

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

GABRIEL FELIPE MALTEZ DA SILVA

DO SISTEMA FINANCEIRO: O DEBATE SOBRE O PAPEL NO
FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO

Graduação em Ciências Econômicas

SÃO PAULO

2023

GABRIEL FELIPE MALTEZ DA SILVA

DO SISTEMA FINANCEIRO: O DEBATE SOBRE O PAPEL NO
FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO

Monografia apresentada à banca examinadora
da Pontifícia Universidade Católica de São
Paulo, como exigência parcial para obtenção do
título de BACHAREL em Ciências
Econômicas, sob a orientação do(a) prof.(a),
dr.(a) Mariana Ribeiro Jansen Ferreira.

São Paulo

2023

Sistemas de Bibliotecas da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo -
Ficha Catalográfica com dados fornecidos pelo autor

Maltez da Silva, Gabriel Felipe
DO SISTEMA FINANCEIRO: O DEBATE SOBRE O PAPEL NO
FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
BRASILEIRO. / Gabriel Felipe Maltez da Silva. --
São Paulo: [s.n.], 2023.
55p. il. ; cm.

Orientador: Mariana Ribeiro Jansen Ferreira.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) --
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo,
Graduação em Ciências Econômicas, 2023.

1. Sistema financeiro nacional. 2. BNDES. 3.
Financiamento. 4. Endividamento. I. Jansen
Ferreira, Mariana Ribeiro. II. Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo, Graduação em
Ciências Econômicas. III. Título.

CDD

Banca Examinadora

Me. Carlos Eduardo Figueiredo Cabral

Dr. Júlio Manuel Pires

Dr(a). Mariana Ribeiro Jansen Ferreira

Dedico esta obra à minha família, aos meus amigos e à comunidade da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo pelo constante apoio e encorajamento.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha mãe, Maria Simone, por todos os esforços e sacrifícios empregados durante a minha jornada.

Agradeço aos meus amigos pelo apoio e companheirismo no quais este trabalho certamente encontrou respaldo.

Agradeço imensamente à minha orientadora, Mariana, por toda a paciência, empenho e crédito dado a este trabalho.

Por fim, agradeço à comunidade docente da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo por encorajar seus estudantes a construir um Brasil melhor.

“Há todo um velho mundo ainda por destruir e
todo um novo mundo a construir. Mas nós
conseguiremos, jovens amigos, não é verdade?”

Rosa Luxemburgo

RESUMO

O tema principal deste trabalho é o debate sobre o papel do sistema financeiro no financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro. O objetivo central foi o levantamento (a partir da análise comparativa de bibliografias de diferentes vertentes de pensamento e metodologia) da discussão sobre a atrofia do sistema financeiro privado e a hipertrofia do sistema financeiro público ante ao estudo de caso da experiência histórica do BNDES durante a década de 2010. Como objetivos específicos foram elencados: o levantamento de diferentes posições teóricas referentes ao debate sobre o papel do sistema financeiro no financiamento do processo de desenvolvimento econômico brasileiro; organização das posições levantadas em dois grupos: O primeiro, de orientação desenvolvimentista, e o segundo, de tendência “liberal; e por fim, o exame da procedência dos argumentos explorados em vista da experiência histórica do BNDES durante a década de 2010. A justificativa desta pesquisa encontra-se na possibilidade de o referido debate oferecer esclarecimentos sobre a natureza do sistema financeiro nacional, suas diferentes funções sociais e seu papel histórico na trajetória econômica brasileira. A hipótese norteadora deste trabalho é a de que a atrofia do sistema financeiro nacional observada pelos desenvolvimentistas, ao ser contraposta com a tese liberal de que essa mesma atrofia poderia ser explicada por uma hipertrofia do sistema público, pode contribuir para o entendimento das proporções tomadas pelo BNDES e outros bancos públicos na década de 2010. Para a realização dos objetivos estabelecidos empreenderam-se análises comparativas de elementos teóricos, historiográficos e estatísticos, estando estes presentes tanto na literatura selecionada quanto nos sites da IPEA, Banco Central e BNDES. As análises empreendidas revelaram uma falha macroeconômica estrutural constituída a partir da instituição de mecanismos de indexação durante a década de 1960, sendo esta um fator determinante para a incapacitação da maturação das dívidas do setor financeiro privado, assim como o protagonismo do sistema financeiro público no financiamento de setores chaves da economia brasileira durante a maior parte da segunda metade do século XX assim como na década de 2010.

Palavras-chave: Sistema financeiro nacional; financiamento; BNDES; endividamento; sistema financeiro privado.

ABSTRACT

The main theme of this paper is the debate about the role of the financial system in financing the Brazilian economic development. The central objective was to survey (based on a comparative analysis of bibliographies of different strands of thought and methodology) the discussion on the atrophy of the private financial system and the hypertrophy of the public financial system before the case study of the BNDES' historical experience during the 2010s. The following specific objectives were listed: a survey of different theoretical positions regarding the debate on the role of the financial system in financing the process of Brazilian economic development; the organization of the positions raised in two groups: the first, with a developmentalist orientation, and the second, with a "liberal" tendency; and finally, the examination of the validity of the arguments explored in view of the BNDES' historical experience during the 2010s. The justification for this research lies in the possibility that the aforementioned debate may offer clarifications on the nature of the national financial system, its different social functions and its historical role in Brazil's economic trajectory. The guiding hypothesis of this study is that the atrophy of the national financial system observed by developmentalists, when contrasted with the liberal thesis that this same atrophy could be explained by a hypertrophy of the public system, may contribute to understanding the proportions taken by the BNDES and other public banks in the 2010s. In order to achieve the established objectives, comparative analyses of theoretical, historiographic and statistical elements were undertaken, which were present both in the selected literature and on the websites of IPEA, the Central Bank and BNDES. The analyses conducted revealed a structural macroeconomic failure constituted from the institution of indexation mechanisms during the 1960s, this being a determining factor for the incapacitation of the maturation of debts of the private financial sector, as well as the protagonism of the public financial system in financing key sectors of the Brazilian economy during most of the second half of the twentieth century as well as in the decade of 2010.

Keywords: National financial system; financing; BNDES; indebtedness; private financial system.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Desembolsos BNDES - R\$ (milhões)	43
Gráfico 2 - Comparação - Desembolsos Infraestrutura x FBCF - Infraestrutura	45

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Reforma Bancária: Demais medidas e reformas (1964-1970)..... 18

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Desembolsos do sistema BNDES - R\$ (milhões) por tipo de intermediação	44
Tabela 2 - Desembolsos do sistema BNDES - R\$ (milhões) pelo tamanho da empresa receptora	45

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	14
1. A Perspectiva Heterodoxa: A escassez de capitais privados e o protagonismo do sistema financeiro público	16
1.1 Antecedentes às reformas institucionais de 1964	16
1.2 Reformas estruturais (1964-1970): Principais mudanças no âmbito financeiro	17
1.3 Diagnósticos das problemáticas do processo de acumulação brasileiro pós-1964	19
1.4 Exame das problemáticas brasileiras sob a ótica das vertentes heterodoxas	21
1.4.1 Breve exposição teórica	21
1.4.2 Exame teórico frente à literatura heterodoxa	23
1.5 A persistência contemporânea da tendência altista nos juros nacionais	25
1.6 Considerações finais sobre o Capítulo 1	26
2. A Perspectiva Ortodoxa: <i>Crowding Out</i> dos agentes privados	28
2.1 Fundamentos históricos e teóricos do argumento ortodoxo	28
2.2 A tese liberal: <i>Crowding out</i> dos agentes privados	30
2.2.1 Os argumentos e formalizações de Armando Castelar Pinheiro	30
2.2.2 <i>Crowding out</i> : oferta e demanda	34
2.2.3 Comentários adicionais	35
2.3 Considerações finais sobre o Capítulo 2	36
3. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – Uma análise histórica e estatística	38
3.1 Análise histórica e estatística	38
3.1.1 Experiência histórica (1952-2018)	38
3.1.1.1 Relação banco-cenário macroeconômico (1952-1996)	38
3.1.1.2 Planejamento (1983-2017)	39
3.1.1.3 Análise setorial: desembolsos/aprovações e financiamentos (1952-2018)	40
3.1.2 Análise estatística e bibliografia auxiliar	42
3.1.3 O BNDES, a TJLP e a TLP	47
3.2 Considerações finais sobre o Capítulo 3	49
CONSIDERAÇÕES FINAIS	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54

INTRODUÇÃO

Considerando sua presença “oblíqua” desde os primórdios da ciência econômica ou o seu efetivo “despontar” no debate acadêmico a partir do século XX, a discussão sobre os fatores determinantes do processo de desenvolvimento econômico foi e ainda é um tema de notável relevância para incontáveis pesquisadores. Dentre seus inúmeros temas agregados, é possível apontar a problemática do financiamento como particularmente importante; afinal, dados os diversos projetos e estratégias para o desenvolvimento econômico e social propostos, como seria possível o financiamento destes? Pensadores como Schumpeter (1912) e Keynes (1936) já haviam constatado a importância do crédito financeiro como potencializador indelével dos investimentos e inovações necessárias para a continuidade do referido processo.

Esta discussão assume ainda maior destaque quando se trata de países como o Brasil, marcados pelo endividamento desde sua origem como Estados independentes, além da fragilização provinda de suas condições previamente coloniais (CASTRO, 2009, p. 75). Nesse contexto, dada a impossibilidade de financiamento somente via tributos, o sistema financeiro chama atenção como opção viável. Mas qual seria o seu papel e até onde se estenderia a sua importância? Quais tipos de instituições financeiras seriam as mais apropriadas para este fim?

Enquanto economistas como Maria da Conceição Tavares (1974), Lavínia Barros de Castro (2008) e Hildete Pereira de Melo (2011) se utilizaram de análises estruturais do sistema financeiro nacional para contextualizar problemas crônicos (sobrevalorização das taxas de juros, entre outros) capazes de auxiliar e dar suporte à hipótese de que a escassez de capitais privados teria tido como consequência o protagonismo do sistema financeiro público no processo de financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro, pensadores liberais como Armando Castelar Pinheiro, Cláudio Haddad e Péricio Arida (2005) antagonizaram as colocações de seus colegas heterodoxos através de seu respaldo à tese do *crowding out* dos agentes privados da estrutura financeira nacional devido a uma suposta hipertrofia do sistema financeiro público, sendo este último avaliado como ineficiente e incapaz de alocar de forma satisfatória os recursos que poderiam ser geridos pelo setor privado (PINHEIRO, 2007, p. 195). A intensa sobreposição de argumentos provenientes de heurísticas distintas, por sua vez, sugere que o debate se mantém relevante na medida em que, acima de tudo, tem o potencial de oferecer novos insights e esclarecimentos sobre a própria realidade financeira nacional.

Sendo assim, este trabalho tem como principal objetivo o levantamento (a partir da análise comparativa de bibliografias de diferentes vertentes e metodologias) da discussão sobre

a atrofia do sistema financeiro privado e a hipertrofia do sistema financeiro público ante ao estudo de caso da experiência histórica do BNDES durante a década de 2010. Sua hipótese norteadora é de que a atrofia do sistema financeiro nacional observada pelos desenvolvimentistas, ao ser contraposta com a tese liberal de que essa mesma problemática poderia ser explicada por uma hipertrofia do sistema público, seria capaz de contribuir para o entendimento das proporções tomadas pelo BNDES (principal banco de investimento nacional) na década de 2010. A metodologia adotada, por sua vez, consiste na revisão bibliográfica e análise crítica dos textos selecionados para a discussão, assim como a posterior análise estatística dos dados fornecidos pelo BNDES e o Banco Central do Brasil durante o recorte temporal explicitado.

A estrutura deste trabalho é constituída por esta breve introdução, assim como três capítulos e um segmento conclusivo. O primeiro capítulo terá como temática as posições da vertente desenvolvimentista, sendo estas norteadas pela tese de que a escassez de capitais privados teve como consequência o protagonismo do sistema financeiro público no processo de financiamento do desenvolvimento econômico.

No segundo capítulo serão abordados os posicionamentos de cunho liberal sobre o papel do sistema financeiro no processo de desenvolvimento econômico brasileiro. A análise será orientada pela tese principal de como a hipertrofia do sistema financeiro público acabou por ocasionar a atrofia do privado. É importante ressaltar que os dois primeiros capítulos os argumentos e seus aspectos secundários serão organizados de acordo com a sua importância explicativa para a tese central.

Por fim, o último capítulo apresentará um estudo de caso da experiência histórica do BNDES (com enfoque na década de 2010) a partir de análises críticas de literaturas tangentes e um exame estatístico simples. A expectativa é que os argumentos e posições compiladas ao longo dos dois primeiros capítulos possam nortear de maneira explicativa a natureza dos procederes e as proporções tomadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (principal representante do sistema financeiro público brasileiro) no referido recorte histórico.

