

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**POR QUE UM BANCO DE DESENVOLVIMENTO FAZ  
DIFERENÇA?  
("DEVELOPMENT BANK MATTERS?")**

LUCAS MARQUES CARNEIRO

matrícula nº 108056242

ORIENTADOR: Prof. Ernani Teixeira Torres Filho

DEZEMBRO 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**POR QUE UM BANCO DE DESENVOLVIMENTO FAZ  
DIFERENÇA?  
("DEVELOPMENT BANK MATTERS?")**

---

LUCAS MARQUES CARNEIRO

matrícula nº 108056242

ORIENTADOR: Prof. Ernani Teixeira Torres Filho

DEZEMBRO 2013

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor*

*"Patience is bitter, but its fruit is sweet"* –  
Jean-Jacques Rousseau

Agradeço aos meus pais, José Augusto e Simone; ao meu irmão, Gabriel; à minha namorada, Bruna; aos grandes amigos que fiz graças à UFRJ; aos professores e funcionários do Instituto de Economia por todo apoio e, principalmente, ao meu mestre Ernani Teixeira Torres Filho, grande incentivador e conselheiro nos momentos difíceis.

## RESUMO

Nos últimos anos, muito tem se discutido o papel dos bancos públicos de desenvolvimento. No caso brasileiro, o BNDES é o principal foco desse debate. Desde a implantação do Plano Real, em 1994, e a consequente estabilização da inflação, principalmente a partir de 2004, o crédito ao setor privado tem crescido a taxas e atingido patamares nunca vistos antes história do país.

Com isso, o debate sobre o papel do banco de desenvolvimento tem crescido e apresentado ideias muito divergentes com relação ao caminho a ser seguido. De um lado há quem diga que o BNDES está limitando a atuação das instituições financeiras privadas e restringindo o mercado de crédito. Além disso, está, também, sufocando o mercado de capitais brasileiro, tanto de dívida quanto de *equity*. Na outra ponta estão os que defendem que o crédito dos bancos privados, apesar da expansão percebida na última década, ainda é muito restrito no Brasil no que tange, principalmente, a prazos e taxas, de certa forma por causa ainda do histórico inflacionário do país. Além disso, argumentam que o mercado de capitais é extremamente incipiente no Brasil para ser tido como fonte principal de recursos das firmas.

O objetivo deste trabalho é fazer uma análise do crédito corporativo no Brasil, observando o lado da oferta desse mercado em três frentes (crédito bancário, debêntures e crédito do BNDES) e, posteriormente, avaliando o lado da demanda do crédito concedido pelo BNDES com o objetivo de entender qual a origem e quais as principais razões para seu crescimento, levando em consideração, ainda, teorias sobre o papel dos bancos de desenvolvimento na economia de um país.

