



UNESP - UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
Faculdade de Ciências e Letras
Campus de Araraquara - SP

Ciro Medeiros Dorneles

**Direcionamento de crédito: uma análise sobre os efeitos da atuação do
BNDES durante a crise do *Subprime***

**Araraquara
2012**

UNESP - UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
Faculdade de Ciências e Letras
Campus de Araraquara - SP

Ciro Medeiros Dorneles

**Direcionamento de crédito: uma análise sobre os efeitos da atuação do
BNDES durante a crise do *Subprime***

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de
Economia da UNESP, campus Araraquara, como parte dos requisitos para a
obtenção do título de graduação em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Mário Augusto Bertella

**Araraquara
2012**

Ciro Medeiros Dorneles

**Direcionamento de crédito: uma análise sobre os efeitos da atuação do
BNDES durante a crise do *Subprime***

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Economia da UNESP, campus Araraquara, como parte dos requisitos para a obtenção do título de graduação em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Mário Augusto Bertella

MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Mário Augusto Bertella - Orientador

Departamento de Economia – Universidade Estadual Paulista – FCLAr/UNESP

Prof. Dr. Alexandre Sartoris Neto

Departamento de Economia – Universidade Estadual Paulista – FCLAr/UNESP

Local: Universidade Estadual Paulista

Faculdade de Ciências e Letras

UNESP - Campus de Araraquara

**“Duvidar de tudo ou crer em tudo
são duas soluções igualmente cômodas,
que nos dispensam ambas de refletir.”**

Henri Poincaré

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, o Professor Doutor Mário Augusto Bertella, que por muitos semestres demonstrou muita paciência e cooperação ao me orientar.

Ao Professor Doutor Alexandre Sartoris Neto que aceitou de prontidão o meu pedido para integrar a minha banca de avaliação.

A todos os professores que proporcionaram todo conhecimento e aprendizado necessário para minha formação acadêmica, profissional e pessoal.

Aos meus pais Manoel Dorneles e Leila Medeiros que tentaram sempre da melhor maneira possível me ensinar os valores que me guiaram e vão guiar pelo resto da vida.

À minha irmã Caroline Medeiros Dorneles que sempre me incentivou e cobrou empenho na hora de executar minha monografia.

À minha namorada Natalia Moreira, por quem eu tenho muito amor por sempre estar ao meu lado e abdicar da minha presença nos momentos de estudo.

Aos amigos que fiz na “República Xerém”, pois com eles aprendi que nem todo o conhecimento se adquire dentro de uma sala de aula e que o conceito de família muitas vezes se cria na base do convívio.

Aos amigos de Araraquara e da minha cidade natal em geral, pois com eles todos os momentos da vida ganham um sentido mais completo.

RESUMO

Esta dissertação aborda a atuação do governo no Sistema Financeiro Nacional (SFN) através da política de direcionamento de crédito, prática muito utilizada com o intuito de promover a industrialização. No Brasil essa política se deu majoritariamente através do principal instrumento do governo no sistema financeiro, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (BNDES). Será explicada a posição do BNDES dentro das finanças públicas e a sua capacidade de mobilizar ou servir de intermediário para a mobilização de recursos para a economia. Será também abordada a característica anticíclica que dos desembolsos desempenhados pelo BNDES na economia brasileira utilizando como pano de fundo a crise financeira que eclodiu na derrocada dos financiamentos imobiliários nos EUA, conhecida como crise do *subprime*. Por último serão apresentadas as principais ideias por traz das críticas e elogios que esse modelo com forte presença do Estado no sistema financeiro sofre.

Palavras-chave: Sistema Financeiro Nacional, direcionamento de crédito, anticíclico.

ABSTRACT

This essay treats the government acting on the National Financial System (SFN) through the policy of directing credit, a common practice within industrialization attempts. In Brazil this policy occurred mainly through the principal instrument of the government on the financial system, the National Bank of Economic and Social Development (BNDES). It will be explained BNDES' position within public finances and its ability to mobilize or act as an intermediary for mobilizing resources for the economy. Will also be addressed the countercyclical characteristics of BNDES' disbursements in the Brazilian economy using as a backdrop the financial crisis that erupted in the overthrow of the mortgages in the USA, also known as the subprime crisis. Finally we will present the main ideas behind the criticism and praise that this model with strong state presence in the financial system suffers.

Keywords: National Financial System, directing credit, countercyclical.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
1. Estrutura do BNDES e direcionamento de crédito.....	11
1.1 Breve história do BNDES.....	11
1.2 Fontes de Recursos do BNDES.....	12
1.2.1 Recursos vinculados.....	13
1.2.2 Ingressos automáticos.....	13
1.2.3 Captações Institucionais internas.....	14
1.2.4 Captações Institucionais externas.....	15
1.2.5 Retorno.....	16
1.2.6 Captações no mercado interno de capitais.....	17
1.2.7 Captações no mercado externo de capitais.....	18
1.2.8 Outras entradas.....	19
1.3 Mecanismos de direcionamento de crédito.....	19
1.4 Caráter anticíclico dos desembolsos dos Bancos Públicos.....	21
2. Atuação do BNDES durante a crise do <i>Subprime</i>.....	22
2.1 Uma breve Revisão da Crise do <i>Subprime</i>	22
2.2 Panorama do mercado de crédito nacional.....	25
2.3 Atuação do BNDES.....	27
2.3.1 Composição dos gastos do BNDES.....	29
3. O debate acerca da efetividade do BNDES no Sistema Financeiro Nacional.....	32
3.2 Os argumentos a favor do direcionamento de crédito pelo BNDES.....	32
3.3 Os argumentos contrários ao direcionamento de crédito pelo BNDES.....	35
Conclusão.....	38
Referências Bibliográficas.....	41

SUMÁRIO TABELAS E GRÁFICOS

Taxa de Juros oficial	25
Composição das operações de crédito do SFN segundo a origem do capital.....	26
Estoque de Crédito por Origem de Capital relativamente ao PIB.....	27
Modalidade operacional do BNDES.....	29
Composição setorial e por porte da empresa dos desembolsos do BNDES.....	30
Taxas de juros de curto e longo prazo praticadas na economia brasileira.....	36

INTRODUÇÃO

Embora a oferta de crédito não seja condição única para o desenvolvimento econômico, sua existência é determinante e condicionante desse processo. Empiricamente há uma correlação positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro e desenvolvimento industrial e econômico (PAGANO,1993). Nos dados do Banco Mundial de 2010, a relação entre o montante de operações de crédito total ao setor privado como um percentual do PIB alcança, nos países desenvolvidos e em processo acelerado de desenvolvimento (caso da China), relações superiores a 100%, muito acima do alcançado na economia brasileira que atingiu (diga-se de passagem, um recorde em sua história) cerca de 45%.

Esse montante de operações de crédito é composto por recursos livres no mercado e recursos direcionados pelo governo. Sob essa perspectiva destaca-se a presença do BNDES no escopo de políticas públicas para atuar como instrumento de fomento à indústria através de uma política creditícia mais intensa e dirigida para setores pré-selecionados por critério de potencial de expansão e capacidade de gerar externalidades de agregação geoeconômica, que consistem em sinergias entre a indústria e o mercado de trabalho, proporcionando a formação de uma cadeia produtiva nacional verticalmente integrada, capaz de estabelecer conexões regionais mais intensas e demandar/absorver força de trabalho especializada.

Na história observou-se claramente a ação de um estado indutor no processo de desenvolvimento através de restrições quantitativas e tributárias para proteção da indústria interna em formação. Foram os casos, só para termos ilustrativos, da Coreia do Sul (Coutinho, 1999), Inglaterra e Alemanha (Peres e Primi, 2009). Porém as medidas internacionais de liberalização econômica e extinção das amarras comerciais presentes no acordo do GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) na década de 1950 e, posteriormente, reiterada pelas orientações da OMC (Organização Mundial do Comércio), reduziram a área de atuação legal do estado de proteção da indústria nascente em uma esfera macroeconômica. Daí surge uma grande diferença entre as políticas adotadas pelo Brasil (e por outros países em desenvolvimento): o escopo de medidas mais reduzido do que no passado devido à impossibilidade de se criar deturpações nos fluxos internacionais de comércio.

O BNDES parte de uma política pública indutora para engajar a economia brasileira em um processo de aceleração do desenvolvimento industrial com ênfase nos

ganhos de produtividade e agregação de valor através do fomento a inovação. Esse processo de transição estrutural não se configura, empiricamente, apenas pelas forças de mercado, havendo necessidade de se estabelecer um direcionamento e intensificação por parte do Estado. Esse modelo de fomento estatal é alvo de críticos por ir de encontro com as teorias liberais de alocação de recursos via forças de mercado e também por, supostamente, gerar ineficiências de longo prazo através da perda de competitividade da indústria nacional e da restrição de oportunidades para desenvolvimento do mercado financeiro interno com predominância da iniciativa privada.

O estudo a seguir é dividido em três capítulos. O primeiro detalha a capacidade que o BNDES possui de alocar recursos na economia e a origem desses recursos, explica também os mecanismos conhecidos com que se opera a política de direcionamento de crédito por parte do governo. O segundo dá ênfase ao caráter anticíclico que definiram os empréstimos do BNDES durante a crise do *subprime*. É feita também uma recapitulação breve das origens da crise e seus desdobramentos. O terceiro aborda o debate existente acerca dos benefícios e malefícios que o direcionamento de crédito e a presença do BNDES podem acarretar à economia brasileira.

1. Estrutura do BNDES e direcionamento de crédito

1.1 Breve história do BNDES

Com o fim da Segunda Guerra Mundial, os países em sua maioria focavam suas ambições na aceleração do desenvolvimento econômico. E com esses objetivos em comum convergiram para um maior estreitamento das relações comerciais e econômicas entre os países. O instrumento primordial utilizado foi a implantação do sistema de *Bretton Woods* (Eichengreen, 2000), que propunha, principalmente, uma maior rigidez cambial, dessa forma reduzindo o risco cambial inerente ao comércio e investimento direto estrangeiro. Nesse cenário de maior interação econômica entre as nações e consequente intensificação do crescimento a partir da década de 1950, conhecida como “Era de Ouro”, as autoridades brasileiras concluíram que havia no país uma lacuna onde deveria haver uma instituição que operasse no mercado financeiro provisionando recursos de longo prazo com o intuito de ampliar a formação bruta de capital fixo.