1. A Perspectiva Heterodoxa: A escassez de capitais privados e o protagonismo do sistema financeiro público

O objetivo deste capítulo é, mediante exame de um arcabouço teórico constituído por autores de orientação econômica heterodoxa, evidenciar e explorar os meandros da hipótese de que a escassez de capitais privados teve como consequência o protagonismo do sistema financeiro público no processo de financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro. O capítulo terá sua sustentação central nas contribuições deixadas por Maria da Conceição Tavares em seu ensaio *“Natureza e Contradições do Desenvolvimento Financeiro Recente”*, parte integrante do clássico *“Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro”* (1974). Suas conclusões implícitas, por sua vez, serão reafirmadas a partir do suporte dos seguintes artigos: *“Financiamento e Crescimento Econômico: Uma Visão Geral da Literatura e Posicionamento no Debate”* (CASTRO, 2008), *“Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana”* (DE PAULA, 2013), *“O desenvolvimentismo no projeto liberal: o PAEG e o BNDE”* (MELO, COSTA, ARAUJO & CAPUTO, 2011) e *“O papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP”* (PEREIRA & MITERHOF, 2018).

O capítulo terá como ponto de partida uma abordagem sobre os antecedentes econômicos que caracterizariam o momento imediatamente anterior ao golpe militar de 1964, assim como as reformas realizadas no bojo desta ruptura institucional, momento paradigmático para o sistema financeiro nacional.

1.1 Antecedentes às reformas institucionais de 1964

Em seu ensaio *“Natureza e Contradições do Desenvolvimento Financeiro Recente”*, Maria da Conceição Tavares (1974) contextualiza a conjuntura econômica brasileira da primeira metade da década de 1960 como problemática. A autora enfoca três elementos: havia uma necessidade de se encontrar fontes de financiamento mais dinâmicas, visto que os meios anteriores utilizaram o mecanismo inflacionário interno e de endividamento externo até o seu limite; reduzido poder de compra das camadas sociais médias; impossibilidade crescente de autofinanciamento por parte do Governo e das empresas (TAVARES, 1974, p. 218).

A respeito destas problemáticas, Tavares (1974, p. 219) destaca o papel organizacional do sistema financeiro, sendo este estruturalmente incapaz (dadas as suas limitações institucionais) de proporcionar as soluções necessárias para as necessidades vigentes da economia brasileira. Além disso, a entrada de capitais estrangeiros se tornava cada vez mais escassa, dada a crise econômico-política do binômio de 1962-63. Ou seja, o Brasil enfrentava sérios obstáculos para a continuidade de seu crescimento (estrangulamentos internos e externos).

Dessa forma, com o advento do novo regime em 1964, ascendeu ao poder uma nova direção econômica (chefeada pelos economistas Roberto Campos e Octavio Gouveia de Bulhões), sendo esta convergente às teses do liberalismo, procurando soluções econômicas no combate à dita “repressão financeira” (alinhados com as análises de Gurley-Shaw) (CASTRO, 2008, p. 300) e na capacitação dos aparatos financeiros privados, em contrapartida ao enfoque às instituições públicas, marca do governo antecessor. Assim, seguiu-se um processo de modernização e sofisticação do Estado e suas instituições sob o estandarte de uma maior liberdade do setor privado.

1.2 Reformas estruturais (1964-1970): Principais mudanças no âmbito financeiro

Com o objetivo de combater a inflação e os desequilíbrios externos, concomitantemente com a retomada e manutenção do crescimento econômico, a nova equipe econômica criou o PAEG (Programa de Ação Econômica do Governo), que contemplava uma série de medidas/reformas, dentre as quais estava a reforma bancária. Esta última seria responsável pela reorganização do sistema financeiro nacional por meio de uma série de medidas, tais como a criação do Banco Central, do Conselho Monetário Nacional (substituto da Superintendência de Moeda e Crédito), além da redefinição das funções do Banco do Brasil (DE MELO, 2011, p. 6). Além disso, o programa também almejava dinamizar os mercados de crédito e de capitais.

Tavares (1974) destaca:

Quadro 1 - Reforma Bancária: Demais medidas e reformas (1964-1970)	
Inovações financeiras institucionais	<ul style="list-style-type: none"> • Criação do Sistema Nacional de Habitação, centralizado no Banco Nacional de Habitação; • Criação das sociedades de créditos imobiliário e carteiras imobiliárias nas financeiras.
Implementações	<ul style="list-style-type: none"> • Introdução da cláusula de correção monetária em quase todas as operações do sistema financeiro; • Resolução para a facilitação da entrada de capitais externos na economia; • Implementação de incentivos fiscais através de deduções do imposto de renda para certas aplicações financeiras (tais como ações, debêntures e outros tipos).
Novas regulações	<ul style="list-style-type: none"> • Regulamentação das formas gerais de operação da totalidade dos tipos de instituições financeiras; • Regulamentação do funcionamento dos Bancos de Investimento quanto à operação de créditos de médio e longo prazo; • Regulamentação e modernização das operações nas Bolsas de Valores.
Reformulações	<ul style="list-style-type: none"> • Reformulação do sistema de operação das financeiras para orientá-las às atividades de oferta de crédito ao consumidor (e assim não as tornar concorrentes dos bancos de investimentos).

Fonte: Elaboração própria com base em Tavares (1974).

Dessa forma, como observado por Hildete Pereira de Melo em seu artigo “*O desenvolvimentismo no projeto liberal: o PAEG e o BNDE*” (2011, p. 6), fica evidente a intenção dos novos dirigentes da economia em redesenhar a estrutura financeira brasileira por meio de mecanismos que possibilitassem o financiamento do desenvolvimento através do mercado de capitais. Mais especificamente, o financiamento de curto prazo seria ocupado pelos bancos comerciais enquanto o financiamento de longo prazo seria um encargo dos bancos de investimento.

A configuração da estrutura financeira brasileira de fato foi alterada. Durante o período examinado por Tavares (1974, p. 225), é possível notar que os bancos de investimento, juntamente com o novo subsistema financeiro de habitação, ganharam importância relativa na oferta total do crédito oferecido ao setor privado. A estrutura de ativos financeiros também sofreu alterações, dada a preponderância crescente dos ativos provenientes de instituições extrabancárias na composição total dos ativos financeiros em poder público (em detrimento dos ativos monetários). Por fim, também é importante ressaltar o intenso processo de concentração bancária causado pelo aumento dos custos financeiros de operação, o qual cristalizou-se em numerosas fusões e reconcentrações durante o período (bancos comerciais vão de 335 em 1962

para 195 em 1970) (TAVARES, 1974, p. 225-226). A autora sintetiza as transformações financeiras estruturais da economia através da seguinte afirmação:

A formação de novos grupos financeiros estrangeiros e a rearticulação de alguns velhos grupos nacionais, tendo como centro os bancos de investimento e mediante a fusão prévia de bancos comerciais e grupação de financeiras, com a sua constelação de agências corretoras e distribuidoras de títulos, é a tendência recente mais importante do processo de reconcentração financeira (TAVARES, 1974, p. 228).

No entanto, cabe questionar se tais reformas/mudanças tiveram efetividade em promover essa transição do *funding* público para o privado. Ou melhor, teriam sido essas reformas e mudanças na configuração da estrutura financeira nacional uma influência verdadeiramente significativa no processo de desenvolvimento econômico em si?

1.3 Diagnósticos das problemáticas do processo de acumulação brasileiro pós-1964

As reformas institucionais no âmbito do sistema financeiro foram importantes para diversos fins. O mais importante talvez tenha sido o desligamento do financiamento da economia de mecanismos necessariamente ligados à emissão primária de meios de pagamento. De acordo com Tavares (1974, p. 228), tal fato se deu principalmente pelo notável crescimento da participação relativa dos ativos não monetários na totalidade dos ativos financeiros da economia. Enquanto no âmbito do setor público os instrumentos da dívida pública (tais como as ORTNs, Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) ganhavam protagonismo por meio de sua função como mecanismo de financiamento de uma parcela crescente do gasto público (além de também servirem como instrumentos de absorção da liquidez da economia através de sua emissão em proporções superiores ao financiamento do déficit do caixa do Tesouro), no setor privado eram os aceites cambiais e o crédito extrabancário que ganhavam importância relativa no financiamento dos consumidores e do capital de giro das empresas e na totalidade do crédito aos setores privados (de 6% em 1964 para 17% em 1970), respectivamente (TAVARES, 1974, p. 230). Dessa forma, a aplicação de medidas monetárias restritivas não impactaria tanto o financiamento da economia como em outrora.

Além deste, também pode-se citar a promoção de uma maior diversificação das relações de crédito e débito na economia brasileira, a qual permitiu a expansão do crédito extrabancário (TAVARES, 1974, p. 230), o que, por sua vez, juntamente com o sistema financeiro habitacional, habilitou o crescimento da oferta de crédito ao setor privado (mesmo em períodos de políticas fiscais e monetárias de natureza restritivas). Dessa forma, o aumento da liquidez promovido pelos referidos mecanismos possibilitou um “destravamento” do consumo de

camadas sociais médias via expansão da liquidez, e, por conseguinte, do endividamento privado extrabancário.

Em suma, não se pode dizer que as mudanças institucionais tiveram impacto nulo sobre a economia brasileira de modo geral. Apesar disso, até o momento da publicação de seu ensaio (ano de 1974), a autora constatou ganhos de autonomia por parte da órbita financeira que não se converteram de maneira decisiva em um aumento da taxa global de poupança interna da economia (TAVARES, 1974, p. 233).

Por meio da teoria do Capital Financeiro desenvolvida por Hilferding¹, Tavares (1974, p. 234) busca explicitar como a acumulação financeira² não apresenta relações diretas com o processo de poupança-investimento pelo fato desta não resultar necessariamente na acumulação de ativos reais, o que leva a conclusão da separação de funções entre capitalista e empresário (TAVARES, 1974, p. 235). Defronta-se com a problemática da reconversão/articulação do capital financeiro em capital produtivo e com a possibilidade do descompasso entre essas duas órbitas (condição esta que, quando acentuada, engendra a possibilidade de crises).

Ao analisar o caso brasileiro, a autora destaca a expansão da dívida pública (ORTN) dos consumidores, das empresas produtoras de bens duráveis (aceites cambiais) e a expansão imobiliária (letras imobiliárias) como as principais tendências caracterizantes do processo de acumulação financeira pós-reformas. Estas, por sua vez, ocasionaram inegáveis efeitos depressivos sobre as empresas, tais como o aumento de seus custos financeiros e o estrangulamento de suas possibilidades de acumulação interna através da depreciação de suas taxas de lucro líquido (TAVARES, 1974, p. 240). Ainda de acordo com Tavares (1974), estas disfuncionalidades ao setor produtivo da economia estariam associadas aos diversos mecanismos de correção monetária presentes no sistema financeiro, os quais seriam responsáveis tanto pela institucionalização de condições inflacionárias quanto pela elevação do patamar das taxas de juros da economia.

Por fim, a economista expõe uma conjuntura de altíssimos juros (engendrados pelos mecanismos de correção monetária) que tende a concentrar recursos na órbita financeira em detrimento da economia real, além de desestimular a implantação do crédito privado de longo prazo (TAVARES, 1974, p. 243). A exposição é resumida da seguinte maneira:

¹ Importante economista austríaco marxista, responsável pela obra *O Capital Financeiro*, publicada no ano de 1910.

² Aqui compreendida como a capitalização de rendas obtidas a partir de títulos financeiros que constituem “capital” apenas no sentido genérico de um direito de propriedade sobre uma renda (TAVARES, 1974, p. 234).

Em síntese, o problema da instabilidade estrutural deste processo de expansão financeira não está apenas na divergência de ritmos de acumulação entre ativos reais e financeiros, mas sim no caráter recorrente do processo em curso, que tende a uma redistribuição contínua do excedente em favor da órbita financeira, a qual, se for mantida além de suas possibilidades reais de sustentação, poderá provocar uma ruptura crítica da expansão econômica prazo (TAVARES, 1974, p. 245).

Dessa forma, mediante a análise do ensaio de Tavares (1974), é possível perceber que as reformas financeiras modernizantes, mesmo em seu ímpeto de melhorar as relações de intermediação financeira entre os agentes econômicos, acabaram engendrando um sistema financeiro problemático, de tendências especulativas e pouco interessado no financiamento da economia a longo prazo (do qual as agências públicas de desenvolvimento logo se ocuparam).

Por conseguinte, será feita uma análise das referidas problemáticas a partir do prisma teórico das teorias keynesiana/pós-keynesiana e histórico-institucional, ambas de teor heterodoxo.

1.4 Exame das problemáticas brasileiras sob a ótica das vertentes heterodoxas

1.4.1 Breve exposição teórica

Ao se abordar as vertentes teóricas pertencentes ou identificadas como heterodoxas (levando em conta a questão do financiamento da economia), é importante destacar como, desde a gênese do desenvolvimento destas, existe uma preocupação imanente quanto as causalidades e o funcionamento sistêmico das variáveis determinantes do crescimento econômico. Como exemplo, pode-se citar a teoria de Schumpeter, que atribui à oferta de crédito bancário um papel chave no financiamento das inovações necessárias para a continuidade da trajetória do sistema econômico (CASTRO, 2008, p. 278). Apesar disso, é consensual acreditar que a ótica heterodoxa ganha impulso e terreno em praticamente todos os âmbitos da ciência econômica com o advento da teoria keynesiana.

