo, vigorando em determinado Estado. Não são "modelos intercambiáveis" facilmente, como pressupunham. Além disso, o desenvolvimento econômico e financeiro não é um processo simples e linear. Prova disso foi a reconhecida importância da atuação anticíclica, na recessão de 2009, por parte dos bancos públicos federais brasileiros.

Outra *tese* controversa é a de Pérsio Arida, ex-presidente do BNDES (1993-1994) e do BCB (1995), então membro do Conselho de Administração do Banco Itaú Holding Financeira S.A. Sua *tese*, reapresentada no "prefácio" do citado livro, já que a tinha divulgado, em maio de 2005, em artigo intitulado *Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica*, argumentava que, muito em função do plano de estabilização que ele (co)elaborou, vivia-se "processo de normalização financeira". Tratava-se, então, do momento de "corrigir distorções de funcionamento e anacronismos".

Seu principal foco de ataque era a existência da "poupança de longo prazo" – o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e o FAT:

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

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

Sua crítica ao FGTS era centrada no fato de esse fundo ter rentabilidade – Taxa Referencial (TR) mais 3% ao ano (a.a.) – inferior ao custo de oportunidade dado pela taxa de juros fixada pelo BCB, conhecida como taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) – o depositário central dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. Achava que o FAT "é um tributo perverso para a atividade produtiva, posto que não incide sobre a renda". Pior para ele é seu destino de "lastrear empréstimos com taxas subsidiadas [Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP] e alimentar programas de eficácia no mínimo discutível [os do BNDES do qual foi presidente]". Sua intolerância com o crédito direcionado pelos bancos públicos também se justificava na medida em que, na sua visão, a atuação do BNDES "aumenta a taxa de juros que o Banco Central tem de fixar para garantir dada meta inflacionária". Os bancos públicos elevariam, assim, a demanda agregada, cujo controle seus ex-colegas no BCB desejavam manter.

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

Na realidade, condicionar a redução do *spread* bancário ao fim do crédito direcionado, que é consequência e não causa da alta taxa de juros, no sistema de crédito no Brasil, poderia ter resultados perigosos. Segundo Arida, "Sem os mecanismos de poupança compulsória, o espectro de atividades dos bancos públicos tende a coincidir com o dos bancos privados, e funções como a administração de programas e fundos alimentados por recursos do Tesouro Nacional podem ser feitas por bancos privados credenciados". Essa sua sugestão de transferir os recursos dos fundos parafiscais para serem administradas diretamente pelo mercado, caso fosse adotada, poderia significar, na prática, a obtenção de lucro privado com o uso de dinheiro público, ou então a eliminação do *funding* existente em longo prazo.

Sua defesa da privatização dos bancos federais é anunciada sob forma de pergunta: "em mercados financeiros normalizados, justifica-se a alocação de recursos do Tesouro em ações de bancos?" (Pinheiro e Oliveira Filho, 2007, p. 15). De acordo com sua argumentação, bancos públicos com mais de 200 anos (BB), 150 anos (CAIXA) e 60 anos (BNDES) não deveriam fazer parte de um "processo de normalização financeira", porque seriam "anormais" na história. Por seu critério de análise, eram instituições financeiras "anormais", pois não tinham similares, atuando de maneira semelhante nos mercados avançados, particularmente nos Estados Unidos.

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

A *Proposta Arida para o BNDES* mereceu resposta de Ernani Teixeira Torres Filho, economista do BNDES e professor do IE/UFRJ, em agosto de 2005. Ele buscou avaliar as consequências mais importantes da eventual implementação da *Proposta Arida*, que se contrapunham a algumas das "vantagens óbvias" apontadas pelo autor. O intuito, portanto, era dar clareza e identificar alguns dos limites presentes nos argumentos da proposta que se inseria em uma vertente de opinião que se colocava abertamente contrária ao papel que o banco cumpria naquela fase do sistema financeiro nacional. Embora não fosse sua intenção explícita, inevitavelmente, polemizava com ela.

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

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

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

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

A "privatização" do acesso aos recursos do FAT, proposta por Arida, esbarraria em algumas dificuldades importantes para ser implementada. A primeira era como administrar o risco dos bancos junto ao FAT. Os bancos públicos – BNDES, BB e Caixa Econômica Federal (CAIXA) – davam garantia absoluta ao fundo pelo fato de serem controlados pelo Tesouro Nacional e não estarem sujeitos à lei de falências. Por esse motivo se submetem, além do acompanhamento de auditorias privadas, aos diversos mecanismos de controle da União. Se os bancos comerciais privados fossem acessar diretamente o fundo, existiria uma questão prévia que precisaria ser solucionada: como e por quem seria feita a administração do risco desses novos tomadores? Hoje, quando os bancos privados repassam recursos do FAT, estão sujeitos a limites de crédito e a obrigações de direcionamento de crédito – por exemplo, para a compra de máquinas e equipamentos nacionais – fixados pelo BNDES, que, por sua vez, assume totalmente o risco desses bancos frente ao fundo.

