

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO  
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**AS TRANSFORMAÇÕES DO BNDES DIANTE DO  
CONTEXTO ATUAL DA ECONOMIA BRASILEIRA.**

Lourenço Leoncio

Florianópolis, março de 2008.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO  
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**AS TRANSFORMAÇÕES DO BNDES DIANTE DO CONTEXTO ATUAL DA  
ECONOMIA BRASILEIRA.**

Monografia apresentada ao departamento de Economia como requisito para a conclusão do curso de Ciências Econômicas.

**Por:** Lourenço Leoncio

**Orientador:** Prof. Renato Campos

**Área de Pesquisa:** Economia Brasileira/Economia Monetária/Macroeconomia

Palavras – Chaves: 1. BNDES  
2. Sistema Financiamento Internacional  
3. Financiamento aos Investimentos de Longo Prazo

**Florianópolis, março de 2008.**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO  
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir à nota 8,0 ao aluno Lourenço Leoncio na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora: \_\_\_\_\_

Prof. Renato Campos

Presidente

\_\_\_\_\_  
Prof. Alessandro Vicente Custódio

Membro

\_\_\_\_\_  
Prof. Eraldo Sérgio Barbosa da Silva

Membro

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, em especial minha falecida mãe Olímpia Leoncio e Ari Luís Leoncio, por todo o aprendizado e carinho durante toda a vida; Agradeço a mim mesmo por ter força e perseverança durante toda essa longa fase da minha vida acadêmica. Agradeço também ao meu amigo Danilo Andrade pelo suporte técnico.

À Universidade Federal de Santa Catarina, por ter me recebido de braços abertos que com sua estrutura permitiu a formação do que sou hoje.

Agradeço em especial meu orientador, Renato Campos, que mostrou ter uma enorme paciência com seu orientando e grande ajuda no processo de elaboração desse estudo.

Obrigado!

## RESUMO

LEONCIO, Lourenço. As Transformações do BNDES. 2007. 60f. Trabalho de Conclusão de Curso (Curso de Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina, 2007.

**Orientador:** Renato Campos.

Este trabalho estuda o papel do BNDES no desenvolvimento da economia brasileira no pós-guerra, com ênfase nas mudanças recentes após a década de 70 e 80. Foi utilizado como referencial teórico analítico o modelo pós-keynesiano.

Observou-se que nos anos 70 e 80 o Brasil sofreu profundas transformações devido a choques macroeconômicos externos e a desequilíbrios internos, que interferiram direta ou indiretamente sobre o padrão de financiamento da economia brasileira até então dominante. Até fins da década de 70 o BNDES foi utilizado como instrumento ao modelo de desenvolvimento empregado no país, (apoiando a formação da infra-estrutura no processo de industrialização brasileiro). Na década de 80 o banco enfrentou uma crise de identidade associada estritamente com a crise (fiscal, externa e inflacionária) e com o do modelo de desenvolvimento até então vigente.

Após Plano Real o banco assume também um papel funcional dentro da política macroeconômica brasileira (liberalização financeira, abertura comercial e privatização), procurando apoiar principalmente a privatização e o setor de comércio e serviços como um dos pilares que sustentaria a tão almejada estabilidade monetária.

No governo Lula (2002-2006), com os programas de privatização concluídos e com a estabilidade monetária relativamente assegurada o banco passa a privilegiar setores exportadores na busca pelo aumento da competitividade, na área social e na recuperação dos desembolsos para o setor de indústria de transformação. Além de atuar através de sua subsidiária Bndespar no mercado de ações primário e secundário, de debêntures, participando como contista em fundos de investimento e do mercado de capital de risco (*venture capital*).

**Palavras – Chave:** BNDES, Financiamento de Longo Prazo, *Funding*.

## SUMÁRIO

<b>Capítulo 1. Introdução.....</b>	<b>7</b>
1.1 Problema e Justificativa .....	7
1.2 Objetivo Geral.....	11
1.3 Objetivos Específicos .....	11
1.4 Metodologia .....	12
<b>Capítulo 2. Referencial Teórico Analítico. ....</b>	<b>13</b>
2.1 O Financiamento ao Investimento.....	13
<b>Capítulo 3. Breve Histórico das Transformações do Sistema Financeiro Internacional e o Padrão de Financiamento da Economia Brasileira.....</b>	<b>21</b>
<b>Capítulo 4. Transformações do BNDES: Financiamento aos Investimentos e <i>Funding</i> (1952/1995) .....</b>	<b>30</b>
4.1 O Primeiro Período do BNDES (1952/1979).....	31
4.2 O Segundo Período do BNDES (1980/1994).....	38
<b>Capítulo 5. O BNDES no Contexto Atual de Estabilidade Monetária (1995/2006).44</b>	<b>44</b>
5.1 O BNDES Diante do Novo Modelo de Desenvolvimento nos Governos FHC e Lula (1995/2006).....	44
5.2 O Novo Modelo Macroeconômico dos Governos FHC e Lula.....	48
5.2.1 A Política Macroeconômica e o Desempenho do BNDES.....	50
<b>Capítulo 6. Conclusão .....</b>	<b>56</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>58</b>

## Capítulo 1. Introdução

### 1.1 Problema e Justificativa

O padrão de financiamento é definido por GOLDENSTEIN (1994 p. 58), como os recursos que são mobilizados em uma economia capitalista e que dependem de como se dá a articulação do conjunto desses agentes, ou seja:

“Resulta, antes de mais nada, das relações de poder existentes entre o Estado e o setor privado nacional, o Estado e o resto do mundo, o setor privado nacional com o resto do mundo, e entre os diferentes segmentos do setor privado doméstico entre si – setores produtivo, bancário e agrário –, além das relações entre estes três agentes – Estado, capital nacional e capital internacional – e os diferentes segmentos da classe trabalhadora”.

No Brasil a partir dos anos 50 até início dos anos 80, o padrão de financiamento ao investimento conforme CRUZ (1984) possuía as seguintes características básicas:

1. O capital privado nacional se financiava basicamente através do: - autofinanciamento, do acesso a capitais do exterior, bem como dos benefícios cambiais, fiscais, tarifários e creditícios concedidos pelo Estado;

2. O capital privado estrangeiro utilizava os recursos provenientes de fontes externas sob a forma de capital de risco, de financiamento às importações e de empréstimos em moeda;

3. O capital estatal, através das empresas estatais, supria os serviços de infra-estrutura e atuava na produção de bens intermediários de uso generalizado segundo: ABRANCHES (1997), DAIN (1980) e SUZIGAN (1976). Portanto concentrava seus investimentos em setores que requeriam elevado capital por unidade de produto, ou de longos períodos de maturação dos investimentos (hidrelétricas, siderúrgicas, produção de petróleo, etc), financiando-se através de empréstimos externos, recursos de diversos fundos públicos e em menor medida pelo autofinanciamento das estatais. Além disso, através de vários mecanismos, concedia subsídios ao setor privado.

Stuart (1999, p. 339), caracteriza de forma breve a natureza peculiar do padrão de financiamento da economia brasileira:

“As empresas estrangeiras não possuíam problemas de financiamento: pois possuíam aportes na forma de bens de capital contabilizados como investimento estrangeiro direto. Ao Estado coube desenvolver instituições que lhe permitissem financiar elevados investimentos em infra-estrutura. Assim, o BNDE, criado em 1952, se torna um instrumento importante de financiamento do investimento público. Passa a administrar uma pletera de fundos especiais de investimento – que chegaram a representar entre 40% e 60% do investimento público entre 1959 e 1962. Já o capital privado nacional financiava grande parte dos seus investimentos através de linhas de créditos curtas e renováveis junto às instituições privadas”.

Essa dinâmica, até então vigente alterou-se devido a choques macroeconômicos externos e a desequilíbrios internos, que interferiram direta ou indiretamente sobre o padrão de financiamento dominante no Brasil.

Entre esses choques externos pode-se destacar:

1. O colapso do sistema de taxas de câmbio fixa, mas ajustáveis de Bretton Woods<sup>1</sup>, (onde o câmbio de cada país oscilava dentro de bandas cambiais), entre 1971 (fim da paridade dólar/ouro), e no início de 1973 (abandono das taxas de câmbio fixas), tendo como resultado o aumento da volatilidade das taxas cambiais e maior instabilidade no sistema financeiro internacional em formação.

Segundo Belluzzo (1997, p.14-15), a ruptura do Acordo de Bretton Woods, deu-se fundamentalmente, devido:

“Aos crescentes déficits do Balanço de Pagamentos dos EUA a partir de 1968 e a política de negligência Benigna – adoção de atitude passiva em relação ao controle desses déficits – implantada por Nixon em 1969, fizeram com que vultosas massas de dólares inundassem os mercados europeus, provocando intensa instabilidade monetária e difusão inflacionária”.

2. As duas crises do petróleo<sup>2</sup> de 1973 e 1979, que contribuíram para o aumento dos preços dos insumos, dada à base tecnológica existente, espalhando-se através do seu efeito multiplicador por toda a economia mundial;

---

<sup>1</sup>Segundo EICHENGREEN (2000, p.230), “é o nome pelo qual ficou conhecida a Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas, realizada em julho de 1944, em Bretton Woods, com representantes de 44 países. Os acordos assinados lá, tiveram validade para o conjunto das nações capitalistas lideradas pelos EUA, resultando na criação do FMI (Fundo Monetário Internacional), e do Bird (Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento). Entre os objetivos do acordo era dar maior estabilidade às taxas de câmbio (podendo passar por ajustes), acabar com os problemas na balança de pagamentos (desequilíbrios). Há fim de atingir tal objetivo foram estabelecidos grandes restrições à mobilidade dos capitais internacionais, visando à manutenção das paridades fixas das taxas de câmbio”.

<sup>2</sup>Para Sandroni (1999, p.457), “crise do petróleo é a situação decorrente dos sucessivos aumentos nos preços do petróleo decretados a partir de novembro de 1973, pelos Estados integrantes da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) O segundo choque veio com a guerra civil no Irã, que culminou com a derrubada do xá Reza Pahlevi, provocou a queda da produção iraniana de 6,5 milhões de barris/dia para 235 mil

3. A política monetária essencialmente contracionista (aumento das taxas de juros), quase que universal entre os países desenvolvidos, buscando estancar o processo inflacionário conseqüente do fim do sistema de taxas de câmbio fixa e dos consecutivos choques do petróleo.

Segundo Cardim et all (2000, p. 341):

“Criou-se, assim, um ambiente de extrema incerteza para a operação dos mercados financeiros dos principais países desenvolvidos. Instabilidade de preços, de taxas de juros e de taxas de câmbio combinavam-se para criar riscos para aplicadores e tomadores de recursos em escala desconhecida até então.”

Já os principais desequilíbrios macroeconômicos internos foram decorrentes da crise da dívida externa brasileira, ocorrida em 1982, motivada pela redução dos empréstimos por parte dos credores internacionais, que estavam temerosos quanto a um possível efeito em cadeia da moratória mexicana, impedindo a continuação da rolagem da dívida externa brasileira.

Como resultado deixou duas conseqüências principais sobre a economia brasileira, quais sejam:

Em primeiro lugar o Estado ficou em precárias condições para financiar os investimentos, como sempre havia feito no desenrolar do processo brasileiro de industrialização. E em segundo lugar e em menor medida, rompendo as fontes de financiamento externo aos capitais privados principalmente nacionais.

Portanto frente a estas mudanças os agentes que estavam inseridos nesse modelo de financiamento, tomaram o seguinte posicionamento, (apresentado aqui de forma bem sucinta):

- o capital privado nacional pouco ou nada fez, diminuiu seus investimentos, não indo em busca de novas alternativas de fontes de financiamento frente à crise;
- o capital estrangeiro seguiu seus próprios interesses, buscando alternativas que pudessem ser mais rentáveis ao seu capital, dada sua maior mobilidade;

---

barris/dia, o que não atendia nem mesmo ao consumo interno daquele país. O Irã, que era o segundo maior exportador da Opep, retirava-se praticamente do mercado, para voltar mais tarde com uma produção de cerca de 2 milhões de barris/dia. Os acontecimentos verificados no Irã pressionaram no sentido da formação de estoques por parte das companhias multinacionais. Os preços atingiram então níveis recordes: o petróleo foi comercializado por até 23 dólares o barril. Em março de 1979, a Opep decidiu reajustar oficialmente os preços para 14,55 dólares o barril, cobrando sobretaxas especiais sempre que isso fosse considerado justificável diante de circunstâncias específicas. O Irã, a Líbia, a Argélia e a Nigéria, porém, elevaram os preços para 17,50 ou 18 dólares o barril, no que foram seguidos pouco depois pelos países produtores do golfo Pérsico. Em junho de 1979, numa nova reunião da Opep, decidiu-se que a Arábia Saudita — maior produtor da Opep, com reservas de 130 bilhões de barris — reajustaria seus preços para 18 dólares e os demais países, para 23,50 dólares”.

- o Estado, perdeu sua capacidade de subsidiar o setor privado, devido: - a queda da carga tributária; - da necessidade de ajustamento externo e de reduzir o déficit público, - a queda na taxa de lucro causada pela desaceleração da taxa de crescimento, e pela imposição de controles de preços com o objetivo de combater a inflação.

Diante de tais transformações ocorridas na economia mundial, que acabaram por interferir de forma direta ou indireta no padrão de financiamento, busca-se neste trabalho verificar qual foi o posicionamento do BNDES<sup>3</sup>, um dos pilares do padrão, pois sempre ocupou uma posição estratégica no que diz respeito às políticas de financiamento aos investimentos adotadas por parte do Estado.

Para Monteiro Filha (1994, p.417), padrões de financiamento:

“[...] em economias capitalistas estabelecem limites e condicionantes diferenciados no processo de crescimento econômico, pois a disponibilidade de crédito afeta a determinação, do volume de investimento agregado, que é o elemento estratégico para o crescimento econômico de longo prazo”.

Portanto, a questão que se busca responder neste estudo é: **diante da nova dinâmica do capitalismo mundial notadamente a denominada globalização financeira, quais as transformações ocorridas no BNDES referentes à constituição de seu *funding*<sup>4</sup>, às políticas de financiamento aos investimentos de longo prazo, bem como o papel do mesmo diante do contexto atual da estabilidade monetária?**

A livre mobilidade dos fluxos de capitais, ou a internacionalização do capital com a desregulamentação dos mercados (eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros), e com introdução de inovações tecnológicas nos sistemas de informação e comunicação é entendida segundo CARNEIRO (2002), como a globalização financeira.

Ainda segundo o mesmo autor, a globalização financeira teve seu marco inicial no final da década de 70, com a disseminação das relações, sejam: - financeiras; - produtivas e comerciais entre os países do globo.

Para Lima (1997, p. 141), a principal característica da globalização financeira é que:

<sup>3</sup>Atualmente o Sistema BNDES é composto pelo BNDES e suas subsidiárias, que são: - Agência Especial para o Financiamento Industrial (Finame), e o BNDES Participação S/A (Bndespar). Neste contexto será utilizado Sistema BNDES e BNDES como sinônimos.

<sup>4</sup>Segundo Sandroni (1999, p.256), “*funding* é termo do mercado financeiro que geralmente significa a substituição de uma dívida de curto prazo por uma dívida de longo prazo. Originalmente, no entanto, o termo estava relacionado com a substituição de uma dívida fundada por uma dívida com um prazo certo de vencimento”.

“[...] uma *security* pode ser negociada por um residente ou não-residente em qualquer mercado onde esteja listada e pode também estar denominada em moeda que não a do país onde se realize a operação”.

A internacionalização dos mercados monetários e de capitais pode-se dar de diversas formas como é exemplificado por Lima (1997):

1. Forma clássica, caracterizada por grandes instituições financeiras que estabelecem escritórios de representação ou filiais nos principais centros financeiros;

2. Diversificação de *portfólio* (carteira de títulos) dos investidores institucionais, tais como: fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro. Que possuem em suas carteiras de títulos estrangeiros e/ou de títulos negociados em outras praças fora do país de origem;

3. Através da colocação simultaneamente de títulos em várias bolsas por grandes empresas.

Frente a essas mudanças o objetivo deste trabalho é identificar os reflexos destas sobre o papel do BNDES no padrão de financiamento da economia brasileira.

## 1.2 Objetivo Geral

Analisar as mudanças do papel do BNDES, diante da nova dinâmica do capitalismo mundial notadamente a globalização financeira, bem como seu papel pós-estabilidade monetária.

## 1.3 Objetivos Específicos

- Identificação das mudanças recentes do sistema financeiro internacional que afetaram o padrão de financiamento da economia brasileira após a década de 70;
- Breve revisão histórica das transformações do BNDES, no padrão de financiamento aos investimentos no Brasil, bem como de seu *funding*, a partir de sua fundação até a metade da década de 90;

- Analisar as características do BNDES frente ao contexto atual de estabilidade monetária pós Plano Real no período de 1995 a 2006.

#### 1.4 Metodologia

O presente trabalho basear-se-á na utilização de uma revisão teórica da bibliografia com foco no referencial pós-keynesiano, bem como utilização de estudos empíricos, pesquisas em diversos sites, artigos relacionados ao tema e de dados secundários, compondo um total de seis capítulos.

Além deste capítulo que apresenta uma breve introdução contendo a situação do problema e os objetivos pretendidos, se seguirá o segundo com a apresentação do referencial teórico analítico utilizado; o terceiro apresenta de forma sucinta as mudanças recentes do sistema financeiro internacional e o padrão de financiamento da economia brasileira. No quarto capítulo será apresentado uma breve revisão histórica das políticas de financiamento aos investimentos adotadas pelo BNDES desde sua fundação até a metade da década de 90, bem com suas transformações e seu *fundings*. O quinto capítulo será composto por uma análise das características do BNDES frente ao contexto atual de estabilidade monetária no período de 1995 a 2006. Este trabalho termina com o sexto capítulo, contendo as notas finais do estudo, e suas conclusões.