## **SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES**

**ANBIMA** – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

**BNDES** – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

**CVM** – Comissão de Valores Mobiliários

**DI** – Depósito Interbancário

**FAT** – Fundo de Amparo ao Trabalhador

**FBKF** – Formação Bruta de Capital Fixo

**FINAME** – Agência Especial de Financiamento Industrial

**FINEM** – Financiamento a Empreendimentos

**IGP-M** – Índice Geral de Preços do Mercado

**IPCA** – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

**PASEP** – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

**PIB** – Produto Interno Bruto

**PIS** – Programa de Integração Social

**SELIC** – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

**TJLP** – Taxa de Juros de Longo Prazo

## LISTA DE GRÁFICOS

**Gráfico 1** – Crédito Doméstico ao Setor Privado por País em 2012 – Em % do PIB

**Gráfico 2** – Evolução do Crédito ao Setor Privado – Em % do PIB

**Gráfico 3** – Evolução da Taxa Selic

**Gráfico 4** – Evolução do Crédito ao Setor Privado – Em % do PIB

**Gráfico 5** – Evolução das Taxa de Juros com Recursos Livres – Em % a.a.

**Gráfico 6** – Prazo Médio das Operações de Crédito com Recursos Livres – Em dias

**Gráfico 7** – Taxa de Crescimento com Recursos Livres às Pessoas Jurídicas por Modalidade – Em %, m/m-12

**Gráfico 8** – Disponibilidades e Endividamento das Empresas Abertas Não Financeiras – Em R\$ bilhões

**Gráfico 9** – Número de Emissões de Debêntures

**Gráfico 10** – Emissões de Debêntures por Setor – Em R\$ bilhões

**Gráfico 11** – Prazo Médio das Emissões de Debêntures – Em anos

**Gráfico 12** – Emissões de Debêntures por Modalidade – Em %

**Gráfico 13** – Emissões de Debêntures por Indexador

**Gráfico 14** – Emissões de Debêntures Sob a Instrução 476/09 – Em R\$ milhões

**Gráfico 15** – Participação do BNDES no Crédito de mais de 5 anos em 2009 – Em %

**Gráfico 16** – Participação do BNDES no Crédito Total e frente ao PIB – Em %

**Gráfico 17** – Volume de Desembolsos e Aprovações do BNDES entre 2004 e 2008 – Em R\$ bilhões

**Gráfico 18** – Composição das Fontes de Recursos do BNDES – Em %

**Gráfico 19** – Evolução da Taxa de Juros de Longo Prazo e da Taxa Selic – Em % a.a.

**Gráfico 20** – Número de Operações Anuais do BNDES

**Gráfico 21** – Evolução dos Desembolsos do BNDES por Setor

**Gráfico 22** – Evolução dos Desembolsos do BNDES por Região

**Gráfico 23** – Evolução dos Desembolsos do BNDES por Porte das Empresas

**Gráfico 24** – Evolução dos Desembolsos do BNDES – Em % da FBKF



## **LISTA DE TABELAS**

**Tabela 1** – IPCA 15 – Variação Anual com Base em Dezembro

**Tabela 2** – Evolução dos Desembolsos do BNDES por Produto – Em R\$ bilhões

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>CAPÍTULO I – BANCOS PÚBLICOS E DESENVOLVIMENTO.....</b>	<b>12</b>
<i>I.1 – Introdução.....</i>	<i>12</i>
<i>I.2 – Gerschenkron e o atraso econômico.....</i>	<i>12</i>
<i>I.3 – Zysman e o sistema financeiro.....</i>	<i>14</i>
<i>I.4 – Torres e o crédito direcionado.....</i>	<i>17</i>
<i>I.5 – Conclusão.....</i>	<i>19</i>
<b>CAPÍTULO II – O DEBATE A RESPEITO DO PAPEL DO BNDES.....</b>	<b>20</b>
<i>II.1 – Introdução.....</i>	<i>20</i>
<i>II.2 – Panorama do crédito bancário no Brasil.....</i>	<i>21</i>
<i>II.3 – Debêntures e o mercado de títulos corporativos.....</i>	<i>27</i>
<i>II.4 – O BNDES e o crédito de longo prazo.....</i>	<i>31</i>
II.4.1 – Panorama do crédito do BNDES pelo lado da oferta.....	32
II.4.2 – Panorama do crédito do BNDES pelo lado da demanda.....	36
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>42</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>44</b>

## INTRODUÇÃO

A expressão “*money matters*” de Milton Friedman, que difundiu o monetarismo e se opôs à posição keynesiana, se refere à ideia de que qualquer forma de intervenção estatal na economia que não seja relacionada a um controle da oferta de moeda não alcançará o objetivo desejado. Somente dessa maneira uma intervenção estatal conseguirá reduzir o desemprego, em momentos de recessão, ou até mesmo estimular o crescimento, em momentos de boas perspectivas, por exemplo. Dessa forma, “o dinheiro importa”, ou ainda, “só o dinheiro importa”, dizia o economista.

O título desse trabalho busca fazer alusão a tal expressão de Friedman ao exteriorizar a importância de um banco de desenvolvimento para o sucesso de um país em fase de crescimento econômico.

Na última década, o crédito brasileiro passou por uma rota de expansão. O BNDES teve papel importante nesse crescimento, principalmente nos últimos cinco anos. Um aspecto importante é que essa expansão se deu em um cenário de taxas de juros cadentes que possibilitou o surgimento de um mercado de dívida privada de longo prazo. O debate atual sobre o papel dos bancos de desenvolvimento na economia tem como objetivo entender qual o melhor caminho a ser seguido nessa nova fase, devendo incorporar as reais possibilidades de continuidade do mercado de dívida privada nesse cenário.

Para tanto é necessário, primeiro, esclarecer três coisas: a função original dos bancos de desenvolvimento; as intenções do Estado ao intervir no mercado de crédito e, principalmente, o perfil do crédito no Brasil. Para isso, torna-se relevante traçar um panorama do crédito corporativo no país através de uma análise histórica que seja capaz de mostrar não somente o tal panorama, mas, também, as razões que inspiram a atuação recente do BNDES na economia brasileira.