Dentre as principais contribuições da teoria keynesiana, Luiz Fernando de Paula (2013) destaca: a criação de uma nova ótica sobre atividade bancária (criação de liquidez para a economia e não uma mera intermediação entre agentes superavitários e deficitários); a tese da endogeneidade da moeda (da qual se desprende a possibilidade de criação de depósitos bancários a partir dos processos de concessão de crédito); a concepção da poupança não como pré-condição para o investimento, mas como uma consequência deste (sendo as possibilidades de financiamento muito mais relevantes para o fim do investimento do que a poupança); e as

expectativas de longo prazo dos empresários e a disponibilidade de crédito pelo setor bancário como pré-condições para o investimento (DE PAULA, 2013, p. 374-375).

Outro ponto relevante da teoria keynesiana (em especial no tocante do desenvolvimento da economia) é o processo do financiamento da formação de capital, o qual seria composto por duas etapas: o *finance*, compreendido como a demanda inicial por moeda provida pelo setor bancário para a firma que decide investir; e o segundo momento no qual a poupança é utilizada para fazer frente às despesas do investimento (DE PAULA, 2013, p. 376). Este processo de maturação das dívidas de curto prazo em obrigações de longo prazo é denominado *funding*. Cabe ressaltar que o *finance* não necessitaria da existência prévia de poupança (DE PAULA, 2013, p. 378). Pode-se concluir que, para Keynes, o investimento era um fator imprescindível para o crescimento, mas para esta causalidade ser funcional, era necessário que o influxo de recursos líquidos se mantivesse durante toda a duração do investimento.

A partir da teoria keynesiana, outros autores aprofundaram-se nas nuances das relações entre o sistema financeiro e o financiamento da economia, expondo intersecções muitas vezes problemáticas. A vertente pós-keynesiana apresentou uma preocupação especial com a questão do *funding*, visto que a incerteza sobre cenários futuros poderia gerar uma conjuntura na qual os poupadore se manteriam líquidos; dessa forma, impossibilitando que seus recursos sejam canalizados pelo mercado financeiro e, em última instância, o processo do *funding* em si (DE PAULA, 2013, p. 379).

Hyman P. Minsky (apud DE PAULA, 2013, p. 380), considerado por muitos como um dos principais autores pós-keynesianos, destacou o papel ambíguo dos mercados financeiros em seu suporte ao crescimento sustentado, visto que, ao mesmo tempo que o processo de *funding* é fundamental para a mitigação do crescimento da fragilidade financeira (imanente ao aumento do endividamento de uma economia em crescimento), a ação de especuladores traz consigo alto potencial desestabilizador, visto que a priorização do curto prazo sobre o longo prazo presente neste cenário entra em conflito com o já citado processo de maturação de dívidas.

Outro fator interessante no âmbito da teoria pós-keynesiana é a análise estrutural dos mercados financeiros, visto que, de acordo com De Paula (2013, p. 380): “...a falta de mercados financeiros organizados e bem desenvolvidos pode fazer com que o financiamento tenda a ser de mais curto prazo e o racionamento de crédito pode ocorrer em tempos de crescimento, diminuindo a capacidade de expansão da economia”.

Seguindo as abordagens heterodoxas, chega-se à abordagem histórica-institucional, cujas principais contribuições englobam os trabalhos de Gerschenkon (1973) e Zysman (1983). A análise histórico-institucional, ao contemplar uma variedade de configurações para os sistemas financeiros, expõe a inexistência de um modelo ideal ou universal para dar suporte ao desenvolvimento econômico (DE PAULA, 2013, p. 386). Dessa forma, apresenta uma metodologia menos normativa (como na tradição keynesiana/pós-keynesiana), com foco nas especificidades históricas e institucionais de cada país (aspectos estruturais, estágio de desenvolvimento econômico, entre outros). Neste contexto, o conceito de eficiência do sistema financeiro (sua capacidade em alocar a poupança dos agentes de forma eficiente) é substituído pelo de funcionalidade:

Um sistema financeiro é funcional para o processo de desenvolvimento quando ele expande o uso de recursos existentes no processo de desenvolvimento econômico com um mínimo aumento possível na fragilidade financeira e outros desequilíbrios que possam deter o processo de crescimento por razões puramente financeiras. (STUDART, 1995-96, p. 64).

Dessa forma, a metodologia histórico-dedutiva apresenta convergência tanto com as contribuições teóricas heterodoxas anteriormente abordadas, sintetizando em si as contribuições keynesianas (financiamento dos investimentos) e pós-keynesianos (redução da fragilidade financeira da economia) (DE PAULA, 2013, p. 383).

1.4.2 Exame teórico frente à literatura heterodoxa

A utilização dos instrumentos teóricos disponibilizados pelas teorias heterodoxas contempladas há pouco permite que sejam feitas considerações, tanto de natureza crítica quanto teórica, em relação às problemáticas financeiras brasileiras expostas por Maria da Conceição Tavares.

Ao se considerar o processo *finance/funding* de maturação das aplicações financeiras (de curto/médio para longo prazo), imprescindível para a manutenção de um crescimento econômico sustentado, e a própria natureza do sistema financeiro brasileiro pós-reformas como posto por Tavares (1974), é possível observar que a característica tendência inflacionária presente no SFN (proveniente dos numerosos mecanismos de correção monetária implantados) acabou por pressionar as taxas de juros para cima de forma artificial, o que, por sua vez, acabou minando o interesse do crédito privado nas aplicações de longo prazo. Dessa forma, a completude do processo do *funding* era inviabilizada do ponto de vista privado.

Do ponto de vista pós-keynesiano/minskiano, a estrutura financeira brasileira também poderia ser considerada como altamente problemática, visto que sua principal tendência (expansão da dívida pública dos consumidores e das empresas) incorreria diretamente no aumento da fragilidade financeira da economia como um todo. A conjuntura se agrava ainda mais ao se retomar a questão do *funding*, visto que, inviabilizado, não é capaz de mitigar o crescimento desta mesma fragilidade. A especulação financeira exposta por Maria da Conceição Tavares (com presença notável no mercado de capitais) também tem potencial deletério neste prisma teórico, já que a concentração de ativos no curto prazo desmobilizaria a canalização destes mesmos recursos para as obrigações de longo prazo (o que incide mais uma vez na inviabilidade do *funding* privado).

Ainda no âmbito pós-keynesiano, vale observar como a avaliação dos autores sobre as possibilidades teóricas contempladas por um sistema financeiro não desenvolvido acabou por convergir com a história econômica imediatamente posterior ao período estudado:

Na ausência de instituições e mercados financeiros desenvolvidos, em período de expectativas otimistas, em função da escassez de fontes apropriadas de financiamento, os investimentos planejados podem ser financiados por alguma combinação entre ações, crédito de curto prazo e, em função da disponibilidade e condições, de empréstimos externos. Neste caso, a estrutura inadequada de financiamento do investimento será caracterizada pelo maior grau de descasamento de prazos e moedas, e, consequentemente, de maiores riscos na economia e logo maior fragilidade financeira (De Paula, 2013, p. 381).

Por conseguinte, a metodologia histórico-institucional, levando em conta os aspectos históricos e institucionais da economia brasileira, traz uma série de esclarecimentos de natureza teórica para aparentes contradições históricas.

Os autores do artigo “*O desenvolvimentismo no projeto liberal: o PAEG e o BNDE*” (2011), expõem uma contradição aparente, ao contrastar o ideário de inspiração das reformas e suas intenções iniciais com a real procedência histórica dos fatos. Ou seja, mesmo com o objetivo inicial de tornar o mercado de capitais privado o motor de financiamento da economia, o que aconteceu de fato não foi uma diminuição da intervenção estatal, mas sim um aumento de recursos e a criação de fundos diversos no âmbito do BNDE. Como explicação para esta contradição, a autora aponta tanto para impossibilidade dos bancos de investimento em substituir de maneira imediata o financiamento fornecido pelas vias públicas (MELO, COSTA, ARAUJO & CAPUTO, 2011, p. 23) quanto para a falta de interesse dos investidores privados (nacionais e estrangeiros) em aportarem seus recursos nas áreas de infraestrutura e na indústria pesada e de insumos da economia brasileira (MELO, COSTA, ARAUJO & CAPUTO, 2011, p. 24).

Para complementar e ajudar a explicar a contradição exposta por Pereira de Melo, são bem vindas tanto as exposições de Tavares (que explicam a falta de interesse dos investidores privados através da estrutura de juros altistas do SFN) como a breve análise histórico-institucional feita por Lavínia Barros de Castro em seu artigo *“Financiamento e Crescimento Econômico: Uma Visão Geral da Literatura e Posicionamento no Debate”* (2008). De acordo com Castro (2008):

Nesse sentido (e, portanto, em função de razões histórico-institucionais específicas), o BNDES acabou por atuar como um substituto gerschenkroniano para a promoção da industrialização tardia (no caso, uma experiência de late-late-development). Dada a inexistência de fontes privadas de financiamento de longo prazo, o crédito público foi fundamental para o processo de desenvolvimento. A bem dizer, a experiência brasileira se caracterizou pela forte presença do Estado no âmbito do financiamento de longo prazo, mas também pelo uso intensivo de fontes externas de financiamento (muitas vezes, utilizando instrumentos públicos de garantias, tais como os avais do BNDES), pelo fraco desenvolvimento do mercado de capitais (apesar de algum florescimento ao final dos anos 1960 e início dos anos 1970), pela manutenção da importância do mercado informal de crédito (independentemente das tentativas de dissipá-lo, nos anos 1960) e pela presença do autofinanciamento como fonte importante de recursos (p. 300).

De qualquer forma, ainda se mostra necessário o exame de evidências contemporâneas capazes de sugerir a continuidade histórica das tendências financeiras observadas neste capítulo, assim como o impacto destas sobre a história recente da economia brasileira.

1.5 A persistência contemporânea da tendência altista nos juros nacionais

Uma breve análise de trabalhos recentes sobre a problemática dos juros nacionais permite o vislumbre da continuidade do debate abordado neste capítulo. Ao discutirem as causas para a suposta alta dos juros brasileiros, Thiago Rabelo Pereira e Marcelo Trindade Miterhof em seu artigo *“O papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP”* (2018) apontam uma série de causas estruturais para a problemática, tais como as dificuldades históricas para com a balança de pagamentos, as exigências cambiais atreladas ao sistema de metas de inflação e a estrutura de ativos financeiros atrelados à taxa do CDI (com base na taxa básica de juros SELIC determinada pelo Banco Central conjuntamente com o Comitê de Política Econômica), também conhecida como *overnight*. (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 882). Para estes autores, aquilo que chamam de “deformação institucional” ou “falha macroeconômica dos juros” se dá da seguinte forma:

O sistema financeiro comercial tem um custo de oportunidade imbatível: juro alto, de curtíssimo prazo (1 dia), operando em geral em instrumentos pós-fixados indexados

à taxa do overnight e com a segurança dos títulos públicos federais (TPFs). Nesse contexto, a demanda por títulos públicos de prazos mais longos e prefixados, como os de cinco anos, é menos relevante e mais volátil. (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 884).

Enquanto isso, as taxas de juros de longo prazo tornar-se-iam excessivamente voláteis se comparadas às de curto prazo graças às expectativas atreladas à própria evolução futura da taxa SELIC e ao prêmio de risco agregado pela aplicação em ativos de maior duração. (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 884). Dessa forma, ao observar as semelhanças entre o que foi estabelecido por Maria da Conceição Tavares (1974) (institucionalização de mecanismos de correção monetária responsáveis por uma alta de juros, que por sua vez, redistribuiria os recursos financeiros de forma desigual entre o curto e o longo prazo) e as colocações de Pereira e Miterhof (2018), é possível apontar uma continuidade histórica da tese de institucionalização de juros altistas e da inviabilidade do processo de *funding* privado no longo prazo graças às condições privilegias postas às aplicações de curto prazo.

1.6 Considerações finais sobre o Capítulo 1

A partir das diversas exposições contempladas neste capítulo, é possível desprender que as reformas institucionais do governo Castello Branco não só falharam em constituir um Sistema Financeiro Nacional à imagem e semelhança da estrutura anglo saxã, com segmentação financeira e complementaridade entre financiamento bancário e financiamento via mercado de capitais (CASTRO, 2008, p. 300), como também contribuíram para a constituição de uma estrutura financeira disfuncional e especulativa que, por sua própria constituição, traria sérios obstáculos para o crescimento da economia brasileira não só em um futuro próximo, mas no prosseguimento de toda a sua história econômica.

Esta estrutura financeira, por meio da sua tendência aos juros altos, sua concentração de recursos e seus aspectos especulativos, poderia ser avaliada não só como problemática do ponto de vista das suas crescentes fragilidades e instabilidades (visto o diagnóstico pós-keynesiano), mas também como incapacitante da própria participação do setor privado no processo de inversão de capitais produtivos através da inviabilidade do *funding* no longo prazo. Mediante a exposição destas problemáticas, pode-se compreender com mais propriedade a aparente falta de interesse dos investidores privados em inverterem seus recursos em investimentos produtivos, assim como a apropriação dos financiamentos de longo prazo pelo financiamento público.

Assim, por meio de uma diversidade de contribuições teóricas e historiográficas, fortalece-se o argumento de que a escassez de capitais privados teve como consequência o protagonismo do sistema financeiro público no processo de financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro.