No Brasil do pós-guerra, tornara-se claro que era preciso criar uma instituição capaz de cumprir o papel de indutor da atividade econômica – um banco de desenvolvimento que se especializasse na oferta de empréstimos de longo prazo e com risco. Ou seja, que fosse não apenas banco, mas também agência de desenvolvimento. Esse papel não poderia ser desempenhado pelo sistema financeiro tradicional, que trabalha com a visão do curto prazo e do lucro imediato. (BNDES, 2002, p.7)

Foi então em junho de 1952 que se criou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, na época ainda BNDE, uma autarquia federal incumbida de ser a executora da política nacional de desenvolvimento econômico.

Nos anos 70, o BNDE foi promovido à condição de empresa pública. Já na década de 80, duas importantes modificações surgiram, a primeira com a mudança conceitual de desenvolvimento pelos formuladores de políticas públicas, passando a colocar mais em pauta os indicadores sociais, passando a ser chamado de BNDES, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. A segunda é a criação, em 1982, do BNDESPAR, fruto da fusão de três subsidiárias criadas ainda na década anterior. Seu intuito era operar no mercado de capitais, ampliando a gama de possibilidades de capitalização das empresas brasileiras.

O BNDES teve participação importante em todos os planos e programas de desenvolvimento nacionais como o primeiro e o segundo PND, o Plano de Metas, o Plano Nacional de Desestatização e, recentemente, no Programa de Sustentação do Investimento além de outros.

Abaixo são listadas as áreas de atuação mais intensa do BNDES ao longo de sua existência:

ANOS 50	Infraestrutura econômica (energia e transporte). Siderurgia.
ANOS 60	Indústria de base. Bens de consumo. Pequenas e médias empresas. Desenvolvimento tecnológico.
ANOS 70	Insumos básicos. Bens de capital. Substituição de importações.
ANOS 80	Energia. Agricultura. Inclusão social. Integração competitiva.
ANOS 90	Infraestrutura privada. Exportações. Privatização. Desenvolvimento social e urbano.
ANOS 2000	Modernização dos setores produtivos. Atuação regional. Infraestrutura. Exportação. Desenvolvimento social e urbano. Micro, pequena e média empresa. Privatização. Mercado de capitais.

Fonte: BNDES, 2002.

1.2 Fontes de Recursos do BNDES

Para compreender a atuação do BNDES enquanto banco de fomento, faz-se necessário um maior detalhamento da sua posição dentro das finanças públicas, para que desse ponto possamos analisar sua dimensão efetiva e potencial dentro da economia brasileira.

As fontes onde se originam os recursos utilizados pelo BNDES são distintas. Os fluxos diferenciam-se por serem livres ou vinculados através de instrumentos legais.

Segundo Machado e Prochnik (2008), as fontes de recursos do BNDES são divididas em: recursos vinculados, ingressos automáticos, captações institucionais internas e externas, retorno, captações em mercado e outras captações.

1.2.1 Recursos vinculados

- **Fundo da Marinha Mercante (FMM):** Criado em 1958 e constituído, principalmente, de uma taxa denominada “Adicional ao Frete para a Renovação da Marinha

Mercante (AFRMM)”, que incide no frete cobrado pelo armador de qualquer embarcação que opere na malha portuária nacional. O fundo é subordinado ao Ministério dos Transportes, porém operacionalizado pelo BNDES. Sua provisão e aplicação são direcionadas uma vez que o fundo é destinado ao financiamento da construção e modernização das embarcações em estaleiros nacionais e, do desenvolvimento tecnológico e capacitação do capital humano no setor da marinha mercante. O fundo é remunerado pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A aplicação em projetos passa pelo filtro técnico do Conselho Diretor do Fundo da Marinha Mercante (CDFMM), e posteriormente, pela avaliação econômica e financeira do BNDES.

- **Recursos do Tesouro Nacional:** São recursos provenientes do próprio Tesouro Nacional e destinados ao financiamento ou garantia da manutenção de atividades de interesse público, como ocorrido em 2001 durante a crise das empresas de energia elétrica. Nesses casos, a União emite títulos da dívida pública em benefício do BNDES que, em contrapartida, contabiliza esses recursos como crédito do Tesouro Nacional à sua subsidiária BNDES Participações S.A. (BNDESPAR). Esses recursos são destinados a áreas consideradas vitais para o interesse público.

1.2.2 Ingressos automáticos

- **FAT Constitucional:** É constituído pelas arrecadações do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP). De acordo com a Constituição Federal de 1988, 40% dessas contribuições trabalhistas seria destinado à promoção de projetos que estimulassem a geração de mais empregos e, por conseguinte, renda. A nomenclatura “Fundo de Amparo ao Trabalhador” (FAT) surgiu apenas em 1990 abrangendo as duas contribuições. A parcela restante do FAT seria destinada a prover recursos para os direitos trabalhistas como seguro desemprego e abono salarial. O caráter automático e compulsório dessa fonte de recursos garantiu mais segurança no planejamento das operações do BNDES, podendo financiar projetos de maturação mais longa sem o perigo iminente de escassez de recursos.

Para empréstimos em moeda doméstica o fundo é remunerado pela Taxa de Juros de Longo Prazo em remessas semestrais, limitado a taxa de 6% a.a., sendo as eventuais diferenças nas taxas de juros contabilizadas no saldo devedor do BNDES para com o fundo. No entanto, o passivo bancário referente ao FAT tem caráter de perpetuidade, ou seja, quando não há previsão de devolução do montante, apenas em casos de falta de recursos para garantir os direitos trabalhistas da população.

Para empréstimos em moeda estrangeira o fundo é remunerado pela Taxa de Juros para Empréstimos e Financiamentos no Mercado Interbancário de Londres (LIBOR) acrescido da variação cambial. Nesses casos, a remuneração do fundo é repassada integralmente.

1.2.3 Captações Institucionais Internas

- **FAT depósitos especiais:** Desde a criação do FAT, enquanto depositário das contribuições do PIS e do PASEP, os recursos que atendiam a reserva mínima de liquidez, decorrente na necessidade de custeio dos direitos trabalhistas como seguro desemprego e abono salarial, eram aplicados em títulos do Tesouro Nacional, o que permitia a geração de recursos financeiros excedentes e, a partir de 1991, esses recursos poderiam ser destinados ao financiamento de programas públicos específicos. Esses depósitos são destinados a várias instituições financeiras públicas nacionais além do BNDES, como a Caixa Econômica Federal, a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), o Banco do Nordeste e o Banco da Amazônia.

Os recursos aplicados devem seguir a diretriz determinada pelo Conselho Deliberativo do FAT (CODEFAT), determinando os setores alvo, porte das empresas, condições do financiamento como juros e prazos e etc. Há um mecanismo que acelera o repasse de recursos do Banco ao tomador final, no caso as empresas, pois os recursos, quando em posse do Banco, são remunerados pela SELIC, enquanto quando são repassados, são remunerados pela TJLP, logo o repasse representa uma remuneração menor do passivo do Banco para com o Tesouro Nacional.

- **Fundo Nacional de Desenvolvimento:** O Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND) foi criado em 1986 com o objetivo de fornecer recursos necessários à realização de investimentos visando a promoção do desenvolvimento nacional. Ele é subordinado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC). Os recursos são destinados às indústrias de insumos base e a de bens de consumo. O fundo é composto por ações de empresas públicas permutadas por cotas do fundo, títulos de longo prazo chamadas Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFNDs) que foram, compulsoriamente, adquiridas por entidades de previdência privada, mantidas por órgãos da União, por retornos de financiamento realizados em períodos anteriores, juros calculados por TJLP e dividendos de carteiras de ações e aplicações financeiras. O BNDES não é o único

agente financeiro que opera o FND, porém é o principal. O fundo prevê um repasse de dividendos aos cotistas de no mínimo 25% do resultado líquido do exercício.

O fluxo de recursos do fundo não possui a mesma segurança das fontes de ingresso automático como o FAT Constitucional, pois depende dos retornos dos financiamentos realizados e do repasse através da votação do Orçamento Geral da União, votado pelo Congresso Nacional.

1.2.4 Captações Institucionais externas

- **Organismos Internacionais:** Desde a década de 50, o BNDES capta recursos em organismos internacionais multilaterais como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o Banco Mundial, o *Japan Bank for International Cooperation* (JBIC), o KFW Bankengruppe e o *Nordic Investment Bank* (NIB). A destinação desses recursos segue a diretriz estabelecida pela instituição credora, e muitas vezes esses montantes são destinados a empresas cuja sede é no país de origem dos recursos, porém querem expandir suas atividades e realizar investimento direto estrangeiro (IDE) no Brasil, ou quando as atividades da empresa convergem interesses tanto nacionais quanto dos países de origem dos empréstimos.

O risco cambial desses recursos não é repassado às pequenas e micro empresas, que contratam o empréstimo em moeda nacional. As grandes empresas, porém, mesmo que não tenham recebido recursos originários de instituições internacionais, assumem parte do risco inerente ao passivo externo do Banco e de sua respectiva cesta de moedas.

Outro ponto importante no ingresso de recursos via organismos internacionais é o caráter anticíclico desses fluxos, pois em cenários de retração da liquidez nos mercados, esses empréstimos são mantidos e às vezes em patamar até superior ao usual.

1.2.5 Retorno

Os retornos correspondem às entradas de recursos provenientes das atividades do Banco em exercícios anteriores, ou seja, são os juros, amortizações, encargos moratórios, comissões e devoluções referentes a financiamentos realizados no passado. Os retornos se dividem em dois subgrupos: os referentes ao Fundo PIS-PASEP e aos outros retornos.

O PIS e o PASEP, criados na década de 70, tinham como objetivo criar uma poupança compulsória dos trabalhadores da esfera pública e privada para custear toda ordem de direitos trabalhistas. Posteriormente, as duas arrecadações tiveram suas aplicações unificadas no âmbito do segundo Programa Nacional de Desenvolvimento (II PND) passando a constituir um fundo de responsabilidade do então BNDE. Em 1975, foi instituído o Fundo de Participação PIS-PASEP. Dentro do Fundo PIS-PASEP, havia o Fundo de Participação Social (FPS) que tinha a possibilidade de mobilizar até 15% dos recursos totais do fundo para aplicação em ações ou debêntures conversíveis, permitindo aos trabalhadores participar do controle acionário das empresas nacionais de capital aberto. No entanto, na década de 80, os recursos do sistema PIS-PASEP no âmbito dos direitos trabalhistas passaram a ser aplicados somente para o seguro desemprego e abono salarial e, posteriormente, com a criação do FAT como depositário desses recursos, o Fundo PIS-PASEP parou de receber novos recursos que, juntamente com o seu estatuto que prevê repasses periódicos aos seus cotistas através do Banco de Brasil e da Caixa Econômica Federal, foi perdendo importância na provisão de recursos ao BNDES.