## Capítulo 2. Referencial Teórico Analítico.

O referencial teórico analítico que norteará esse trabalho é de base pós-keynesiana. Sucintamente a teoria pós-keynesiana é o conjunto de formulações e propostas apresentada por um grupo de economistas podendo-se destacar entre esses Joan Robinson e Paul Davidson, que tomaram como ponto de partida as idéias de Keynes e Kalecki sobre a crítica das idéias convencionais acerca do equilíbrio, desenvolvendo-se assim, uma nova macroeconomia.

A ênfase dessa abordagem é a dinâmica da economia de mercado, que segundo os mesmos está sujeita a variável: tempo cronológico que é responsável pelas incertezas onde o comportamento dos agentes econômicos em tais mercados nem sempre responde adequadamente aos estímulos proporcionados, de forma a alcançar qualquer ponto de otimização e por tanto, de equilíbrio.

### 2.1 O Financiamento ao Investimento

Dentro da teoria ortodoxa a variável de ajuste capaz de estimular o agente intermediador<sup>5</sup> e o agente poupador (imprescindível para que ocorram investimentos), é a taxa de juros, onde o equilíbrio se dá através da oferta e demanda por moeda determinada pelo livre mercado.

Sendo assim, pela ótica neoclássica o problema crucial do financiamento aos investimentos nas economias em desenvolvimento são dois:

1. A repressão financeira (taxas de juros abaixo da taxa de equilíbrio, gerando poupança abaixo do potencial, o que inviabilizaria o investimento);
2. As políticas de crédito seletivo (políticas governamentais que privilegiam setores considerados estratégicos para a economia, com taxas de juros abaixo das taxas de juros praticadas pelo livre mercado).

Segundo Studart (1999, p.155), que apresenta uma breve revisão sobre a literatura neoclássica à política de taxas de juros subsidiada:

“[...] e, portanto, abaixo da taxa natural, os países em desenvolvimento sofrem de uma carência crônica de poupança interna, o que cria a necessidade artificial de

---

<sup>5</sup>Agente Intermediador, são: bancos, agências de crédito, que fazem o elo de ligação entre os agentes poupadores e os investidores.

políticas de crédito seletivo na alocação dos escassos recursos poupados. A repressão financeira resultaria, portanto, entre outros efeitos negativos, em um nível de investimentos (e crescimento) abaixo do potencial, escolhas ineficientes de investimentos (porque alocados por mecanismo que não o de preços) e pressões inflacionárias.”

Sendo assim, como é explicitado por CARDIM et al (2000), o processo de financiamento aos investimentos para o modelo ortodoxo, se dá basicamente através do processo de transferências de recursos entre poupadores e investidores, ambos maximizadores de recursos.

A curva de oferta de capital é determinada pelos poupadores (agentes que se abstém do consumo presente), com base em suas preferências intertemporais, tendo o sistema financeiro um papel de intermediador desses recursos poupados, sem uma maior relevância do ponto de vista analítico.

A teoria pós-keynesiana que servirá de base para uma análise crítica das características do BNDES, e seu papel no atual padrão de financiamento da economia brasileira, bem como do papel ocupado pelo mesmo diante do contexto atual da estabilidade monetária, critica o modelo apresentado acima.

A mesma crítica políticas de taxas de juros altas como medida para incentivar o aumento da poupança, e conseqüentemente o investimento, como propõem os ortodoxos, afirmando que o resultado pode sim, vir a inviabilizar projetos de investimentos, além de provocarem um aumento da instabilidade financeira.

Autor como Studart (1999), apresenta de forma bem sucinta três pontos questionáveis da teoria neoclássica, quais sejam:

1. O sistema bancário depende de poupança prévia;

O próprio sistema bancário possui capacidade de gerar crédito (em relação a depósitos prévios), sendo a partir das decisões destes em relação ao volume de crédito bancário, e não as poupanças, que representam o limite financeiro ao financiamento ao investimento, que são disponibilizados aos empresários para a alavancagem financeira necessária aos seus investimentos.

Os teóricos pós-keynesianos consideram que é o financiamento do investimento que possibilita a criação posterior da renda através de seu efeito multiplicador<sup>6</sup> (a poupança agregada representa um subproduto do multiplicador).

---

<sup>6</sup>Efeito Multiplicador é o índice de aumento na renda nacional resultante de um dado aumento na quantidade de investimentos, sendo que um aumento nos investimentos gera um aumento proporcionalmente maior na renda.

2. A taxa de juros não representa uma variável de ajuste entre investimento e poupança, nem o preço que equilibra a demanda por recursos para investir (determinada pela produtividade potencial do investimento) e a propensão de abster-se do consumo imediato;

A taxa de juros é a recompensa dada ao agente por abrir mão da liquidez, da riqueza na forma monetária, pois a moeda é o ativo com o maior prêmio de liquidez dentre todos os ativos. Sendo assim, a taxa de juros reflete a preferência pela liquidez dos agentes detentores de moeda (bancos, empresários), que juntamente com a política monetária e o ambiente institucional formam a segunda variável que determinará o nível de investimentos.

Para Cardim et al (2000, p. 43-44), a taxa de juros é:

“[...] o preço mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. A taxa de juros, portanto, ao invés de ser a recompensa pela “espera”, pelo adiamento do consumo, é, segundo Keynes, a recompensa por não entesourar [...] é o que se ganha não porque se poupa, mas porque se aplica esta poupança em outros ativos que não moeda. [...] sendo tomada como um fenômeno eminentemente monetário – determinado pela preferência pela liquidez dos agentes e pela política das autoridades monetárias, ao invés de ser explicada por fatores reais, como estabelecia a teoria clássica”.

3. A propensão dos agentes quanto à alocação das poupanças individuais no mercado de capitais na aquisição de títulos (ações ou debêntures de longo prazo), estão intimamente relacionados na determinação dos fundos (*funding*), para as empresas e o sistema bancário<sup>7</sup>.

Sendo assim, dentro da concepção pós-keynesiana, como é exposta por Studart (1999), a taxa de juros não representa a interação entre a demanda e oferta de capital, a mesma é tida basicamente como um fenômeno monetário que afeta o investimento através da eficiência marginal do capital e, portanto, nas decisões de investimentos (na expectativa empresarial de longo prazo).

A conseqüência direta de uma taxa de juros elevada é o desestímulo aos fundos disponíveis para o investimento, além de aumentar os custos financeiros dos projetos de investimentos em curso.

O processo de financiamento dos investimentos para a teoria pós-keynesiana está ancorada no Circuito Financiamento-Investimento-Poupança-*Funding*, tendo o sistema financeiro um papel muito mais complexo do que um simples intermediador financeiro entre investidores e poupadores como explicitado pelos neoclássicos.

---

<sup>7</sup>Sistema Bancário, conjunto das organizações financeiras (bancos privado, públicos), incluindo o Banco Central de um país.

Para CARDIM et al (2000), sistemas financeiros é o conjunto de mercados financeiros existentes em uma economia com as instituições financeiras, suas inter-relações e pelas regras de participação e intervenção do poder público nesta atividade.

Todo investidor produtivo necessita de meios de pagamento (fontes de financiamento), e para tanto existem três formas distintas de obtê-lo, quais sejam:

1. Lucros acumulados, (recursos internos ou ativos monetários previamente acumulados);
2. Securitização<sup>8</sup> ou *funding*, que consiste na emissão de obrigações, (transformação de ativos financeiros em instrumentos negociáveis no mercado como títulos, debêntures e ações);
3. Empréstimos obtidos junto a bancos (*finance*<sup>9</sup>), ou a outras instituições financeiras de crédito.

Segundo Studart (1999, p. 156), dentro da teoria pós-keynesiana o investimento é:

“[...] um compromisso de longo prazo para o empresário, um produto não disponível para o consumo da comunidade e um ativo líquido para a instituição financeira, quando financiado externamente.”

Portanto, o ponto de partida exposto anteriormente por Keynes na Teoria Geral (1936), e no qual se baseiam os teóricos pós-keynesianos os investimentos podem ser restringidos por falta de financiamento, mas jamais por falta de poupança.

De acordo com Studart (1999, p. 336), que apresenta brevemente a Teoria Keynesiana:

“A decisão de expandir a oferta de financiamento depende da disposição dos banqueiros [...] que implica uma maior ou menor disposição de incorrer em maiores riscos [...] propensão à liquidez do setor bancário. Uma vez que os bancos estejam dispostos a incorrer tal risco, o investimento adicional sempre gera um processo multiplicador – e, portanto, uma quantidade idêntica de poupança. [...] a inexistência de mecanismos de alocação de poupança em instrumentos de longo prazo (que keynes chamou de *funfing*), afeta a decisão de investir, na medida em que, nesse caso, o investidor tem de arcar com o risco financeiro implícito em financiar um ativo de longo prazo”.

<sup>8</sup>Securitização segundo Sandroni (1999, p.548), significa: “o processo de transformação de uma dívida com determinado credor em dívida com compradores de títulos originados no montante dessa dívida. Na realidade, trata-se da conversão de empréstimos bancários e outros ativos em títulos (*securities*), para a venda a investidores que passam a ser os novos credores dessa dívida”. Já para Lima (1997, p. 271), securitização, engloba a colocação de títulos tradicionais (*bonds, notes* e ações), e de novos produtos que foram sendo criados a partir dos anos oitenta num processo acelerado de introdução de inovações financeiras.

<sup>9</sup> De acordo com Keynes (1937, p. 20), *finance* é a criação de crédito por parte de um banco em resposta a uma demanda por liquidez, em um primeiro momento, e a cessão deste poder de compra novo aos investidores que vão utiliza-los, dando origem num momento posterior, ao crescimento da renda e á criação da riqueza (ou poupança) financeira (*funding*).

Já dentro na concepção da teoria cepalina exposta por CINTRA (1999), o financiamento ao investimento de longo prazo, deveria ser dado através da:

1. Entrada de capitais externos na forma de investimentos de risco ou endividamento com instituições oficiais e/ou privadas;
2. Criação de bancos estatais de desenvolvimento para financiar os projetos de investimentos em setores novos e estratégicos, á margem da intermediação financeira.

Economias em desenvolvimento que não possuem um mercado de capitais ativo, um sistema privado de bancos engajados com o processo de industrialização, e com limitações tributárias, a única solução encontrada pelo Estado para o seu financiamento foram políticas: - cambial, - creditícia, com transferências inflacionárias visando à atração do investimento e do endividamento externo, (Fiori, 1991).

De acordo com CARDIM et all (2000), as regras de como os mercados financeiros podem operar e como as instituições financeiras podem exercer as funções que os mercados demandam, portanto, os sistemas financeiros, divergirão de país para país sobre quais formas organizativas são mais eficientes.

Cardim et all (2000, p. 295), coloca ainda sobre as escolhas das formas organizacionais que:

“[...] contarão muito as preferências políticas e culturais de cada nação. Alguns preferirão constituir instituições financeiras grandes e sólidas. Outros julgarão mais eficientes as instituições pequenas e ágeis. Alguns preconizarão um amplo papel para o Estado na regulação e supervisão da operação dos mercados financeiros. Em certos casos, se defenderá mesmo a operação exclusiva ou parcial de instituições financeiras públicas. Já outros preferirão deixar a responsabilidade pela operação desses mercados aos agentes provados, e assim por diante”.

Ainda de acordo com o mesmo autor a evolução do sistema financeiro é definida basicamente por dois tipos de estruturas:

1. Sistema Financeiro de Mercado ou Segmentado, encabeçado pelos EUA, são aqueles onde diferentes segmentos do mercado financeiro operados por instituições específicas, com tomada de depósitos e a oferta de empréstimos de prazos mais curtos (dados pelos bancos comerciais). Enquanto as operações com papéis privados é função exclusiva de bancos de investimento que são impedidos de captar depósitos á vista.

O argumento básico utilizado na defesa desse sistema é que há um risco menor de contágio, já que o Sistema de Banco Universal facilitaria a transmissão de crises financeiras

localizadas para outros mercados, transformando-as em crises sistêmicas, já que as instituições tendem defender seus ramos em crise com recursos providos de outros segmentos.

2. Sistemas Financeiros de Banco Universal ou de Crédito, encabeçado por países como a Alemanha e a França, com estruturas que predominam o mercado de crédito, dominado por bancos. Essas instituições são autorizadas a operar em qualquer segmento do mercado podendo captar e fazer empréstimos tanto de curto como de longo prazo, assim como captar depósitos e empréstimos como subscrever e colocar ações e bônus privados no mercado.

Segundo CARDIM et all (2000), a concepção por de trás do Sistema Financeiro de Banco Universal é de que a atividade de intermediação financeira possui economias de escopo<sup>10</sup>.

Essas economias de escopo surgiriam na produção de informação sobre tomadores de recursos (a criação de um cadastro necessita de investimentos podendo servir a vários tipos de operações financeiras), na utilização dos equipamentos de informática e comunicação, na utilização dos sistemas de pagamentos, e na monitoração dos clientes e descoberta de novas oportunidades.

Quanto ao Sistema Financeiro Brasileiro atual, este é composto por um pequeno número de grandes bancos do tipo Universal, com a existência de um mercado de capitais bastante desenvolvido, devido em grande parte pela estabilidade proporcionada pelo Plano Real (1994).

De acordo com CARDIM et all (2000), o sistema atual foi estruturado nos anos 60 onde foram implementadas mudanças de natureza legislativa e regulatória.

Entre 1964 e 1965, foram implementadas mudanças como: a criação do Banco Central, a introdução da indexação de contratos financeiros, o estímulo ao desenvolvimento de mercados de capitais não apenas de títulos públicos, como também de ações de empresas privadas, e a criação de fundos institucionais de investimentos administrados pelo governo federal.

No âmbito do sistema financeiro privado, houve uma ampla reforma institucional que buscava criar uma estrutura moldada no sistema segmentado de mercados adotado nos EUA.

Tal reforma institucional culminou em restrições à conglomeração financeira, (que se mostraram ineficazes), sendo definidos os papéis específicos para cada grupo de instituição financeira.

---

<sup>10</sup> Economia de Escopo ocorre quando a produção de um bem ou serviço é mais barata ou lucrativa quando realizada em conjunto com a produção de outros bens e serviços do que isoladamente.

Aos bancos comerciais foram destinadas às operações de depósitos e empréstimos de curto prazo, já os bancos de investimento possuíam a incumbência de promover o desenvolvimento de um mercado de capitais visando o financiamento do investimento privado. As instituições de poupança e empréstimo financiar o setor habitacional, as companhias de crédito, financiamento e investimento foram direcionadas para crédito ao consumidor, e as corretoras e distribuidoras de valores o apoio ao desenvolvimento das bolsas de valores. Já no que diz respeito à oferta de créditos de longo prazo esses seriam responsabilidade de instituições como o BNDES.

Ainda segundo o mesmo autor esse sistema foi se transformando devido à ação de duas forças:

1. Lacunas legais permitiram que a segmentação pretendida fosse substituída pela conglomeração financeira.
2. Aceleração da inflação a partir da década de 70, juntamente com a acumulação de desequilíbrios fiscais, tornando o governo o principal tomador de recursos do sistema, fazendo com que desaparecessem os segmentos voltados para a oferta de crédito de longo prazo.

Com a constituição de 1988, a conglomeração bancária acabou por ser reconhecida de direito, e o Banco Central passa a autorizar a partir de então a criação de bancos múltiplos<sup>11</sup> (uma versão local do banco universal).

Já a década de 90 foi marcada por um período onde o sistema financeiro brasileiro baseado no Banco Universal passa a possuir pleno domínio sobre o setor. Com o agravamento da alta nos preços (da inflação), e dos desequilíbrios dela resultantes levou o sistema financeiro a especializar-se no financiamento do Estado através da absorção de títulos da dívida pública, já que os mesmos tinham vantagem sobre aplicações no setor privado, por renderem elevadas taxas de juros e ao mesmo tempo mantinham alta liquidez.

Em 1994 com o Plano Real, e a estabilidade monetária (fim da inflação), foi possível o retorno do equilíbrio das contas públicas resultando para os bancos na perda da oportunidade de aplicações em dívida pública, levando-os a buscar novas formas de operação dentre essas as ligadas ao financiamento do consumo privado e da oferta de capital de giro às empresas.

---

<sup>11</sup>Banco Múltiplo segundo Cardim et all (2000, pág. 312), é aquele que combina pelo menos duas carteiras de um conjunto de quatro, entre as quais as mais importantes são as carteiras de banco comercial e de banco de investimento. A separação dessas duas funções é o fulcro sobre o qual repousa o conceito de segmentação.

Outro resultado dado em decorrência da estabilidade foi o aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira, que levou o Banco Central a aumentar a taxa de juros o que acarretou numa elevação do risco de aplicações junto ao setor privado.

Sendo assim, dentro do modelo pós-keynesiano, da concepção cepalina e do modelo do sistema financeiro brasileiro o BNDES continua ocupando um papel de destaque no financiamento aos investimentos de longo prazo no Brasil, é capaz através dos financiamentos aos investimentos de longo prazo capitalizar os investimentos produtivos.

Dessa forma é de extrema relevância verificar qual a posição tomada pelo banco nos dias atuais (seu *funding*), bem como apresentar um breve histórico de sua política de financiamento, já que o mesmo foi concebido com a finalidade de atuar justamente como um banco financiador de crédito (para investimentos), em resposta a uma demanda por liquidez.

Como resultado a esse poder de compra novo dado aos investidores que vão utilizá-los, se originarão posteriormente, o crescimento da renda e a criação de poupança financeira (*funding*).

Considerando esse referencial teórico de cunho pós-keynesiano e cepalino a análise do objeto de estudo será guiada pelos seguintes pontos: o *funding* que compõe as receitas do banco, seus desembolsos que representam os recursos destinados para as diferentes áreas (o financiamento aos investimentos de longo prazo), dados pelo BNDES, assim como a política macroeconômica do Brasil.

### **Capítulo 3. Breve Histórico das Transformações do Sistema Financeiro Internacional e o Padrão de Financiamento da Economia Brasileira.**

O padrão de financiamento aos investimentos brasileiro a partir dos anos 50 até o início dos anos 80, esteve intimamente ligado ao fluxo de capital externo (dos mercados financeiros internacionais), que juntamente com o Estado, eram os grandes financiadores dos investimentos de longo prazo.