No primeiro capítulo, serão apresentadas as posições de três autores a respeito do papel e da função fundamental dos bancos de desenvolvimento, incluindo uma avaliação das percepções desses autores sobre os motivos que levam à participação do Estado no mercado de crédito, esclarecendo como esta forma de intervenção pode ser benéfica no sentido de acelerar o desenvolvimento e o crescimento econômico.

O segundo capítulo irá fornecer um panorama do crédito corporativo brasileiro. Neste capítulo será feita uma análise histórica bastante abrangente da evolução das diferentes frentes de crédito no país. Por meio dele será possível entender mais a fundo o papel recente do BNDES no mercado de crédito brasileiro, bem como sua estrutura de fontes de recursos, através de dados coletados do próprio BNDES e das bases de dados do Banco Central do Brasil, do Banco Mundial e da ANBIMA (sobre o mercado de debêntures). Este capítulo apresentará, também, o crédito concedido pelo BNDES seguindo a ótica da demanda. Através de diferentes critérios de segregação nos desembolsos do banco (segregações em segmentos, porte das empresas, regiões e tipos de produtos do banco), buscará traçar o perfil do tomador de crédito do BNDES. Os dados utilizados nessa seção do segundo capítulo foram coletados também do próprio BNDES.

# CAPÍTULO I – BANCOS PÚBLICOS E DESENVOLVIMENTO

## ***1.1 – Introdução***

Este capítulo tem como objetivo analisar sob uma ótica teórica o papel dos bancos públicos no desenvolvimento econômico de um país. Para tanto, será feita uma revisão bibliográfica a partir dos trabalhos de Alexander Gerschenkron (“*Economic Backwardness in Historical Perspective*”, 1962), John Zysman (“*Government, Markets and Growth: Finance and the Politics of Industrial Change*”, 1983) e Ernani Torres (“*Direcionamento do Crédito: O Papel dos Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES*”, 2007).

## ***1.2 – Gerschenkron e o atraso econômico***

Gerschenkron foi um historiador econômico que se especializou nos casos da Rússia e do leste europeu. Seu trabalho citado acima pode ser entendido como uma reação a teorias como a de Rostow e algumas formas de Marxismo, que defendiam que os países deveriam passar por etapas similares de desenvolvimento econômico. Desse modo, o autor argumenta que países diferentes têm experiências distintas ao passar por um processo de industrialização dependendo do quão atrasados são economicamente quando esse processo tem seu início. Gerschenkron associa esse atraso econômico a indicadores tais quais o PIB per capita, o nível tecnológico, taxas de poupança e alfabetização.

O autor afirma que quanto mais atrasado é um país, maiores seriam suas possibilidades de apresentar: a) um crescimento industrial mais acelerado; b) um maior foco em bens de capital do que em bens de consumo; c) maiores saltos de crescimento ao invés de um crescimento gradual, plantas e firmas de maior escala e tecnologia de ponta (já que teria acesso a tecnologias mais sofisticadas de países mais avançados, pulando pequenas fases do desenvolvimento, além de o capital ser mais usado no sentido de suprir a falta de mão-de-obra especializada); d) menor papel da agricultura; e e) um papel mais ativo do Estado e de grandes bancos no financiamento do capital.

Gerschenkron faz uma análise do papel do sistema bancário na industrialização inglesa e de outros países europeus. Os bancos ingleses se especializaram em crédito comercial. De modo geral, o sistema bancário inglês era descentralizado e frouxamente unido. Assim,

grande parte do capital das firmas inglesas veio do reinvestimento dos lucros e de empréstimos de curto prazo. O capital original para abertura e início das operações dessas firmas veio da venda de terras ou de amigos e familiares. Havia pouco crédito de longo prazo, mas através do desconto de notas (*discounting bills*) e dos empréstimos a comerciantes, os bancos indiretamente liberavam recursos a serem investidos em projetos intensivos em capital. Além disso, muitos industriais contraíam dívidas de curto prazo dos chamados *country banks*, que, às vezes, podia ser renovada repetidamente. Dessa forma, os bancos ingleses foram importantes no financiamento dos negócios, mas não de forma tão incisiva quanto no resto do continente.

Os bancos europeus eram, de modo geral, maiores e mais inclinados a conceder crédito à indústria, aceitando até mesmo participação acionária e cadeiras no conselho em troca. Esses foram casos típicos da Alemanha, onde bancos universais e os chamados *Kreditbanken* abasteceram as grandes necessidades da indústria pesada do oeste do país. Os bancos tiveram papel fundamental também em outros países europeus, como no caso da Áustria, Itália, Espanha e França.