Os outros retornos são constituídos das mais diversas formas de entradas de recursos no Banco, exclusive as acima citadas do Fundo de Participação PIS-PASEP. Nessa modalidade, destaca-se o FAT Constitucional, o FAT Depósitos Especiais e os próprios recursos oriundos do capital social do banco.

1.2.6 Captações no mercado interno de capitais

- **Renda variável:** A subsidiária do BNDES que atua no mercado de capitais, o BNDESPAR, tem como papel a administração dos ativos do sistema BNDES. Esses ativos são compostos majoritariamente por ações adquiridas ao longo do tempo. Os setores de maior presença do Banco na participação societária das empresas são os de petróleo e gás, mineração e energia elétrica. O BNDESPAR atua auxiliando as empresas fornecendo capital de risco e garantindo mais liquidez ao mercado de capitais brasileiro que, historicamente, é pouco desenvolvido devido a fatores estruturais que serão explicitados posteriormente.

O Banco pode adquirir ações das empresas diretamente, através da compra no mercado primário ou através da aquisição de debêntures conversíveis remunerados a uma taxa de juros e passíveis de convertibilidade em ações desta empresa. O Banco pode operar também adquirindo ações de determinada empresa visando proporcionar uma reestruturação financeira da empresa em questão dado o grau de urgência e necessidade da operação. Há a possibilidade também do Banco auxiliar empresas na sua abertura de capital justificando seu compromisso de promover o desenvolvimento do mercado de capitais, nesse caso via aumento do número de empresas listadas na Bolsa de Valores.

A participação societária do BNDESPAR no capital social das empresas tem caráter minoritário e transitório, havendo a necessidade num período futuro de desinvestimento por parte do Banco, ou seja, de vendas das ações que compõem o seu *portfolio*. Essa venda ocorre em mercados organizados como a BOVESPA ou através de operações que atendam às normas da entidade reguladora, no caso a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e obedece a padrões de mercado quanto ao preço e volume das ações negociadas e o momento adequado para se concretizar a transação.

- **Renda Fixa:** O retorno do Banco em renda fixa se configura de duas maneiras: a venda de títulos de renda fixa, como os títulos do Tesouro Nacional e debêntures sob sua propriedade, e os juros e remunerações oriundos desses títulos.

A captação com debêntures se dá pelo resgate, pela empresa financiada, dos títulos simples, ou dos conversíveis quando não é exercida a opção de conversão em ações. Outra forma de captação é a emissão de debêntures para o público pela subsidiária do Banco, a BNDESPAR, que remuneram os credores a uma taxa de juros prefixada e tem validade determinada para amortização do principal. Esses debêntures podem ser simples, quando o objetivo é apenas a obtenção de recursos para direcionamento da política de desenvolvimento, ou conversíveis, dando ao credor, no caso do exercício da opção de conversão, acesso às ações que compõem a carteira da subsidiária do Banco. Esse último instrumento é vantajoso, pois através da conversibilidade, os juros estabelecidos são menores, há uma maior previsibilidade do planejamento por parte do Banco, pois há um valor de referência para a venda ou conversão dos títulos em ações.

Essas medidas “popularizam” as atividades do Banco formando uma classe de investidores que podem optar por manter essas debêntures na composição de seus

portfolios e dando acesso aos investidores de menor porte ao mercado de capitais. Dessa forma com a opção dada ao público, ocorre uma maior possibilidade de movimentação no mercado acionário e conseqüente aumento de sua liquidez.

1.2.7 Captações no mercado externo de capitais

- **Renda fixa- Bônus e empréstimos:** A vantagem da diversificação das fontes de recursos é uma maior garantia de estabilidade de um patamar adequado às realizações das atividades do Banco frente aos choques que podem restringir a oferta de cada uma dessas fontes. O mercado externo possui a vantagem de oferecer maior autonomia ao Banco na aplicação dos recursos em detrimento das fontes institucionais e das aplicações em carteira.

Os empréstimos são captados pelo BNDES em bancos ou consórcio de bancos internacionais. Os recursos são amortizados com periodicidade preestabelecida após um período de carência. A taxa de juros incidente é normalmente flutuante e negociada e é determinada como um *spread* à Taxa de Juros para Empréstimos e Financiamentos no Mercado Interbancário de Londres (LIBOR).

Os bônus são títulos de dívida emitidos pelo BNDES aos bancos coordenadores dessa operação. Esses bancos por sua vez são responsáveis por vender esses títulos a investidores internacionais. Os títulos são amortizados integralmente no vencimento e são remunerados a uma taxa fixa. A compra da dívida é feita em leilão fechado, em que os investidores interessados fazem a proposta da quantidade total de títulos que eles desejam e que preço estão dispostos a pagar. A oferta, no entanto, não é de domínio público, estando suas informações disponíveis apenas para as partes envolvidas diretamente na negociação.

1.2.8 Outras entradas

São consideradas “outras entradas” os saldos disponibilizados pelo governo para fundos de destinação específica e programas especiais como o Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade (FGPC), programas de incentivo ao pequeno agricultor etc. Integrou também essa rubrica a entrada de uma parcela significativa de recursos oriundos das privatizações ocorridas em meados da década de 90.

1.3 Mecanismos de direcionamento de crédito

Recorrentemente, o desenvolvimento de países com baixo nível de poupança esbarra na combinação pouco atrativa ao capital privado de retorno e risco de grandes investimentos com elevado prazo de maturação. Dessa forma, o crédito, enquanto variável condicionante da atividade econômica e por consequência do fluxo de renda, bem como investimento e capacidade produtiva, tem importância imperativa na formulação de qualquer projeto desenvolvimentista de longo prazo que busque a transição estrutural de uma economia baseada na produção de *commodities* para uma economia baseada no setor secundário predominantemente de indústria com conteúdo tecnológico crescente, logo, de maior valor agregado.

O direcionamento de crédito deve atender aos interesses dos formuladores de políticas públicas quanto à capacidade da finalidade atendida de gerar externalidades socioeconômicas positivas, por exemplo, aumento do emprego, redução do déficit habitacional, priorizar o comércio exterior através do aumento da competitividade em produtos ou em processos (ambos envolvendo a inovação tecnológica) proporcionando o surgimento de vantagens competitivas em setores com alto coeficiente de exportação etc. De acordo com Torres Filho (2009), o direcionamento se configura de duas maneiras: direta e indireta.

Direcionamento direto é aquela modalidade em que a instituição financeira de controle governamental repassa os recursos diretamente ao agente. Esse repasse pode ter origem em recursos fiscais no caso de fundos compostos por patrimônio público ou de aportes via endividamento do governo central, ou recursos parafiscais no caso de alocação de recursos compulsórios como no caso brasileiro do FAT. Existem também recursos originados no mercado interbancário, no saldo disponível dos depositantes, especificamente em bancos comerciais públicos (como a Caixa Econômica Federal no Brasil), e há também a captação em mercado de capitais via emissão de ações e debêntures.

A grande vantagem dos mecanismos diretos que usam recursos públicos é a autonomia decisória do Estado na fixação das condições financeiras desses empréstimos. Por serem desvinculados de uma captação em mercado, os critérios de destinação, avaliação de risco e de fixação de taxas de juros não precisam ter correspondência direta com os parâmetros praticados pelo setor privado. Por isso, são instrumentos muito eficazes em termos de atuação anticíclica e de ação focada em segmentos não atendidos pelo crédito corrente, como as operações de prazos mais longos e as destinadas a micro, pequenas e médias empresas. (TORRES FILHO, 2009, p. 18)

Direcionamento indireto é quando as instituições financeiras de controle público e o governo “apenas” intermediam a interação entre as instituições privadas, que

provisionam os recursos, e os agentes considerados “alvos” de acordo com o objetivo da política de desenvolvimento. Essa intermediação pode se traduzir em garantias financeiras ou seguros, que consistem no empréstimo ao tomador final a um custo menor do que o praticado no mercado em condições normais, sendo cobrada uma taxa que, normalmente, é pouco superior à cobrada no financiamento da dívida pública (por definição a menor taxa cobrada em moeda doméstica). Nesse caso o ônus passa a ser do governo somente em face de inadimplência.

Outra forma de direcionamento indireto é o subsídio da taxa de juros. Nessa modalidade, o governo se responsabiliza por pagar parte dos juros para que o tomador final tenha acesso a melhores condições aos recursos creditícios ou ainda, o governo se responsabiliza por pagar o diferencial de taxas juros quando a captação acontece a taxas flutuantes e o repasse ao tomador final é determinado por taxas fixas. Por último, ocorre o repasse de recursos fiscais e parafiscais aos bancos comerciais e instituições privadas em geral para que estes, assumindo o risco e a gerência dos recursos, emprestem aos tomadores. O direcionamento indireto oferece boas condições de risco e custo dos recursos às instituições privadas, porém é facultada a elas a utilização desses montantes desde que obedeçam as diretrizes estabelecidas pela autoridade governamental.

O direcionamento de crédito, em suas várias modalidades, esteve presente em muitos momentos da história, porém destaca-se a sua intensificação durante a crise de 1929. Nos EUA, praticamente todo o aparato de direcionamento existente foi criado para combater os efeitos maléficos causados pela Grande Depressão. Na década de 30, foi criado o Reconstruction Finance Corporation (RFC) que servia para prover recursos em caráter emergencial para instituições financeiras, ferrovias etc., com o intuito de garantir maior segurança e liquidez à economia. Posteriormente, o escopo da política creditícia de direcionamento foi sendo ampliado com subsidiárias da RFC, contemplando a agricultura, habitação e exportações com destaque para o EXIMBANK criado em 1938. O direcionamento também foi bastante utilizado pelo governo dos EUA no esforço empreendido para a entrada na Segunda Guerra Mundial, servindo posteriormente como exemplo tanto para reconstrução dos países destruídos pelo conflito na Europa ocidental e no Japão como para recuperação e crescimento econômico.