Esses investimentos externos se davam na forma de capital de risco, de financiamento às importações e de empréstimos em moeda, mas devido a contextos macroeconômicos externos ocorridos na década de 70, sua dinâmica se alterou de forma definitiva.

Segundo CARDIM et al (2005), a aceleração da inflação dos EUA nos anos 60, os aumentos de preços das matérias-primas (principalmente o petróleo), em 1973 e 1979, e o colapso do sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis de Bretton Woods”, geraram os choques macroeconômicos sofridos nesse período.

A política monetária contracionista utilizada pelos americanos para fazer frente a esses desequilíbrios tiveram seus impactos repercutidos tanto a nível interno como a nível externo afetando diretamente os demais países centrais bem como os países periféricos (Brasil, México e Argentina).

Os reflexos de tais políticas tiveram seus efeitos vistos nas oscilações das taxas de juros, de câmbio dos principais países capitalistas. Nos países periféricos como o Brasil, que já estavam endividados, essas alterações foram extremamente negativas e agravaram ainda mais a crise.

Cabe ressaltar ainda que, paralelamente as novas revoluções tecnológicas (principalmente nas telecomunicações e nos sistemas de informação), resultaram num aumento do sistema informatizado dos serviços bancários e financeiros dando lhes maior flexibilidade nos processos de internacionalização financeira. Contribuindo assim, para o aprofundamento da crise nos Mercados Financeiros Internacionais (MFI<sup>12</sup>), que na busca por alternativas operacionais mais rentáveis acabaram por alterar a forma como esses se relacionavam com os demais agentes econômicos.

Essa mudança é vista segundo Sant’Anna (2005, p.2-3), pelo volume dos fluxos de capitais internacionais movimentado, que cresceram significativamente:

---

<sup>12</sup>Mercados Financeiros Internacionais (MFI) segundo Lima (1997, p.3-175), “são uma criação dos grandes bancos que se internacionalizaram seguindo o processo de transbordamento das empresas produtivas no pós-guerra. Compreendendo transações financeiras realizadas nos seguintes moldes: - operações com moeda que não a local; - operações com não-residentes; - operações realizadas fora do país em que a instituição financeira tem sede legal”.

“Em 1973 o volume diário de negócios nos mercados de divisas mundiais era de US\$ 10 bilhões por dia. Em 1980 esse volume atingiu o montante de US\$ 80 bilhões por dia e em 1995 já tinha atingido o montante de US\$ 1,3 trilhões diários. Os fluxos de capitais aumentaram principalmente entre os países desenvolvidos. Eles cresceram de US\$ 65 bilhões por ano no período 1975-79 para US\$ 460 bilhões em 1989. A maior parte dos negócios com divisas são de curto prazo. Elas não são adquiridas para pagamento de mercadorias e serviços ou para investimentos de longo prazo. Essas compras e vendas de divisas são efetuadas com expectativas de obter lucro ou de evitar possíveis perdas financeiras. Assim, essas transações não estão ligadas ao comércio internacional elas são especulativas pois são efetuadas unicamente com o objetivo de obter ganhos de capital ou de *hedge* contra perdas potenciais”.

Segundo LIMA (1997), o ano de 1981, foi marcado pelo último ano de vultosos financiamentos ofertados pelos MFI, tanto para os países industrializados como para os países periféricos (no caso o Brasil). Tanto para empréstimos relacionados ao refinanciamento de dívidas como para solucionar problemas financeiros decorridos dos eventos macroeconômicos, ocorridos na década de 70.

Esse forte aumento da oferta de empréstimo até 1981 foi igualmente acompanhado por um aumento da demanda por empréstimos, principalmente pelos países periféricos (Brasil, México, entre outros), que já possuíam posições devedoras relativamente vultosas.

Para a mesma autora, antes mesmo da moratória do México, observou-se um repressão do crédito para os países altamente endividados, ficando as transações financeiras internacionais quase que exclusivamente aos países do G-10<sup>13</sup> e a alguns centros *offshore*<sup>14</sup>.

A atitude tomada pelos MFI, em relação a tal situação foi o encurtamento dos prazos dos empréstimos bem como o aumento dos *spreads*<sup>15</sup> cobrados.

Para a concessão de empréstimos junto às empresas ou países tomadores os MFI, acrescentaram ao cálculo dos empréstimos um adicional de riscos de: - taxas de juros, - de câmbio, e de crédito, que juntamente com as inovações financeiras (as securitizações), estreitaram as ligações entre os mercados domésticos dos países industrializados e internacionais.

---

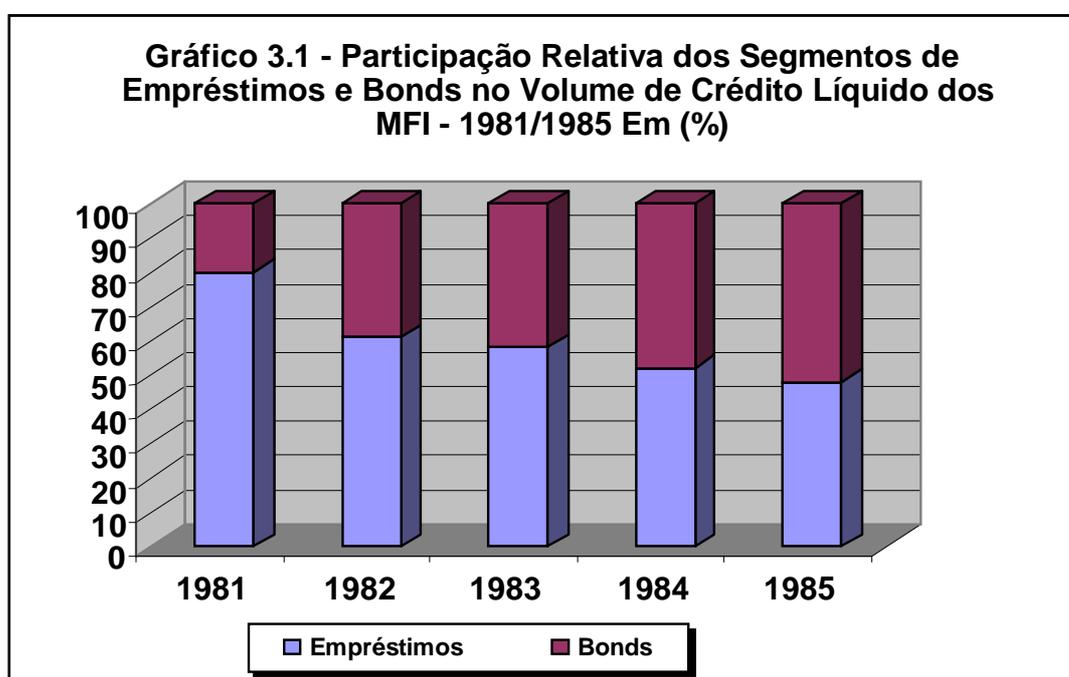
<sup>13</sup>De acordo com Sandroni, (1999, p. 102), G-10, “Clube de Paris ou ainda Clube dos Credores, consiste num mecanismo para discutir os refinanciamentos multilaterais das dívidas dos países que não são membros da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), formada por Áustria, Bélgica, Dinamarca, França, Alemanha, Grécia, Islândia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Portugal, Suécia, Suíça, Turquia, Grã-Bretanha, Estados Unidos, Canadá e Japão”.

<sup>14</sup>Para Sandroni, (1999, p. 429), *offshore* “é um termo que designa qualquer organização financeira sediada fora dos Estados Unidos. Assim, por exemplo, um banco sediado no Panamá é considerado um *offshore bank* e suas operações são submetidas a uma legislação especial nos Estados Unidos”.

<sup>15</sup>*Spreads* é taxa adicional de risco cobrada no mercado financeiro internacional. É variável conforme a liquidez e as garantias do tomador do empréstimo e o prazo de resgate.

A partir de 1985 quando os MFI, segundo LIMA (1997), começaram a dar sinais de recuperação no volume de crédito, esses já não possuíam as mesmas características anteriores à crise. Fica clara a mudança de direção do MFI, ocorrendo um aumento expressivo nas formas de securitização, e uma queda também expressiva dos empréstimos, assim como uma redução da participação dos países periféricos nos novos créditos.

Como pode ser observado no gráfico 3.1 segundo LIMA (1997), a participação dos *bonds*<sup>16</sup> teve um crescimento significativo a partir de 1982/85 no volume de crédito líquido dos MFI, sendo que em 1984 o mesmo já representava mais de 50% do total da carteira de crédito dos MFI.



Fonte: LIMA (1997: 137), in *Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais*.

Essa mudança de direção no volume de créditos líquidos dados pelo MFI apresentada por Lima (1997), é ainda mais acentuada na década de 90, como é exposto por Cardim et al (2000, p. 315):

“[...] de acordo com o Banco de Compensações Internacionais em dezembro de 1999, o mercado de bônus (*bonds*) e notas (títulos de médio e longo prazos), atingiu um estoque em torno de US\$ 5 trilhões, enquanto o estoque de instrumentos de curto prazo em poder do público atingia o montante de US\$ 260 bilhões”.

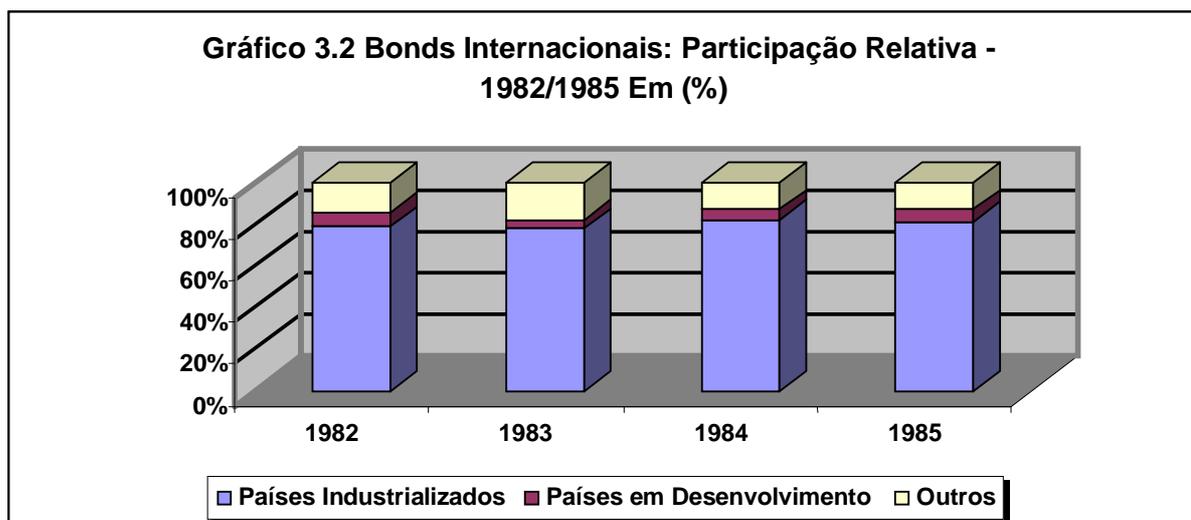
<sup>16</sup>*Bonds*, são títulos nominativos emitidos por companhias, o governo ou outras instituições. O distribuidor concorda em pagar o valor do certificado como principal durante um determinado espaço de tempo. Em compensação deste “empréstimo” o emissor concordará em pagar uma taxa fixa ao proprietário do título nominativo pela duração do mesmo. Títulos nominativos são menos arriscados do que ações, mas também são menos lucrativos.

Nesse mesmo período ainda de acordo com LIMA (1997), os bancos que possuíam em suas carteiras empréstimos concedidos a países altamente endividados passaram a praticar uma política agressiva de venda desses ativos negociando-os no mercado secundário e com deságio em relação ao preço de face.

Juntamente com a intensa volatilidade das taxas de juros e de câmbio nos anos 70, que se intensificaram nos anos 80, e com o surgimento de inovações financeiras, os MFI foram capazes de transformar e realocar os riscos de suas carteiras.

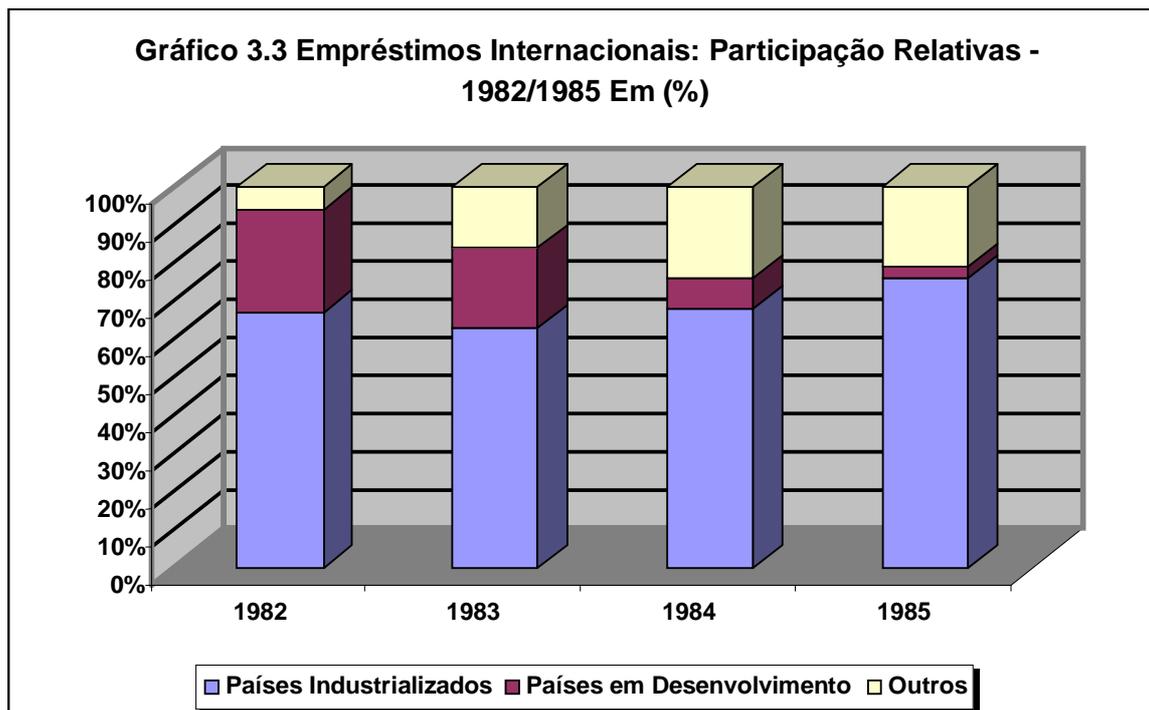
Essa questão é claramente exposta por LIMA (1997), afirmando que os derivativos<sup>17</sup> ou *hedge*, possibilitam aos agentes se protegerem quanto a possíveis riscos advindos de oscilações de taxas de juros, de taxas de câmbio, preço e crédito, além de proporcionarem o aumento de liquidez dos ativos financeiros.

Nos gráficos 3.2 e 3.3 fica claro a posição tomada pelos MFI que passam além de aumentar o percentual de *bonds* em relação ao total de suas carteiras os mesmos ainda redirecionam seus desembolsos para os países industrializados, tanto no que diz respeito aos *bonds* como a participação dos empréstimos internacionais.



Fonte: LIMA (1997: 137), in Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais.

<sup>17</sup>Para Cardin (2000, p. 268), “derivativos ou *hedge*, são operações financeiras cujo valor de negociação deriva (daí o nome derivativos) de outros ativos, denominados ativos-objeto, com a finalidade de assumir, limitar ou transferir riscos. Abrangem um amplo leque de operações: a termo, futuros, opções e *swaps*, tanto de *commodities* quanto de ativos financeiros, como taxas de juros, cotações futuras de índices etc”.



Fonte: LIMA (1997: 135), in Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais.

Como resultado as operações com derivativos tiveram um aumento exponencial no período de (1980/1994), como também se diversificaram de forma significativa, atrelado ao crescimento das dívidas públicas de vários países desenvolvidos o que acabou por sustentar o aumento das transações internacionais com *securitties*.

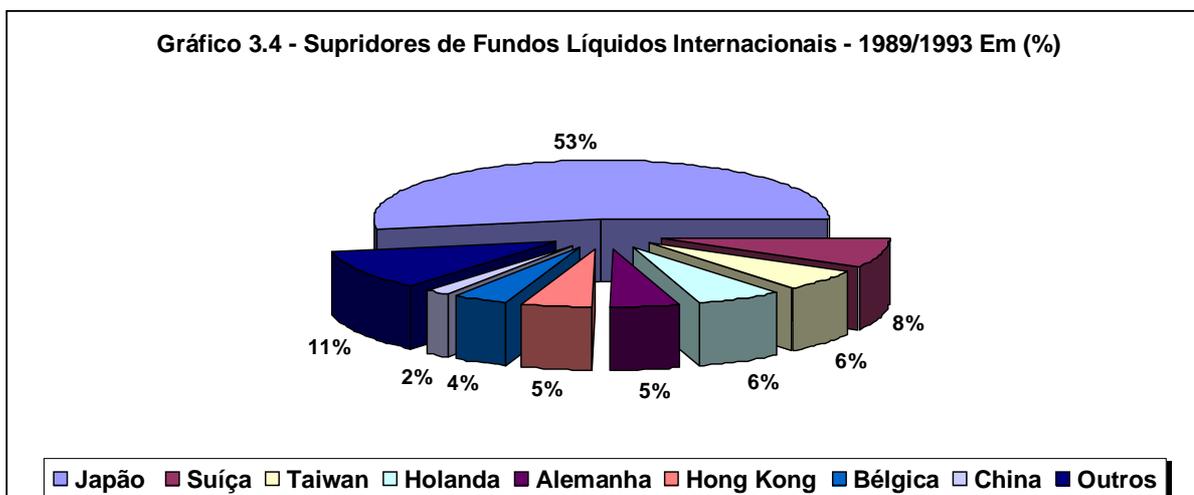
Outro traço marcante da liberalização financeira pelos MFI, e levantada por LIMA (1997), é o considerável aumento da participação dos investidores institucionais dos países industrializados por meio da chamada institucionalização da poupança privada.