Diferente do que ocorreu na Inglaterra, o governo teve um papel mais direto no provisionamento de infraestrutura e organização industrial. Em alguns países mais atrasados (inclusive na América do Norte), o governo foi fundamental no fornecimento de canais e estradas, na integração de mercados e no direcionamento para o crescimento econômico nacional. Estradas foram construídas também na Alemanha pelo governo da Prússia após a unificação. O governo russo criou um programa de industrialização e modernização na última década do século XIX que deixou a maior parte da indústria no país sob posse do setor privado, mas era fortemente direcionada e financiada pelo Estado. Gerschenkron afirma que no caso russo o desejo de alcançar paridade militar com relação aos inimigos mais avançados foi um dos fatores determinantes da motivação do Estado em promover crescimento econômico e na industrialização. Essa mesma preocupação estratégico militar está claramente presente em outras experiências tardias, como o Japão, e mesmo em europeias como a França e a Alemanha.

O autor propõe que em determinadas circunstâncias existem certas vantagens em um processo tardio de industrialização. Países atrasados precisam estreitar a distância de conhecimento e prática existente entre eles e as nações mais desenvolvidas. Se conseguirem fazer isso, o sucesso pela sua industrialização será recompensado com um crescimento mais

rápido, sinalizado por uma arrancada decisiva. Dessa maneira, uma tensão acompanha o país atrasado entre a realidade de estagnação que vive e a promessa do desenvolvimento econômico alcançado por outras nações. Essa tensão motiva inovações institucionais e uma busca por soluções locais para os problemas de um crescimento autossustentado.

O processo de industrialização inglês, até por ter sido o primeiro, ocorreu de maneira natural. No caso alemão, dentre outros, o processo se deu motivado principalmente pelo objetivo de segurança nacional, ou seja, para defesa do país ou, até mesmo, ataques a outras nações caso houvesse interesse. Portanto, a capacidade industrial para fazer frente a guerras é um fator motivante para forçar a industrialização de um país. Nesse caso, o Estado é o principal interessado por tal processo, tendo, dessa forma, parcela fundamental nele. O Estado, portanto, não só tem poder direcionar o mercado, mas também para atuar onde o mercado não quer ou não tem intenção de operar.

Para finalizar esta seção, vale ressaltar uma breve passagem de Peter Evans (1995) sobre pensamento de Gerschenkron:

“O trabalho de Gerschenkron (1962) sobre os países de desenvolvimento tardio na Europa não considera a capacitação empresarial como dada e focaliza a atenção mais diretamente nas relações entre Estado e o capital. Em seu ponto de vista, o desenvolvimento capitalista recente foi caracterizado por uma disjunção entre a escala da atividade econômica exigida para o desenvolvimento e o escopo efetivo de vínculos econômicos privados. Competir com Estados já industrializados significava combinar o domínio de novas tecnologias de produção com exigências de capital superiores àquelas que o empresariado local era capaz de acumular. Para resolver essa contradição, o Estado deveria ir além de apenas prover um ambiente adequado e se envolver mais ativamente na organização dos mercados financeiros. No argumento de Gerschenkron, o Estado ainda está considerando o problema dos riscos, mas a garantia de um ambiente previsível não é mais o suficiente. Faltando tanto capitalistas individuais capazes de assumir riscos na escala exigida pela tecnologia moderna, quanto instituições privadas que irão permitir que grandes riscos sejam partilhados por uma ampla rede de investidores, o Estado deve servir como banco de investimentos, reunindo os fundos necessários e encorajando sua aplicação em atividades transformadoras.” (pg. 60)

### ***1.3 – Zysman e o sistema financeiro***

Zysman inicia seu trabalho apontando que existem basicamente três tipos de sistemas financeiros. Cada um deles possui consequências diferentes para os laços políticos formados entre os bancos, a indústria e as finanças, bem como diferentes implicações em relação a

como se dá o desenvolvimento industrial. Por esse motivo, a capacidade e os instrumentos de intervenção do Estado em cada um deles também são diversos.

O primeiro tipo de sistema financeiro proposto por Zysman é baseado no mercado de capitais, com recursos alocados de acordo com preços estabelecidos em mercados competitivos. O segundo é um sistema baseado no crédito com preços administrados pelo governo. Finalmente, o terceiro é baseado no crédito dominado por instituições financeiras. Zysman afirma que o que diferencia os sistemas financeiros é a importância relativa entre dois tipos mais relevantes de mercados financeiros: o mercado de capitais e o mercado de crédito bancário. Ambos são fontes alternativas de fundos para as firmas.