Os países subdesenvolvidos que buscavam um *catching-up* tecnológico e econômico através da industrialização, também seguiram a mesma fórmula – o direcionamento. No entanto, na maioria dos casos, o elevado custo de rolagem da dívida pública e o baixo grau de desenvolvimento dos sistemas financeiros restringiam os

mecanismos de direcionamento, sendo mais atuantes apenas os diretos através dos bancos públicos.

1.4 Caráter anticíclico dos desembolsos dos Bancos Públicos

Além das características já citadas dos recursos direcionados pelo governo, principalmente a da destinação a setores tidos como prioritários pela capacidade de propiciar benefícios sociais de longo prazo, no entanto com baixa atratividade às instituições financeiras de controle privado, podemos citar outra característica dos desembolsos das instituições de controle estatal: a anticiclicidade dos recursos direcionados.

De acordo com Micco e Panizza (2004), os montantes de crédito oferecidos por bancos públicos são estatisticamente menos pró-cíclicos do que os montantes ofertados por bancos privados o que lhes garante uma condição de efetivo mecanismo de transmissão de política monetária.

Os recursos direcionados, por apresentarem certa estabilidade na sua provisão, dada sua origem tributária ou compulsória, são menos afetados por choques de diversas naturezas que culminam, na maioria das vezes, na preferência por liquidez por parte dos agentes, ou seja, no surgimento de restrições nos fluxos de liquidez do sistema financeiro.

Frente a essas adversidades, os recursos creditícios do setor público tendem a “suavizar” alterações abruptas na oferta de crédito do sistema financeiro. Essa suavização se configura em duas frentes: em épocas de retração da atividade econômica, os recursos direcionados atuam no sentido de estabilizar a oferta de crédito, emprestando recursos que antes eram oriundos do setor privado, de modo que as famílias e os agentes não sejam impedidos de consumir e investir por falta de liquidez no mercado financeiro. De maneira análoga, em épocas de prosperidade econômica, o aumento da oferta de crédito por parte do setor privado permeado pelo otimismo dos agentes, juntamente com a manutenção do direcionamento de crédito em patamares elevados, pode levar a um choque de demanda, gerando pressões inflacionárias indesejadas para os formadores de políticas públicas. Dessa forma, a oferta de crédito pelo setor público é redimensionada para complementar a oferta privada em situações pontuais, geralmente em atividades onde o mercado por si só não alocaria recursos em condições favoráveis.

2. Atuação do BNDES durante a crise do *Subprime*

Para melhor entender a atuação do BNDES durante a crise do *subprime*, faz-se necessária uma recapitulação da conjuntura econômica num âmbito internacional e os seus desdobramentos para a economia brasileira. Sendo assim, segue uma análise breve do período, ressaltando a origem da crise e os acontecimentos que a sucederam.

2.1 Uma breve Revisão da Crise do *Subprime*

A crise financeira deflagrada em meados de 2008 nos EUA teve origem no mercado imobiliário que vivia já desde meados da década de 90 um cenário de prosperidade vigoroso. Os fatores que ajudaram a criar uma “bolha” em torno das hipotecas foram: i) as baixas taxas de juros praticadas pelo FED (Federal Reserve, o Banco Central dos EUA) intensificadas após os atentados terroristas de 2001; ii) concessão de linhas de crédito de maior risco; iii) difusão dos processos de securitização; iiiii) expectativas negativas dos agentes.

A securitização surgiu como instrumento para dar maior solvência ao mercado financeiro. Ela consiste em um processo de agrupamento de contratos de empréstimos. Esses inúmeros contratos compunham uma espécie de conglomerado, então eram fracionados de modo que cada título desse fundo fosse constituído por pequenas parcelas de todos os empréstimos, fazendo assim com que o risco de cada empréstimo fosse distribuído em cada cota. A partir daí, essas cotas eram negociadas em mercados de capitais organizados, normalmente adquiridos por fundos de pensão, seguradoras etc. Ou seja, o risco que determinado agente se exporia ao realizar um empréstimo era dividido entre vários cotistas que estivessem interessados em adquirir essas carteiras de crédito, logo, se houvesse inadimplência, não seria um único investidor a ser subtraído, e sim os vários cotistas desta carteira composta por milhares de contratos de financiamentos. Esse mecanismo serviria para dar maior segurança ao mercado, diminuindo a exposição ao risco, no entanto o efeito prático foi diferente, as instituições financeiras aumentaram sua exposição ao risco aumentando o volume comercializado, inflacionando excessivamente o valor das hipotecas, incorporando ao mercado tomadores com perfil pagador inferior (faixa conhecida como *subprime*) e aumentando vertiginosamente a difusão desses papéis no sistema financeiro sob o rótulo “securitizada”. Estatisticamente, apresentavam risco menor do que as hipotecas que os

compunham de fato. Dessa forma, tinham acesso a fundos com perfil menos “agressivos” e com melhores condições do que seu risco permitiriam, mesmo sem apresentar as garantias adequadas para honrar os empréstimos de acordo com as práticas de gestão de risco da carteira utilizadas no mercado.

O nome “*Subprime*” vem da tipologia usada nos mercado financeiro daqueles contratos de empréstimos destinados a tomadores sem histórico de financiamentos ou com histórico de inadimplência, na maioria das vezes pessoas de mais baixa renda e que não teriam acesso ou condições para arcar com os empréstimos. Em suma, o “*Subprime*” refere-se a uma modalidade de empréstimo envolvendo um tomador, por assim dizer, não considerado “nobre”. Em alguns casos extremos, eram adotadas práticas ainda mais agressivas: as chamadas “ninjas” que significa: “*No income, no job and no assets*” – e que significa sem renda, emprego ou patrimônio e que justificassem a capacidade de amortização dos montantes de crédito concedidos. Esses últimos, por sua vez, eram concedidos até para pessoas com histórico de inadimplência ou sem documentação básica, como no caso dos imigrantes ilegais.

À medida que as taxas de juros de mercado dos EUA iam caindo e, simultaneamente, os preços dos imóveis continuavam a subir, as famílias que enfrentavam dificuldades em função dos reajustes de suas hipotecas dispunham de uma alternativa: liquidar o financiamento hipotecário antigo e adquirir um novo, o que, na grande maioria das vezes, acontecia a taxas mais atraentes. Esses mecanismos permitiam não somente a expansão das operações das instituições financeiras, como também a incorporação do segmento *subprime* ao mercado. (Torres Filho, 2008, p. 138)

O cenário de forte expansão, porém, começou a se reverter em 2004 quando o FED (Banco Central dos EUA) iniciou um movimento de aumento da taxa básica de juros que partiu, em termos nominais, de 1% a.a. em 2004 para 5,25% a.a. em 2006 reduzindo o número de novas hipotecas no mercado imobiliário e, conseqüentemente, desacelerando o nível de valorização dos imóveis. Foi aí que se observou um grande aumento da inadimplência e das execuções das hipotecas.

Com as perdas inerentes aos inadimplentes das faixas menos nobres dos contratos de financiamento, o processo de securitização mostrou sua característica mais desastrosa. A falta de informações acerca da exposição de cada fundo aos títulos considerados “tóxicos” iniciou uma corrida dos investidores para resgatar grande parte das aplicações lastreadas em títulos hipotecários, atingindo assim até as de menor risco, ou consideradas mais “nobres”.

Esse efeito “manada” colocou as instituições financeiras e o sistema bancário em situação muito delicada, e a difusão sistêmica do risco nas mais variadas carteiras

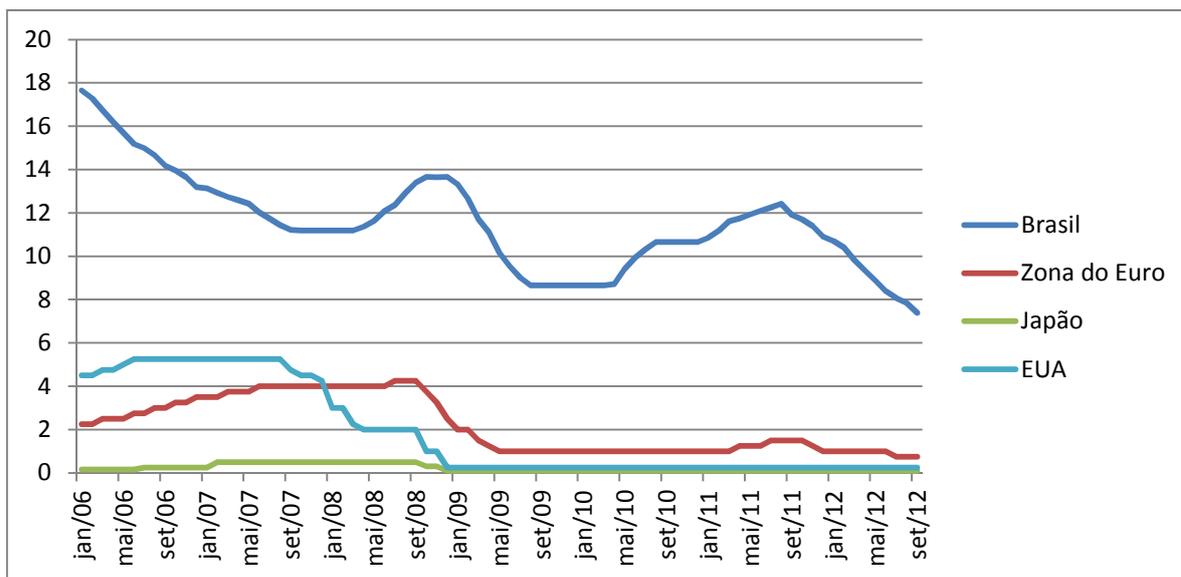
de ativos, induziu a um comportamento muito conservador e avesso ao risco por parte dos agentes, incitando a preferência por liquidez. Esse comportamento fez praticamente congelar o mercado interbancário, que consiste em um mecanismo que garante a solvência do sistema bancário no curto prazo em que, uma instituição superavitária na captação frente os empréstimos, repassa recursos à instituição deficitária, garantindo assim a liquidez do sistema em geral.