O resultado da liberalização desregulamentação financeira para Chesnais (1996, p. 261-262), foi:

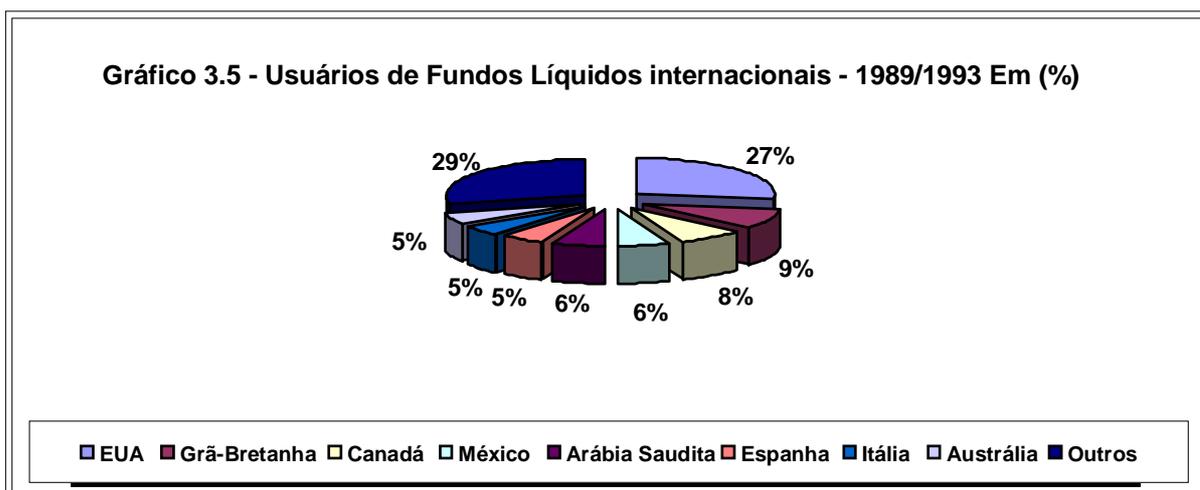
“[...] a quase completa perda de controle pelos bancos centrais, a começar pelo Federal Reserve americano, sobre a determinação do nível das taxas de juros. As taxas a médio e longo prazo são estabelecidas exclusivamente pelos operadores mais poderosos, que comandam as tendências dos mercados financeiros (os fundos de investimento, e em particular os fundos de pensão)”.

Os gráficos 3.4 e 3.5 apresenta a distribuição dos fundos líquidos internacionais em 1989/1993, mostrando que esses advêm dos excedentes de alguns países industrializados, principalmente do Japão, que responde por mais de 50% do mesmo, e que parte desses recursos internacionais sustenta os desequilíbrios fiscais de alguns países avançados,

principalmente dos EUA (que absorvem sozinhos 27% desses recursos), assim como financiam parte de seus novos investimentos.



Fonte: LIMA (1997: 171), in Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais.



Fonte: LIMA (1997: 169), in Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais.

A partir da década de 90, segundo LIMA (1997), os países da América Latina (em especial o Brasil), voltaram a ter acesso aos créditos internacionais, mas em menor parcela que os países industrializados e não mais dentro da mesma dinâmica da década de 70, pois os mercados não operavam da mesma forma que faziam até a ocorrência da crise da dívida.

Dentro desse novo contexto econômico internacionalizado em que passou a girar o capital financeiro internacional o acesso a maior parte do volume desses recursos ficou

restrito a um número reduzido de países como: EUA, Canadá, Japão, países membros da União Européia e EFTA<sup>18</sup>.

Portanto, no que diz respeito à crise dos países periféricos, como o Brasil, e sua dinâmica de financiamento aos investimentos de longo prazo que possuía parte substancial de seus investimentos financiados pelo capital externo, já não se aplica mais diante das mudanças ocorridas no MFI.

Mudanças essas dadas, sobretudo pelas alterações na dinâmica do capital financeiro internacional, seja pela precária inserção dos países periféricos (particularmente o Brasil) nos MFI, seja pelas próprias características muito peculiares desses mercados.

Apresentados por LIMA (1997), como sendo:

1. Ausência de regras e instituições internacionais adequadas que reduzam a instabilidade intrínseca a esses mercados.

As conseqüências da falta de regulação segundo SANT'ANNA (2005), levam a elevadas taxas de juros, aumento na volatilidade dos preços dos ativos financeiros, baixo crescimento econômico além de contágios das crises de um mercado para outro, podendo criar grandes crises até mesmo nos mercados financeiros dos países desenvolvidos.

2. Aumento de opções para o financiamento de investimentos, juntamente com a diversificação das formas de captação de poupança privada, acarretando um aumento da riqueza privada através da manutenção desses ativos financeiros.

Para LIMA (1997), os resultados obtidos com o aumento da riqueza privada não geram uma melhoria das condições de financiamento externo para os países em desenvolvimento.

3. As próprias características dessa modalidade de financiamento não permitem estabelecer uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo que possa se basear na manutenção ao longo do tempo desses créditos.

---

<sup>18</sup>Associação Européia de Livre Comércio (EFTA), A EFTA foi constituída pela Convenção de Estocolmo, assinada em 04 de janeiro de 1960, tendo como primeiros parceiros Áustria, Dinamarca, Noruega, Portugal, Suécia, Suíça e Reino Unido (Inglaterra, Escócia, País de Gales e Irlanda do Norte). A EFTA surgiu como uma oposição à Comunidade Econômica Européia (CEE), pois seus Estados-Membros procuravam evitar o que consideravam pesados compromissos econômicos e institucionais, pois enquanto o Reino Unido buscava total liberdade econômica, sem maiores compromissos institucionais, a Áustria, a Suécia e a Suíça defendiam o direito à soberania política. Com o fortalecimento da Comunidade Européia, a EFTA perdeu a maioria de seus integrantes, pois Áustria, Dinamarca, Portugal, Suécia, Reino Unido e Finlândia, que entrou em 1986, aderiram ao bloco de maior magnitude. Hoje, a EFTA restringe-se à associação de apenas quatro países, a saber, Islândia, Liechtenstein, Noruega e Suíça.

4. Além do mais a instabilidade intrínseca aos mercados financeiros é ainda mais instável quando se trata de países periféricos (no caso o Brasil).

Para Sant'Anna (2005, p.2):

“As crises financeiras dos países subdesenvolvidos estão intimamente associadas com a rápida liberalização dos mercados de capitais e com a falta de procedimentos regulatórios tanto nacionais como internacionalmente. Em terceiro lugar, as taxas de câmbio são determinadas por mudanças na especulação dos mercados. A volatilidade das taxas de câmbio mostram que os fundamentos de uma economia não mais determinam a taxa de câmbio”.

5. O encurtamento do ciclo virtuoso de empréstimos a partir da década de 80 devido às crises macroeconômicas.

Para os países periféricos e particularmente para o Brasil, os efeitos da mudança do paradigma financeiro foram tenebrosos, pois acarretaram na perda significativa de recursos externos que entravam no país financiando os investimentos de longo prazo.

Restando assim ao Brasil articular o financiamento de investimentos em sua economia quase que exclusivamente com seus próprios recursos (estes escassos) através do BNDES, cujas fontes estavam alicerçadas em poupanças compulsórias, na medida em as despesas de capital do orçamento da União também declinou para níveis muito baixos.

O BNDES como principal instituição financeira federal de desenvolvimento responsável pela captação dos recursos externos e execução das políticas de financiamento aos investimentos de longo prazo também sofreu os reflexos dessas transformações.

Transformações essas (que serão apresentadas no capítulo 4 e 5 deste trabalho), sejam devido à mudança: no MFI, no paradigma tecnológico (choques macroeconômicos externos), bem como aspectos estruturais e conjunturais da economia brasileira que afetaram direta ou indiretamente o país e conseqüentemente suas políticas de captação de recursos (*funding*), bem como de financiamento.

Sendo assim, evidência-se a importância cada vez maior do BNDES, e tendo em vista que o mesmo ficou praticamente isolado, como o principal agente financiador dos investimentos de longo prazo no Brasil, pois o movimento de liberalização financeira gerou diversificação de produtos, ampliação das alternativas de captação, disseminação de instrumentos de gestão de riscos e globalização financeira.

Como conseqüência o comprometimento do capital financeiro privado nacional com o financiamento de projetos de longo prazo é cada vez menor dificultando assim, o seu

financiamento tanto junto ao mercado de capitais quanto ao mercado de crédito, tornando o papel desempenhado pelo BNDES ainda mais importante para a economia brasileira.

Dentro de um período marcado por um contexto macroeconômico da economia brasileira onde predominavam altos índices de inflação, o BNDES passou a financiar principalmente o setor de exportações de commodities<sup>19</sup>, buscando melhorar o desempenho da balança comercial que estava em déficit.

No Governo Collor (1990-1992), o BNDES além de financiar as exportações de commodities passou também a focar seus desembolsos na reestruturação das grandes empresas estatais visando sua posterior privatização. Apoiando assim, a política macroeconômica focada na abertura comercial (queda das taxas de importação), que objetivava basicamente controlar os preços através do aumento da competitividade e facilitar a entrada de capital externo na atual globalização.

---

<sup>19</sup>Commodity ou Commodities, termo em inglês que significa mercadoria. Sendo que nas relações comerciais internacionais, o termo designa um tipo particular de mercadoria em estado bruto ou produto primário de importância comercial, como: café, chá, lã, algodão, estanho, do cobre etc. Sendo em Londres, pela tradição colonial e comercial britânica, um dos mais antigos centros de compra e venda de *commodities*.

## Capítulo 4. Transformações do BNDES: Financiamento aos Investimentos e *Funding* (1952/1995).

Em 1950 foi criada a Comissão Mista Brasil-EUA, que se instalou efetivamente em 1951, cujo objetivo era fazer um levantamento das necessidades básicas para o desenvolvimento do Brasil, com financiamentos dados por bancos dos EUA (BIRD<sup>20</sup> e do EXIMBANK<sup>21</sup>).

Naquele levantamento foi verificada a necessidade de investimentos prioritários em setores de energia, transporte e eletrificação, considerados pontos de gargalos para o desenvolvimento econômico do país.

A fim de implementar tais ações viu-se à necessidade de se criar um órgão técnico até então inexistente. Sendo assim, através da Lei nº 1.628 de 20 de junho de 1952 é criado o BNDE como Autarquia Federal, que através da Lei nº 5.662 e o Decreto nº 68.786, ambos de 21 de junho de 1971, foi transformado em empresa pública dotada de personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio.

O BNDE foi criado dentro do último mandato de Getúlio Vargas (51/54), onde a característica predominante do período era uma política desenvolvimentista, num contexto político em que era preconizado o planejamento dos investimentos.

Em 1982, o mesmo recebeu a incumbência de gerir o então criado FINSOCIAL<sup>22</sup>, tendo a palavra “social”, acrescentada ao seu nome, permanecendo até os dias atuais com essa sigla BNDES.

Portanto, como empresa pública dotada de personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio o BNDES passa a representar o Estado nas suas políticas de financiamento ao investimento de longo prazo, que ao longo dos seus 55 anos de existência sofreu profundas transformações.

Transformações essas que se deram tanto no que diz respeito ao seu *Funding*, quanto às prioridades em sua política de financiamento aos investimentos. Dentro dessas transformações surgiu o Sistema BNDES<sup>23</sup> que reúne outras agências, quais sejam:

---

<sup>20</sup>BIRD, Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento.

<sup>21</sup>EXIMBANK, Banco de Exportação e Importação dos Estados Unidos.

<sup>22</sup>FINSOCIAL, Fundo de Investimento Social cuja fonte de recursos é a arrecadação de contribuição social de 0,5% sobre a receita bruta de empresas públicas e privadas, das instituições financeiras e das sociedades seguradoras, que realizam vendas de mercadorias.

<sup>23</sup>Sistema BNDES, composto pelo BNDES e suas subsidiárias: (Finame), Agência Especial para o Financiamento Industrial e a (Bndespar), BNDES Participações S/A. Nesse contexto será utilizado Sistema BNDES e BNDES como sinônimos.

- Finame (Agência de Máquinas e Equipamentos), criada em 1965, dedicada ao financiamento da aquisição de bens de capital de fabricação nacional;

- BNDESPAR (BNDES Participações S.A), criada em 1982, empresa de participação, sendo o resultado da fusão de outras três (Embramec, Fibase e Ibrasa), originalmente construídas em 1974.

Alguns autores tais como: ALÉM (1997), NAJBERG (1989) e PROCHNIK (1995), dividiram as transformações do BNDES em períodos, buscando contextualizar o papel desempenhado pelo mesmo em cada período do tempo.

Período do tempo esse estritamente relacionando as transformações sofridas tanto em aspectos estruturais como em conjunturais da economia brasileira, bem como os seus reflexos devido a contextos econômicos externos, que interferiram direta ou indiretamente, alterando de forma permanente, sua forma de atuar como agente fomentador do financiamento aos investimentos de longo prazo no Brasil.

Sendo assim, é de extrema relevância que se faça uma distinção entre as diferentes fases do BNDES, avaliando as transformações sofridas em seu *funding*, bem como seus desembolsos a fim de se obter uma melhor compreensão e avaliação de sua posição ocupada no contexto atual da economia brasileira.

#### 4.1 O Primeiro Período do BNDES (1952/1979).

O primeiro período do BNDES, datado desde sua fundação até o final da década de 70, foi marcado por peculiaridades mais significativas em sua política de financiamento, do que em seu *funding*, que serão descritas abaixo de forma bastante sucinta.

Nos primeiros anos de sua fundação (1952/55), o banco esteve voltado ao financiamento de projetos essencialmente focados na criação de uma infra-estrutura (área de transporte, principalmente o setor ferroviário, e de energia elétrica), aprovados pela Comissão Mista Brasil-EUA, buscando fortalecer o processo de industrialização.

Já segundo NAJBERG (1989), no período subsequente (1956/63), o banco teve sua política de financiamento balizada por critérios estabelecidos pelo Plano de Metas do Governo Juscelino Kubitschek (1956/61), onde participou ativamente de sua coordenação, tendo seu foco redirecionado para as indústrias básicas, com destaque para a expansão do parque siderúrgico estatal.

No período dos Governos Militares a partir de 1964, ainda segundo a mesma autora, o BNDES passa a diversificar seu financiamento aos investimentos (seja em maior ou menor volume dependendo do setor), ampliando sua área de atuação e aumentando o financiando ao setor privado. Passando assim, a financiar também os seguintes setores:

- desenvolvimento tecnológico;
- pequenas e médias empresas, através de uma rede de bancos de desenvolvimento e investimento;
- apoiando a comercialização de máquinas e equipamentos.

Devido à maior prioridade dada à comercialização de máquinas e equipamentos nesse período em 1965 foi criada a Finame<sup>24</sup>, que se tornou a primeira subsidiária do Banco, destinada a financiar a médio e longo prazo a aquisição de máquinas equipamentos.

Como resultado a indústria de transformação passou a ser privilegiada, aumentando-se gradativamente a participação do Banco nos setores de insumos básicos e de bens de capital (itens que oneravam a pauta de importações), e que com a crise do petróleo em 1973, resultou em pressões sobre a balança de pagamentos do Brasil.

De acordo com NAJBERG (1989), com a criação do II PND<sup>25</sup> em 1974 pelo Governo Militar, o banco passa a ser um dos principais instrumentos de execução do mesmo. Priorizando seus desembolsos (financiamento ao investimento de longo prazo), aos setores de bens de capital e insumos básicos, buscando promover o programa de substituição de importações. Financiando assim, o desenvolvimento tecnológico, a compra de máquinas e equipamentos de fabricação nacional, as pequenas e médias empresas e a instalação de novas indústrias.

A evidência da importância dada à estratégia de priorizar o aumentando a capacidade financeira de crescimento das empresas privadas nacionais a (substituição de importações), é ressaltada a partir do momento em que o mesmo passa a atuar também no mercado acionário, com capital para os projetos que o levou a criar em 1974 suas três subsidiárias:

---

<sup>24</sup>Finame, Agência Especial de Financiamento Industrial, instituída por decreto federal em setembro de 1966 e transformada em empresa pública em 1971, tem o objetivo de: 1) atender às exigências financeiras da crescente comercialização de máquinas e equipamentos fabricados no Brasil; 2) concorrer para a expansão da produção nacional de máquinas e equipamentos, mediante facilidade de crédito aos respectivos produtores e aos usuários; 3) financiar a importação de máquinas e equipamentos industriais não produzidos no país; 4) financiar e fomentar a exportação de máquinas e equipamentos industriais de fabricação brasileira. Desenvolve suas atividades basicamente com recursos colocados a sua disposição pelo BNDES e outras agências financeiras da União e dos Estados.

<sup>25</sup> II PND, Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico, programa de desenvolvimento econômico e social que vigorou no Governo Militar compreendendo o período de 1975 à 1979.

- Embramec (Mecânica Brasileira S.A), com o objetivo de capitalizar as empresas de bens de capital (máquinas e equipamentos), primordialmente projetos de média e longa maturação instalados no Brasil;

- Fibase (Insumos Básicos S.A), constituída com a missão específica de direcionar recursos ao capital de risco para projetos de empresas produtoras de insumos básicos (química, petroquímica, papel e celulose, metalurgia, siderurgia, fertilizantes, etc), de grande porte, longa maturação e necessidade de significativos volumes de recursos;

- Ibrasa (Investimentos Brasileiros S.A) cujo objetivo era o crescimento do capital próprio da empresa privada (setor de bens de consumo), mais segmentado.

Em 1975 buscando estimular ainda mais o crescimento das empresas privadas nacionais a partir de financiamentos dados pelo banco, o Governo Militar passa a abdicar do princípio da correção monetária plena, estabelecendo um teto de 20% sobre a mesma, demonstrando assim o tamanho da importância dada ao programa de substituição de importações nesse período.