2. A Perspectiva Ortodoxa: *Crowding Out* dos agentes privados

O objetivo deste capítulo é explorar os pormenores constituintes da tese ortodoxa de que a hipertrofia do setor financeiro público desencadeou um processo de *crowding out* de suas contrapartes privadas, as quais, graças a tal fato, teriam se desenvolvido aquém de seus verdadeiros potenciais. O capítulo terá sustentação primária nos trabalhos desenvolvidos pelos economistas Armando Castelar Pinheiro, Cláudio Haddad e Ernani Teixeira Torres Filho no livro “*Mercado de Capitais e Bancos Públicos*”, além de comentários adjacentes presentes nos artigos “*Financiamento de Longo Prazo no Brasil: Um mercado em transformação*” de Ernani Teixeira Torres Filho e Fernando Nogueira da Costa, “*Directed credit programs for agriculture and industry*” de Calomiris & Himmelberg (1993) e “*Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica*” de Péricio Arida (2005).

O capítulo tem como ponto de partida uma breve contextualização histórica/teórica dos elementos constituintes das duas teses antagônicas tratadas neste trabalho.

2.1 Fundamentos históricos e teóricos do argumento ortodoxo

Ernani Teixeira Torres Filho e Fernando Nogueira da Costa (2013) contextualizam a fase inicial do debate ainda no mundo pré-keynesiano (entre o final do século XIX e o começo do século XX), no qual as teses da *currency school* e de *banking school* enfrentavam-se com o intuito de estabelecer os princípios básicos da natureza do crédito, suas potencialidades e sua influência sobre outros agentes. Enquanto a primeira vertente teórica, de inspiração Ricardiana, defendia a visão do crédito como uma espécie de “dinheiro neutro”, sem capacidade de influir nas decisões de poupança ou adiantamento de gasto, a segunda teve origem no pensamento de Henry Thornton³ e defendia a administração cuidadosa do crédito (TORRES FILHO & COSTA, 2013, p. 9).

John Hicks⁴ observa em seu ensaio “*A teoria monetária e a história: tentativa de perspectiva*” (1975) que, embora a doutrina ricardiana fosse consensual entre os banqueiros da época (os quais a consideravam como a “doutrina oficial”), a realidade se assemelhava mais às práticas contempladas pela escola de Thornton. Hicks acreditava que essa aparente contradição entre discurso e prática tinha um sentido claro: Na perspectiva dos banqueiros, era importante

³ Economista, banqueiro e filantropo inglês, conhecido por suas notáveis contribuições à teoria monetária.

⁴ Importante economista inglês, conhecido por sistematizar a visão macroeconômica keynesiana.

a manutenção de um discurso que os ausentasse de quaisquer responsabilidades sociais relevantes (sendo as suas instituições financeiras apenas “agentes passivos” que se ajustavam às regras delimitadas pelas autoridades monetárias) (HICKS, 1975, p. 198). A realidade prática logo fez com que essas aparentes contradições não se sustentassem, sendo necessário uma atualização no modelo ortodoxo vigente. Finalmente, admitiu-se que o sistema monetário tinha a capacidade de expandir/contrair a quantidade de moeda/crédito e, dessa forma, influir nas decisões de investimento (TORRES FILHO & COSTA, 2013, p. 10).

O sistema financeiro se tornava cada vez mais relevante na medida em que a economia capitalista se desenvolvia. Isso se refletiu nos trabalhos e teorizações contemporâneas, como foi no caso da obra de John Robson (1893), que explicitou a importância das instituições de financiamento na formação das grandes corporações norte-americanas, e de Joseph Schumpeter⁵ (1911), que destacou o papel do crédito no financiamento dos empreendimentos necessários para a continuidade dos ciclos econômicos. Apesar disso, foi apenas com o advento da Grande Depressão de 1929 (logo seguida pelo surgimento da teoria keynesiana) que as teses liberais perderam seu protagonismo no debate. A crise econômica, por sua vez, acabou por demandar das autoridades monetárias capacidades além dos tradicionais ofícios de regulação monetária prestados pelos Bancos Centrais.

No paradigmático acordo de Bretton Woods em 1944 redesenhava-se o sistema financeiro mundial. Torres Filho e Costa (2013) atestam que o objetivo dos acordos era claro: promover a recuperação dos mercados financeiros internacionais para que, dessa forma, o financiamento ao setor privado fosse retomado. Apesar disso, também era latente a preocupação em evitar as tendências especulativas presentes nos setores financeiros pré-crise. Assim, o período do pós-guerra foi marcado pela ampliação global das funções dos agentes financeiros públicos (os quais adotaram um caráter marcadamente intervencionista ao prestar apoio direto ao financiamento do setor privado) e pelo alastramento de instituições financeiras públicas ao redor do globo (TORRES FILHO & COSTA, 2013, p. 11).

Como exemplos de instituições financeiras públicas originadas no período pós-guerra, é possível citar tanto organizações de caráter internacional/multilateral, tais como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial quanto congêneres nacionais, tais como os Bancos de Desenvolvimento (BDs), sendo esta última categoria criada com o fim de canalizar recursos

⁵ Economista e cientista político austríaco responsável por importantes contribuições para a teoria do desenvolvimento econômico.

de longo prazo para promover a expansão da infraestrutura e da indústria moderna em seus respectivos países (TORRES FILHO & COSTA, 2013, p. 11).

No Brasil, temos o emblemático exemplo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), fundado em 1952. Os autores ressaltam que aos BDs foram atribuídas funções variadas em diferentes lugares. Enquanto em países como o Japão, focava-se no financiamento de setores específicos (como os de alto potencial tecnológico), nos países latino-americanos como o Brasil o papel de instituições financeiras públicas era mais amplo, tal como o suporte ao financiamento da infraestrutura da indústria de base de maneira geral (TORRES FILHO & COSTA, 2013, p. 11).

O comportamento histórico das instituições financeiras públicas em países latino americanos toma centralidade neste trabalho por sua importância na origem das teses antagônicas exploradas: Enquanto os desenvolvimentistas justificavam a existência das ditas instituições públicas por um suposto fracasso do desenvolvimento dos mercados privados de endividamento de longo prazo, os liberais avaliavam a mesma experiência com um teor crítico, apontando que essas mesmas medidas de direcionamento creditício por parte do setor público teriam prejudicado o desenvolvimento dos mercados privados de diversas maneiras (provocando uma espécie de *crowding out* dos agentes).

A próxima seção ocupa-se em analisar os argumentos e formalizações desenvolvidos por Antonio Castelar Pinheiro em seu trabalho “*Bancos públicos no Brasil: para onde ir?*”. O artigo, de acordo com Pinheiro, tem como objetivo proporcionar uma análise teórica e empírica quanto ao debate sobre a intervenção estatal no setor financeiro.

2.2 A tese liberal: *Crowding out* dos agentes privados

2.2.1 Os argumentos e formalizações de Armando Castelar Pinheiro

Na introdução de seu trabalho, Pinheiro (2007) ocupa-se em apresentar os principais pontos do debate quanto à intervenção estatal no setor financeiro. Se, por um lado, esta justifica-se pelas assimetrias de informação e pelas falhas de mercado que impossibilitam uma performance ideal por parte dos agentes privados, por outro, como diria o próprio autor, “*não há razão para supor que, onde as relações contratuais que suportam as transações funcionam mal, as relações hierárquicas em que se baseia a atuação do estado sejam capazes de produzir resultados melhores*” (PINHEIRO, 2007, p. 161).

Um ponto fundamental para entendimento dos argumentos apresentados ao decorrer do trabalho é a compreensão das três principais correntes teóricas que o orientam: 1. a visão desenvolvimentista, que procura enfatizar as soluções financeiras proporcionadas pela ação dos bancos públicos (principalmente nos países em desenvolvimento); 2. a visão política, que critica a falta de transparência das instituições financeiras públicas quando instrumentalizadas por políticos com interesses puramente eleitorais; 3. a visão de agência, que destaca a falta de alinhamento entre os incentivos dos governantes eleitos e os gestores dos bancos públicos.

Ao citar as vantagens e justificativas para a atuação dos bancos públicos contempladas na literatura disponível (a capacidade coercitiva do Estado em resolver problemas coletivos , a viabilização de arranjos institucionais que permitam a efetuação de operações financeiras que não seriam possíveis de outra forma graças a um ambiente de insegurança política, o papel de instrumento auxiliar nas políticas monetárias, entre outras) Pinheiro (2007) atesta que grande parte das apologias à existência dos bancos públicos se apoia na capacidade de tais instituições desempenharem a função de instrumentos compensatórios para as debilidades presentes no mercado financeiro privado. O autor observa que tais justificativas só se sustentam na medida em que os bancos públicos atuem de forma distinta de suas contrapartes privadas. Ou seja, se isto não acontece, a atuação das agências públicas e privadas poderia ser considerada inócuas ou até mesmo maléficas para o bem estar social (PINHEIRO, 2007, p. 168-169).

A fim de comparar o comportamento dos agentes públicos e privados (ou mais especificamente, os graus de eficiência proporcionados pela intervenção pública direta através dos bancos públicos ou a indireta através da regulação não discricionária dos bancos privados), Pinheiro desenvolve uma série de modelos matematicamente formalizados, analisando tanto os principais fatores (aspectos informacionais privados, públicos, entre outros) para a tomada de decisões de cada agente (operadores das instituições públicas e privadas) quanto o grau de maximização de bem estar social em cada conjuntura. Assim, o autor acaba avaliando as duas opções da seguinte maneira:

Há, portanto, um trade-off envolvido em perseguir uma política pública por meio de um banco privado regulado, em vez de fazê-lo por intermédio de um banco público. De um lado, o custo de o regulador induzir o banco a decidir de acordo com o retorno social dos projetos é mais alto, dificultando a coordenação das informações detidas por ele regulador e pelo banco para que o bem estar seja maximizado. De outro lado, ao eliminar o controle direto do ministro sobre o banco, essa alternativa limita a sua capacidade de redirecionar as atividades do banco a fim de atender seus propósitos políticos, à custa do bem-estar social. Se há bons controles sobre a ingerência política e a informação sobre as características dos projetos for muito importante, a alternativa de um banco público é superior. Em contrapartida, se a agenda privada do oficial do governo for muito pronunciada ou o sistema político funcionar mal, e a maior parte

da informação relevante sobre os projetos for pública, a opção por um banco privado regulado é preferível (PINHEIRO, 2007, p. 182).

No âmbito dos modelos, Pinheiro (2007) acaba expondo uma preferência evidente pela intervenção junto aos bancos privados mediante regulação não discricionária, citando uma série de motivações tais como o melhor monitoramento das atividades e o provento de incentivos para gerentes e funcionários, sendo estes motivados pelo lucro a ser perseguido, característica menos pronunciada ou inexistente nos bancos públicos (PINHEIRO, 2007, p. 185).

De acordo com a análise do autor, a apropriação de maiores porções do mercado financeiro pelos bancos públicos geralmente tem como consequência perdas no bem estar social, tais como evasão fiscal e uma maior incidência de corrupção (PINHEIRO, 2007, p. 190). A fim de evidenciar sua análise, Pinheiro (2007) cita dois trabalhos que chegam à conclusões semelhantes quanto à presença preponderante dos bancos públicos nos sistemas financeiros nacionais dos países latino-americanos (marcados pela falta daquilo normalmente denominado como “um bom ambiente institucional”), mas divergentes em suas respectivas explicações. Enquanto o primeiro argumento, de posição desenvolvimentista, defende os benefícios da intervenção estatal financeira (acumulação de fatores e aumento da produtividade) e sua existência como necessária para se escapar da “armadilha do subdesenvolvimento”, o segundo argumento, proveniente da visão política, aponta que esta mesma presença pública no setor financeiro inibe a ingresso dos agentes privados, dada a ineficiência dos projetos financiados pelo governo (PINHEIRO, 2007, p. 190). Ao examinar a evidência empírica, o autor destaca um amplo apoio à visão política, visto a correlação inversa entre a propriedade estatal dos bancos com o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento da produtividade, por exemplo.

Pinheiro (2007) não abandona a bibliografia desenvolvimentista, citando ainda as declarações de Torres Filho (2006) sobre o suposto papel anticíclico dos créditos ofertados pelo BNDES (visto a sua menor flutuação em relação às contrapartes dos outros bancos). O autor rebate o argumento de Torres Filho ao demonstrar, através de citações do trabalho de Cecchetti e Krause (2001), como este suposto fator anticíclico age, na maioria das vezes, em oposição ao que propõe as autoridades monetárias. Na realidade, os autores sugerem que seria promovida uma perda de eficácia das políticas monetárias (PINHEIRO, 2007, p. 194).

Ainda na abordagem da literatura tangente aos temas discutidos, Pinheiro expõe, por meio dos trabalhos desenvolvidos por Yevati, Micco, Panizza (2004) e outros, como os bancos públicos têm piores indicadores de desempenho (tais como menores lucros e maiores taxas de

inadimplência, por exemplo) se novamente comparados às instituições privadas. Abordando especificamente o caso brasileiro, Ness Jr. (2000) observa a historicidade dos bancos públicos brasileiros marcada pela má qualidade dos ativos e pelas altas taxas de inadimplência, além de custos operacionais consideravelmente mais altos que os congêneres privados (PINHEIRO, 2007, p. 195). Em suma, é possível apontar que, de acordo com a bibliografia proposta pelo autor do trabalho, as análises provenientes dos estudos factuais apresentam maior convergência com a visão política (em detrimento da visão desenvolvimentista). Outro ponto relevante da análise de Pinheiro é o seu levantamento das principais características da historicidade dos bancos públicos brasileiros.