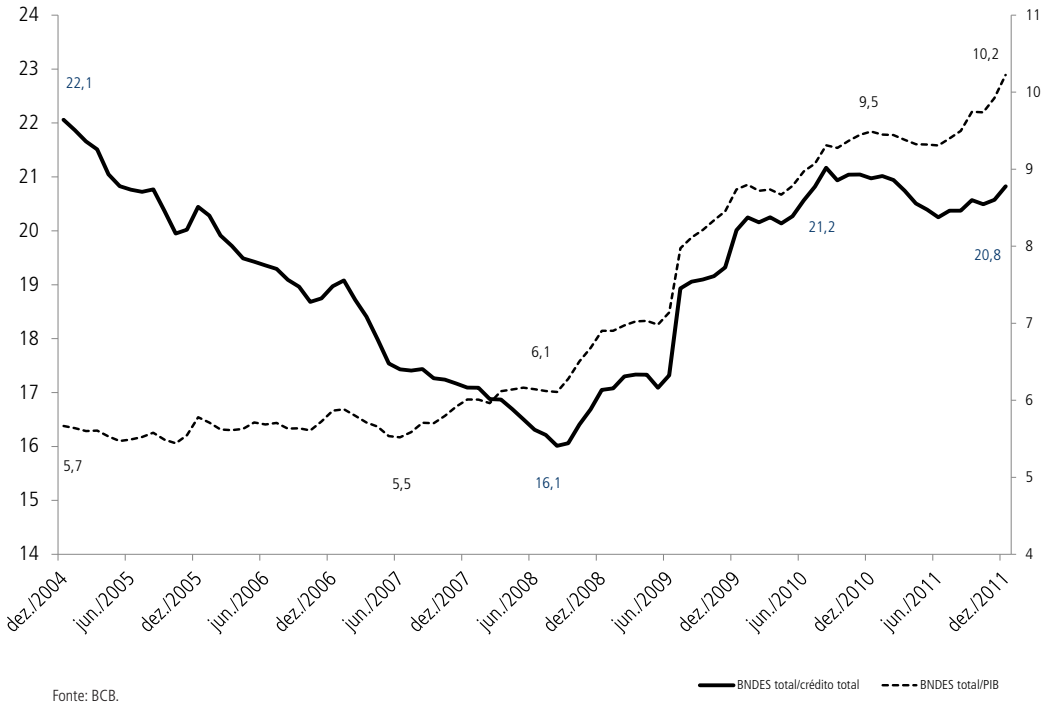
Dentre as três sugestões apresentadas na *Proposta Arida*, a ideia mais radical era a da mudança imediata do indexador básico do fundo. Basear a nova TJLP no Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) – divulgado pela FGV – eliminaria, a seu ver, a principal barreira institucional existente à unificação dos dois mercados de crédito de longo prazo: o do Sistema FAT-BNDES e o, ainda incipiente, dos bancos comerciais. Tanto a necessidade quanto a oportunidade dessa medida, alertou Torres Filho (2005), eram bastante discutíveis.

5 FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: EXPERIÊNCIA RECENTE DO BNDES

O crédito bancário de longo prazo em moeda nacional às empresas industriais e relacionadas à infraestrutura sempre foi, no Brasil, uma atividade quase exclusiva do BNDES. Em 2009, dois terços dos empréstimos de mais de cinco anos dos bancos brasileiros, incluindo tanto as operações com as empresas quanto com as famílias, eram financiados com recursos desse BD. Do restante, outros 20 pontos percentuais (p.p.) eram detidos por dois outros bancos públicos, CAIXA e BB, mas eram sua maioria direcionados para o crédito habitacional.

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

GRÁFICO 1
Participação do BNDES no crédito total e frente ao PIB

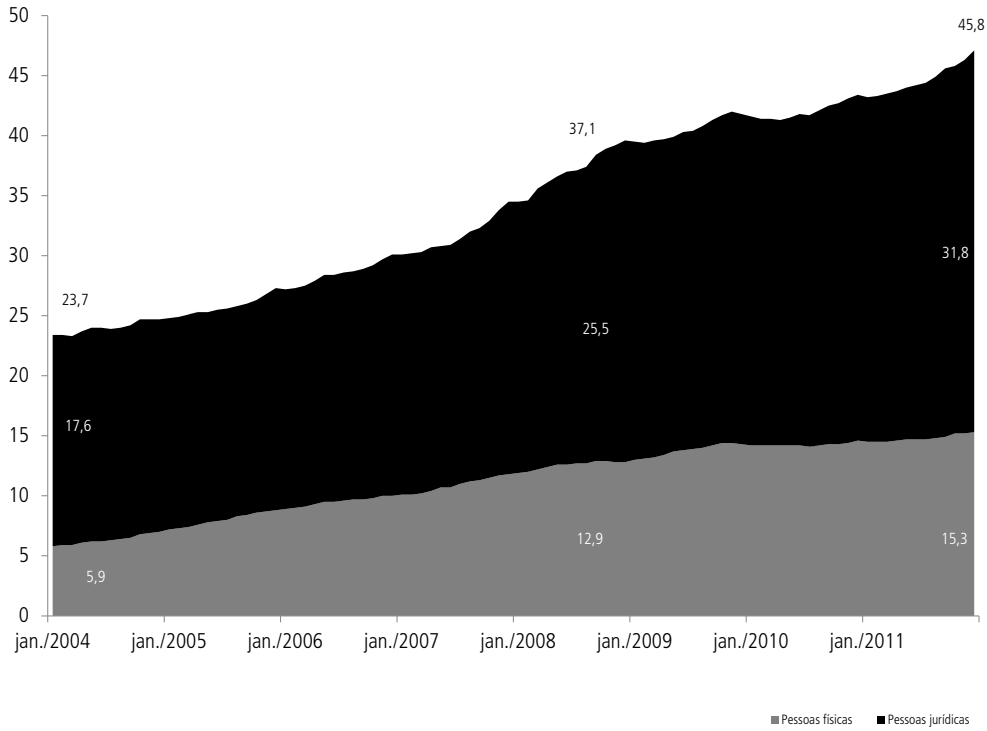


Fonte: BCB.
Elaboração: Torres e Macahyba (2012).

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

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

GRÁFICO 2
Crédito total a pessoas físicas e a pessoas jurídicas frente ao PIB
(Em %)



Fonte: BCB.
Elaboração: Torres e Macahyba (2012).