Paralelamente o BNDES ainda instituiu já em 1976, mais dois programas que buscavam capitalizar as empresas privadas nacionais e com isso a substituição das importações, quais sejam:

1. Financiamento ao acionista para aumento de capital (aumentando-se a poupança do controlador através do endividamento dos acionistas);

2. Financiamento a subscrição de ações em ofertas públicas (estimulando o mercado primário de ações).

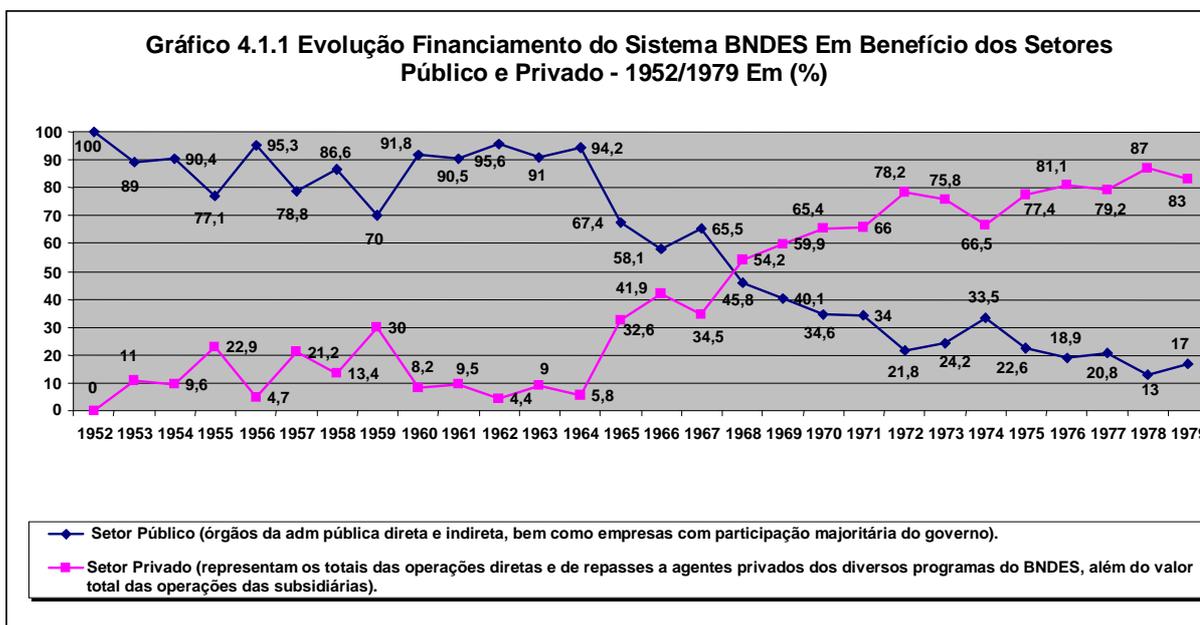
Tal estratégia permitia ao BNDES financiar as empresas de duas formas: - enquanto as subsidiárias atuavam diretamente no capital das empresas, o Banco concedia empréstimos a acionistas já existentes e potenciais.

Portanto, o financiamento a infra-estrutura no Brasil nesse período que esteve a cargo do setor público, seja através de suas estatais, seja através do BNDES até 1964 recebendo vultosos desembolsos (financiamento aos investimentos de longo prazo), pode ser observado no Gráfico 4.1.1.

A partir dessa data o mesmo passa gradativamente a inverter seus desembolsos, em benefício do setor privado, demonstrando uma reordenação das prioridades de financiamento, tendo em vista que a partir de 1968, os mesmos passaram a ser maiores para o setor privado.

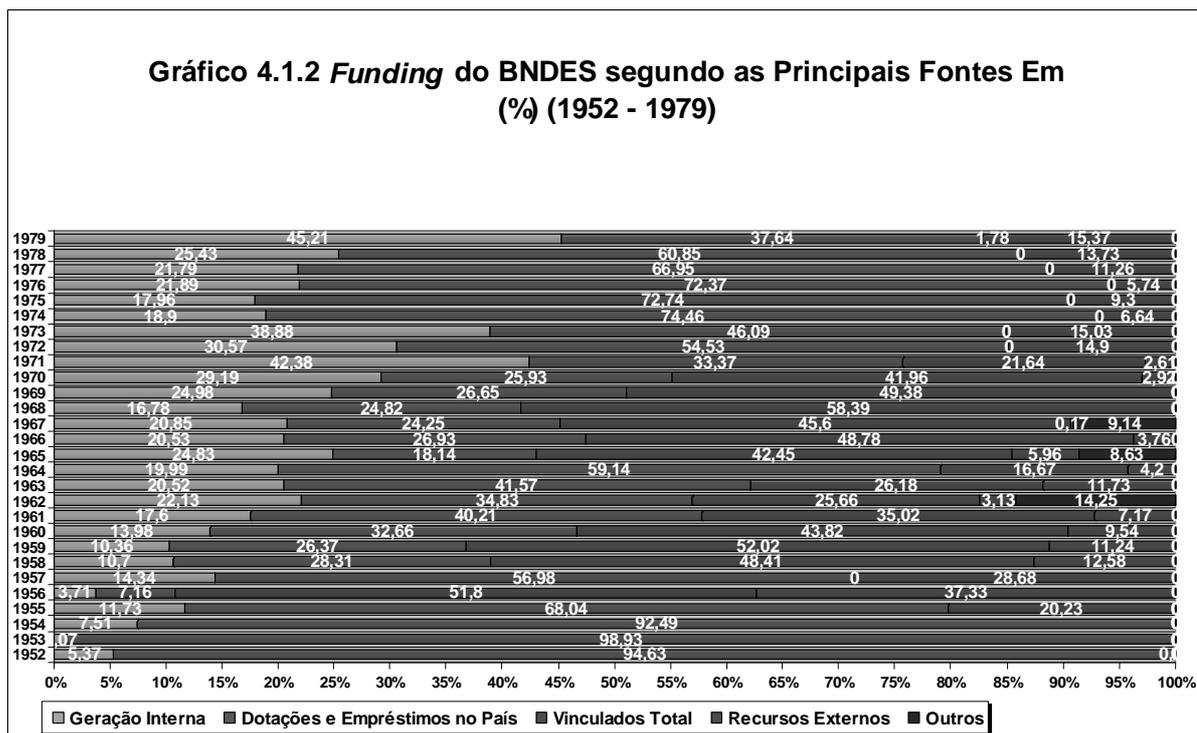
A evolução do apoio do BNDES à iniciativa privada é visualizada no gráfico 4.1.1. Sendo que em 1964, o setor privado absorveu 5,8% dos financiamentos e o setor público 94,2%. Já em 1968 o setor privado representava 54,2% e o setor público 45,8% do total de

seus desembolsos, tendo em 1978, o setor privado atingido seu maior pico com 87% do total dos desembolsos no período estudando enquanto o setor público ficou com 17%.



Fonte: SHEILA NJBERG (1989: 353), in Transformações do Sistema BNDES em Financiador do Setor Privado Nacional, 1989.

Quanto ao *funding* do BNDES no período de 1952 a 1979, apresentado no gráfico 4.1.2, dividido em cinco contas, possuem variações da participação de cada conta ao longo do tempo. Essas variações nada mais são do que os reflexos das transformações ocorridas nesse período sejam essas conjunturais ou estruturais dentro de um contexto macroeconômico interno e externo em que está inserida a economia brasileira.



Fonte: MARTA PROCHNIK (1995: 23), in Fontes de Recursos do BNDES, 1995.

O *funding* do BNDES (as fontes de financiamento), nesse período apresentadas no gráfico 4.1.2 possuem várias origens, sendo divididas resumidamente aqui suas principais contas em:

1. Geração Interna: são os recursos provenientes das amortizações, de juros e da cobrança de taxas e comissões dos financiamentos concedidos, das incorporações ao Capital e Reservas, dividendos de ações do Tesouro Nacional, correção monetária proveniente das aplicações do BNDES;

2. Dotações e Empréstimos no País: recursos sobre o recolhimento de 25% do aumento das reservas técnicas ou de 40% do aumento das reservas das companhias de seguro (até 1966). Recursos sobre o imposto de renda de 15%, (1952 a 1957), sobre as pessoas físicas e jurídicas, além de uma taxa adicional de 3%, a ser paga pelas pessoas jurídicas, incidindo sobre as reservas e lucros não distribuídos. Recursos do Tesouro Nacional, definidos no orçamento da União, por parte da reserva monetária, que era formada com o resultado da arrecadação do IOF<sup>26</sup>. Recursos advindos do PIS/Pasep (a partir de 1974 o Banco passou a ser agente aplicador desses recursos). O FAT<sup>27</sup> criado na Constituição de 1988,

<sup>26</sup>IOF, Imposto sobre Operações Financeiras, criado pela Lei nº 5.143, de 20.10.66.

<sup>27</sup>FAT, Fundo de Amparo ao Trabalhador, substituiu o Fundo de Participação PIS-Pasep e alterou o propósito dessa contribuição social. O Fundo de Participação tinha como objetivo formar o patrimônio individual dos trabalhadores, seus cotistas. O FAT atua como instrumento de combate ao desemprego a partir de ações de

tendo no mínimo 40% da arrecadação das contribuições para o PIS/Pasep<sup>28</sup> são destinados ao BNDES para aplicação em programas de desenvolvimento econômico, enquanto 60% iriam financiar o Programa do Seguro-Desemprego. Além do Finsocial, e dos recursos não operacionais, oriundos de juros e atualização monetária de aplicações financeiras.

3. Recursos Vinculados, recursos com destinação especial a programas ou projetos como: FINAME, FMM (Fundo da Marinha Mercante), Fundo Federal de Eletrificação<sup>29</sup>, Fundo de Renovação e Melhoramento das Ferrovias, Fundo Portuário Nacional, Conserve (Programa de Conservação de energia do Setor Industrial), Proálcool<sup>30</sup> e FND<sup>31</sup>;

4. Recursos Externos, recursos de mercado (moeda e *bonds*), recursos externos captados junto a instituições financeiras privadas, sem vinculação a projetos ou programas, e recursos como o empréstimo AID/BNDES<sup>32</sup>, e financiamentos de organismos internacionais e agências governamentais, geralmente com destinação específica a programa ou projeto.

5. Outros Recursos advindos de reembolsos de avais honrados e recolhimentos devidos do imposto de renda.

No gráfico 4.1.2 é possível verificar que nesta primeira fase do Banco (1952/1979), houve alguma alternância na principal fonte de recursos, que compõem seu *funding*.

A conta Dotação e Empréstimos no País se constituiu como sendo a principal fonte do *funding* no período que vai de 52 a 64, tendo o adicional sobre o imposto de renda (extinto em 1964), como sua principal fonte que compõem essa conta, já que a mesma representava em média 52,40% do total de seus recursos. Geração Interna 12,23% e Recursos Vinculados 24,60%.

caráter emergencial, amparando o desempregado com uma remuneração provisória e com um programa de treinamento e recolocação.

<sup>28</sup>PIS-Pasep, Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público respectivamente, ambos criados em 1970, onde o BNDES recebia parcela da arrecadação das contribuições sociais para os programas PIS-Pasep, que originaram o fundo de Participação PIS-Pasep. Conforme determinação legal, o propósito é investir em programas de desenvolvimento econômico, sendo extinto pela Constituição de 1988.

<sup>29</sup>Fundo Federal de Eletrificação, criado em 1954, composto por uma parcela pertencente à União de 40%, da arrecadação do Imposto Único sobre o Consumo de Energia Elétrica, tendo em vista que os demais 60% destinavam-se aos estados, municípios e Distrito Federal, recolhidos ao BNDES. Ainda destinavam-se ao fundo 10% da taxa de despacho aduaneiro e 4% adicionais da arrecadação do Imposto sobre o consumo de Energia Elétrica, que vigorariam durante 10 anos, sendo que posteriormente se originou a Eletrobrás em 1962, advinda desses impostos.

<sup>30</sup>Proálcool, o BNDES foi designado agente financeiro do Proálcool, que tinha como objetivo a: instalação de unidades de produção de álcool; modernização ou ampliação de destilarias existentes; e instalação, modernização ou ampliação de unidades armazenadoras de álcool.

<sup>31</sup>FND, Fundo Nacional de Desenvolvimento, criado com a finalidade de financiar o longo prazo seus recursos se destinavam à aquisição de participação acionária, concessão de empréstimos mediante repasses a agentes financeiros federais e subscrição de títulos de emissão da União ou de instituições financeiras federais.

<sup>32</sup>AID/BNDES, acordos sobre excedentes agrícolas, conhecidos como Acordos do Trigo. Os Estados Unidos exportavam excedentes agrícolas, principalmente trigo, para o Brasil, financiando sua aquisição por prazo de 20 anos.

No biênio 1965/66, o adicional sobre o imposto de renda foi substituído por um mecanismo automático de crédito de 20% da arrecadação efetiva do imposto de renda, constando no orçamento fiscal, o que levou a um decréscimo significativo na conta Dotação e Empréstimos no País, que de 52,40% do total de seu *funding* em 1964 passa nos anos de 65/66 a representar em média 22,53%.

Para os períodos de 1967 a 1973, os recursos do Banco passam a constar no orçamento fiscal e monetário, (percebendo parte da reserva monetária), formada com o produto da arrecadação do IOF, criado em 1966.

Este período é caracterizado segundo PROCHNIK (1995), por instabilidade quanto à obtenção de recursos para o financiamento do desenvolvimento econômico, sendo relativamente compensado pelo vultoso ingresso de volumes financeiros da conta de Recursos Vinculados da fonte de programas ou projetos específicos.

Esse fato é notadamente percebido a partir do momento em que se verifica no gráfico 4.1.2 a representatividade de cada conta no período. Entre 67/73 a conta Dotações e Empréstimos passou a representar 33,66%, enquanto a conta Recursos Vinculados representa nesse mesmo período 31% do total. E a conta Geração Interna com 29,09%.

Já nos anos de 74 até o fim desse período o destaque da conta Dotações e Empréstimos são os recursos provenientes das contribuições sociais do PIS e do Pasep, tendo em vista que coube ao banco a administração dos mesmos que são gerados pela arrecadação das contribuições.

Como resultado esta se tornou a sua principal fonte de *funding* desse período (desvinculando-o do orçamento fiscal), passando em 1976, ambas as arrecadações, a formar o Fundo de Participação PIS-Pasep<sup>33</sup>, cujo aplicador é o BNDES.

Prochnik (1995, pág. 5) vê positivamente essa desvinculação, da principal fonte de recursos do Banco, do orçamento fiscal, pois para a mesma:

“[...] resguarda seu recurso de eventuais disputas pelos recursos da arrecadação de impostos federais, já que a garantia de entrada de recursos é crucial ao financiamento de longo prazo, inclusive, para o compromisso contratual de desembolso futuro de parcelas aos empreendedores dos projetos”.

---

<sup>33</sup>PIS-Pasep, Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público respectivamente, ambos criados em 1970.

A conta Recursos Vinculados merece destaque a partir de 1955 até 1971 com o recolhimento do fundo para setores específicos iniciado pelo Fundo de Eletrificação. Tendo nesse período uma representatividade média de 36,94% do *funding* do banco.

A conta Geração Interna demonstra uma constante evolução ao longo do período levantado podendo-se destacar os anos de 1971, 1973 e 1979 onde a mesma passa a representar 42,38%, 38,88% e 45,21% respectivamente do *funding* do banco.

O que demonstra a busca por parte do banco em encontrar alternativas para constituir seu *funding*, tendo em vista que a partir de 1972 o mesmo possuía como sua principal fonte de recursos o Fundo de Participação PIS-Pasep, e este recurso como está estritamente relacionado com a conjuntura macroeconômica é instável.

Segundo ALÉM (1997), nessa primeira fase o BNDES como agente financiador dos investimentos de longo prazo não financiou apenas atividades do setor de infra-estrutura adequada ao processo de industrialização, mas também de diversas outras ligadas à indústria como os setores de bens de capital e insumos básicos visando intensificar a substituição de importações.

Portando, na ausência de uma classe empresarial local capaz de realizar os investimentos necessários para acelerar o processo de industrialização, o Estado buscou atrair empresas estrangeiras e tomou para si a função de Estado-Empresário, seja através de suas Estatais, seja através do BNDES.

#### 4.2 O Segundo Período do BNDES (1980/1994).

O segundo período do BNDES (particularmente seu *funding* e seus desembolsos que são objetos de estudo desse trabalho) se inseriu dentro de um contexto peculiar da dinâmica capitalista mundial vivida nesse período. Sendo assim, faz-se necessário um breve esboço de tal dinâmica ocorrida nesse período, dado sua relevância para o objeto de estudo desse trabalho.

Nesse período veio à luz um novo paradigma tecnológico (competição pela inovação, globalização dos fluxos de mercadoria e redução do tempo), que juntamente com a liberalização financeira (mobilidade dos fluxos financeiros), alteraram-se de forma irreversível os padrões de industrialização até então vigentes, alterando assim o conjunto de políticas de competitividade dos países desenvolvidos.

As políticas de financiamento adotadas na nova dinâmica da economia mundial por esses países estão mais seletas, ocorrendo uma queda nos subsídios diretos às empresas, aumento no apoio aos investimentos em setores intensivos em tecnologia e à constituição de infra-estrutura necessária para alcançar o crescimento de longo prazo.

O foco dos financiamentos aos investimentos vem sendo dado às pequenas e médias empresas no setor de inovação tecnológica (microeletrônica, tecnologia da informação e telecomunicações).

Segundo a OCDE (1996 e 1997), um país que almeje o crescimento econômico com desenvolvimento é necessário articular suas políticas de financiamento de longo prazo da seguinte forma:

1. Fortalecer a articulação entre as políticas comercial e tecnológica;
2. Progressiva descentralização/regionalização das políticas adotadas;
3. Aumentar a participação dos Governos na promoção dos gastos em pesquisa e desenvolvimento;
4. Combinar políticas de estímulo à concorrência com políticas de promoção da cooperação e concentração;
5. Combinar políticas de cunho horizontal e vertical/setorial;
6. Preocupação não apenas com o desenvolvimento de novas tecnologias, mas também com sua difusão rápida em todos os setores da economia.