Na abordagem da estrutura total de ativos da economia, é possível perceber que até o ano de 2004 os bancos públicos detinham considerável relevância relativa (cerca de 43,1%) (PINHEIRO, 2007, p. 202). No entanto, ao comparar qualitativamente os créditos concedidos pelos bancos públicos e privados, Pinheiro confirma uma tendência já observada nas seções anteriores de seu trabalho: os créditos concedidos por bancos públicos apresentam maiores taxas de inadimplência em relação aos provenientes de instituições privadas ou estrangeiras (PINHEIRO, 2007, p. 203).

Ainda abordando o caso brasileiro, Pinheiro procura averiguar se os bancos públicos ainda justificam a sua existência cumprindo com as três funções anteriormente abordadas: fomento da intermediação financeira (por meio da criação de condições institucionais para a segurança dos poupadorens na realização de seus depósitos); extensão do acesso ao mercado financeiro; melhoria da eficiência de alocação da economia. Quanto ao fomento da intermediação, Pinheiro aponta que, dado o estágio atual de desenvolvimento financeiro brasileiro (principalmente após a criação de inúmeras seguranças institucionais), é improvável o risco de desintermediação financeira proveniente do receio da população quanto ao funcionamento do sistema financeiro privado (PINHEIRO, 2007, p. 208).

Por sua vez, no que diz respeito a ampliação do acesso ao mercado financeiro, Pinheiro rebate o argumento ao apontar a crescente participação do setor privado na concessão de microcrédito por meio de cooperativas, ONGs e outros tipos de instituições (PINHEIRO, 2007, p. 209). Quanto aos estímulos para a melhora da alocação, Pinheiro destaca (ilustrando com o exemplo do BNDES como importante financiador da Petrobras durante a década de 2000) como, em muitos casos, os recursos provenientes dos bancos públicos acabam sendo direcionados para grandes empresas (o que diverge da tese desenvolvimentista que idealiza os bancos públicos como agentes para a melhora da alocação de recursos na economia).

Por fim, Pinheiro aborda a tese do *crowding out* dos agentes privados pela presença dos bancos públicos por meio de uma crítica à posição apresentada no artigo veiculado pelo Banco Internacional Americano (2005), “*Libertando o crédito: como aprofundar estabilizar o financiamento bancário*”, que aponta a não concorrência entre bancos públicos e privados para o financiamento de firmas com fontes alternativas de crédito (PINHEIRO, 2007, p. 220). De acordo com Pinheiro, o que de fato acontece no caso brasileiro é um descolamento da intermediação financeira privada por razões tanto de demanda (utilização da poupança que deixa de estar disponível para agentes privados) quanto de oferta (seleção dos melhores clientes graças à oferta de créditos subsidiados). As referidas razões são exploradas, respectivamente, nos artigos e “*Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica*” de Pérssio Arida (2005) e “*Directed credit programs for agriculture and industry*” de Calomiris & Himmelberg (1993). Os argumentos são explorados na próxima seção.

2.2.2 *Crowding out*: oferta e demanda

O artigo de Arida (2005) traz uma série de críticas quanto à real eficiência alocativa dos mecanismos compulsórios de financiamento ao investimento de longo prazo no Brasil e à adequação destes às necessidades latentes da atual conjuntura financeira brasileira. Criados com o objetivo primário de preencher a lacuna de um mercado de capitais “inexistente”, o autor aponta que, na contemporaneidade, “*a lacuna no mercado de capitais subsiste, mas não resulta mais, como se pensava, de limitações do sistema de mercado, e sim de políticas econômicas e formas de funcionamento das instituições*” (ARIDA, 2005, p. 206). Das propostas realizadas pelo economista para um melhor eficiência na utilização dos recursos angariados (reformas na governança, gestão estatal, precificação, entre outros), chama-se a atenção para as propostas que visam a eliminação de distorções alocativas, visto que seu arcabouço constituinte contém argumentos (perda de eficiência da economia através da contração de recursos que poderiam ser melhor geridos fora da esfera dos mecanismos compulsórios) que fortalecem a tese da cooptação de recursos potenciais para o setor privado (visto que, de acordo com o autor, estes recursos, por serem cooptados de maneira compulsória, encontram-se indisponíveis para um uso alternativo privado).

Já no trabalho de Calomiris e Himmelberg (1993) são abordados os meandros e especificidades das políticas de crédito subsidiado. Os autores argumentam que, mesmo com a existência de justificativas que deem embasamento à intervenção governamental através do

subsídio de crédito, existem altos riscos relativos aos custos exacerbados de *funding* de emprestadores ineficientes e o já referido efeito de *crowding out* dos intermediários financeiros privados. Como exemplo de caso “bem sucedido” capaz de mitigar os efeitos de *crowding out*, é citado o caso japonês, marcado por políticas localizadas em setores específicos, pelo estabelecimento de regras claras para os programas de empréstimo e o gradual declínio do uso do crédito público em prol da utilização do privado. Dessa forma, os autores compreendem que o ambiente institucional japonês proporcionou às políticas de subsídio creditício um ambiente mais orientado à lógica econômica em detrimento da lógica política (CALOMIRIS & HIMMELBERG, 1993, p. 130).

2.2.3 Comentários adicionais

O trabalho de Armando Castellar Pinheiro, além de fornecer os argumentos, posicionamentos e formalizações necessárias para explorar os meandros da tese do *crowding out* dos agentes financeiros privados, ainda foi alvo de comentários do economista Cláudio Haddad, sendo estes também disponíveis na obra “*Mercado de Capitais e Bancos Públicos*”. O exame de tais comentários, por sua vez, se mostra útil na medida em que presta suporte tanto à compreensão dos pilares constituintes da tese esmiuçada neste capítulo, quanto às suas consequências lógicas. Nesta seção, também serão analisadas as observações que Torres Filho e Costa (2013) fizeram sobre os comentários de Haddad no artigo já familiar ao leitor, “*Financiamento de Longo Prazo no Brasil: Um mercado em transformação*”.

Cláudio Haddad, em seu artigo “*Bancos públicos no Brasil: reflexões e propostas*” (2007), faz notável elogio do resgate teórico sobre a justificativa para existência dos bancos públicos realizado no trabalho de Pinheiro. O autor explicita o rigor da metodologia dos modelos desenvolvidos no início trabalho (os quais se ocuparam em explorar as diferentes possibilidades de intermediação financeira via bancos públicos ou setor privado), mas ainda sim observa as dificuldades em submetê-los a testes empíricos. No tocante da análise empírica realizada por Pinheiro, Haddad destaca que os ativos operados por bancos públicos apresentam maior risco e menor produtividade comparados às operações dos bancos privados. Por fim, este também questiona o argumento de que as instituições públicas trariam a possibilidade da “concentração de escassos recursos humanos, potencializando a atuação da instituição pública”, visto que, a partir de sua visão, o que garantiria uma boa gestão por parte destes mesmos

recursos? (HADDAD, 2007, p. 272). Dessa forma, para Haddad não existiriam razões econômicas ou práticas para defender a existência dos bancos públicos.

Por conseguinte, o autor dá suporte à tese discutida neste capítulo. A concentração de poupanças por parte do governo restringiria o crédito privado de longo prazo (principalmente levando-se em conta a ausência da mobilidade internacional de capitais); este fator, somado à uma ausência prévia e dos mercados de capitais e do financiamento privado, viabilizaria novamente uma apologia à atuação das instituições financeiras públicas (responsáveis pela retenção desta mesma poupança). Ou seja, como coloca o próprio autor, trata-se de uma profecia “autorrealizadora” (HADDAD, 2007, p. 274).

2.3 Considerações finais sobre o Capítulo 2

Ao decorrer deste capítulo foi exposta a diversidade de argumentos basilares para a tese do *crowding out* dos agentes privados no âmbito do mercado financeiro. A exposição foi iniciada mediante uma breve contextualização histórica da origem do debate, surgido na disputa de interpretações entre as consequências da experiência histórica financeira brasileira da segunda metade do século XX. A discussão logo foi desenvolvida através dos argumentos e formalizações expostas no trabalho de Antonio Castelar Pinheiro. O autor apontou as ineficiências e percalços da intermediação financeira pública de diversas maneiras e heurísticas (matematização dos argumentos, análises de dados empíricos, entre outras), dessa forma contribuindo para sustentação da tese analisada neste capítulo. Por fim, a análise foi finalizada através de um breve exame dos argumentos presentes nos trabalhos de Claudio Haddad, Périco Arida e Calomiris e Himmelberg.

Por meio dos estudos promovidos neste capítulo, é possível desprender as seguintes tendências: indicadores de eficácia/eficiência tradicionalmente atribuídos às análises *mainstream* são determinantes para avaliar o desempenho das instituições financeiras na argumentação ortodoxa; a intervenção financeira pública e seus argumentos apologéticos tendem a ser criticados justamente por não corresponderem aos padrões de eficiência/eficácia privados e, graças a isso, na concepção dos autores estudados, não se sustentam; as críticas dos autores utilizados tendem a ser mais severas para modelos de intervenção mais amplos (em detrimento dos modelos de políticas mais focalizados, até mesmo elogiados). A tese do *crowding out*, em si, tem a sua sustentação primária na desmobilização da poupança privada promovida pelas instituições públicas (estas sendo “ineficientes”).

Por fim, é fundamental compreender (como foi colocado no trabalho de Pinheiro) que o foco central da tese ortodoxa é apontar o suposto fracasso das instituições públicas em agir de forma distinta ou complementar aos seus congêneres privados. Por essa razão os numerosos argumentos destacando a sua ineficiência são tão importantes. Ou seja, não apenas as instituições públicas inutilizam potenciais recursos do setor financeiro privado, mas os utilizam de forma ineficiente, custosa e ineficaz.

3. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – Uma análise histórica e estatística

Este último capítulo tem como objetivo, por meio da promoção de um estudo de caso da experiência histórica do BNDES na década de 2010 (via estatística descritiva) e de uma análise sintética dos argumentos e posições compiladas ao longo dos dois primeiros capítulos, concluir a discussão sobre a natureza/influência dos impactos do setor financeiro privado no processo de desenvolvimento econômico nacional. Dentre a bibliografia utilizada, encontram-se artigos como “*A atuação histórica do BNDES: O que os dados têm a nos dizer?*” de Ricardo de Menezes Barboza, Mauricio Furtado e Humberto Gabrielli (2018), “*História do Planejamento do BNDES (1983-2014): Lições e Questões*” de Lavínia Barros de Castro (2014), “*O BNDES e o investimento: 2000 a 2016*” de Fernando Puga e Humberto Gabrielli (2018) e “*Crise e perspectivas para a economia brasileira*” de Luiz Fernando de Paula e Manoel Pires (2017), além de outros materiais já abordados na duração deste trabalho.

3.1 Análise histórica e estatística

Esta seção do capítulo está dividida em dois segmentos. A primeira consiste em um apanhado geral da historicidade do BNDES (desde a sua fundação em 1952 até meados de 2018) vislumbrado através das óticas do planejamento e da efetividade de seus desembolsos/aprovações. A segunda, por sua vez, consiste em uma breve análise na qual se pretende vislumbrar os principais indicadores financeiros do BNDES durante a década de 2010 (assim como relacioná-los a outros indicadores econômicos e teses expostas neste trabalho). As hipóteses levantadas neste último segmento, por sua vez, serão analisadas sob a ótica de bibliografias auxiliares.

3.1.1 Experiência histórica (1952-2018)

3.1.1.1 Relação banco-cenário macroeconômico (1952-1996)

A tese de mestrado de Cláudia Regina Baddini Curralero (1998), comentada no artigo de Torres Filho e Costa (2013) (já abordado no capítulo 2), procura avaliar o desempenho do BNDES observando suas contribuições para o financiamento do desenvolvimento (desde sua criação até o ano de 1996) concomitantemente com os respectivos contextos macroeconômicos analisados (TORRES FILHO & COSTA, 2013, p. 15).

A tese de Curralero divide a experiência histórica do banco em dois principais períodos. O primeiro, de 1952 até 1979, é marcado por uma forte presença da intervenção estatal na economia, altas taxas de crescimento, simpatia ao capital externo como agente de financiamento, razoável consistência nas políticas de desenvolvimento econômico e políticas industriais. Neste a participação do BNDES se fez presente na medida em que a instituição ofertava crédito de longo prazo para setores estratégicos (capazes de gerar externalidades positivas) naturalmente relegados pela iniciativa privada. O segundo período contempla de 1980 até 1996, anos marcados pela elevação das taxas de juros internacionais, pelos choques do petróleo e pela perda do dinamismo no modelo macroeconômico vigente. A partir do ano de 1980, as atenções dos dirigentes da economia brasileira se tornariam para ajustes nas contas públicas (internos e externos), o que faria com que a silhueta do modelo econômico a ser seguido perdesse definição. Durante a década de 1980, foi notável a ocupação do banco com projetos de socorro financeiro a de empresas em crise, além das demais empreitadas vislumbrando objetivos novos, tais como a maximização da sua rentabilidade financeira (TORRES FILHO & COSTA, 2013, p. 17).