A crise que desencadeou a preferência por liquidez por parte das instituições financeiras, dada a falta de informações acerca do alcance dos prejuízos provocados pelos ativos “tóxicos”, agravou-se com a falência do *Lehman Brothers*, o quarto maior banco de investimentos dos EUA, em setembro de 2008. Depois disso, a força motriz da crise passou a ser a falta de confiança dos agentes na estabilização e recuperação da economia tendo como agravante o temor da incapacidade do Estado enquanto indutor desse movimento.

O *FED* então, visando influenciar positivamente as expectativas dos agentes, lançou mão de pacotes de auxílio que propunham desde a troca dos ativos “tóxicos” por títulos públicos, o controle acionário de grandes instituições e a atuação no mercado interbancário servindo como avalista de empréstimos entre instituições bancárias. Isso foi encarado por grande parte da comunidade internacional como uma “nacionalização” dos prejuízos causados pela crise muito embora seus desdobramentos ainda sejam difíceis de quantificar e a recuperação ainda não mostre sinais claros de aproximação.

A crise estava deflagrada em nível internacional, com as grandes potências econômicas aliando deterioração das contas públicas em decorrência de aumento do gasto e redução da arrecadação, queda da atividade econômica e redução da confiança dos agentes. A política monetária adotada nos grandes centros foi na maioria das vezes expansionista, o que em vez de estimular a demanda, que supostamente era o objetivo das autoridades monetárias, serviu como elemento de forte apreciação nas taxas de câmbio dos países em desenvolvimento com destaque para o Brasil, colocando em evidência o diferencial das taxas de juros praticadas nesses mercados em comparação com a média mundial.

Taxa de Juros oficial (% a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil (SGS)

Essa apreciação cambial fez com que a competitividade em preços dos produtos brasileiros diminuísse drasticamente no exterior e os produtos importados passassem a ser muito mais competitivos no mercado interno.

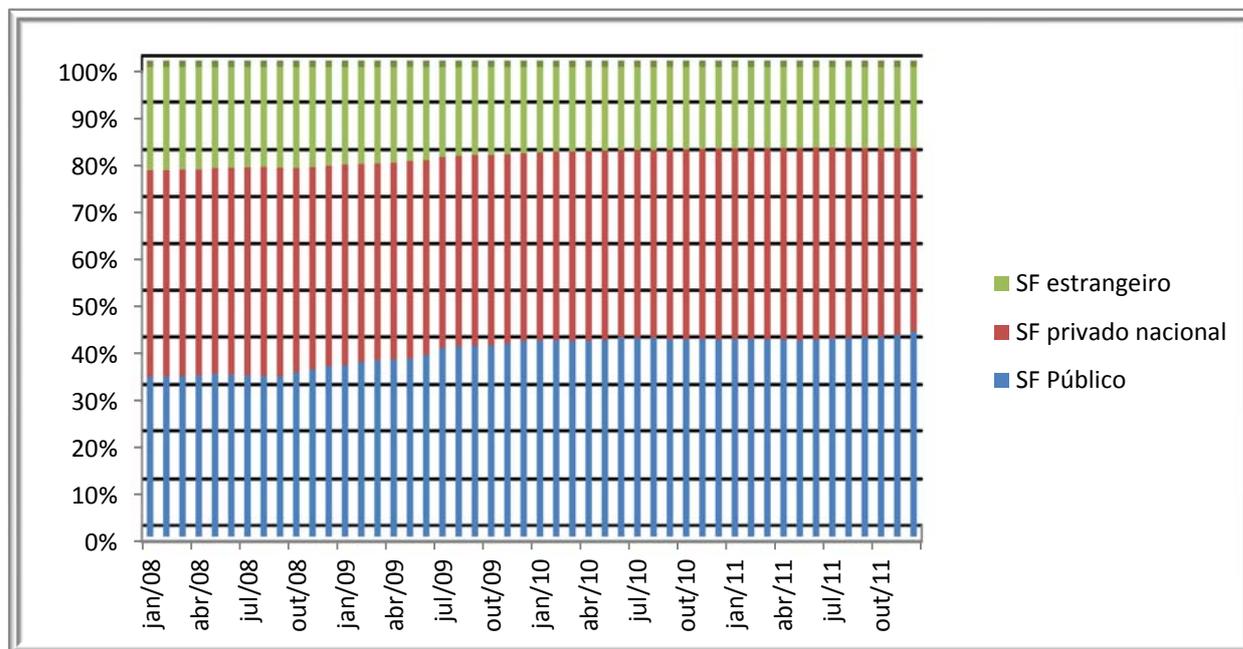
Visto isso, o governo se viu obrigado a regular cada vez mais o sistema financeiro visando interromper os fluxos monetários vindos dos mercados desenvolvidos para se aproveitar das altas taxas praticadas no Brasil. No entanto, apenas o controle de capitais não seria efetivo, seria necessário uma maior atuação do Estado enquanto indutor de mudanças estruturais que proporcionassem estímulo direto a economia brasileira e a iniciação de um novo ciclo de investimentos para ampliação da infraestrutura existente e o aumento da competitividade da indústria nacional tanto no mercado interno quanto externo.

2.2 Panorama do mercado de crédito nacional

As instituições que compõem o Sistema Financeiro Nacional (SFN) não estavam diretamente expostas aos considerados ativos “tóxicos” oriundos do mercado imobiliário dos EUA, no entanto a redução da liquidez internacional, o pessimismo dos agentes em relação ao comportamento da economia e a apreciação do real frente ao dólar (cerca de 21% entre novembro de 2008 e novembro de 2009) fez com que instituições privadas nacionais e estrangeiras sofressem impactos negativos em operações com *funding* em

moeda estrangeira e adotassem uma postura mais conservadora quanto a destinação dos seus ativos para operações de crédito.

Composição das operações de crédito do SFN segundo a origem do capital



Fonte: Banco Central do Brasil (SGS)

No gráfico acima é possível observar a mudança na composição das operações de crédito total do SFN. Enquanto a participação de instituições privadas nacionais e estrangeiras se reduz consideravelmente, a participação de instituições de controle público aumentou.

Com a economia internacional sofrendo forte desaceleração, reduzindo drasticamente o comércio internacional de bens manufaturados, a economia brasileira passara a enfrentar uma forte queda da demanda externa por produtos nacionais para todos os níveis de fator agregado. A solução na perspectiva das autoridades do governo foi tentar compensar a redução da demanda nos mercados internacionais com a dinamização do mercado interno, para que esse por sua vez pudesse absorver grande parte da oferta de produtos nacionais.

Dessa forma, os bancos públicos em geral, com destaque para o BNDES, começaram a direcionar uma grande quantidade de recursos, via aportes do Tesouro Nacional, para os nichos considerados prioritários para a manutenção e ampliação do consumo, investimento e, por consequência, renda.

Estoque de Crédito por Origem de Capital relativamente ao PIB (em %)					
	set/08 (a)	dez/08	jun/09	dez/09 (b)	(b)- (a)
Bancos Públicos	12,8%	14,4%	16,3%	18,6%	5,8%
BNDES	6,0%	6,8%	7,3%	8,9%	2,9%
Outros Bancos Públicos	6,8%	7,6%	9,0%	9,7%	2,9%
Bancos Privados	24,6%	25,3%	25,9%	26,4%	1,8%
Nacionais	16,6%	17,0%	17,5%	18,2%	1,6%
Estrangeiros	8,0%	8,3%	8,3%	8,2%	0,2%
Total	37,4%	39,7%	42,2%	45,0%	7,6%

Fonte: Banco Central do Brasil, 2009.

Note que ao mesmo tempo em que o crédito total como porcentagem do PIB se elevou em quase 8% entre setembro de 2008 e dezembro de 2009, o aumento pelos bancos privados foi bem menor, ou seja, a maior oferta de crédito na economia brasileira para enfrentar os efeitos da crise foi em grande parte devido à orientação anticíclica dos desembolsos de instituições financeiras de controle público.

Os alvos escolhidos para o direcionamento mais intenso foram as indústrias de bens de capital, as empresas exportadoras e as empresas envolvidas em atividades de inovação tecnológica. De acordo com Freitas (2011), a retração de crédito se deu em termos reais no segmento de pessoas jurídicas, devido ao maior risco inerente, já no segmento de pessoas físicas houve apenas um arrefecimento do crescimento no total das operações uma vez que o emprego e a massa salarial estavam se mantendo em patamares iguais ou superiores a períodos anteriores a eclosão da crise. Para atender às pessoas físicas, foi utilizada a modalidade de repasses de recursos para bancos comerciais que, por terem uma malha mais difundida de redes de atendimento e contato direto com o tomador final, teriam maior alcance e efetividade ao emprestar os recursos e prover os meios para elevar o consumo das famílias.

2.3 Atuação do BNDES

Com a posição conservadora adotada pelas instituições financeiras nacionais e a falta de confiança de investidores internacionais, a economia brasileira passou a enfrentar muitas restrições na oferta de crédito para o consumo das famílias e para os investimentos das empresas. A maneira abrupta que isso ocorreu fez com que as autoridades monetárias elaborassem e colocassem em prática o “Plano de Sustentação do Investimento” (PSI) em Julho de 2009. O plano consistia na emissão de títulos públicos para captação de recursos em favor do BNDES para que esse, por sua vez, pudesse ampliar sua base de ativos e servisse como ponte para a aplicação desses recursos no sistema financeiro nacional. Ambos os custos

de captação e a taxa de aplicação (empréstimos) seriam mais baixos que os praticados no mercado, caracterizando uma oferta de crédito subsidiada por parte da instituição.

O direcionamento dos empréstimos seriam permeados tanto pela tentativa de minimizar os efeitos da crise quanto para servir os propósitos desenvolvimentistas das autoridades públicas e seriam divididos em quatro grandes grupos:

- **BNDES – Bens de Capital:** financiamento a aquisição de máquinas e equipamentos novos destinados a projetos de investimento. Essa linha contempla desde bens de capital, caminhões, tratores e reboques bem como o capital de giro associado a eles, ligados a projetos na indústria e agropecuária, porém é pré-requisito que as aquisições sejam de produtos com no mínimo 60% de conteúdo fabricado no Brasil.
- **BNDES – Inovação:** financiamento de projetos que visem ampliar as competências nacionais em incorporação de tecnologia e aprimoramentos técnicos em novos produtos, processos produtivos e pesquisa aplicada. Os itens considerados elegíveis nessa tipologia vão desde estrutura predial para implementação e pesquisa de novas tecnologias, passando por gastos correntes de P&D e o incentivo à criação de parques tecnológicos.
- **BNDES – Exportação pré-embarque:** Como o nome sugere, consiste no financiamento da aquisição de bens de capital utilizados na manufatura de produtos destinados à exportação desde que esses bens obedecessem aos pré-requisitos de conteúdo nacional.
- **BNDES - Projetos Transformadores:** financiar projetos de inovação em setores de alta intensidade de conhecimento, visando criar competências em produtos e processos não existentes no Brasil.