Para Além (2000 p. 203), o objetivo de tais políticas é:

“[...] a adaptação das empresas às novas tecnologias via, principalmente, incentivos aos gastos em P&D e à difusão e cooperação tecnológica nas áreas de pesquisa genérica de longo prazo. Ou seja, as políticas de competitividade são conduzidas na direção de um crescente investimento em conhecimento e capacitações em nível da empresa. De fato, a idéia é acelerar o processo de internalização da capacitação tecnológica”.

Nos países que fazem parte da OCDE, embora possuam um discurso liberal quando se referem à liberdade de comércio e competição nos mercados globalizados o que se observa é uma preocupação, não apenas quanto ao aumento de suas exportações para o mundo, mas também quanto à participação de seus produtos nos mercados internos.

Portanto, o que vem se observando na prática é a adoção de políticas comerciais justamente opostas aos seus discursos liberalizantes: - ocorrendo um aumento da participação

ativa dos Estados na promoção de um aumento da competitividade do sistema econômico, enfatizando, principalmente, o apoio à inovação tecnológica.

Dentro desse novo paradigma os principais instrumentos utilizados são:

1. Uso do poder de compra do Estado e a intervenção direta para a reestruturação dos setores específicos, principalmente, os setores de ponta;

2. Auxílios fiscal-financeiros, diretos e indiretos: - via reduções da carga tributária ou diretamente por meio da concessão de vários tipos de subsídios, como empréstimos a taxas preferenciais de juros.

A principal característica nessa fase é a significativa queda das políticas de financiamento aos investimentos de longo prazo, refletindo a desaceleração do crescimento econômico, resultado da alta instabilidade macroeconômico, decorrente da crise da dívida externa e da aceleração inflacionária da década de 80.

Segundo Currello (1998, p.83):

“[...] nos anos 80, o BNDES enfrentou uma crise de identidade associada, por um lado, à crise do modelo de desenvolvimento – cujas faces mais aparentes foram às crises fiscal e externa e a aceleração inflacionária –, que orientou suas ações nas décadas anteriores e, por outro lado, ao fortalecimento do discurso liberalizante e privatizante, que foi progressivamente ganhando espaço dentro do banco”.

Para CURRELLO (1998), o BNDES foi orientado por uma política econômica fundamentalmente de curto prazo, inexistindo uma estratégia de longo prazo, que orientasse as ações do Banco, sendo assim, o mesmo se portou de forma funcional quanto à política macroeconômica.

Portanto na década de 80 e meados da década de 90, o BNDES fixou-se basicamente em financiamentos ao setor privado principalmente para as empresas do setor exportador, contribuindo o mesmo apenas para a geração de superávits comerciais, amenizando assim, a restrição externa.

Tendo no primeiro quinquênio dos anos 80 mais da metade de seus desembolsos destinados ao setor público e para a indústria de transformação, como é exposto por Batista (2002 p. 21):

“Entre 1981 e 1985, os setores de insumos básicos e bens de capital respondiam por 47% do total de desembolsos do Banco, com destaque para a metalurgia. Na segunda metade dos anos 80, a indústria de transformação manteve uma participação média de 54% dos desembolsos, mas a metalurgia perdeu importância, sendo em boa parte substituída pelas indústrias de papel e papelão e de refino de petróleo, coque e álcool”.

Já no início da década de 90 o eixo central da estratégia econômica foi à abertura da economia às importações e a privatização de empresas estatais que haviam iniciado timidamente no final da década de 80.

Com o lançamento do Programa Nacional de Desestatização (PND), o BNDES passa a atuar como gestor e responsável pelo apoio técnico, administrativo e financeiro.

Para BATISTA (2002), o BNDES que havia destinado mais da metade de seus desembolsos para o setor público passa agora a destinar seus financiamentos aos investimentos de longo prazo quase que integralmente ao setor privado, dada às políticas adotadas pelo Governo.

Segundo Cintra, Freitas e Prates (2001, p.86), a redefinição do papel do BNDES, começou quando:

“[...] se tornou a instituição gestora do (PND), elemento central da redefinição do papel do Estado e um dos pilares do novo modelo de desenvolvimento, ao lado da abertura econômica e da estabilização. Contudo, somente a partir de 1994, a atuação do banco tornou-se plenamente articulada às diretrizes desse modelo de desenvolvimento”.

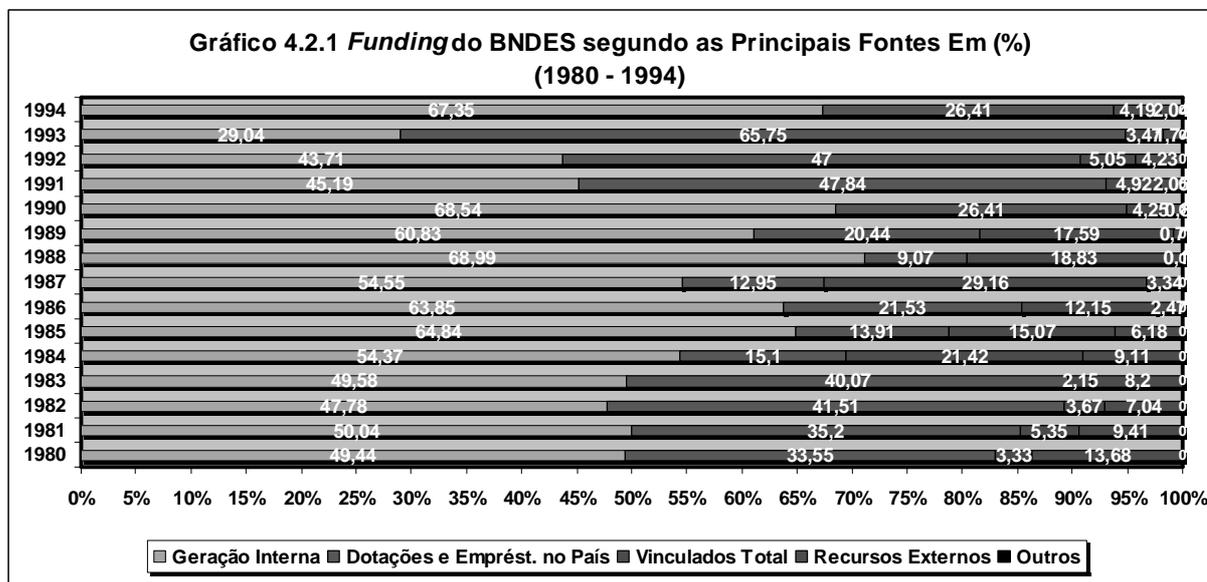
Dessa forma o Banco voltou a ter um papel de destaque na estratégia econômica do país na década de 90, na medida em que o mesmo passa a apoiar decisivamente, e em várias dimensões, o processo de privatização, e reestruturação da economia no seu novo ambiente de liberalização comercial e financeira, que marcaram a década de 90 no Brasil.

O foco das políticas de financiamento dos investimentos de longo prazo do banco passou a ser a busca pela eficiência e o aumento da competitividade das empresas que produzem no país e os seus programas de financiamento ao comércio exterior, além da modernização e reestruturação industrial e a busca pela capacitação tecnológica.

Nos anos 90, o perfil da oferta de capital do Banco passou a responder mais às demandas dos diferentes segmentos do setor privado às linhas de financiamento disponíveis.

Uma amostra da mudança de foco do BNDES, no que diz respeito aos financiamentos de longo prazo é a criação em 1991, do Finamex, que consistia em uma linha de financiamento que tinha como objetivo apoiar as empresas exportadoras de bens de capital nacionais ou estrangeiras estabelecidas no país. Sendo que em 1997, o Finamex foi ampliado e se transformou no BNDES-exim, que passou a apoiar não apenas as empresas de bens de capital, mas praticamente todos os setores exportadores.

Já o *funding* que representa as fontes de recursos do BNDES nesse período, é apresentado no gráfico 4.2.1 dividido em cinco contas demonstrando suas transformações nesse segundo período, no período de 1980 a 1994.



Fonte: MARTA PROCHNIK (1995: 23), in Fontes de Recursos do BNDES, 1995.

A evolução da Conta Geração Interna demonstra um descolamento das fontes de recursos Dotações e Empréstimos no País (adicional sobre o imposto de renda e do fundo de participação PIS-Pasep), como principal conta do BNDES até fins da década de 70, tornando-se secundária.

O *funding* do banco sofreu transformações ao longo do período estudado, tornou-se mais autônomo, menos dependente da contribuição da participação do PIS-Pasep, que tende a variar dependendo da conjuntura econômica do país, já que a mesma está atrelada ao número de empregos formais gerados na economia (PIS), bem como pelo número de servidores públicos (Pasep).

Com a Constituição de 1988, em seu artigo 239, determinou que 60% da arrecadação do PIS e do Pasep seriam destinados ao financiamento de programas de seguro-desemprego e abono salarial e os restantes 40%, ao financiamento de programas de desenvolvimento econômico através do BNDES, para não apenas proteger o trabalhador desempregado, mas gerar oportunidades de emprego.

Já em 1990, com a criação do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), a arrecadação das contribuições para o PIS e o Pasep foi destinada a esse fundo, onde o BNDES possui livre decisão sobre a aplicação dos seus recursos, desde que sejam em programas de

desenvolvimento econômico, (determinado na Constituição Federal), e respeitando as normas definidas na política operacional do Banco.

A afirmativa feita acima é verificada quando se analisa os gráficos 4.1.2 e 4.2.1, tendo em vista que nesse período a Conta Geração Interna passa a responder em média por 54,54%, em quanto que no período anterior à mesma conta representava 19,97%.

Já a Conta Dotações e Empréstimos no País teve um decréscimo em sua participação em relação ao período anterior que foi em média de 48,10%, passando nesse período a 30,45%.

Existem inúmeras evidências que demonstram as transformações do BNDES ao longo do tempo, além da mudança significativa em suas principais contas que constituem seu *funding*, e a destinação de seus desembolsos direcionados para o setor privado, é possível observar também alterações na forma que este passa a selecionar os pedidos de financiamento dando um caráter mais privado.

Essa característica do banco, que afeta particularmente o acesso das empresas nacionais as linhas de financiamento, é observado logo após o Plano Real com a criação em 1994 do Comitê de Crédito (responsável pela análise dos pedidos de financiamento).

O Comitê passa a exigir como critério de desembolsos para se obter financiamento, a avaliação da situação financeira e administrativa das empresas. E em 1997 é dado a esse mesmo Comitê poder de veto sobre os financiamentos, assemelhando-se assim aos bancos privados a política de crédito do BNDES.

Portando, o BNDES primeiramente serviu ao Estado como agente financiador do modelo desenvolvimentista até então vigente. Com a crise desse modelo no final da década de 70, e diante das políticas de financiamento da nova economia mundial apresentado pela OCDE (1996 e 1997), o BNDES passou a seguir tal política.

O que levou o banco a seguir tais políticas recomendadas pela OCDE, foi à crise do modelo de desenvolvimento, bem como à hegemonia do modelo de liberalização financeira e privatização, mesmo que isso tenha se dado somente na década seguinte ao período em que foi apresentado pela OCDE (década de 80).

Cabe lembrar ainda que no referido período em que tal modelo de desenvolvimento foi apresentado o Brasil estava procurando resolver o problema da instabilidade monetária (da inflação), para só na década de 90 o BNDES priorizar tais políticas.

## Capítulo 5. O BNDES no Contexto Atual de Estabilidade Monetária (1995/2006).

Como analisado no capítulo anterior, após a crise do modelo de desenvolvimento o papel do BNDES no padrão de financiamento da economia brasileira passou a ser funcional ao modelo macroeconômico, como procuraremos demonstrar neste capítulo.

Sendo assim, este capítulo objetiva analisar a ação do BNDES no contexto econômico atual pós Plano Real, que consiste do período de 1995 a 2006, onde estão inseridos os dois governos: FHC (1995/2001), e Lula (2002/2006).

### 5.1 O BNDES Diante do Novo Modelo de Desenvolvimento nos Governos FHC e Lula (1995 – 2006).

O novo modelo de desenvolvimento nesses dois governos onde o BNDES está inserido foi marcado por algumas características básicas como: **estabilidade monetária, baixo crescimento econômico, abertura comercial e privatização.**

Para Barros & Goldenstein (1997, p.11-13), as transformações vividas pelo BNDES, principalmente a partir da década de 90, são decorrentes de um contexto peculiar em que a economia brasileira estava inserida, já que:

“[...] o Brasil estava passando por quatro diferentes processos: - **globalização, abertura da economia, estabilização e privatização** (destaque nosso) – que a partir do momento em que passam a interagir entre si, têm provocado mudanças substanciais no funcionamento da economia brasileira. A estrutura básica do capitalismo brasileiro, o tripé composto pela empresa estatal, pela empresa estrangeira e pela empresa nacional familiar, que teve início nos anos 30 e consolidou-se nos anos 70 com o II PND, inexistiu mais, dada à nova dinâmica”.

Segundo autores como Cíntia, Freitas & Prates (2000), no Governo de FHC o BNDES desenvolveu um papel ativo na execução da política econômica e na reestruturação produtiva do país.

No governo FHC com a criação do Conselho Nacional de Desestatização (1995), o governo passa a dar maior prioridade à privatização, iniciando assim a privatização dos serviços de utilidade pública, concedendo financiamento para as concessões de serviços públicos nas áreas de energia elétrica, telecomunicações e de transportes. O BNDES ainda passa a financiar setores de infra-estrutura econômica já privatizados.

Dentro desse mesmo governo o BNDES passa a ser responsável pelo PND, apoiando financeira e tecnicamente os processos estaduais e municipais de desestatização, visando principalmente à expansão do PND no setor elétrico, além de contribuir para a melhoria do resultado fiscal primário dos Estados.

Como é exposto por (Cidra, Freitas & Prates, 2000, pág. 93):

“[...] uma parcela dos desembolsos do Banco esteve associada à privatização das empresas públicas concessionárias, uma vez que o BNDES tornou-se o agente financeiro fundamental na viabilização das privatizações, pilar central da estratégia de política econômica vigente. Além de adiantar recursos aos estados proprietários das empresas privatizáveis a partir de 1995, o banco abriu em 1998 linhas de financiamento para as empresas privadas compradoras das antigas estatais”.

Em 1998, o governo federal transfere à iniciativa privada as empresas de telefonia fixa e de longa distância, além das empresas de telefonia celular da Banda A, além de outras concessões na área de telefonia vendidas nos anos subsequentes (1999 e em 2001).

Decorridos cinco anos desde sua criação (1994/1999), o PND obtém cifras expressivas com os resultados alcançados, sobretudo com a venda das ações que excediam o controle acionário detido pela União na Petrobrás e com a desestatização do Banespa (marco inicial da privatização dos bancos estaduais).

Outro fato relevante que diz respeito ao PND ocorrido no governo FHC é a Emenda Constitucional nº 6, de 1995, já que a mesma possibilita ao banco ampliar ainda mais os setores contemplados pelo seu financiamento, pois flexibiliza as normas operacionais de financiamento. Permitindo ao banco conceder financiamento também às empresas multinacionais, sem distinção entre empresa de capital nacional e estrangeiro além de vários outros setores comerciais e de serviços (*shopping centers*, turismo, parques temáticos, etc.).

Para MANTEGA (2004), que participa ativamente do governo Lula como seu então Ministro do Planejamento, o desenvolvimento do Brasil depende de uma maior coordenação entre governo e mercado, já que certos setores e atividades estratégicas para a economia dependem do apoio do governo para o seu desenvolvimento e o BNDES é um dos instrumentos de política econômica para se atingir tal meta.

Ainda segundo o mesmo autor, as necessidades da economia e as formas de atuação do BNDES mudam ao longo do tempo devendo adaptar-se à realidade de hoje. **Sendo assim, o Estado precisa atuar não como no período em que o desenvolvimento econômico era dirigido por empresas estatais ou através da intervenção direta, mas sim na coordenação e no incentivo às decisões de mercado.**

A proposta para o financiamento aos investimentos de longo prazo no Brasil apontadas por MANTEGA (2004), está dentro de um contexto onde se deve buscar desenvolver novas formas de atuação do Estado **promovendo o progresso tecnológico e social da economia, conciliando-se com a estabilidade fiscal e monetária, em um contexto de maior abertura comercial e financeira do que no passado.**

De acordo com o mesmo autor, existem dois pontos cruciais para a atuação do BNDES. O primeiro, diz respeito à atuação do Estado na economia consistente com a estabilidade macroeconômica com inflação baixa e finanças públicas equilibradas, consistindo na base de uma política econômica consistente e duradoura. O segundo refere-se à abertura da economia e do papel de maior destaque dado para o setor privado, que não significa eliminação do Estado da economia.

Os condicionantes mudam, mas a atuação do Estado continua sendo importante para o desenvolvimento econômico (Reinert 1994, Rodrik 2003), apud Mantega. Portanto a atuação do Estado torna-se ainda mais importante no atual contexto de globalização produtiva e financeira, dado os desafios enfrentados pelas empresas brasileiras diante da maior concorrência internacional.

Para Mantega (2004, pág. 12), dentro de um contexto de globalização o BNDES ocupa um papel crucial nas políticas de financiamento aos investimentos de longo prazo já que:

“[...] os vários mecanismos de financiamento constituem vantagens comparativas para as empresas dos países avançados. Já para os países em desenvolvimento, um dos maiores problemas é a falta de crédito de longo prazo a taxas de juros reduzidas, seja para as empresas de menor porte, seja para os grandes projetos de infraestrutura. E é isso que determinará a importância do BNDES para o desenvolvimento do Brasil nos próximos anos”.

Dentro do contexto atual o mesmo autor afirma ainda que o BNDES vem atuando em cinco setores considerados cruciais para a economia brasileira, quais sejam:

#### 1. Financiando a Privatização e a Infra-Estrutura.

O Financiamento à Privatização (telecomunicações e siderurgia), e a Infra-Estrutura, aonde o BNDES (no ano de 2003), chegou a investir 38% das suas operações de crédito, sendo que ainda hoje o mesmo ainda é o principal agente financiador de obras de infraestrutura em nosso país.