Como esses segmentos mais dinâmicos do mercado estavam fora de sua atuação, o BNDES viu sua participação de mercado cair de forma sustentada até 2008, apesar de suas operações terem aumentado o ritmo de crescimento, em linha com o maior crescimento do PIB. Isso explica por que a relação entre os ativos de crédito do banco de fomento e o PIB se manteve relativamente estável no período. Desse ponto de vista, o desempenho do banco de fomento é, em boa medida, muito correlacionado com o comportamento de determinados componentes da formação bruta de capital fixo (FBCF), como, por exemplo, a demanda de bens de capital domésticos.

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

Outro fator que também afeta o crescimento do crédito do BNDES decorre de seu papel como instrumento de política do governo. Como se verificou durante a crise de 2008-2009, o banco atuou tanto para sustentar o investimento como para compensar a retração de crédito por parte do sistema financeiro privado. Consequentemente, em pouco mais de dois anos, a participação do BNDES no crédito bancário total passou de 16% para 21%, ao mesmo tempo em que o estoque de suas operações frente ao PIB saltou de 6% para quase 10% (gráfico 1).

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

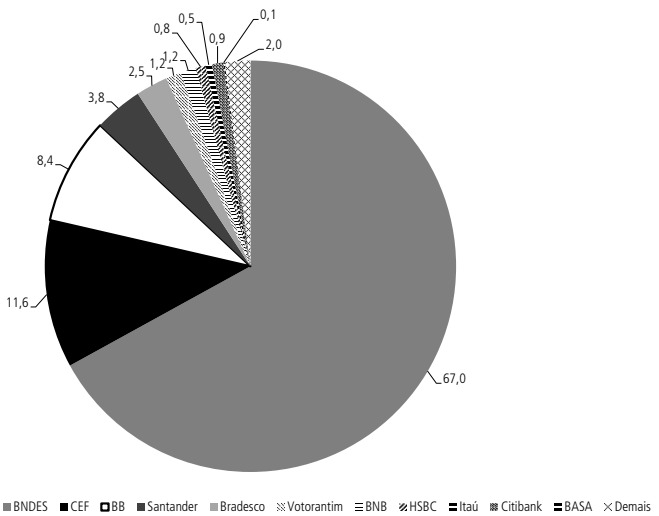
Esses maciços aportes do Tesouro apontam para uma mudança de caráter estrutural no padrão de financiamento do BNDES. A retomada do crescimento e a crise de 2008 tornaram explícito um problema já diagnosticado nos anos anteriores, a baixa elasticidade do FAT frente a um forte crescimento da demanda de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

No caso brasileiro, só o mercado de dívida pública tinha condições de atender aos volumes de recursos e aos prazos requeridos para a atuação do BNDES. Essa inovação aponta, no entanto, no sentido de uma trajetória mais convergente entre o BNDES e o mercado. Assim que o segmento de títulos de dívida privada venha a adquirir maior tamanho e profundidade – e, principalmente, que as taxas de juros praticadas no país venham a ser semelhantes às dos países mais estáveis –, abre-se a possibilidade para que, não apenas em situações semelhantes às de 2008, o BNDES possa prescindir do Tesouro Nacional para captar recursos diretamente junto ao mercado.

6 FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: EXPERIÊNCIA RECENTE DOS BANCOS COMERCIAIS

Como já mencionado, o financiamento bancário de longo prazo às empresas no Brasil sempre foi muito concentrado. Uma única instituição – o BNDES – domina esse tipo de financiamento em moeda local em quase todos os grandes setores, à exceção do financiamento habitacional. O gráfico 3 reúne dados sobre a concentração dos empréstimos de mais de cinco anos dos bancos brasileiros em 2009, incluindo tanto as operações com as empresas quanto com as famílias. Pode-se observar que, mesmo incluindo-se as pessoas físicas, o BNDES era, naquele ano, responsável por mais de dois terços de todas as operações.

GRÁFICO 3
Participação do BNDES no crédito de mais de cinco anos (2009)
(Em %)

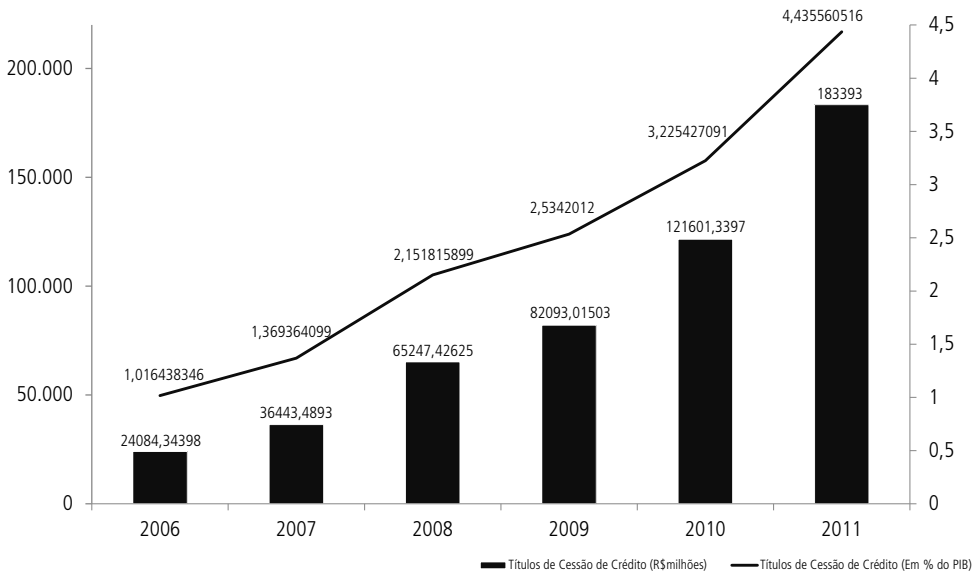


Fonte: Ministério da Fazenda (MF).
Elaboração: Torres e Macahyba (2012).