A partir de 1990 deu-se, então, uma redefinição no papel dos agentes econômicos com uma notável diminuição do papel do Estado acompanhada pela insurgência do setor privado. Como reflexo, o BNDES se afastaria do seu papel de instituição de financiamento do desenvolvimento e de qualquer estratégia de desenvolvimento sistemática. Como exemplo cabal desta nova postura da instituição, pode-se citar o seu papel condutor no Plano Nacional de Desestatizações (TORRES FILHO & COSTA, 2013, p. 17-18).

3.1.1.2 Planejamento (1983-2017)

O artigo *“História do Planejamento do BNDES (1983-2014): Lições e Questões”* oferece um panorama geral das experiências de planejamento estratégico que se deram no âmbito da instituição durante os anos de 1983-2017. Apesar da análise original ter sido feita em triênios (formato unitário dos planejamentos), pelos fins propostos neste trabalho, é conveniente que a periodicidade adotada seja maior. Dessa forma, serão analisadas, sobretudo, as principais tendências que marcaram as diversas experiências de planejamento estratégico na duração do período examinado.

O primeiro grupo a ser abordado seria o das experiências de planejamento da década de 1980, as quais, iniciadas efetivamente no ano de 1984, comungavam do ímpeto da consolidação

de diagnósticos e conjunturas macroeconômicas, assim como a prospecção de cenários futuros e possíveis propostas econômicas (nas quais era comum a proposição de um ajuste gradual à conjuntura inflacionária que não prejudicasse o crescimento da economia). Independentemente das mudanças nos diagnósticos da economia ou nas proposições feitas pelos dirigentes, o fato é que o elemento da conjectura de cenários durou até o fim da década.

O referido período que se sucedeu (1991-1999) distinguiu-se por uma série de mudanças: Não houve o exercício prévio de projeção de cenários (CASTRO, 2014, p. 243), encorajou-se uma maior participação do setor privado no processo de *funding* dos empreendimentos do banco, assim como processos de racionalização e modernização organizacional. Ao se observar os novos objetivos delimitados pelo alto escalão da instituição (tais como o aumento do retorno sobre o capital próprio, a melhora da qualidade dos ativos, entre outros) é possível perceber a clara guinada em uma direção mais liberal-ortodoxa.

Por fim, as experiências do novo milênio (2000-2017) esforçaram-se para recuperar objetivos e tradições antigas do banco para o fim de utilizá-las como suporte para a resolução de problemáticas contemporâneas. Lavínia observou que os objetivos de natureza mais liberalizante (característicos na instituição nos anos 90) acabaram sendo defasados neste processo de “resgate de tradições”.

3.1.1.3 Análise setorial: desembolsos/aprovações e financiamentos (1952-2018)

Outro trabalho que pode oferecer importantes *insights* no tocante da historicidade do BNDES é o artigo “*A atuação histórica do BNDES: O que os dados têm a nos dizer?*” de Ricardo de Menezes Barboza, Mauricio Furtado e Humberto Gabrielli, que tem como objetivo realizar uma breve análise da experiência histórica do BNDES durante os anos de 1952-2017 a partir de dados concretos de desembolsos, aprovações e financiamentos ofertados pela instituição.

Do trabalho de Barbosa, Furtado & Gabrielli (2018), vale citar a análise periodizada dos desembolsos e aprovações ofertadas pelo banco em detalhe setorial. Neste trabalho, o histórico do banco é segmentado em sete períodos. O primeiro intervalo de tempo abordado é o de 1952 a 1960, no qual a principal preocupação do banco cristalizava-se na edificação da infraestrutura nacional. Neste período, a composição setorial dos financiamentos (aprovações) do BNDES resumia-se da seguinte forma: Infraestrutura (69,4%), indústria (28,4%), comércio/serviços

(2,2%) e agropecuária (aproximadamente 0,0%) (BARBOSA, FURTADO & GABRIELLI, 2018, p. 11). Esmaiçando os pormenores do setor de infraestrutura é possível perceber que as principais tendências do período foram: infraestrutura ferroviária (41,4%) e energia elétrica (26,8%) (BARBOSA, FURTADO & GABRIELLI, 2018, p. 11).

No período compreendido até o ano de 1970, por sua vez, observou-se uma outra tendência: um maior enfoque industrial, como pode ser observado nas aprovações do banco (70,6% para o setor industrial, 25,2% para o setor de infraestrutura, 4,1% para comércio/serviços e, novamente, aproximadamente 0,0% para a agropecuária). A observação interna do setor industrial revela os setores de siderurgia e de químicos e fertilizantes como os segmentos industriais mais apoiados, com 41,8% e 6,5% das aprovações do banco, respectivamente (o que revela um grande enfoque na fortificação das indústrias de base em pleno processo de substituição de importações) (BARBOSA, FURTADO & GABRIELLI, 2018, p. 13).

A década seguinte (1971-1980) apresentou um ordenamento setorial semelhante ao do período anterior (67,4% para a indústria, 27% para a infraestrutura, 5,6% para comércios/serviços e aproximadamente 0,0% para agropecuária), com os setores industriais e de infraestrutura ocupando patamares de importância semelhantes. Apesar disso, internamente, os setores se rearranjaram tanto na indústria (ascensão de setores industriais diversos em detrimento do setor siderúrgico) quanto na infraestrutura (maior enfoque no setor dos transportes conjuntamente com uma queda na participação relativa do segmento energético) (BARBOSA, FURTADO & GABRIELLI, 2018, p. 13).

Na década percursora (1981-1990), a tendência se manteve; no entanto, já com certa diversificação marcada pela ascensão dos setores comerciais/serviços e da agropecuária (57,4% para indústria, 29,9% para infraestrutura, 11,1% para comércio/serviços e 1,5% para agropecuária). Denotou-se uma maior importância dada pela instituição para os setores comerciais e agropecuários. A referida ascensão dos setores anteriormente residuais prosseguiu na década de 90, já que a agropecuária passaria a representar 11% das aprovações do banco, enquanto o setor comercial/de serviços totalizava cerca de 8,3%. O setor industrial apresentou uma queda (48%) enquanto a infraestrutura permaneceu instável (32,8%) (BARBOSA, FURTADO & GABRIELLI, 2018, p. 14-15). A década de 2000 seguiu de forma semelhante.

O último período analisado (2011-2017) sinalizou uma forte guinada do setor comercial/de serviços e uma recuperação do setor de infraestrutura como o mais apoiado pela

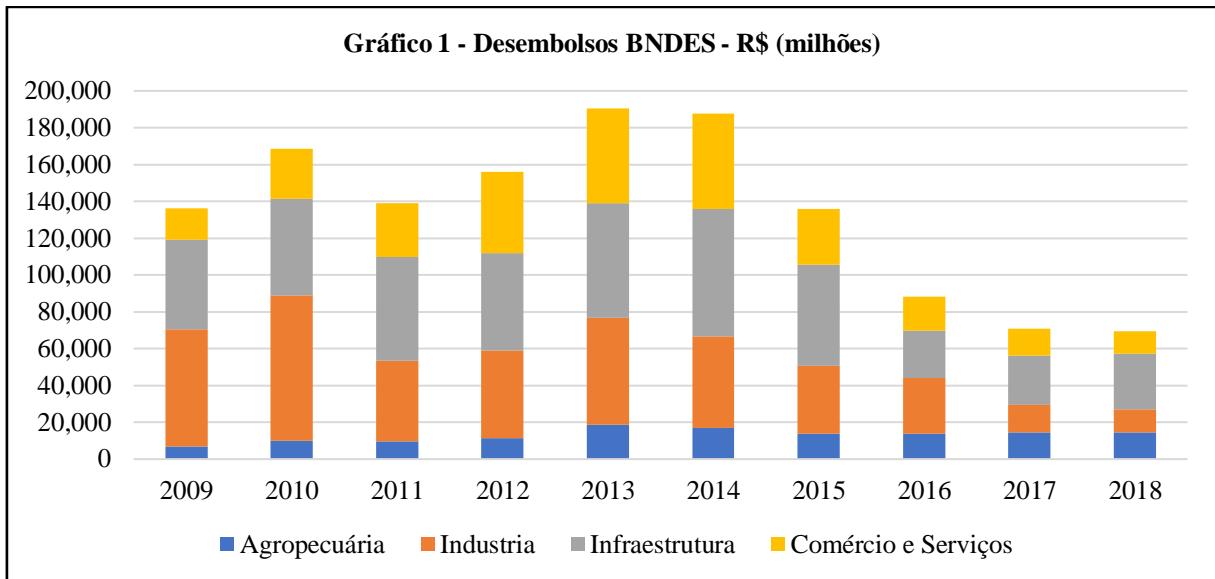
instituição (35,9% para infraestrutura, 28,8% para indústria, 23,9% para comércios/serviços e 11,3% para agropecuária) (BARBOSA, FURTADO & GABRIELLI, 2018, p. 16).

Outra análise empreendida neste trabalho é o estudo dos impactos reais da instituição na economia. Tal análise é efetuada por meio de dois métodos. Primeiramente, mediante a comparação do volume dos financiamentos da instituição com a Formação Bruta de Capital Fixo e o PIB da economia. De tal análise, os autores desprenderam quatro períodos: 1952-1973 (gradual crescimento da participação do banco na economia), 1974-1989 (aumento e consagração da importância do banco), 1990-1999 (crise e retomada) e 2000-1017 (crescimento e regresso aos níveis de 1990). Por sua vez, o segundo método consistiu na análise dos desembolsos reais feitos pelo banco. A partir deste estudo, os autores perceberam que, apesar do notável crescimento dos valores do banco no começo dos anos 2000, nos últimos anos da análise os recursos diminuíram de maneira drástica, o que desafia a tese de que o banco teria tomado proporções hiperbólicas, dessa forma provocando processo de *crowding out* dos agentes privados e *misallocation* dos recursos. (BARBOSA, FURTADO & GABRIELLI, 2018, p. 22).

3.1.2 Análise estatística e bibliografia auxiliar

Como indicado anteriormente, este segmento tem como objetivo a proposição de uma breve análise dos principais indicadores do BNDES, assim como a observação de suas principais tendências/características. Os dados analisados, por sua vez, são provenientes das bases de dados do BNDES, do Banco Central do Brasil e da IPEADATA. Já o suporte das hipóteses levantadas será embasado nos artigos “*Crise e perspectivas para a economia brasileira*” (2017) de Luiz Fernando de Paula e Manoel Pires “*O BNDES e o investimento: 2000 a 2016*” (2018) de Fernando Puga e Humberto Gabrielli.

A análise terá como ponto de partida os desembolsos repassados pela instituição durante o período de 2009 a 2018. Os dados estão segmentados a partir dos setores econômicos mais abrangentes (agropecuária, indústria, infraestrutura, comércio e serviços), estando os valores em milhões de reais e deflacionados de acordo com os preços de 2022.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados encontrados no site do BNDES.

Como é possível perceber, o montante total segue uma tendência crescente relativamente flutuante até atingir seu pico (anos de 2013 e 2014), diminuindo de forma notável a seguir, registrando sua mínima em 2018 (aproximadamente 69.303 milhões de reais). Esmaiçando a composição interna dos desembolsos, é possível perceber que, ao longo de toda a série, os setores da indústria e da infraestrutura ocuparam maior importância relativa – o que converge diretamente com os dados expostos através do já contemplado trabalho de Barbosa, Furtado & Gabrielli. É necessário reconhecer que a trajetória absoluta dos desembolsos encontra relações com o próprio andamento da economia brasileira, visto que, após anos de deterioração do cenário internacional (crise do Euro, à fraca recuperação norte-americana da crise de 2008 e à desaceleração dos países emergentes) (DE PAULA & PIRES, 2017, p. 129), das contas públicas (deterioração fiscal a partir de 2014), e do desempenho geral da economia (estagnação do produto industrial, vazão da demanda para o exterior, declínio do investimento público a partir de 2012), o país entraria em recessão entre 2014-2016, período este marcado por uma série de choques (ajuste fiscal, crise hídrica, aumento dos juros básicos, entre outros) e por uma desaceleração da oferta de crédito (*credit crunch*) (DE PAULA & PIRES, 2017, p. 132).

Prosseguindo com a análise, ainda é possível aprofundá-la por meio de uma segmentação por tipo de intermediação (direta ou indireta) e por tamanho das instituições tomadoras de crédito. No primeiro caso, tem-se o seguinte:

Tabela 1 - Desembolsos do sistema BNDES - R\$ (milhões) por tipo de intermediação					
Ano	Direta	Indireta	Total	% - Direta	% - Indireta
2009	78.200	58.156	136.356	57%	43%
2010	74.663	93.760	168.423	44%	56%
2011	54.624	84.249	138.873	39%	61%
2012	71.910	84.082	155.992	46%	54%
2013	74.371	116.048	190.419	39%	61%
2014	84.312	103.525	187.837	45%	55%
2015	70.562	65.380	135.942	52%	48%
2016	40.035	48.221	88.256	45%	55%
2017	29.185	41.566	70.751	41%	59%
2018	34.536	34.768	69.304	50%	50%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados encontrados no site do BNDES.