As linhas gerais de financiamento, por sua vez, são atendidas pelos produtos ofertados pelo BNDES. Estes estão descritos no quadro abaixo.

BNDES Finem: financiamentos a projetos de investimento de valor superior a R\$ 10 milhões.
BNDES Automático: financiamento a projeto de investimento de valor até R\$ 20 milhões, caso o cliente seja micro, pequena, média ou média-grande empresa, ou até R\$ 10 milhões, se o cliente for uma grande empresa.
BNDES Finame: financiamentos para a produção e aquisição de máquinas e equipamentos novos.
BNDES Finame Agrícola: financiamentos para a produção e aquisição de máquinas e equipamentos novos, destinados ao setor agropecuário.
BNDES Finame Leasing: financiamento de aquisição isolada de máquinas e equipamentos novos, de

fabricação nacional, destinados a operações de arrendamento mercantil.
BNDES Exim: financiamentos destinados tanto à produção e exportação de bens e serviços quanto à comercialização destes no exterior
BNDES Limite de Crédito: crédito rotativo para o apoio a empresas ou Grupos Econômicos já clientes do BNDES e com baixo risco de crédito.
BNDES Empréstimo-Ponte: financiamento a um projeto, concedido em casos específicos, para agilizar a realização de investimentos por meio da concessão de recursos no período de estruturação da operação de longo prazo.
BNDES Project finance: engenharia financeira suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo empreendimento.
BNDES Fianças e Avais: prestação de fianças e avais com o objetivo de diminuir o nível de participação nos projetos. Utilizado, preferencialmente, quando a combinação de formas alternativas de <i>fundings</i> permitir a viabilização de operações de grande porte.
Cartão BNDES: crédito rotativo pré-aprovado, destinado à micro, pequenas e médias empresas e usado para a aquisição de bens e insumos.

Fonte: BNDES, 2012.

2.3.1 Composição dos gastos do BNDES

Entre 2009 e 2011, os desembolsos do BNDES totalizaram cerca de R\$ 230 bilhões. Nesta seção, haverá um detalhamento dos dados consolidados dos desembolsos destacando a composição dos gastos levando em consideração a distribuição setorial, o porte das empresas atendidas, a modalidade com que se efetuaram os desembolsos do BNDES e outras informações relevantes.

Modalidade operacional do BNDES

acumulado de 2009 a 2011		
Em R\$ milhões		
Modalidade	Valor da Liberação	Percentual
FINAME	107.108,63	46,5%
FINEM	52.855,58	23,0%
PRÉ-EMBARQUE	28.615,75	12,4%
BNDES AUTOMATICO	13.798,84	6,0%
MAQ/EQUIP	9.008,37	3,9%
PROJECT FINANCE	8.270,01	3,6%
LIMITE DE CRÉDITO	3.913,34	1,7%
DEMAIS MODALIDADES	6.679,48	2,9%
Total	230.250,00	100%

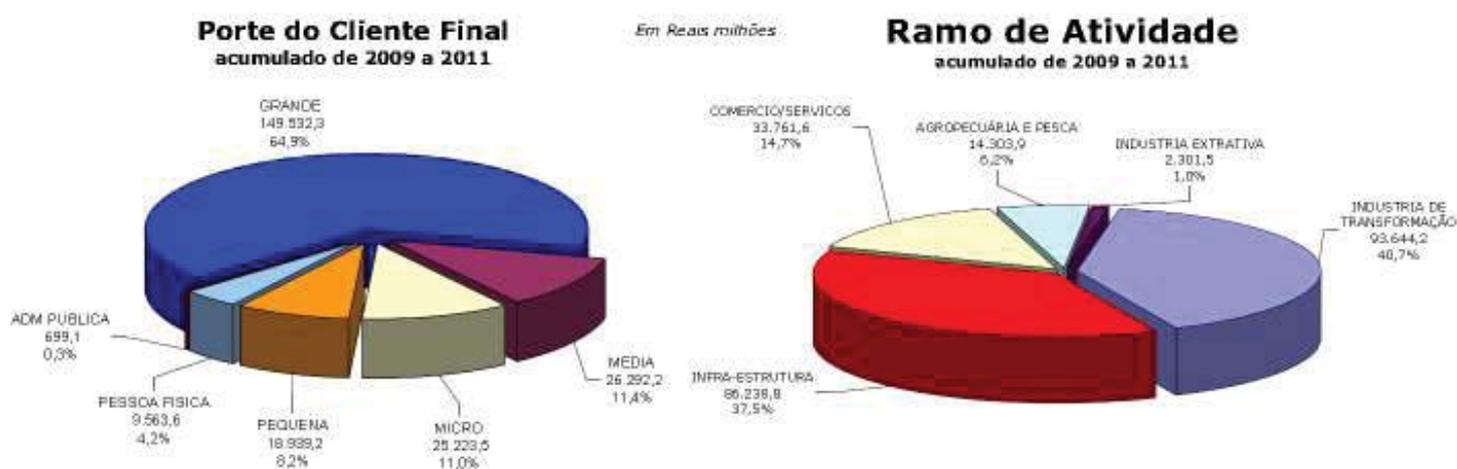
Fonte: Boletim Trimestral BNDES

É importante frisar que 46,5% dos recursos foram direcionados em grande parte por intermediários financeiros, para a modalidade FINAME, que consiste em projetos de no máximo R\$ 10 milhões e são destinadas à produção e comercialização de bens de capital que respeitem a exigência mínima de conteúdo nacional. Também se faz importante os 23% direcionados à modalidade FINEM, de projetos a partir de R\$ 10 milhões, e que cuja aprovação parte diretamente do BNDES, pois na sua maioria são relacionadas à implantação, ampliação e modernização de unidades fabris e o capital de giro inerente a esses projetos, e que, cujo poder decisório de concessão, caso estivesse na iniciativa privada, poderia constituir uma restrição em vista do risco e prazo envolvidos.

Outro ponto importante além da tentativa de ampliar a produção de bens de capital e diversificar o parque industrial nacional diz respeito aos R\$28,6 bilhões (12,4%) direcionados pelo BNDES ao “pré-embarque”, deixando nítido o objetivo da instituição em ampliar a inserção internacional dos produtos brasileiros e para tanto, propiciar instrumentos para torná-los, em termos de custos e preços, mais competitivos nos mercados internacionais.

Abaixo está a composição dos destinos dos desembolsos do BNDES de acordo com o porte das empresas que receberam os recursos e os setores em que elas operam.

Composição setorial e por porte da empresa dos desembolsos do BNDES - 2009-11



Fonte: Boletim Trimestral do BNDES

Podemos observar acima que cerca de 65% dos recursos direcionados foram destinados às grandes empresas e que cerca de 78% foram alocados para a indústria de transformação e infraestrutura, o que nos dá o seguinte cenário: os setores industriais e de infraestrutura, compostos predominantemente por empresas de grande porte, corroboram a informação da expressiva presença das modalidades FINAME/FINEM na aquisição de bens de capital com o intuito de ampliar a estrutura industrial brasileira, caracterizando uma forte tentativa de expandir e diversificar ainda mais a indústria nacional, bem como toda a cadeia produtiva, daí a exigência de conteúdo nacional em grande parte das aquisições. Em outra frente, cerca de 35% dos recursos foram destinados às micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) que, de acordo com o Anuário do Trabalho de 2010 (Sebrae, 2011), são responsáveis por 51,6% dos empregos formais no Brasil. Num âmbito setorial, 14,7% foi alocado especificamente em comércio e serviços, um nicho caracteristicamente trabalho intensivo. Isso serviu para elevar o fluxo de renda da economia e aquecer ainda mais o mercado interno.

O panorama da economia brasileira no intervalo abordado (2009-11) agregava até então, demanda doméstica aquecida, boas condições de contratação dos financiamentos em relação a períodos anteriores, e uma política fiscal ativa na renúncia tributária em setores capazes de gerar externalidades importantes em vários setores da economia como o automobilístico, de construção civil e de bens duráveis como os eletrodomésticos da “linha branca”.

Além dos investimentos proporcionados por recursos alocados pelo BNDES (e repassados pelos seus intermediários financeiros), uma parcela de externalidades positivas ainda maior e mais difícil de mensurar foi gerada através do estímulo indireto, através do incentivo a implantação de uma cadeia de produção mais completa e verticalizada e do efeito renda gerado pelos projetos de investimento em geral.

3. O debate acerca da efetividade do BNDES no Sistema Financeiro Nacional

Existe um embate ideológico muito intenso acerca da eficiência alocativa dos bancos e instituições financeiras de controle público em geral. De um lado encontram-se os que defendem a efetividade da utilização do direcionamento de crédito como instrumento de política monetária e industrial em sistemas financeiros considerados estruturalmente de curto prazo e com elevado custo de capital, sendo atribuída a esses recursos a responsabilidade de corrigir falhas nesses mercados, reiterando também o caráter anticíclico da atuação intervencionista das instituições financeiras de controle público. Numa outra direção existem aqueles que afirmam que a forte presença do Estado no sistema financeiro gera ineficiências de longo prazo no desenvolvimento do próprio sistema, valendo-se de argumentos que afirmam que: i) a intensificação da atividade pública no sistema financeiro inibe o desenvolvimento das fontes privadas de recursos; ii) a utilização de poupanças compulsórias constituiria um ônus à sociedade; iii) os critérios pouco claros empregados na alocação dos recursos dão margem para questionamentos sobre gestão de carteiras com viés exclusivamente político.

Há uma vasta bibliografia que suporta ambos os lados e neste capítulo serão elencados os argumentos mais usualmente utilizados neste debate. O intuito da exposição a seguir não é exercer nenhum poder de convencimento, afinal este debate tem percorrido várias gerações de economistas e tem persistido por muito tempo, e além do mais existem exemplos de sucesso no desenvolvimento de sistemas financeiros que operam baseados em princípios das duas vertentes e até em formas mistas. No entanto é válida a contraposição de ideias de modo que fique claro para o leitor quais os desdobramentos da participação ativa do Estado no sistema financeiro de acordo com as visões ortodoxa liberal e intervencionista.