Entretanto, conforme o trabalho de Torres Filho e Macahyba (2012, p. 48) demonstrou:

> (...) os Títulos de Cessão de Crédito constituem o segmento do mercado de títulos privados que vem crescendo mais rapidamente nos últimos anos. Entre 2007 e 2011, o estoque desses ativos aumentou quatro vezes em termos nominais e não houve nenhum sinal de impacto negativo relevante nessa trajetória, mesmo com a crise de 2008/2009. Ao final de 2011, o volume desses ativos montava a mais de R$ 183 bilhões, o que equivale à metade do mercado de debêntures. Essa mesma relação era de 15% em 2006 (gráfico 4).

GRÁFICO 4
Estoque de títulos de cessão de crédito
(Em R$ milhões e % do PIB)



Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).
Elaboração: Torres e Macahyba (2012).

Segundo o trabalho citado:

> os créditos que vêm sendo cedidos no Brasil têm origem em quatro diferentes setores. São, por ordem de relevância: o imobiliário, o comercial, o agrícola e o exportador. Dentre esses, o imobiliário respondeu em 2011 por mais de 65% do estoque desses títulos, sendo o restante dividido em partes semelhantes entre os outros três setores. Existe uma grande diversidade de instrumentos de cessão utilizados, sendo que os mais importantes são os Certificados [de Recebíveis Imobiliários], de emissão de empresas, e as Letras [de Crescimento Imobiliário], de emissão dos bancos.

Dos quatro setores originadores, as cessões de recebíveis imobiliários e agrícolas gozam de isenção de Imposto de Renda para as Pessoas Físicas (IRPF) residentes, o que vem atraindo um grande número de investidores para esse mercado. Não é por outro motivo que os instrumentos que vêm tendo maior aceitação junto ao público são os três principais títulos imobiliários – Letras de Crédito Imobiliário (LCIs), os Certificados de Crédito Imobiliário (CCIs) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) – e a Letra de Crédito Agrícola (LCA). Como pode ser visto na tabela 1, esses quatro instrumentos responderam pelo percentual elevadíssimo das emissões ocorridas de títulos de cessão de crédito verificadas entre 2009 e 2011.

TABELA 1
Estoque de títulos de cessão de crédito por tipo de instrumento
(Em R$ bilhões)

Títulos	2006	2007	2008	2009	2010	2011
LCA	19	2.137	7.050	9.094	13.123	19.229
LCI	7.283	7.844	10.503	15.510	29.260	46.832
CCI	2.010	2.636	8.287	12.703	24.295	43.790
CRI	2.170	2.867	7.208	10.567	18.919	27.795
Total (A)	11.482	15.485	33.048	47.874	85.598	137.646
Outros	12.602	20.959	32.199	34.219	36.004	45.747
Total (B)	24.084	36.443	65.247	82.093	121.601	183.393
Var (A)/Var (B)[1] %	n.d.[2]	32%	61%	88%	95%	84%

Fonte: Anbima.
Elaboração Torres Filho e Macayba (2012, p. 50).
Notas: [1]Variação do total (A)/variação do total (B).
[2]n.d. = não disponível.

Quanto ao financiamento habitacional de longo prazo, o Programa de Arrendamento Residencial (PAR), oferecido pela CAIXA, é um *leasing* residencial com opção de aquisição após 15 anos de pagamento do arrendamento, sem nenhuma inadimplência. Já no Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), o FGTS é usado como *funding* para a construção de habitações de interesse social, mas o Orçamento Geral da União (OGU) dá o subsídio social necessário para equalização dos juros (e não oneração do fundo de origem e destino trabalhista) cobrados de famílias com baixíssima capacidade de pagamento de crédito imobiliário. São elas que compõem 95% do déficit habitacional brasileiro.

Outra inovação seria fazer, aqui, apenas a securitização dos créditos concedidos pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), com recursos da poupança,

para a classe média, com o originador compartilhando do risco do crédito vendido. Não cabe securitizar o crédito imobiliário concedido com recursos do FGTS. Evitar-se-ia, assim, uma possível crise do tipo *subprime*. Para o devedor não entrar em fragilidade financeira, tem de haver uma diferença sustentável entre o passivo oneroso, isto é, o custo da dívida, e a renda recebida.

São vantagens da securitização de créditos de longo prazo para os bancos comerciais:

- realização de lucro antecipada;
- ganho de liquidez para concessão de novo crédito, ou seja, maior rotação de capital; e
- redução dos riscos de crédito, mercado e liquidez pela transferência do ativo para companhias securitizadoras e, daí, para investidores institucionais.

Quando os depósitos de poupança adquirem vantagem competitiva em face de fundos de investimentos, atraem capital volátil e aumentam-se os riscos de mercado e de liquidez. Sua exigibilidade de direcionamento de 65% é realizada com base no estoque, e não na "originação", isto é, fluxo de concessão ou contratação. Com a queda da sobreaplicação do crédito imobiliário, há diminuição rápida da capacidade de emissão de LCI.

A rentabilidade de títulos da dívida pública, com queda da SELIC, pode ser inferior à de CRIs. A questão-chave para os fundos de pensão passa a ser, então, o cumprimento da meta atuarial: é piso elevado – 6% a.a. mais Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), ou seja, mais de 10% a.a. –, nas condições esperadas, e não será mais atendida por títulos de dívida pública. Logo, há demanda potencial por CRI por parte das famílias e até mesmo de investidores institucionais, para quem os bancos poderão transferir seus ativos de base imobiliária (créditos de longo prazo de vencimento).