Pode-se notar que, dadas às flutuações entre os dois tipos de intermediação, a repartição entre a intermediação direta (repasses no qual o BNDES atua diretamente com o cliente) e indireta (BNDES repassa recursos para algum correspondente do setor privado, o qual atua com o cliente) acaba convergindo para uma igualdade (como é evidente no último ano da análise, no qual os dois tipos apresentam porcentagens praticamente iguais). Desta análise, é possível observar que, mesmo nas esferas de intermediação financeira pública, o setor privado encontra ampla possibilidade de participação. Sob um olhar mais rigoroso, ainda é possível perceber dois aspectos interessantes: 1. o programa BNDES-FINAME⁶ apresentou grande protagonismo no ramo da intermediação indireta, sendo o produto mais utilizado neste ramo durante todo o período da série (sendo até mesmo a estratégia de financiamento mais utilizada na categoria geral entre os anos de 2010 e 2011); 2. na duração do período estudado, percebeu-se uma tendência na qual a intermediação direta ocupava-se da maior parte dos repasses às grandes empresas, enquanto o ramo indireto inclinava-se à atender as micro, pequenas e médias empresas. Por fim, com o segundo caso tem-se:

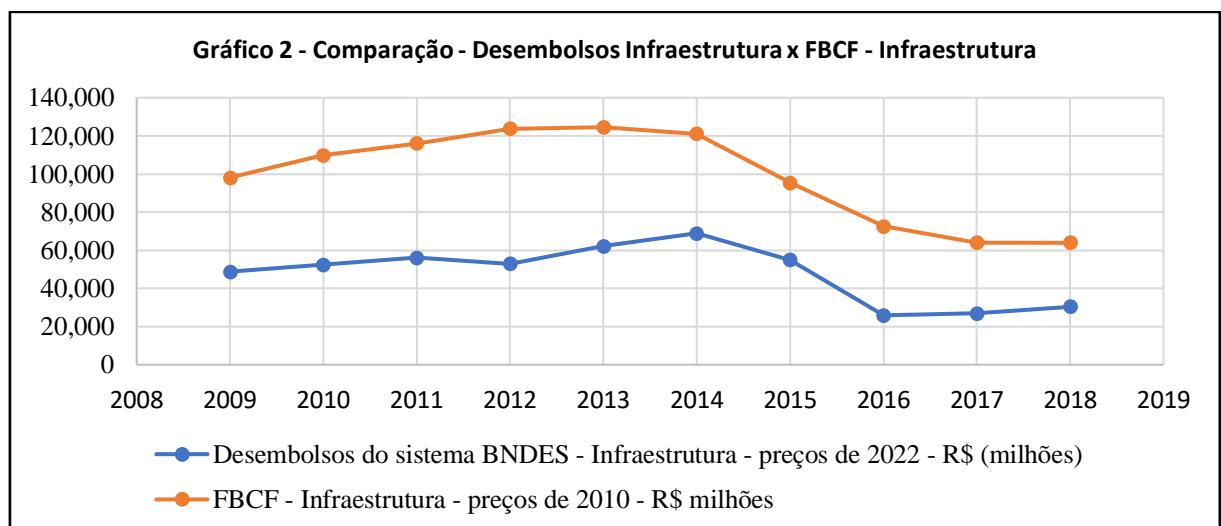
⁶ Programa criado em 1966 para estimular (através do intermédio de instituições financeiras credenciadas) financiamento da produção e aquisição de máquinas equipamentos e bem de informática e automação.

Tabela 2 - Desembolsos do sistema BNDES - R\$ (milhões) pelo tamanho da empresa receptor					
Ano	MPMs	Grande	Total	% MPMs	% Grande
2009	23.920	112.437	136.357	18%	82%
2010	45.579	122.844	168.423	27%	73%
2011	49.660	89.213	138.873	36%	64%
2012	50.122	105.870	155.992	32%	68%
2013	63.543	126.876	190.419	33%	67%
2014	59.374	128.463	187.837	32%	68%
2015	37.353	98.589	135.942	27%	73%
2016	27.240	61.016	88.256	31%	69%
2017	29.708	41.042	70.750	42%	58%
2018	30.965	38.338	69.303	45%	55%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados encontrados no site do BNDES.

É evidente que, apesar da maior parte dos montantes totais ser constituída por repasses às grandes empresas, existe uma tendência histórica de crescimento dos repasses às micro, pequenas e médias empresas.

Por conseguinte, para que se possa avaliar o grau de efetividade dos repasses, é necessário comparar, de alguma forma, seus montantes com os resultados reais da economia. Na tentativa de descobrir movimentos comuns entre as tendências, observou-se que, dos quatro segmentos contemplados neste trabalho (agropecuária, indústria, infraestrutura, comércio e bens), o que mais apresentou relações com uma variável real foi o setor da infraestrutura, como é possível verificar no gráfico seguinte, que compara os montantes totais repassados aos os dados de investimento bruto (formação bruta de capital fixo) - infraestrutura (preços 2010 em milhões de R\$).



Fonte: Elaboração própria com base nos dados encontrados nos sites do BNDES e do IPEADATA.

Novamente, mesmo que as duas tendências tenham sido sujeitas a deflatores distintos, fica evidente a forte relação entre estas. Pode-se então especular que os desembolsos repassados pelo BNDES seriam importantes determinantes da formação de capital bruto do setor de infraestrutura, visto que as tendências seguem trajetórias similares tanto em momentos de ascensão quanto de queda.

Com objetivo de embasar as observações e hipóteses levantadas pelos estudos estatísticos propostos anteriormente, examinaram-se as colocações presentes no trabalho “*O BNDES e o investimento: 2000 a 2016*” (2018) de Fernando Puga e Humberto Gabrielli, os quais também se propuseram a estabelecer relações entre as atividades do banco e a economia real através das comparações entre os desembolsos efetuados pela instituição e a taxa de investimento do país/PIB.

Por meio de uma periodização histórica das comparações anteriormente requeridas, os autores observaram três tendências distintas: em 2009, quando o investimento nacional caiu devido aos riscos associados à crise financeira global e os desembolsos aumentaram como parte de uma política anticíclica; entre 2010 e 2013, quando tanto a taxa de investimento nacional/PIB quanto os desembolsos do BNDES em valores absolutos alcançaram as máximas históricas da série (20,9% e 260 bilhões de reais a preços de junho de 2017, respectivamente); e entre 2014 e 2016, quando a relação investimento sobre PIB alcançou sua mínima na série histórica analisada (16,4%) e os desembolsos do banco caíram expressivamente graças às diminuições de entradas de pedidos de financiamento por parte das empresas (graças aos seus crescentes graus de alavancagem) (PUGA & GABRIELLI, 2018, p. 16).

Ao examinarem as relações Desembolso x Investimento por setor entre os anos de 2000 e 2016, os autores observaram, em suas próprias palavras, que em todas as comparações realizadas foram encontradas correlações entre as duas variáveis. Destacam-se os setores da infraestrutura e industriais, os quais estabeleceram correlações diretas em termos reais entre desembolsos e investimentos de 83% e 82%, respectivamente. (PUGA & GABRIELLI, 2018, p. 29).

Outro aspecto interessante do trabalho de Puga e Gabrielli (2018) é a análise de desembolsos do BNDES por porte de empresas financiadas, o qual revelou que, apesar da maior parte dos desembolsos terem sido destinados às grandes empresas, o banco financiou apenas uma pequena fração de seus investimentos. Assim, a participação do Banco no financiamento do total investido pelas empresas foi maior nas MPMEs. No caso das microempresas, o Banco

financiou cerca de 42% de seus investimentos, entre 2010 e 2015. (PUGA & GABRIELLI, 2018, p. 29).

Dessa forma, é possível desprender que, mesmo com diferenças metodológicas e periódicas para com este trabalho, os esforços de Puga e Gabrielli (2018) foram indeléveis ao dar suporte no embasamento do impacto efetivo das ações tomadas pelo banco na economia brasileira, assim como a atestação de uma maior apoio relativo das MPMEs por parte do BNDES (dado este que pode questionar as colocações sobre o suposto enfoque dos bancos públicos em empresas de grande porte presentes no fim da subseção 2.2.1 do capítulo 2).

Por fim, basta abordar as relações da instituição com o debate da TJLP X TLP para que a discussão deste trabalho seja finalizada. Para este fim, serão ponderadas as colocações do artigo *“O papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP”* (2018) de Thiago Rabelo Pereira e Marcelo Trindade Miterhof.

3.1.3 O BNDES, a TJLP e a TLP

Em vista de todas as associações estabelecidas entre desembolsos por parte do BNDES e variáveis como a formação bruta de capital fixo (FBCF) ou a taxa de investimento nacional (com o fim de ilustrar os possíveis impactos da instituição na economia real), mostra-se necessária a abordagem dos custos financeiros destas operações, detalhe especialmente relevante por possibilitar o estabelecimento de relações entre os diversos tópicos abordados até então. Estes custos, por sua vez, cristalizam-se nas taxas de juros cobradas pela instituição pelos montantes desembolsados, sendo sua primeira forma a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) e a segunda a TLP (Taxa de Juros de Longo Prazo). A TLP, introduzida pela Medida Provisória 777, acabou por substituir a TJLP como custo financeiro das operações a partir de janeiro de 2018 (os contratos vigentes até o estabelecimento da nova regra permaneceriam com a TJLP como custo) (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 877-878). Basta agora compreender a lógica das duas taxas, assim como os motivos por trás da substituição do custo prévio pelo atual.

Pereira e Miterhof definem a TJLP como “uma taxa flutuante e administrada, definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em patamar geralmente inferior às taxas de mercado” (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 878). Já a TLP apresenta uma lógica mais complexa, sendo esta “igual à NTN-B de cinco anos, um título indexado ao IPCA ao qual se

soma uma parcela de taxa de juros fixa” (esta última mudando periodicamente) (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 878-879). A motivação por trás da implementação da nova taxa seria, primordialmente, a redução do custo fiscal de operação do BNDES, visto que este passaria a ser, progressivamente, mais previsível sob a ótica mercadológica. (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 879). Ademais, a lógica na mudança destes custos financeiros só pode ser integralmente compreendida se considerado o diagnóstico dos juros da economia feito por seus autores:

Os defensores da MP 777 entendem que a atuação do BNDES com base numa taxa de captação privilegiada é uma das causas centrais do juro alto na economia brasileira. Isso se expressaria por dois canais: a perda de potência da política monetária, pressionando a taxa Selic pelo canal do crédito, e a existência de uma concorrência “espúria” no sistema bancário, acarretando em seleção adversa que atrairia para o BNDES os tomadores de melhor risco e pressionaria os spreads praticados no segmento livre, que concentraria os piores riscos de crédito... Segundo a lógica da MP 777, é possível desprender que, graças à TJLP, o segmento da demanda agregada financiado pelo BNDES não seria afetado por variações da SELIC, o que demandaria taxas de juros mais altas para controlar a inflação. Acontece que este argumento considera a inflação exclusivamente como fator de demanda (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 881).

Ou seja, por esta ótica, a própria oferta de recursos por canais de custos “mais atraentes” aos tomadores (como consagrado previamente pela TJLP) seria a razão pela tendência altista dos juros nacionais. Sendo assim, a TLP também viria como uma solução para esta problemática (o que implica em uma continuidade da tese norteadora do segundo capítulo deste trabalho).

Os autores, em oposição a esta lógica, defendem causas diversas para as tendências altistas dos juros brasileiros (as quais já foram abordadas no fim do primeiro capítulo deste trabalho). Para estes, além das dificuldades históricas relacionadas à balança de pagamentos e as exigências cambiais atreladas ao sistema de metas de inflação, está estritamente relacionada à alta dos juros nacionais a estrutura financeira de ativos financeiros atrelados à taxa do CDI que tende a concentrar a maior parte das inversões no curto prazo por apresentar uma série de atrativos (juro alto, operando em instrumentos pós-fixados indexados à taxa do overnight com a segurança dos títulos públicos federais) ausentes em suas contrapartidas de longo prazo (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 882-884). Seria o que chamam de “falha macroeconômica estrutural.”

Por fim, por meio das colocações dos autores, é possível compreender não só o papel singular do BNDES como Banco de Desenvolvimento ao mitigar a severidade atípica da

restrição de crédito de longo prazo em moeda local (PEREIRA & MITERHOF, 2018, p. 880), mas que tal processo de restrição creditícia seria consequência direta da alta estrutural dos juros da economia, sendo a TJLP (ao oferecer recursos aos tomadores cujos custos desvincilham-se da lógica anterior) a chave institucional para o advento desta possibilidade.

3.2 Considerações finais sobre o Capítulo 3

É necessário explicitar que este trabalho não pretende provar de forma definitiva uma tese específica, visto que os meios e métodos de análise nele empreendidos são simples para este fim e o objetivo almejado durante toda a sua duração não compactua desta ambição. No entanto, trata-se de uma proposta de diálogo entre as diferentes vertentes teóricas que buscaram investigar as intersecções entre o comportamento do sistema financeiro e o processo de desenvolvimento econômico brasileiro.

Evidentemente, grande parte dos dados levantados (assim como o exame histórico proposto no início do capítulo) acaba por prestar suporte na contestação da tese do *crowding out* de capitais privados pela presença das instituições públicas. Afinal, se após décadas de intensos processos de privatizações e desmobilizações do investimento público e suas instituições associadas, como os agentes financeiros privados poderiam carecer de espaços para ocupar?