2. Financiamento aos Investimentos articulado às políticas verticais: a) Financiamento Máquinas e Equipamentos, b) a Política Industrial e Tecnológica, c) às Micros, Pequenas e

Médias Empresas (MPME), d) ao Desenvolvimento Regional e Integração Nacional, e e) ao Fortalecimento e Internacionalização das Empresas Brasileiras.

a) O BNDES vem financiando a aquisição de Máquinas e Equipamentos, estimulando assim o desenvolvimento da produção doméstica de bens de capital.

b) No que diz respeito à Política Industrial e Tecnológica, o banco possui vários programas de apoio à inovação e ao desenvolvimento tecnológico em setores intensivos em ciência e tecnologia e geradores de um alto valor agregado. Dentre eles pode-se destacar o apoio ao processo de reestruturação industrial em setores de tecnologia através do Bndespar.

Para MANTEGA (2004), o BNDES é o principal órgão executor da política industrial brasileira apoiando o desenvolvimento dos setores de bens de capital, produtos eletrônicos, software e produtos farmacêuticos.

c) O apoio às Micros, Pequenas e Médias Empresas (MPME), vem através de subsídios cruzados de modo a possibilitar que estas empresas obtenham um financiamento mais barato do que o oferecido às grandes empresas.

d) Quanto ao Incentivo ao Desenvolvimento Regional e Integração Nacional, este ocorre similarmente ao apoio a MPME, onde o BNDES também utiliza subsídios cruzados para oferecer um financiamento mais barato para projetos em áreas menos desenvolvidas do Brasil, como o desenvolvimento do Nordeste, do Centro Oeste e da Amazônia.

e) Já o fortalecimento e Internacionalização das Empresas Brasileiras, vêm através de programas de financiamento e apoio do BNDES direcionados para o aumento do tamanho das empresas brasileiras, buscando aumentar a competitividade das empresas nacionais a fim de que as mesmas possam operar em escala global.

### 3. Quanto ao Desenvolvimento do Mercado de Capitais.

O banco além de realizar operações de crédito, possui uma vasta carteira de ações e títulos de dívida de empresas brasileiras, através do lançamento de fundos de investimento de longo prazo, lastreados em sua carteira, e abertos a pequenos e grandes investidores.

Para BERNARDINO (2005), o fortalecimento do mercado de capitais foi considerado extremamente importante na elaboração do Plano Estratégico do banco, já que em 2002 foram lançados dois programas visando desenvolver esse mercado.

O Programa de Incentivos à Adoção de Práticas de Governança Corporativa, que buscava a adesão a princípios de Governança pelas empresas brasileiras, e o Programa de Apoio à Emissão de Títulos Corporativos, cujo objetivo era o lançamento de valores mobiliários pelas empresas brasileiras como forma alternativa de prover recursos financeiros.

### 4. Promoção às Exportações e a Integração Sul-Americana.

O BNDES financia parcela significativa das exportações brasileiras, incentivando a diversificação produtiva e permitindo as empresas ter acesso a um financiamento, em moeda doméstica, a taxas de juro competitivas em relação ao verificado em outros países.

O banco apóia ainda a Integração Sul-Americana através de linhas de crédito à exportação de bens e serviços do Brasil. Possibilitando assim, o investimento em hidroelétricas, gasodutos, ferrovias, rodovias, pontes ou metros a serem construídos em outros países da América do Sul, de modo a criar canais de comunicação e infra-estrutura, que beneficiam a atividade econômica regional e a integração do Brasil com seus países vizinhos.

#### 5. Investimentos Sociais.

Visando ampliar a atuação do BNDES no âmbito social, buscando melhorar a qualidade e expandir a oferta de serviços sociais básicos, bem como maximizar as oportunidades de geração de empregos e renda em 1996, é criado a Área de Desenvolvimento Regional e Social (AS).

Um dos pontos extremamente importante dessa estratégia foi à obrigatoriedade de inclusão nos projetos de um programa de reciclagem profissional e de estímulo à adoção de benefícios adicionais às obrigações trabalhistas, visando minimizar os efeitos ocasionados da perda de postos de trabalho.

Atuando ainda em programas de microcrédito, de recuperação de instituições de ensino, de fortalecimento de instituições de saúde, e de capacitação e modernização da gestão de serviços sociais básicos.

Portanto pode-se perceber uma mudança significativa nas políticas de financiamento aos investimentos de longo prazo por parte do BNDES, no padrão de financiamento da economia brasileira, onde o banco passou a ocupar um papel muito mais funcional ao modelo macroeconômico.

#### 5.2 O Novo Modelo Macroeconômico dos Governos FHC e Lula.

O governo FHC com o Plano Real e a estabilidade monetária (controle dos preços), mantida através da abertura comercial e sobre valorização cambial buscava estimular as importações e conseqüentemente o aumento da concorrência e a reestruturação industrial, tendo como resultado o aumento significativo no déficit comercial. Quanto à política de progressivos aumentos da taxa de juros e o processo de privatizações (gerenciadas pelo

BNDES), tinha como meta básica viabilizar a entrada de capital externo, como forma de equilibrar a balança de pagamentos.

Para FERRARI (2003), o resultado da política de elevação da taxa básica de juros adotada pelo governo de FHC trouxe problemas para as empresas endividadas, e para o sistema financeiro que passou a contabilizar *bad loan* (os maus empréstimos), em seus balanços, além da captação de poupança externa resultar no agravamento da dívida pública.

Outro problema decorrente da desregulamentação dos mercados financeiros ocorrido no governo FHC refere-se à questão da fragilidade quanto às reservas monetária brasileira já que esta passou a ser composta por operações do tipo *hot money*<sup>34</sup>.

Sendo assim, as principais características que marcam a política econômica do Governo FHC são:

- metas de inflação;
- o programa de privatizações (onde o BNDES foi responsável pela sua gerência);
- abertura comercial (iniciada na década de 80), e a desregulamentação dos mercados financeiros (livre mobilidade dos capitais);
- a flexibilização cambial.

De acordo com Ferrari (2003, pág. 137):

“[...] a política de estabilização econômica implementada no Brasil, baseou-se em âncoras nominais (cambial no primeiro momento, cujo resultado foi a apreciação da taxa de câmbio, e monetária – metas de inflação – em seguida) e na liberalização comercial e financeira. Essa política tornou a economia brasileira essencialmente vulnerável e dependente de “poupança externa” e financeiramente frágil em relação à sua dívida pública, cujas conseqüências foram e são as dificuldades que o Governo tem enfrentado: ataques especulativos e crises monetárias-cambiais. Acrescente-se, ainda, que a performance do PIB, entre 1994 e 2001, foi pífia e, por conseguinte, a taxa de desemprego cresceu significativamente”.

Para BARROS & GOLDENSTEIN (1997), a nova dinâmica dos investimentos agora se dá através da interação de quatro processos que estiveram presentes na política macroeconômica do Governo FHC, quais sejam: - a globalização, que impõe a abertura da economia gerando novos fluxos de capitais; - a abertura que introduz a competição econômica; - a estabilização que restabelece a confiança seja para os investidores, seja a nível de crédito e as privatizações que atraíram capitais (estrangeiros e nacionais), que estavam no mercado especulativo.

---

<sup>34</sup> Hot Money, são aplicações em títulos ou câmbio, atraídas por taxas de juros elevadas ou por diferenças significativas, de curtíssimo prazo, podendo deslocar-se de um mercado para outro com grande agilidade, podendo esse tipo de operação provocar turbulências no equilíbrio cambial de um país.

Já no governo Lula, o mesmo optou por manter inalterada a política macroeconômica do governo anterior, as mudanças ocorridas são no setor externo onde há uma melhora mediante a desvalorização do real.

A política fiscal adotada pelo governo Lula, sempre esteve focada na manutenção de certos níveis de superávit primário. Já no que diz respeito à relação dívida pública /PIB, esta aumentou.

No governo Lula os financiamentos aos investimentos de longo prazo, permaneceram nos níveis do governo anterior e houve aumentos principalmente nos setores exportadores, na busca pelo aumento da competitividade, na área social e numa recuperação dos desembolsos para o setor de indústria de transformação, dadas através do BNDES.

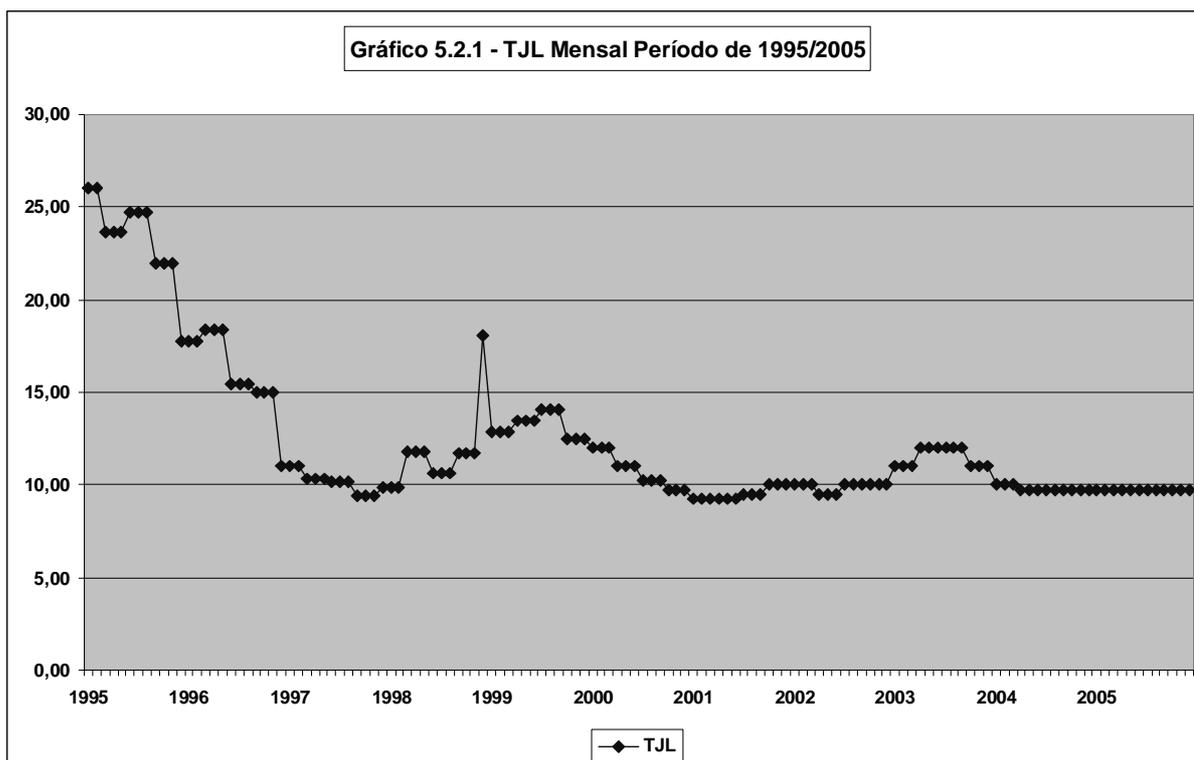
### 5.2.1 A Política Macroeconômica e o Desempenho do BNDES.

Com o objetivo de reduzir o custo do financiamento interno de longo prazo, logo após o Plano Real (entre dezembro de 1994 á dezembro de 1998), o governo cria um novo cálculo para a TJLP<sup>35</sup>, afetando o acesso das empresas nacionais às linhas de financiamento do BNDES.

Como pode ser visto no gráfico 5.2.1, a taxa de juros de longo prazo brasileira em 1995 era de 23,39%, tendo uma queda expressiva até 1997 quando atingiu 10,13%, com a crise de 1998 a taxa de juros sofreu uma elevação abrupta em dezembro do referido ano passando de uma taxa média anual até novembro de 1998 de 11,09% para uma taxa em dezembro de 18,06%.

---

<sup>35</sup>TJLP, Taxa de Juros de Longo Prazo, correspondente à rentabilidade nominal média, em moeda nacional, dos títulos da dívida pública externa (*bradies*) e interna, verificada no período imediatamente anterior ao de sua vigência.



Fonte: BNDES

A lógica usada para o cálculo da TJLP, nesse período estava ancorada na estabilização monetária e nas reformas estruturais, resultando num ingresso estável de fluxos de capitais privados, mantendo-se por um período de tempo suficiente, até que os resultados da reestruturação produtiva surtisser os efeitos desejados sobre a balança comercial. Portanto acreditava-se que os movimentos de arbitragem dos investidores externos e internos levariam a uma convergência entre as taxas de juros dos títulos de dívida pública interna e externa, em baixos níveis, dada à redução do risco Brasil.

Com a alta abrupta da taxa de juros dos títulos da dívida interna e externa, e por consequência da TJPL (que passou de 11,68% para 18,06%), no segundo semestre de 1998, esta se revelou ser inadequada devido a inúmeros fatores, tais como:

1. A crise da Rússia, em agosto de 1998;
2. A forte instabilidade, devido à volatilidade dos fluxos de capitais (resultando em flutuações no custo da dívida pública interna e na rentabilidade dos títulos *bradies*);
3. A âncora cambial e de dependência crescente dos fluxos de capitais voluntários (o fechamento das contas externas impôs um limite à redução da taxa de juros interna);
4. Deterioração das expectativas em relação à sustentabilidade da taxa de câmbio sobrevalorizada, (os investidores residentes e não residentes iniciaram um movimento de fuga de ativos brasileiros);

Sendo assim em dezembro de 1998, o governo altera a fórmula de cálculo da TJLP, buscando agora minimizar a volatilidade das taxas de juros internas e externas, passando esta a corresponder à média aritmética simples da TJLP registrada nos 12 meses anteriores, multiplicada por 1,1 (um vírgula um), quando essa média fosse inferior à taxa obtida a partir do método original.

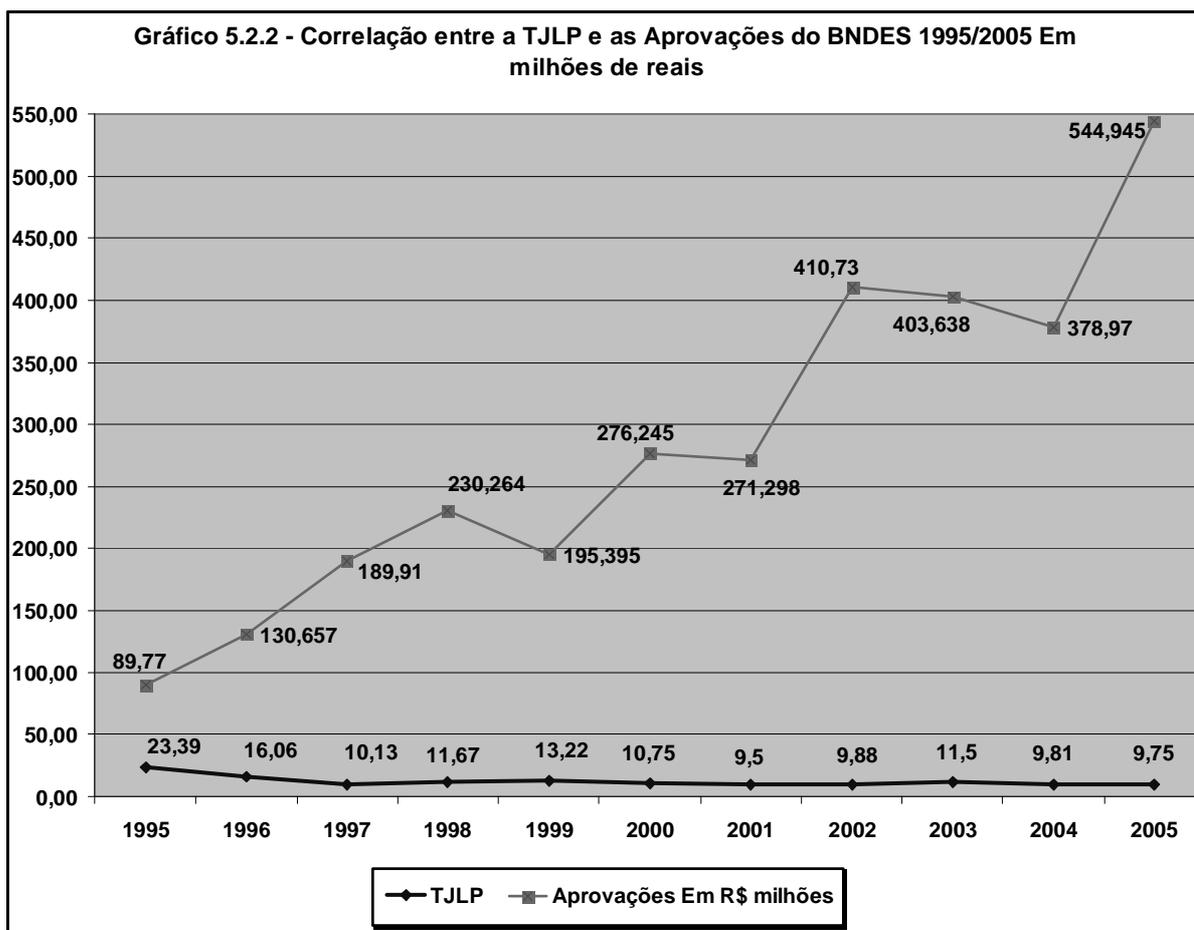
Em setembro de 1999, o governo viu-se obrigado a mudar novamente a metodologia de cálculo da TJLP, passando essa a depender das expectativas de inflação e do risco país. Dada a inclusão do risco país no cálculo da TJLP, essa se tornou vulnerável as condições de liquidez internacional.

Os resultados de tais turbulências podem ser observados no gráfico 5.2.2, que traça uma correlação entre as aprovações feitas pelo banco e a TJLP, tendo em vista que, quando a TJLP aumenta os desembolsos por parte do banco diminuem demonstrando a existência de tal correlação. Sendo assim, o que se verifica é uma queda acentuada das aprovações do BNDES no ano de 1999 comparativamente aos demais anos do período analisado devido ao aumento da TJLP do referido ano.