Há três principais papéis de base imobiliária disponíveis no mercado brasileiro: CRI, LCI e cotas de Fundo de Investimento Imobiliário (FII). Os CRIs, emitidos por Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (CSCIs), são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, constituindo promessa de pagamento em dinheiro. Eles são lastreados nos créditos imobiliários adquiridos pelas CSCIs, advindos de

contratos de financiamento imobiliário ou de locação de bens imóveis. A remuneração oferecida pelos CRIs é composta por uma taxa de juros fixa ou flutuante mais atualização monetária.

Outra opção de ativo de base imobiliária é a LCI, que pode ser emitida por bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, CAIXA, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo e companhias hipotecárias. Trata-se, conforme escritura de emissão, de título representativo de direito de crédito pelo valor nominal, juros e atualização monetária, lastreado por créditos imobiliários oriundos de financiamentos garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel. Opcionalmente, há outras garantias do emissor, por exemplo, garantia fidejussória da instituição financeira emitente.

Completando as possibilidades de aplicações, o investidor poderá adquirir cotas de FII, o qual, de acordo com a legislação, poderá ter em seu patrimônio uma ampla gama de ativos relacionados à área imobiliária, tais como: bens imóveis, direitos reais a eles relacionados, CRI e LCI. Hoje, existe no mercado de FII de renda (que aufere renda de locação), FII de desenvolvimento imobiliário (dedicado à incorporação imobiliária), FII de papéis imobiliários (que aplica em títulos de base imobiliária), FII misto (que congrega objetivos de mais de um dos FIIs antes referidos) e FII de FII (que adquire cotas de outros FIIs). O perfil de risco do investidor determinará que tipo de FII deverá compor o seu portfólio.

Os CRIs e as LCIs são aplicações de renda fixa que, para serem adquiridos pelo investidor, deverão ter o rendimento líquido projetado comparado com a remuneração líquida oferecida por outras opções de títulos privados – debênture, letra financeira (LF) etc. Quanto às cotas de FIIs, podem ser, para fins de *asset allocation*, consideradas: renda fixa, renda variável ou um misto das duas. Essa definição será respondida pelo regulamento do FII, que explicitará os ativos que o FII poderá adquirir.

Uma vantagem dos três tipos de ativo mencionados é que, para pessoas físicas, diante de certas condições, os rendimentos gerados são isentos de IR. Já o ganho de capital decorrente da alienação desses papéis estará sujeito a esse tributo.

7 O PAPEL DOS TÍTULOS CORPORATIVOS NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

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

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

A partir dessa desregulamentação, o resto do mundo foi aos poucos aderindo ao novo sistema. Primeiro foi o caso do Japão. O cenário japonês mudou radicalmente com a liberalização e a internacionalização do mercado financeiro do país, nos anos 1990, especialmente com a desregulamentação da Bolsa de Tóquio, em 1998. Graças a essa reforma, o Japão é, hoje, o segundo maior mercado mundial para títulos emitidos por empresas não financeiras, segundo o Bank for International Settlements (BIS).

A adesão da Europa ao mercado de papéis privados de longo prazo demorou um pouco mais devido à importância que os bancos continuaram detendo no financiamento das empresas daquele continente. Esse cenário só começou a mudar com a entrada em vigor do euro, em 1999. A liberalização financeira, que acompanhou a introdução da moeda única, provocou o aumento da competição e o achatamento das margens

de intermediação financeira. O modelo de originação de distribuição de créditos se tornou, assim, cada vez mais importante nos mercados europeus.

Nos países asiáticos de industrialização recente, como Malásia e Coreia do Sul, a expansão das emissões de títulos corporativos necessitou de um "choque externo" – a Crise da Ásia de 1997 – para tomar impulso. Com a "parada súbita" dos financiamentos externos aos países da região, houve uma forte restrição no crédito bancário doméstico, o que fez com que as empresas se voltassem para a captação de recursos por meio do lançamento de títulos. Esse processo também ocorreu, porém mais tardiamente, na China, onde, desde 1990 até 2004, o estoque de títulos corporativos permaneceu no patamar de 0,9% do PIB. Entre 2006 e 2010, foi de 2,6% para 8,8% do PIB. Neste último ano, passou a representar 7,8% do estoque mundial de títulos corporativos, abaixo apenas da participação dos Estados Unidos (43,1%) e do Japão (13,5%).

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

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

Nesse cenário regional, o Brasil apresentou uma trajetória diferente. Apesar de o mercado financeiro brasileiro ter experimentado um rápido crescimento e modernização a partir de 2004, o segmento de títulos corporativos teve um desenvolvimento limitado. De acordo com a tabela 2, o mercado financeiro brasileiro, tomando-se a ótica dos investidores, atingiu em 2011 a quantia de R$ 5,6 trilhões. Desse montante, 40% eram de ações e 60% de títulos representativos de dívida. Na renda fixa, a dívida pública

respondeu por mais da metade do mercado de títulos. Esse percentual, no entanto, vem declinando acentuadamente ao longo dos últimos anos. Em 2006, atingia mais de 67%.

TABELA 2
Evolução do estoque do mercado financeiro brasileiro[1]
(Em R$ bilhões)

Ativos		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Títulos corporativos	Debêntures	156	210	248	283	338	397
	Outros	2	3	19	15	11	13
	Total (a)	**157**	**213**	**267**	**298**	**349**	**410**
Títulos bancários	CDB	343	397	730	830	854	753
	LF[2]	--	--	--	--	31	149
	Outros[3]	3	7	6	19	55	30
	Total (b)	**346**	**404**	**736**	**849**	**908**	**932**
Títulos de cessão de crédito (c)		24	36	65	82	122	179
Títulos privados (a+b+c)		527	653	1.068	1.228	1.379	1.521
Títulos públicos (d)		1.094	1.225	1.265	1.398	1.604	1.783
Mercado de renda fixa (a+b+c+d)		1.621	1.878	2.333	2.627	2.983	3.304
Mercado de ações[4] (e)		1.545	2.478	1.375	2.335	2.569	2.294
Mercado de renda fixa + variável (a+b+c+d+e)		3.166	4.356	3.708	4.961	5.552	5.599
Instrumentos financeiros	DI	258	447	463	497	602	711
	Compromissadas	203	219	267	343	385	484
	Total (f)	**461**	**666**	**730**	**841**	**987**	**1.195**
Mercado de derivativos[5] (g)		1.723	2.198	2.697	4.620	4.536	5.943
Total geral (a+b+c+d+e+f+g)		**5.350**	**7.220**	**7.135**	**10.422**	**11.075**	**12.736**

Fontes: BCB, Tesouro Nacional, Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) e Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa).