Desde 2013 o montante de desembolsos repassado pelo BNDES caiu vertiginosamente (além disso, aproximadamente metade desta intermediação está ligada a agentes privados credenciados pelo FINAME). Ademais, os levantamentos referentes às intersecções entre os desembolsos do BNDES e a formação bruta de capital fixo no setor da infraestrutura, assim como as relações estabelecidas com a taxa de investimento nacional, apontam para uma importância correlata da ação do banco. Ainda assim, o nexo da análise encontra-se na relação entre os custos financeiros de operação dos desembolsos do banco e a alta estrutural de juros nacionais, a qual estabelece uma forte apologia da ação do banco (sob vigência da antiga TJLP) pela sua capacidade de dar suporte ao fornecimento de *funding* de longo prazo para a economia.

Sinteticamente, é possível apontar que as conclusões implícitas da análise empreendida neste capítulo não sustentam, em sua maioria, a tese do *crowding out* de agentes privados por uma suposta hipertrofia do setor público. Ao contrário, o binômio da análise histórica (macroeconômica, de planejamento e setorial) e estatística expos uma instituição

historicamente dinâmica com dirigentes constantemente preocupados tanto com o refinamento dos processos internos quanto à amplificação dos impactos da instituição no país. É claro, não se pode ignorar os pontos levantados no capítulo 2. Muitas das contestações relativas à eficiência dos processos de intermediação pública subsistem ao confronto das análises deste capítulo.

Por fim, também é importante ressaltar os elementos do debate que transcendem o mero antagonismo de teses. Como exemplo, é possível destacar a importância relativa da intermediação indireta no processo geral (principalmente levando-se em conta a predileção pelo atendimento de empresas micro, pequenas e médias neste âmbito). Ou seja, a percepção de que o próprio setor financeiro público abre espaço para a inclusão/desenvolvimento das forças financeiras privadas quebra a mera dicotomia público-privado.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

No dia 12 de fevereiro de 2023, o renomado economista André Lara Resende era entrevistado no programa “Canal Livre”. Na duração do programa promovido pela Band Jornalismo, Lara Resende foi indagado sobre variados temas tangentes aos desafios contemporâneos da economia brasileira, tais como a natureza das políticas monetárias em curso, o endividamento nacional e o papel dos bancos de fomento na promoção do desenvolvimento econômico.

Além de defender uma diminuição dos juros básicos e a posição estável do endividamento do país, o economista, ao abordar a potencial relevância do BNDES (no qual já ocupou o cargo de presidente em 1998) como banco de desenvolvimento, fez pontuais críticas à TLP instituída em 2018, custo de operação substituto da antiga TJLP. De acordo com o Lara Resende, a TLP (baseada no custo do Tesouro e determinada pelo BACEN) seria proibitiva aos novos investimentos produtivos graças à sua convivência com as altas taxas de juros, enquanto um custo de operação como a TJLP permitiria o fomento de externalidades positivas à economia justamente por ser inferior às taxas do mercado (assemelhando-se assim à uma forma de “subsídio”) em um contexto de juros altistas. Não obstante, o economista ainda comentou sobre a assimetria das condições de remuneração das aplicações de curto prazo associadas à dívida pública, visto que estas, sob a sua ótica, seriam consideradas irremediavelmente vantajosas para seus aplicadores por serem altamente rentáveis apesar de seus riscos praticamente nulos. É importante ressaltar que Lara Resende associou esta observação à conjuntura de altos juros reais da economia brasileira.

Esta estranha digressão à recente aparição pública do economista encontra a razão de sua presença na conclusão deste trabalho por dois principais motivos. Primeiro, a reiteração da relevância dos tópicos abordados e discutidos nesta pesquisa no contexto contemporâneo (mais especificamente tendo em vista a ressurgência do BNDES como instituição fomentadora de investimentos). Segundo, ao próprio respaldo dado pelo economista à discussão desenvolvida até então. Sob esta ótica, as relações entre as colocações citadas e as teses exploradas neste artigo logo mostram-se explicitamente, visto que as críticas do economista à rentabilidade das aplicações de curto prazo da dívida pública e à inviabilidade dos investimentos produtivos sob o julgo da atual TLP encontrariam ecos na discussão (presente desde o primeiro capítulo) sobre os mecanismos de indexação monetária responsáveis pelas distorções alocaativas no sistema financeiro nacional e no debate sobre a TJLP e TLP desenvolvido no terceiro capítulo, respectivamente.

Estabelecidas as relações anteriormente citadas e sintetizadas as conclusões dos três capítulos deste artigo, tem-se o seguinte quadro. Em um contexto de graves distorções financeiras responsáveis pela institucionalização de juros altistas, o setor financeiro público (cristalizado em instituições como o BNDES) assumiu um papel histórico de apoio creditício aos principais setores da economia (tais como a infraestrutura e as indústrias) na ausência de interesse dos agentes privados. Mesmo com um intervalo de cerca de cinco décadas, os sintomas das distorções financeiras estabelecidas pelos mecanismos de indexação da década de 1960 ainda se mostravam perceptíveis (visto a notável rentabilidade dos ativos de curto prazo da dívida pública, imbatíveis se comparados às suas contrapartes de longo prazo). Os bancos de desenvolvimento públicos, por sua vez, passavam por transformações radicais, sendo o seu papel de suporte ao desenvolvimento econômico gradualmente podado através de mecanismos institucionais. Neste contexto, o BNDES sofreu uma grave redução de seus recursos, além da alteração de seu próprio custo de operação através da substituição da TJLP pela TLP.

Levando-se em consideração um ambiente econômico marcado por juros altistas e uma restrição creditícia já explicada e pormenorizada no penúltimo segmento do terceiro capítulo, um custo de operação como a TJLP, ao oferecer recursos a custos inferiores aos do mercado, seria a chave para mitigar o problema anterior e apoiar o investimento produtivo nos principais setores da economia. Apesar disso, o que de fato foi realizado na história institucional recente brasileira foi a revogação deste mesmo custo em prol de uma alternativa incapaz de oferecer os mesmos recursos. A economia brasileira encontra-se destituída de uma instituição comprovadamente eficaz no apoio de seu financiamento.

É importante ressaltar que, embora este artigo não tenha elencado dentre seus objetivos uma resolução ou resposta definitiva para as problemáticas vislumbradas em sua duração, as colocações históricas e teóricas presentes no primeiro e no terceiro capítulo formaram uma unidade de coesão explicativa em muito superior à exposta no segundo capítulo, o que sugere uma aparente preponderância da tese da ausência de capitais privados como fator determinante para o protagonismo do setor financeiro público no financiamento do processo de desenvolvimento econômico brasileiro sobre a tese liberal do *crowding out* de capitais privados pela hipertrofia do setor financeiro público. Apesar disso, também é necessário explicitar a indelével importância das contribuições liberais para esta discussão, visto que, mesmo que as teses ortodoxas não apresentem uma quadro tão sistemático quanto ao estabelecido pelas posições heterodoxas, ambas as teses esmiuçadas desenvolveram-se em um sentido comum: gestar políticas econômicas (de acordo com suas heurísticas distintas) capazes de purgar o

sistema financeiro nacional dos problemas que o impediriam de se desenvolver plenamente (e assim apoiar de forma funcional o processo de desenvolvimento econômico brasileiro). Por isso, aspectos apontados como relevantes por autores ortodoxos tais como operações de ativos de boa qualidade e baixo risco associados à baixas taxas de inadimplência podem ser aspirações desejáveis para uma boa gestão das instituições públicas como o BNDES.

O encerramento das discussões promovidas na duração deste trabalho requer o reconhecimento do cumprimento de seu objetivo principal (o levantamento comparativo das duas teses antagônicas relativas à conjuntura do setor financeiro nacional ante ao estudo de caso da experiência histórica do BNDES durante a década de 2010), assim como o exame final de sua hipótese inicial. Ou seja, o estabelecimento do diálogo entre as teses discutidas contribuiu não apenas para o entendimento das proporções tomadas pelo BNDES na década de 2010, mas também sugeriu um panorama histórico-sistêmico sobre as problemáticas estruturais constituintes do sistema financeiro nacional que influenciaram os rumos da economia brasileira por mais de 50 anos, assim como as possíveis falhas presentes em políticas econômicas recentes.

Por fim, é possível destacar que a abrangência das temáticas abordadas nesse trabalho torna possível a sugestão de inúmeros tópicos de pesquisa relacionados capazes tanto de aprofundar quanto desafiar as colocações nele expressas. Como alguns exemplos, é possível citar: uma análise minskiana do sistema financeiro nacional contemporâneo com o objetivo de mensurar a magnitude de sua fragilidade financeira agregada; um estudo sobre a suposta perda de eficácia das políticas monetárias vide a utilização de taxas de juros subsidiadas; a utilização de métodos econométricos de alta precisão para o estabelecimento de relações causais entre os desembolsos do BNDES e outras variáveis reais da economia, entre outros.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARIDA, Pérssio. **Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica.** Em BACHA, Edmar Lisboa & Oliveira FILHO, Luiz Chrysostomo de (orgs.). Mercado de Capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Inadimplência da carteira de crédito com recursos direcionados - Pessoas jurídicas - Financiamento com recursos do BNDES Total.** Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/21143-inadimplencia-da-carteira-de-credito-com-recursos-direcionados---pessoas-juridicas---financia>. Acesso em: 03 de dezembro de 2022.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Inadimplência da carteira de crédito com recursos direcionados - Pessoas jurídicas - Total.** Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/21133-inadimplencia-da-carteira-de-credito-com-recursos-direcionados---pessoas-juridicas---total>. Acesso em: 03 de dezembro de 2022.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. **Unlocking credit: the quest for deep and stable bank lending.** IADB, 2005. Disponível em <http://www.iadb.org>.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Estatísticas Operacionais do Sistema BNDES.** Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho>. Acesso em: 04 de dezembro de 2022.
- BARBOSA, Ricardo de Menezes; FURTADO, Mauricio; GABRIELLI, Humberto. **A atuação histórica do BNDES: o que os dados têm a nos dizer?.** BNDES: textos para discussão. n°123 | abril de 2018.
- CASTRO, Lavínia Barros de. **Financiamento e Crescimento Econômico: Uma Visão Geral da Literatura e Posicionamento no Debate.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 14, N. 29, P.27-308, JUN. 2008.
- CASTRO, Lavínia Barros de. **História do Planejamento do BNDES (1983-2014): Lições e questões.** Revista do BNDES 42, dezembro 2014.
- CASTRO, Matheus Felipe de. **Estado Nacional e desenvolvimento: construindo um sistema financeiro a serviço do projeto de desenvolvimento nacional.** Revista Sequência, Santa Catarina, jul./ 2009.
- CALOMIRIS, Charles; HIMMELBERG, Charles P. **Directed credit programs for agriculture and industry.** Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993.
- CURRALERO, C. R. B. **A atuação do Sistema BNDES como instituição financeira de fomento no período 1952-1996.** 1998. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 1998.
- DE PAULA, Luiz Fernando; PIRES, Manoel. **Crise e perspectivas para a economia brasileira.** Revista Estudos Avançados. Rio de Janeiro, n° 31 (89), 2017.
- DE PAULA, Luiz Fernando. **Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana.** Est. Econ., São Paulo, vol. 43, n.2, p. 363-396, abr.-jun. 2013.

- HADDAD, Claudio. **Bancos públicos no Brasil: reflexões e propostas?**. In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007.
- HICKS, J. **Ensayos críticos sobre teoria monetária**. Barcelona: Ariel, 1975. Texto original publicado em 1967.
- HOBSON, J. A. **A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- IPEADATA. **Formação Bruta de Capital Fixo – Infraestrutura – preços de 2010 – R\$ milhões**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 04 de dezembro de 2022.
- LAMENNZA, Guilherme; PINHEIRO, Felipe; GIAMBIAGI, Fabio. **A capacidade de desembolso do BNDES durante a década de 2010**. Revista do BNDES 36, dezembro 2011.
- NESS JR, Walter L. **Reducing government bank presence in the Brazilian financial system: why and how**. Quarterly review of Economics and Finance, vol. 40, p. 71-84, 2000.
- PEREIRA DE MELO, Hildete; MORAES DA COSTA, Gloria Maria; DE ARAUJO, Victor Leonardo; CAPUTO, Ana Claudio. **O desenvolvimentismo no projeto liberal: o PAEG e o BNDE**. Rio de Janeiro, 2011.
- PEREIRA, Thiago Rabelo; MITERHOF, Marcelo Trindade. **O papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP**. Revista Economia e Sociedade. Campinas, v. 27, n. 3 (64), p. 875-908, setembro-dezembro 2018.
- PINHEIRO, Antonio Castelar. **Bancos Púlicos no Brasil: para onde ir?**. In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007.
- PUGA, Fernando; GABRIELLI, Humberto. **O BNDES e o investimento: 2000 a 2016**. BNDES: textos para discussão. n°122 | março de 2018.
- SCHUMPETER, Joseph Alois. **Teoria do Desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- STUDART, R. **The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development**. Journal of Post Keynesian Economics, v. 18, n. 2, p. 269-292, 1995-96.
- TAVARES, Maria da Conceição. **Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro: Ensaio sobre Economia Brasileira**. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1974.
- TORRES FILHO, Ernani Teixeira; NOGUEIRA DA COSTA, Fernando. **Financiamento de Longo Prazo no Brasil: Um Mercado em Transformação**. Revista Economia e Sociedade. Campinas, dez/2012.