3.2 Os argumentos a favor do direcionamento de crédito pelo BNDES

Os argumentos que apoiam a atuação do Estado no sistema financeiro tem em comum o viés desenvolvimentista que se criou sob a égide do pensamento keynesiano. A linha geral que serve de referência a favor do direcionamento de crédito subsidiado pelo BNDES aborda a questão da ocorrência de falhas de mercado em que, a parcela do sistema financeiro de controle privado por se deparar com assimetrias de informação quanto ao risco do retorno e prazo de maturação dos projetos, acaba alocando recursos creditícios em patamar

insuficiente para o fomento de uma indústria diversificada e integrada e de projetos que apresentem retorno nítido no âmbito social embora mais incerto no âmbito financeiro. Um motivo considerado central no mal funcionamento do mercado é a característica estrutural dos sistemas financeiros de países em desenvolvimento, que operam em sua maioria no curto prazo e com taxas de juros elevadas no comparativo com as médias internacionais. Assim o custo de oportunidade de se investir em projetos de longo prazo se torna muito alto em detrimento do investimento no financiamento do governo central.

Os defensores do modelo de atuação do BNDES focam também sua abordagem de forma mais específica. Eles destacam a composição setorial do direcionamento de crédito, focando o debate na capacidade dessa atividade de gerar benefício econômico e social, justificando assim o prejuízo nas finanças públicas proveniente do *spread* negativo que o Tesouro auferia ao realizar aportes de recursos em favor do BNDES. Eles também realizam críticas aos principais argumentos dos teóricos contrários ao direcionamento como forma de reiterar a importância do BNDES e da presença ativa do governo no sistema financeiro.

Para Benjamin Steinbruch (2004) a priorização e direcionamento de crédito para setores tidos como estratégicos é válida, pois acarreta benefícios diretos e externalidades positivas que compensam a expansão fiscal que a originou. Para o autor, o setor de construção civil além de melhorar os indicadores sociais de habitação, absorve muita mão de obra e incentiva uma verticalização mais consistente da cadeia produtiva que é, por definição, amplamente diversificada. Já a agricultura que é fonte importante de alimentos e fonte também igualmente importante de obtenção de divisas em moeda estrangeira através dos saldos comerciais robustos, pode ajudar a equilibrar as contas externas, dessa forma o produtor deve ser resguardado quanto ao risco cambial, a sazonalidade da produção e as adversidades climáticas.

É argumento favorável também que a atuação das instituições financeiras de controle público pode gerar ambiente propício ao *catch-up* industrial e tecnológico dos países em desenvolvimento em relação aos já desenvolvidos, pois pode compensar ou atenuar a diferença nos custos operacionais entre setores produtivos já estabelecidos nos países industrializados e setores produtivos nascentes em países em processo de industrialização, garantindo mais competitividade dos produtos nacionais frente à concorrência das empresas estrangeiras.

Beluzzo (2004) reforça a importância do direcionamento de crédito fazendo uma crítica aos argumentos contrários à operação do BNDES na modalidade com que ela se configura. De acordo com o autor, a histórica existência de linhas de crédito dirigido e subsidiado nos EUA não teve/tem como efeito resultante a elevação das taxas médias praticadas no mercado, informação essa que é complementada no estudo publicado pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI, 2004) que afirma que as taxas médias de empréstimos cobradas do tomador final são compostas majoritariamente por *spreads* estabelecidos pelo sistema bancário e não pela SELIC, o que indica que mesmo que sejam extintas as linhas de crédito direcionado como forma de reduzir as taxas de juros de todo o sistema financeiro, como propõem os economistas ortodoxos, o grau de concentração do sistema bancário e dos ativos do sistema financeiro em geral iria fazer com que ocorresse uma transferência da redução do custo do capital para o *spread*, aumentando a rentabilidade das instituições financeiras. O estudo vai ainda mais longe e afirma que a taxa de juros vigente no Brasil é punitiva, pois exclui da captação de recursos no sistema financeiro muitos projetos de investimento, portanto o subsídio no acesso ao crédito incorpora ao mercado esses projetos estimulando a demanda e o produto nacional.

De acordo com Mico e Panizza (2004) a presença dos bancos públicos ajuda a tornar mais eficiente a transmissão de política monetária para o sistema financeiro, pois embora eles sigam em sua maioria modelos de governança parecidos com o sistema bancário privado, suas diretrizes são influenciadas pelo governo. Um exemplo tácito desse argumento é o movimento recente promovido pela autoridade monetária de redução da taxa de juros tentando estabelecer uma tendência de convergência para as taxas médias internacionais, no entanto a relutância do sistema privado em seguir essa trajetória, seja por falta de conhecimento das implicações agregadas de suas decisões ou por falta de estímulo por operarem em um mercado altamente concentrado, fez com que os bancos públicos, mais especificamente o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, fossem orientados a reduzir as taxas de diversas linhas de crédito para que, através do estímulo a concorrência, pudessem servir de instrumento para implantação efetiva das medidas governamentais.

Em suma, o que todos esses argumentos possuem em comum é que, ao contrário do que dizem os economistas ortodoxos que o Estado ocupa um espaço que seria preenchido naturalmente pela iniciativa privada, o BNDES preenche uma lacuna deixada pela iniciativa privada na provisão de recursos de longo prazo para estimular setores capazes de promover a transformação estrutural da economia brasileira com expansão da atividade

econômica, diversificação da produção, agregação de valor na cadeia produtiva e inserção internacional efetiva.

3.3 Os argumentos contrários ao direcionamento de crédito pelo BNDES

Há um grupo de economistas que se coloca contra a atuação do BNDES do modo como ela se configura atualmente no Brasil. Esses economistas possuem uma visão ortodoxa de predominância das forças de livre mercado, restando, num âmbito econômico, como atribuição do governo, apenas a atuação como regulador dos mercados com intuito de corrigir suas imperfeições. Serão apresentados argumentos que conseguem sintetizar, em linhas gerais, grande parte das proposições dos economistas de orientação ortodoxa.

De acordo com Pêrsio Arida (2005) um ponto crucial que foge da esfera de eficiência econômica e sim retrata o modelo de governança praticado pela gestão dos recursos de poupança compulsória, como o FAT, cujo maior beneficiário é o BNDES, é a forma como esses recursos são repassados à instituição, sem passar por votação no orçamento da União, maneira usual como os outros recursos são alocados. De acordo com o autor, esse modelo gera muita dúvida devido à arbitrariedade que permeia as decisões de concessão dos empréstimos, podendo gerar até margem para desconfiar dos critérios utilizados. Na realidade, de acordo com a análise econométrica de Bandeira-de-Mello e Marcon (2005), embora o BNDES direcione seus empréstimos para empresas que apresentam um bom desempenho econômico (como receitas, investimento, *marketshare* etc), há uma maior ocorrência de concessão de empréstimos a empresas que doaram recursos para campanhas de políticos que se elegeram em detrimento de empresas que fizeram doações a políticos que não se elegeram. Tudo isso aliado à política explícita de criação de “campeões nacionais” faz suscitar indagações que minam a credibilidade do BNDES.

Num âmbito econômico, Arida (2005) afirma que o direcionamento subsidiado de crédito acarreta distorções e prejuízos causados pelo BNDES quando ao seu custo de *funding*. Para ele o fato de a instituição captar a maior parcela de seus recursos ao custo da TJLP lesa a classe trabalhadora no caso de aportes do FAT e a sociedade no caso de aportes do Tesouro.

Taxas de curto e longo prazo praticadas na economia brasileira (2002-11)



Fonte: Banco Central do Brasil - SGS

Para Arida, os aportes baseados em recursos do FAT lesa a classe trabalhadora, pois esses recursos, provenientes da poupança compulsória de seus fluxos de renda, são remunerados pela TJLP, estruturalmente abaixo das outras taxas praticadas no mercado, ou seja, de acordo com o autor, ocorre uma transferência de renda da população trabalhadora para os empresários que utilizam esses recursos em projetos de investimento. Para ele a solução para acabar com o elevado custo de oportunidade das poupanças compulsórias seria realizar leilões desses fundos para que a iniciativa privada operacionalizasse a gestão desses fundos, obedecendo a orientação governamental de alocação em setores estrategicamente pré-estabelecidos. Outra proposta feita por Arida seria ainda a redução proporcional da poupança compulsória dos trabalhadores para patamares capazes de financiar apenas o abono salarial, o seguro desemprego e as redes protetoras em geral, de modo que se tornasse mais barato para o empregador contratar mais, gerando efeitos positivos compensadores via elevação do nível de renda, atividade econômica e consequentemente arrecadação.

Arida critica também o aporte de recursos via endividamento do governo central, pois este capta recursos no mercado à taxa de curto prazo (SELIC) e os repassa ao BNDES cobrando a TLJP, o que gera um impacto negativo nas contas públicas, embora o banco aufera lucros e pague dividendos para o Tesouro. Para o autor, embora o BNDES apresente retorno financeiro e propicie direta e indiretamente a produção e arrecadação, o benefício econômico seria ainda maior caso esses recursos fossem provisionados pela

iniciativa privada seguindo a racionalidade alocativa do mercado, cessando as distorções e prejuízos.

Já Cláudio Haddad (2006) afirma que uma economia que pratica o direcionamento de crédito a custos subsidiados causa um efeito adverso no restante do sistema financeiro. De acordo com ele, o instrumento utilizado pela autoridade monetária para restringir a liquidez da economia é a Selic (custo do capital no curto prazo) e, uma vez que uma parte considerável da liquidez no sistema financeiro não é referenciada por ela, por se tratar de crédito subsidiado, o custo do capital deve ser ainda maior para provocar o efeito repressivo na demanda inerente à liquidez restante ofertada pela iniciativa privada. Em outras palavras, a rigidez monetária (taxa de juros) capaz de conter a demanda agregada tem que ser mais elevada quando, paralelamente, existem fontes de crédito com condições privilegiadas. Situação que não ocorreria caso essa modalidade não existisse, tornando o acesso a recursos creditícios menos dispendiosos em dimensões sistêmicas.