Elaboração: Anbima.

Notas: [1] Estoque – posição do final de dezembro de cada ano. Para as operações compromissadas, foram utilizados o giro correspondente ao penúltimo dia do ano.

[2] LFs.

[3] Inclui cédula de debêntures, Depósito a Prazo com Garantia Especial (DPGE), letra de câmbio, LF e Recibo de Depósito Bancário (RDB).

[4] Posição de capitalização bursátil da BM&FBovespa.

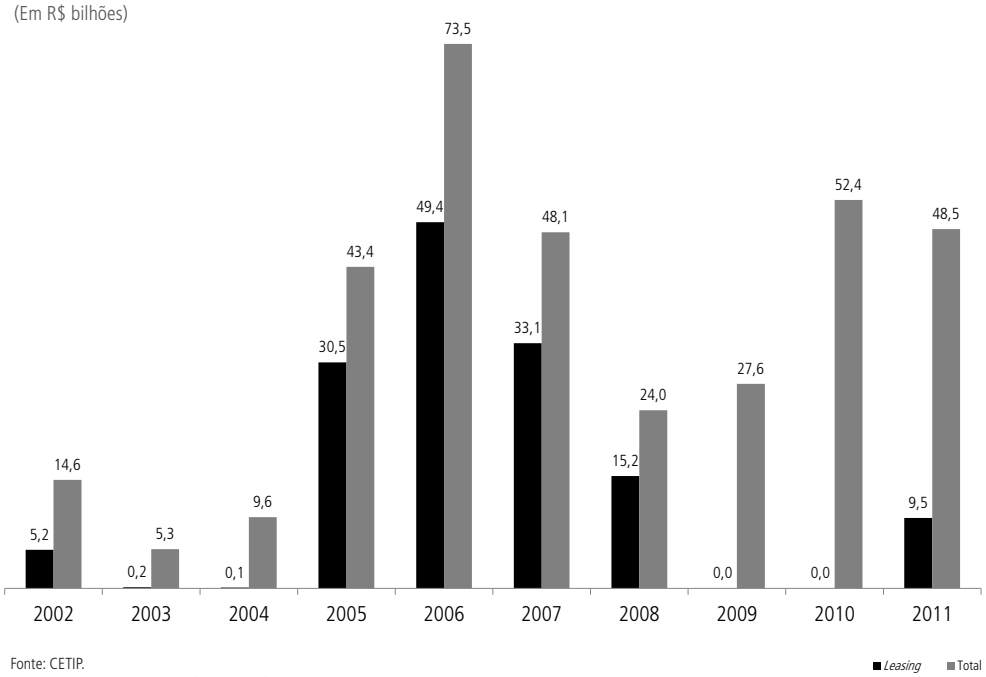
[5] Somatório do estoque de derivativos em custódia na CETIP e dos contratos em abertos da BM&FBovespa do último dia útil do ano.

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

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

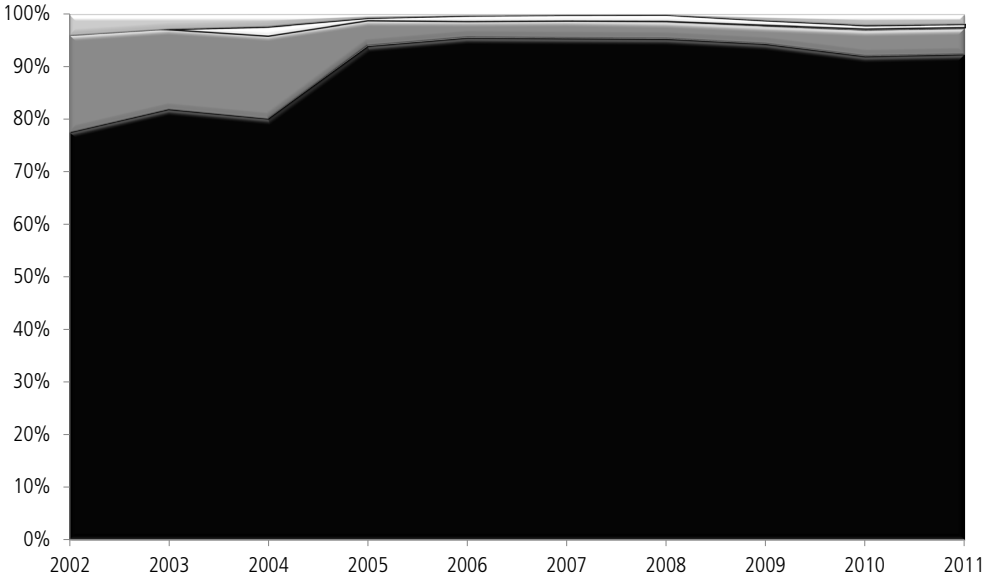
Além dos bancos, as grandes empresas dos setores de infraestrutura, em particular eletricidade e comunicações, também são emissores relevantes de debêntures. Entretanto, suas dívidas em títulos não apresentam características de longo prazo. Na prática, estão indexadas à mesma taxa básica que é referência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

GRÁFICO 5
Emissões de debêntures por setor
(Em R$ bilhões)



Fonte: CETIP.
Elaboração: Torres e Macahyba (2012, p. 44).