Essas aprovações que foram da ordem de em torno de 23 milhões de reais em 1998, diminuíram para pouco mais de 19,5 milhões de reais em 1999, ocorrendo uma queda acentuada de 17,94% sobre o total das aprovações feitas pelo banco. Já a TJLP média do ano de 1998 que 11,67%, tendo um aumento médio no ano seguinte de 13,22%, atingindo seu maior pico em dezembro de 1998 onde atingiu 18,06%.

Quanto aos valores das aprovações apresentadas no gráfico 5.2.2, estes foram divididos por 100, a fim de facilitar a compilação dos dados, portanto os valores das aprovações devem ser multiplicados por 100. Exemplo:  $89,77 * 100 = 8.977$  milhões de reais.

Nos períodos seguintes ao ano 1999, as aprovações por parte do banco seguiram uma tendência de alta mesmo com uma queda relativa nos anos de 2002 e 2003, sendo que o ano de 2005 apresenta o maior valor das aprovações do período analisa atingindo um pico de R\$ 54. 495,40 milhões de reais.



Fonte: BNDES

Já a TJLP, para o período analisado manteve-se numa trajetória de queda tendo seu maior percentual no ano de 1995 com uma taxa média anual de 23,39%, encerrando o período no ano de 2005 com uma taxa média de 9,75%.

Portanto, conclui-se no que diz respeito ao gráfico 5.2.2, e conseqüentemente sobre a ação do BNDES em relação às alterações na taxa de juros de longo prazo, que há um esforço por parte do banco em aumentar o volume de créditos concedidos aos investimentos de longo prazo dentro do período estudado. Tendo em vista a atual política monetária contracionista e de alta taxa de juros.

No gráfico 5.2.3, será apresentado a evolução do desembolso anual do BNDES por setor nos governos FHC e Lula. No que diz respeito aos dados aqui apresentados sobre as políticas de financiamento aos investimentos de longo prazo adotadas pelo banco serão divididos em quatro principais variáveis a serem analisadas, quais sejam: setor agropecuário, de indústria extrativista, indústria de transformação e o setor de comércio e serviços.

As quatro variáveis que compõem o gráfico 5.2.3, estarão sendo discriminadas segundo a classificação nacional de atividades econômicas (CNAE)<sup>36</sup>. Sendo possível assim, visualizar os desembolsos do BNDES no contexto atual de estabilidade monetária que compreendem o período dos governos FHC e Lula.

Os desembolsos para o setor agropecuário permaneceram constantes do período que compreende os anos entre 1995 a 2000, tendo uma média de 6,49% do total dos desembolsos dados pelo banco. Já os anos de 2001 a 2004 o mesmo apresenta um crescimento passando a receber um percentual médio de 13,53%, voltando a decrescer nos anos de 2005 e 2006 com um percentual médio recebido de 7,65%.

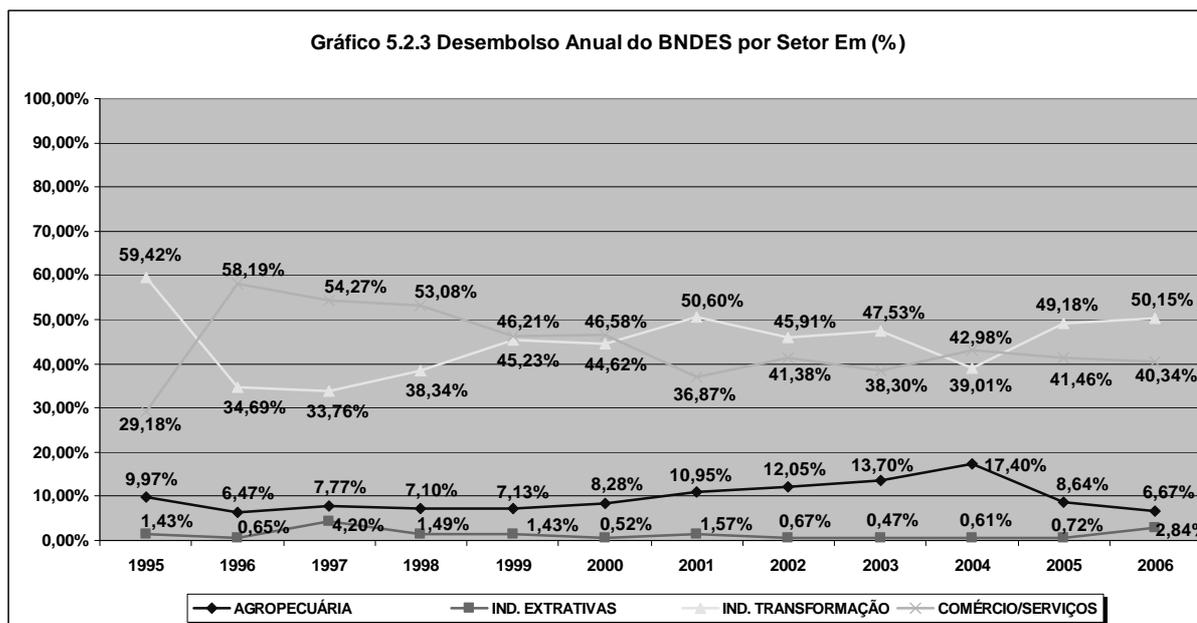
No que diz respeito ao setor industrial extrativista, este permaneceu constante praticamente o período todo analisado com uma média de 1,25%, passando no ano de 2006 a receber 2,84% sobre o total dos desembolsos efetivados pelo BNDES.

Após 1995 onde o setor de transformação recebeu 59,42%, do total dos desembolsos dados pelo banco, houve uma inversão de prioridade tendo em vista que o mesmo passa a destinar a maior parte de seus recursos para o setor de comércio e serviços que obteve em 1996, 58,19% do total dos desembolsos dados pelo banco.

Sendo que somente a partir de 2001 o setor de transformação volta a receber a maior parte dos desembolsos dados pelo banco, e mesmo assim essa diferença entre esses dois setores se torna bem menor. No ano de 2004 o setor de comércio e serviços fica com 42,98%, enquanto o de transformação recebe 39,01%, sobre o total dos desembolsos dados pelo banco.

---

<sup>36</sup>CNAE, Classificação Nacional de Atividades Econômicas, quais sejam: - setor agropecuário, produção agrícola e pecuária; - setor extrativista, composto por indústrias que atuam na extração de minerais; - setores da indústria de transformação, composto por produto alimentício e bebida, produto do fumo, produção têxtil, confecção vestiário e acessórios, couro e artefato, produto de madeira, celulose, papel, editorial e gráfica, refino petróleo, coque e álcool, produto químico, artigos de borracha e plástico, produtos minerais e não metálicos, metalurgia básica, produtos de metal, máquinas e equipamentos, máquinas para escritório e informática, máquinas aparelho e material elétrico, material eletrônico e comunicação, equipamento médico, precisão, automotivo industrial, veículo a motor, outros equipamentos de transporte, móvel, indústria diversas e reciclagem; - setores de comércio e serviços, eletricidade, gás, água quente, captação, tratamento, distribuição de água, construção, comércio e reparação veículos, alojamento e alimentação, transporte terrestre, transporte aquaviário, transporte aéreo, atividade anexa do transporte, correio e telecomunicação, intermediação financeira, atividade imobiliária, serviço a empresas, administração pública e seguridade social, educação, saúde e serviço social, outros serviços coletivos social e pessoal além de organismos internacionais.



Fonte: BNDES

Sendo assim, é importante salientar ainda em relação ao gráfico acima que no período analisado apenas 2 setores sofreram alternância significativa no que diz respeito aos desembolsos dados pelo banco que representam às prioridades dadas nas políticas de financiamento de longo prazo de cada governo.

O setor de comércio e serviços que após ser o maior contemplado no governo FHC até o ano de 2000, permanece relativamente constante a partir de então.

Já o setor de indústria de transformação que perdeu significativamente espaço nos desembolsos do BNDES em detrimento do setor de comércio e serviços no governo FHC, recupera-se no governo Lula, mas não no mesmo nível observado no ano de 1995.

Essa alternância na prioridade dada pelo BNDES está relacionada com as políticas macroeconômicas adotadas pelo governo FHC em favor do PND, direcionando grande parte dos recursos do BNDES para setores comerciais e de serviços (*shopping centers*, turismo, parques temáticos, etc.), definidas como setores prioritários para o modelo então adotado.

Sendo assim, é possível concluir que no período estudado o banco se portou de forma funcional as políticas macroeconômicas adotadas pelos governos FHC e Lula. Através dos dados apresentados no gráfico 5.2.3, é possível verificar a mudança no papel do banco a partir de 1995 até 1999, em favor do apoio financeiro aos setores de comércio e serviços, refletindo de certa forma a política macroeconômica que entre outros aspectos estimulava os processos de privatização.

## Capítulo 6. Conclusão

Este trabalho buscou identificar a atuação do BNDES e suas transformações diante das novas características do padrão do financiamento da economia brasileira, tendo em vista que, desde sua criação na década de 50 até o presente momento o mesmo alterou suas políticas de financiamento aos investimentos de longo prazo de forma significativa.

O BNDES constitui-se na principal fonte de financiamento aos investimentos de longo prazo no país. Criado pela Lei 1.628, de 1952, a fim de financiar a formação da infra-estrutura essencial ao aprofundamento do processo de industrialização brasileiro, o banco tem participado ativamente, desde sua criação, de todas as fases do desenvolvimento nacional.

Na década de 50, o banco concentrou seus financiamentos nos setores de energia e transportes, a partir da década de 60, diversificou suas atividades apoiando principalmente a indústria de base e de bens de consumo, ampliando sua área de atuação e aumentando o financiamento ao setor privado. A partir de 1974, constituiu-se num dos principais instrumentos de execução do II PND, que promoveu o maior esforço de modificação estrutural na economia brasileira desde o Plano de Metas, cujo bloco de investimentos havia sido executado entre 1956 e 1961. Portanto, até fins da década de 70 o banco foi utilizado como instrumento do modelo de desenvolvimento priorizado no país (apoiando a formação da infra-estrutura e implantação de setores industriais no processo de industrialização brasileiro).

Ao longo dos anos 80 e início da década de 90, o banco passou por uma “crise de identidade”, associada aos fatores conjunturais e estruturais externos e internos, que resultaram numa alta instabilidade macroeconômica na economia brasileira.

A partir de 1994 com a estabilização macroeconômica, abertura comercial e as privatizações dadas através do Plano Nacional de Privatização ocorreu uma nova retomada dos financiamentos aos investimentos de longo prazo por parte do BNDES. Nesse período o setor mais contemplado foi o de comércio e serviços (exportação, a privatização e o desenvolvimento urbano e social, *shopping centers*, turismo, parques temáticos, etc.).

Já a partir do ano 2000 o mesmo focou a inclusão social, e o mercado de capitais como forma de fomentar as empresas brasileiras. Tais desembolsos efetuados pelo banco a partir do Plano Real são reflexos de uma política macroeconômica adotada pelos governos desse período, visando apoiar essencialmente à privatização como um dos pilares para se atingir a estabilidade monetária. Sendo possível assim, afirmar que durante esse período o banco ocupou um papel funcional na política macroeconômica brasileira (liberalização financeira, abertura comercial e privatização).

Portanto concluí-se que o banco foi alterando seu papel no contexto do desenvolvimento da economia brasileira desde o pós-guerra, em consonância as transformações, ocorridas no sistema financeiro mundial. Essas adaptações são parcialmente percebidas quando se analisa as contas que constituem seu *funding*, quando se analisa o destino setorial dos desembolsos do banco, assim como, pela análise dos critérios adotados para a concessão dos créditos concedidos pelo banco.

Cabe ressaltar ainda que, existe um debate em relação á necessidade ou não do BNDES, do seu papel desempenhado dentro do contexto atual da economia brasileira. Para PINHEIRO (2007), pelo contexto econômico vivido pela economia brasileira pós Plano Real (1994), aonde se vem desde então, mantendo um controle inflacionário, com privatização das estatais, liberalização financeira e comercial e maior integração com o resto do mundo não havendo assim, a necessidade de se manter os bancos públicos em especial o BNDES.

O mesmo autor coloca ainda que existem outras maneiras mais apropriadas para o Estado intervir no setor financeiro a fim de corrigir possíveis falhas de mercado, dos efeitos negativos da assimetria de informação.

Já para COSTA (1997), a tese do crédito por competitividade se choca com a experiência histórica brasileira. O país não pode resolver os problemas de transferência intersetorial ou espacial de recursos para a agricultura de alimentos, a moradia, o investimento de longo prazo e as regiões atrasadas, através do desenvolvimento espontâneo de seus intermediários financeiros privados. Pois o modelo típico dos países anglo-saxões está baseado em mercado de capitais, o franco-nipônico em crédito público, e somente o germânico em crédito privado, mas com uma forte conglomeração entre o capital bancário e o capital industrial. Hoje, após a abertura do mercado de varejo brasileiro à entrada de bancos estrangeiros, está desmentida a tese de que maior competição por si só implica em empréstimos privados de longo prazo.

## REFERÊNCIAS

ALÉM, Ana Cláudia (1997). “BNDES: Papel, Desempenho e Desafios para o Futuro”, Texto para Discussão número 62, BNDES, novembro.

\_\_\_\_\_ (1998). “O desempenho do BNDES no período recente e as metas da política econômica”, Texto para Discussão número 65, BNDES, julho.

BARROS, J. R. Mendonça de, GOLDENSTEIN, Lídia. Avaliação do processo reestruturação industrial brasileiro. Revista de Economia Política, v. 17, n. 2 (66), abr./jun. 1997.

BATISTA, Jorge Chami. O BNDES e o desenvolvimento brasileiro. Estudos e Pesquisas nº 39. Seminário Especial 50 Anos de Desenvolvimento: o papel do BNDES e do Banco do Nordeste – 1952/2002. Rio de Janeiro, setembro de 2002.

BELLUZZO, Luis G. de M. "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados". In: Economia e Sociedade, n. 4, junho, 1997.

BERNARDINO Silva, Ana Paula da. Fontes de Recursos e Atuação do BNDES sob uma Perspectiva Histórica. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 12, nº 23, P. 53-72, Junho/2005.

BRESSER Pereira, Luís Carlos. Mudanças no Padrão de Financiamento do Investimento no Brasil. Revista de economia política, vol. 7, nº 4, outubro/dezembro/1987.

BENECKE W., Dieter. Renata Nascimento. Opções de Política Econômica para o Brasil. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer, 2003. 460p.

CARDIM, DE CARVALHO FERNANDO. Economia monetária e financeira: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 454p.

\_\_\_\_\_, de Carvalho Fernando. Inovação Financeira e Regulamentação Prudencial: Da regulamentação de Liquidez aos Acordos da Basileia.

\_\_\_\_\_, de Carvalho Fernando. Sistema financeiro, Crescimento e Inclusão.

\_\_\_\_\_, F.J.C; Souza, F.E.P.; Sicsú, J., de Paula, L.F.R. & Studart . Economia Monetária e Financeira: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2000.

CARNEIRO, Ricardo. Desenvolvimento em Crise: A economia brasileira no ultimo quarto do século XX. 1. ed. São Paulo: Unesp, 2002.

CHESNAIS, F. A Mundialização do Capital. 1ª Edição, São Paulo: Xamã Editora, 1996.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo. Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira. São Paulo: Editora da Unicamp Campinas, FAPESP, 1999.

CINTRA, Marcos A. Macedo. FREITAS, Maria Cristina Penido. PRATES, Daniela Magalhães. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. Economia e Sociedade, Campinas, (15): 85-116, dez. 2000.

COSTA, F. N. Circuito de financiamento na economia brasileira. Economia e Sociedade, Campinas, v. 9, p. 69-93, 1997.

CRUZ, P. R. D. Dívida Externa e Política Econômica: a experiência brasileira nos anos setenta. São Paulo: Brasiliense, 1984.

CURRALERO, Cláudia Regina Baddini. A atuação do Sistema BNDES como instituição financeira de fomento no período 1952/1996. Campinas: Unicamp. IE, 1998. (Dissertação, Mestrado).

EICHENGREEN, Barry. A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional. Rio de Janeiro: 34 Ltda, 2000. 286p.

FERRARI, Fernando. (2003). “Uma Avaliação Crítica da Proposta de Conversibilidade Plena do Real,” Texto para Discussão número 235, Revista de Economia Política, julho.

FIORI, José L. (org.). Estados e moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis: Vozes, 1991.

GOLDENSTEIN, Lídia. Repensando a Dependência. Rio de Janeiro: Terra e Paz, 1994. 173p.

LIMA, Pádua Maria Lúcia Labate Mantovanini. Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina. Prefácio: Luiz Gonzaga de Mello Beluzo. ed. São Paulo: bial, 1997

MANTEGA, Guido. O BNDES e o Novo Ciclo de Desenvolvimento. Texto Preparado para Publicação na Revista do BNDES. 2004.

MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa (1994). O BNDES e seus Critérios de Financiamento Industrial: 1952 a 1989. Texto para Discussão número 69, BNDES, dezembro.

PINHEIRO, A. M. R. C. ou CASTELAR, Armando (Org.) ; Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho (Org.) . Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análise e experiências comparadas. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria Ltda., 2007. v. 1. 414 p.

PROCHNIK, Marta. Fontes de Recursos do BNDES. Rio de Janeiro: BNDES, mês. Ano (Texto para Discussão, 1995).

SANDRONI, Paulo. Novíssimo Dicionário de Economia. São Paulo: Best Seller, 1999. 649p.

SANT'ANNA, José. O Sistema Financeiro Internacional. Instituto Rio Branco. Brasília: ed. Câmara dos Deputados. 2005. 201p.

STUDART, R. (1999). O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In Davidson, P.(1999) "Colocando as evidências em ordem : macroeconomia de Keynes versus velho e novo keynesianismo". In Lima, G.T., Sicsú, J. & Paula, L.F. de (orgs.) Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea. RJ: Campus, 1999, p. 151-170.

\_\_\_\_\_, R. Instituições financeiras de desenvolvimento: outra vez, no centro das atenções. Revista Rumos do Desenvolvimento, dez. 1996.