Para esses autores o BNDES deve reduzir sua presença ou até cessar suas operações. De acordo com Arida (2005) a instituição deve, conforme cronograma estabelecido, ir reduzindo gradativamente sua atuação até alcançar o ponto de sua extinção, cessando os aportes do Tesouro e das poupanças compulsórias e diminuindo sua presença no mercado de forma que haja tempo hábil para que a iniciativa privada possa assumir essa lacuna e provisionar os recursos creditícios no sistema financeiro. Já para Haddad (2006) o BNDES deveria focar sua atuação na: i) provisão de recursos de longo prazo quando se configura uma restrição nítida no mercado de capitais para a atividade em questão; ii) provisão de recursos para projetos com elevado retorno social, no entanto com baixo retorno financeiro, o que logicamente constituiria uma restrição dado o comportamento maximizador de receitas das instituições privadas; iii) provisão de recursos para projetos de alta complexidade, cuja difícil articulação entre os agentes envolvidos iria esbarrar na ineficiência da burocracia resultante, levando a não execução desses projetos.

Conclusão

O crescimento econômico é amplamente correlacionado com o crédito, pois conceitualmente ele adianta poder de compra futuro para o presente. A sua importância fica evidente quando analisamos que em economias desenvolvidas como Alemanha e EUA, ou em rápida expansão como a China, a oferta de crédito ao setor privado atinge patamares superiores a 100% na proporção em relação ao PIB, elevando o fluxo de renda disponível e por consequência elevando a capacidade dos agentes de consumir e investir. Dessa forma o grau de desenvolvimento de um sistema financeiro pode ditar o ritmo de crescimento de uma economia.

A presença intervencionista do Estado no sistema financeiro através do direcionamento de crédito e da atuação de bancos de controle público é um debate que vem se desenvolvendo ao longo das décadas sem que se consiga chegar a um consenso. Formularam-se teorias que apoiam e que criticam o intervencionismo, cada uma fundada em um princípio teórico que lhe serve de sustentação, ficando também de certa forma sujeitas ao contexto econômico em que se inserem.

Uma solução única para o debate passaria obrigatoriamente pela análise empírica do desenvolvimento econômico dos países na história moderna e contemporânea baseadas no intervencionismo ou liberalismo. No entanto o que mais se depara entre vários modelos de desenvolvimento é a adoção de medidas intervencionistas em um estágio inicial da criação e fomento de um sistema financeiro e, posteriormente, ocorre uma redução da sua presença na economia passando a servir como “ponte” através de garantias e repasses ou mesmo como ator econômico quando operam no mercado financeiro através de bancos sob seu controle apenas em setores de elevado benefício social e grande potencial de geração de externalidades positivas, porém com baixo retorno financeiro, o que afugenta a iniciativa privada.

O BNDES sem sombra de dúvidas marcou época e ainda marca na economia brasileira, proporcionando um cenário de longo prazo mais favorável para as empresas nacionais e colocando-se a serviço dos formuladores de políticas públicas no cerne da sua estratégia de desenvolvimento. O banco participou de todos os grandes ciclos econômicos brasileiros desde a sua criação na década de 50, operando durante o modelo de industrialização baseado na substituição de importações com a implantação e

desenvolvimento da indústria nacional, atuou na época conhecida como “anos dourados” da economia brasileira, posteriormente na abertura econômica e desestatização, servindo de provedor de recursos para a formação de grandes conglomerados e, mais recentemente, na tentativa de modernizar a indústria e obter ganhos de *marketshare* em segmentos nos mercados internacionais com maior valor agregado na cadeia de produção.

Atualmente muito se discute sobre a legitimidade da atuação do BNDES da maneira com que ela se configura na economia brasileira. Para verificar isso, há de se fazer então o questionamento sobre a capacidade da iniciativa privada de preencher sua lacuna, muito embora os economistas liberais afirmem que o sentido é contrário e o BNDES é que gera uma lacuna de oportunidades para o sistema financeiro de controle privado, impossibilitando seu desenvolvimento, realizando um *crowding out* no sistema. É de fato bem fundamentada a crítica que o BNDES pode causar distorções alocativas na economia, afinal no exercício de 2011 o BNDES respondeu, entre concessões diretas e repasses, por cerca de 21% de todo o crédito na economia brasileira, ou seja, aproximadamente um quinto do sistema financeiro passa pelas “mãos” do banco, sendo atribuído a ele um peso difícil de quantificar. Essa questão de cunho hipotética, como o próprio nome diz, só pode ser respondida, por mais baseadas em referências teóricas, por suposições, afinal não se pode comparar com precisão economias compostas por agentes de diferentes culturas e constituintes de mercados com diferentes características estruturais e regulatórias.

O caso brasileiro envolve uma série de questões estruturais que podem ser colocadas por trás do subdesenvolvimento do sistema financeiro, embora esse cenário esteja apresentando na história recente uma forte tendência de reversão. Seu desenvolvimento esbarra nas características tidas como estruturais no SFN: a predominância do horizonte de curto prazo e com elevado custo devido aos anos de elevada inflação com um custo de estabilização de preços pesadíssimo, juntamente com a forte dominância fiscal na economia, culminando numa taxa de rolagem da dívida excessivamente alta e uma rigidez monetária muito restritiva e, além disso, vale destacar a composição do sistema, que é altamente concentrado, o que nos leva a ter umas das taxas de juros mais elevadas do mundo, onerando a economia como um todo. Embora o sistema financeiro possua certas “amarras” que impeçam seu desenvolvimento acentuado, o marco regulatório que o orienta é tido como muito moderno e robusto, pois respeita normas de gestão e alavancagem já testadas e de eficácia comprovada.

Uma questão, porém que pode ser abordada numa comparação com bastante fidelidade é o caráter anticíclico dos desembolsos do sistema financeiro público, pois o mesmo foi acionado em diversas partes do mundo pelos países desenvolvidos ou em processo de desenvolvimento. Os Estados em sua maioria, visando esterilizar ou atenuar os efeitos recessivos da falta de confiança dos agentes, lançou mão de pacotes muito volumosos de auxílio, caracterizando uma forte expansão fiscal. Nesse sentido a presença de um banco público de grande porte, tanto efetivo quanto potencial, e com um *know-how* já bastante arraigado se mostrou muito efetiva no estímulo a economia real, como se viu no Brasil em detrimento de outros países em que muita liquidez foi “despejada” nos mercados embora não tenha se traduzido efetivamente em manutenção/ampliação do produto e do emprego.

A estabilidade na provisão de recursos oriundos de poupanças compulsórias e o mecanismo de alocação de recursos baseados no endividamento do Estado se mostrou útil para a economia brasileira no enfrentamento da crise, embora os efeitos de longo prazo ainda não revelem toda sua extensão. A iniciativa privada comprovadamente auferiu resultados melhores que a iniciativa pública, no entanto no Brasil são necessárias mudanças estruturais que abram caminho para o desenvolvimento do sistema financeiro de controle privado e o BNDES possa, enfim, cumprir sua trajetória natural enquanto banco de desenvolvimento, reduzindo sua atuação como “protagonista” do SFN e dedicando-se a nichos que definitivamente não são atrativos aos agentes privados, porém capazes de provocar mudanças positivas na economia e sociedade.

Os desafios de curto prazo para o futuro na condução das atividades do BNDES passam por uma maior transparência na sua gestão, adotando os critérios mais imparciais possíveis e aproximando seu modelo de governança ao modelo adotado pelos bancos privados.

Referências Bibliográficas

ARIDA, Pérsio. Mecanismos Compulsórios e Mecanismos de Capitais: Propostas de Política Econômica. **Instituto de Estudos de Política Econômica**, n. 8, Maio. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais – SGS**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em 22/09/2012.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. BNDES: 50 anos de desenvolvimento. **GERÊNCIA DE EDITORAÇÃO DE BNDES**. Rio de Janeiro, 2002.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Programa BNDES de Sustentação do Investimento - BNDES PSI**. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/Psi/>. Acesso em 15/10/2012.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Relatório gerencial trimestral dos recursos do tesouro nacional BNDES – 4º Trimestre de 2011**. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Aplicacao_dos_Recursos_Financeiros/index.html>. Acesso em 15/10/2012.

BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. **Brazilian Administration Review**, 2 (1): 21-37, 2005.

BELLUZZO, Luiz. Os pesadelos do senhor Meirelles. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 21 de Novembro de 2004. Disponível em: <clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=163754-12k>. Acesso em 23/08/2012.

COUTINHO, L. G. Coréia do Sul e Brasil: paralelos, sucessos e desastres. **Vozes**. Rio de Janeiro, 1999.

EICHENGREEN, B. A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional, **Editora 34**, São Paulo, 2000.

FREITAS, M. Cristina P. Estratégias concorrenciais e crédito bancário no Brasil no contexto pós-crise. **Boletim de economia [6] – Grupo de economia/FUNDAP**. São Paulo, 2011.

HADDAD, Claudio. É preciso fechar o “granaduto”. **Valor Econômico**, São Paulo, 25 de Fevereiro de 2005. Disponível em: <<http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=180251>>. Acesso em 23/08/2012.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Spread e taxas de juros do Brasil**. São Paulo: IEDI, 2004. Disponível em: WWW.iedi.org.br/admin/pdf/20041213_spread.pdf. Acesso em 05/10/2012.

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

MICCO, A.; PANIZZA, U. Bank Ownership and Lending Behavior. **Central Bank of Chile**, n. 369, July. 2006.

PAGANO, M. Financial markets and growth: an overview. **European Economic Review** 37, pp. 613-622, 1993.

PERES, W.; PRIMI, A. Theory and practice of industrial policy. Evidence from the Latin American experience. **Serie Desarrollo Productivo n. 187**. Santiago: CEPAL. 2009.

SEBRAE. Anuário do trabalho na Micro e Pequena empresa 2010/2011. **Sebrae – Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas**. Brasília, 2011.

STEINBRUCH, Benjamin. A ousadia é a persistência. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 16 de Novembro de 2004. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1611200406.htm>>. Acesso em 22/10/2012.

TORRES FILHO, E. T. Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Banco de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES. In: **GERÊNCIA DE EDITORAÇÃO DE BNDES** (Ed.). Ensaio sobre a Economia Financeira. Rio de Janeiro, cap. 1, 2009.

TORRES FILHO, E. T.; BORÇA JUNIOR, G. R. Analisando a Crise do Subprime. **Revista BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, Dez. 2008.