GRÁFICO 6
Emissões de debêntures por indexador
(Em R$ e %)



Fonte: CETIP.
Elaboração: Torres e Macahyba (2012, p. 46).

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

O debate entre liberais e desenvolvimentistas continua sendo feito nas mesmas bases de antes, ignorando as mudanças que estão em curso, particularmente nos mercados de títulos corporativos. O que é exemplificado pela recente declaração como a do presidente da CdG, Edmar Bacha (2012), na qual se percebe sua discordância ideológica da recente linha de atuação desenvolvimentista.

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

Os desenvolvimentistas defendem, justamente, o oposto do diagnóstico de Bacha. Na economia brasileira, o que está em curso é um processo de *crowding in*: com a depreciação da moeda nacional – estando agora o país em situação líquida de credor externo – e a queda da taxa de juros, os menores encargos financeiros propiciam queda da relação dívida pública líquida/PIB. Com a diminuição do déficit nominal e a manutenção do superávit primário, há "margem fiscal" para o Tesouro Nacional fazer aportes ou capitalizações aos bancos públicos federais, para estes alavancarem

financeiramente os gastos privados. Verifica-se, então, que os gastos governamentais acabam os estimulando, por meio de financiamento de seus investimentos, em vez de deslocá-los ou substituí-los.

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

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

1) Conciliação de demandas conflitantes por grau de liquidez entre os investidores financeiros e os investidores produtivos, por meio da compatibilização dos prazos das operações.

2) Concentração e centralização do capital necessário para investimentos de grande porte.

3) Cobertura de riscos de não se conseguir o reembolso dos recursos ofertados (*risco de inadimplência*), de não se obter retorno real dos recursos aplicados (*risco de poder aquisitivo*) e de não se conseguir liquidar o investimento em curto prazo ao preço esperado (*risco de mercado*).

4) Agilização do processo de transferência de recursos, mediante criação de ativos padronizados.

5) Diminuição dos custos de obtenção de informações.

No entanto, esse modelo de mercado de capitais não se reproduziu, igualmente, em muitas outras economias do mundo. No Brasil, o fraco desempenho do mercado de títulos corporativos contrasta com a experiência do crédito bancário e de outros mercados domésticos de títulos e valores mobiliários, particularmente a partir de 2004. Desde então, o saldo dos empréstimos dos bancos praticamente dobrou frente ao PIB,

enquanto a dívida pública passou por intenso processo de alongamento de prazo, desdolarização, prefixação e desindexação da taxa SELIC. A Bolsa de Valores e a Bolsa de Mercadorias e Futuros se fundiram na empresa BM&FBovespa que se tornou uma das três maiores do mundo em valor de mercado.

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

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

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

Diante desse quadro, o apetite das empresas não financeiras para emitir papéis de dívida com longo prazo é bastante limitado. Para concorrerem com o governo e os bancos, teriam de oferecer condições demasiadamente onerosas, principalmente em se

tratando de instrumento de longa duração. Além disso, os custos diretos e indiretos dessas emissões são desencorajadores. Em termos ideais, esses recursos deveriam contar com a maior previsibilidade possível em relação aos fluxos futuros de pagamento, sobretudo em economias como a brasileira, em que são usuais as mudanças abruptas da taxa de juros em resposta às pressões inflacionárias.

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

Entretanto, a visão de que, uma vez que os preços relativos estejam corretamente alinhados e vigore uma estrutura a termo da taxa de juros, se gerará imediata e automaticamente, no Brasil, um mercado de títulos corporativos de longo prazo semelhante ao que já existe em outros países, parece agora estar longe da realidade brasileira. Os atores privados ainda estão digerindo o novo regime da política monetária imposta pelo BCB a partir do segundo semestre de 2011. Nesse cenário, as operações privadas em longo prazo ainda serão, por algum tempo, vistas como situações pontuais, em que os bancos, como intermediários financeiros, poderão obter alguma remuneração em operações específicas onde possam "casar" pontualmente o interesse de investidores e de emissores.

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

Em síntese liberal-desenvolvimentista, a "mão visível" do Estado poderia ter um papel importante na aceleração do processo de constituição desse mercado. As

condições macroeconômicas para o seu desenvolvimento estão presentes. A dívida pública é cadente e bem gerenciada, a estrutura a termo da taxa de juros já alcança mais de dez anos, o mercado de capitais é sofisticado e amplo o suficiente para operar esses instrumentos. O mercado de títulos de dívida pública espelha as condições para se constituir o mercado de títulos de dívida privada direta. Assim, um programa incentivado de emissão de títulos corporativos de boa qualidade, apoiado por bancos atuantes como *market-makers*, poderá ter papel catalizador nesse primeiro momento.

Em um cenário em que o mercado de títulos corporativos de longo prazo se torne realidade, os bancos terão um papel fundamental no seu desenvolvimento e na sua operação. Deverão não só se restringir à colocação de debêntures em suas carteiras próprias, mas, principalmente, se colocarão como os principais originadores e distribuidores de títulos corporativos de longo prazo, a exemplo do que está acontecendo no resto do mundo.

Nesse caso, o BNDES certamente se adequará a essa nova realidade, ajustando-se às novas condições da concorrência. Deverá se tornar também um originador importante de operações com títulos de dívida direta das empresas não financeiras. A experiência que a instituição já acumula, há décadas, no mercado de renda fixa de longo prazo e no de ações, dará a ele certa vantagem competitiva.

Para isso, será importante o abandono, no todo ou em parte, do uso de um indexador próprio para suas operações, como é o caso da TJLP, em direção a instrumentos que venham a se tornar de uso mais difundido quando a SELIC perder definitivamente seu papel central. Poderá ser adotado índice baseado em preços, como é o caso atual de certo tipo de título de dívida pública. Essa será uma mudança crucial que mudará o contexto de financiamento de maneira irreversível. Permitirá o aumento da liquidez da carteira de operações longas, assim como maior acesso a *funding* de longo prazo. Isso também criará condições para que o BNDES, por meio do lançamento de títulos próprios no mercado de capitais, venha a se tornar cada vez menos dependente de endividamentos do Tesouro Nacional para o seu financiamento.

Caberá ao governo federal, nesse caso, atuar mais como garantidor e equalizador de taxas de juros, conforme suas prioridades de política econômica e social. O mais provável, assim, não será o desaparecimento das instituições financeiras públicas de

desenvolvimento, mas, sim, a sua interação ativa com as novas formas de originação e distribuição, que darão sustentação a um vigoroso mercado local de títulos corporativos de longo prazo.

REFERÊNCIAS

BACHA, E. **Revista rumos**, Rio de Janeiro – Publicação Bimestral da Associação Brasileira de Instituições Financeiras de Desenvolvimento (ABDE), 2012 (60 anos de BNDES).

CRUZ, P. R. D. C. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do Após-Guerra. **Economia & sociedade**, Campinas, n. 3, p. 65-80, dez. 1994.

CURRALERO, C. R. B. **A atuação do Sistema BNDES como instituição financeira de fomento no período 1952-1996**. 1998. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 1998.

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

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

HICKS, J. **Ensayos críticos sobre teoria monetária**. Barcelona: Ariel, 1975. Texto original publicado em 1967.

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

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

MCKINNON, R. I. **Money and capital in economic development**. Washington, D.C: Brookings Institution, 1973.

METTENHEIM, K. von. *Commanding heights*: para uma sociologia política dos bancos federais brasileiros. **Revista brasileira de ciências sociais**, v. 20, n. 58, p. 47-67, jun. 2005.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

VIANA, A. **O BNDE e a industrialização brasileira**: 1952-1961. 1981. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 1981.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

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

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

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

BID – BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. **Libertar o crédito**. Como aprofundar e estabilizar o sistema bancário. São Paulo: Elsevier, 2005 (Relatório do BID).

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

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

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

CINTRA, M. A. Crédito público e desenvolvimento econômico: a experiência brasileira. *In*: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Org.). **Ensaios sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 57-108.

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

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

COSTA, F. N. da. Bancos e crédito no Brasil: 1945-2007. **História e economia**, São Paulo, v. 4, p. 249-276, 2008.

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

_____. **Brasil dos bancos**. São Paulo: EDUSP, 2012.

FERREIRA, C. K. L. **O financiamento da indústria e infraestrutura no Brasil**: crédito de longo prazo e mercado de capitais. 1995. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 1995.

GARCIA, M. G. P. O financiamento à infraestrutura e retomada do crescimento sustentado. **Revista de economia política**, v. 16, n. 3 (63), jul./set. 1996.

_____. **Reservas cambiais, BNDES e dívida pública**. 2010. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>.

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

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

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

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

PEREIRA, T. R.; SIMÕES, A. N. **O papel do BNDES na alocação de recursos**: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. Rio de Janeiro: Ipea, 2010 (Texto para Discussão, n. 1.665).

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

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

PRADO, S. R. R. **Intervenção estatal, privatização e fiscalidade**. Intervenção estatal e economia mista no Brasil: origens, evolução e crise da empresa estatal. 1994. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 1994.

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

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

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

RODRIGUES, A.; NEGREIROS, G. 60 anos de protagonismo. **Revista rumos**, Rio de Janeiro, Ano 36, n. 262, mar./abr. 2012.

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

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

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

TONETO, R. **O financiamento de longo prazo no Brasil**. Da reforma financeira de 1964 aos anos 90: expansão, crise e novas tendências. 1997. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo (USP)/Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA), São Paulo, 1997.

TORRES FILHO, E. T. Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. *In*: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e bancos públicos**: análise e experiências comparadas. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007.

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

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

TORRES FILHO, E. T.; PUGA, F. P.; FERREIRA, F. **Visão do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: BNDES, 2006-2009. 4 v.

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

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

VIDOTTO, C. A. **O sistema financeiro brasileiro nos anos 90**: um balanço das mudanças estruturais. 2002. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 2002.

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

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão
Andrea Bossle de Abreu

Revisão
Carlos Eduardo Gonçalves de Melo
Cristina Celia Alcantara Possidente
Edylene Daniel Severiano (estagiária)
Elisabete de Carvalho Soares
Lucia Duarte Moreira
Luciana Nogueira Duarte
Míriam Nunes da Fonseca

Editoração eletrônica
Roberto das Chagas Campos
Aeromilson Mesquita
Aline Cristine Torres da Silva Martins
Carlos Henrique Santos Vianna
Hayra Cardozo Manhães (estagiária)
Maria Hosana Carneiro Cunha

Capa
Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico
Renato Rodrigues Bueno

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo.
70076-900 – Brasília – DF
Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em Adobe Garamond Pro 12/16 (texto)
Frutiger 67 Bold Condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Impresso em offset 90g/m²
Cartão supremo 250g/m² (capa)
Rio de Janeiro-RJ

Missão do Ipea
Produzir, articular e disseminar conhecimento para aperfeiçoar as políticas públicas e contribuir para o planejamento do desenvolvimento brasileiro.

ISSN 1415-4765

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

SECRETARIA DE ASSUNTOS ESTRATÉGICOS DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA

GOVERNO FEDERAL
BRASIL
PAÍS RICO É PAÍS SEM POBREZA