No mercado de capitais, os ativos financeiros são valores mobiliários com mais de um ano de maturação, sendo os principais: ações e títulos de dívida. As compras desses valores no mercado primário são fontes de recursos para as empresas, enquanto no mercado secundário não. Um mercado secundário desenvolvido, com uma quantidade relevante de investidores, é um mecanismo importante para atrair novas emissões. Caso contrário, os investidores estarão se expondo a riscos muito mais extremos do que estariam em mercados desenvolvidos. Os empréstimos a empresas podem ser feitos tanto por bancos, que têm seus fundos vinculados a depósitos de terceiros, quanto por instituições especializadas que se capitalizam através de endividamento no mercado de capitais (*bonds* e afins) ou do mercado monetário. Segundo Zysman (1983):

*“Company lending can be divided roughly into short-term and medium- to long-term loans. In all countries short-term loans are commonly used to finance stocks, carry outstanding billings, and the like. Such loans are in principle self-liquidating; for example, when stocks are sold the money lent to buy the stocks is paid back. Medium- and long-term lending is more significant in Japan, France, and Germany than in the United States and Britain. Very simply, where capital markets emerged to finance industrial development, bank lending has been traditionally limited to short-term purposes. Where the capital markets were neither adequate nor reliable sources of development funds, banks or specialized institutions filled the gap with loans.” (pg. 61)*

Assim, o sistema financeiro de um país tenderá se apoiar mais no crédito de longo prazo de bancos e instituições especializadas caso o país tenha um mercado de capitais pouco desenvolvido que alimenta a exposição do investidor a riscos de flutuações de mercado.

Ainda, firmas tendem a se voltar para o financiamento bancário de longo prazo quando as taxas de crescimento que buscam excedem o capital que conseguiriam obter através



de lucros reinvestidos e emissões de *equity*, ou seja, maior alavancagem, necessitando de menos capital próprio. É por isso que sistemas baseados nesse tipo de capitalização tendem a ser associados a economias atrasadas e de crescimento rápido e explosivo.

Zysman sugere que o Estado pode ser um regulador, um administrador ou, ainda, um ator econômico. No primeiro caso, o Estado age como um árbitro esperando que, se os agentes seguirem certas regras, determinados efeitos serão alcançados. Como administrador, o Estado executa certas operações baseado em deveres, aplicando critérios particulares para tomada de decisões e seguindo certos procedimentos. Como ator, o governo persegue determinados resultados específicos que variam caso a caso, reunindo pacotes de incentivos que podem ser usados para persuadir ou coagir.

O argumento central do trabalho de Zysman é que o mecanismo de financiamento industrial (no sentido da alocação de crédito) é necessário para o Estado atuar continuamente sobre vida industrial de uma companhia privada, influenciando suas estratégias do mesmo modo que uma rival ou parceira iria fazer.

Conforme escrito pelo próprio autor,

*“Even with public companies, the financial instruments for selectively allocating credit provide government a refined set of tools to supplement the appointment of management or the imposition of broadly defined government policy directives. Selective credit allocation is the single discretion necessary to all state-led industrial strategies. There are two reasons why credit allocation is a particularly effective instrument of industrial policy. First, credit allocation is crucial in industrial policy simply because specific business decisions are hard to control or influence through administrative or regulatory rules. (...) Discretionary influence in industrial finance permits the government to deal within the framework of business decisions and to affect the balance sheet directly. It becomes a player in the market. Second, credit allocation is a universal tool, one that eliminates the need to find specific authority to influence specific decisions or to control an agency that has a formal authority over a specific policy instrument.” (ZYSMAN, 1983, pgs. 76-77)*

Dessa forma, questiona-se como o Estado e o mercado se organizam no sistema financeiro. Por exemplo, no caso dos Estados Unidos, o mercado de capitais é forte frente ao Estado. O mercado é formador de preços, de modo que o Estado não tem poder suficiente para forçar ou impulsionar o desenvolvimento de determinado setor. O sistema financeiro apoiado em uma forte base formada por um mercado de capitais desenvolvido não permite tal ação. Já no caso brasileiro, o Estado possui um poder muito forte através do BNDES nesse sentido, até mesmo pelo mercado de crédito privado e mercado financeiro pouco

desenvolvidos. Uma característica importante para um banco de desenvolvimento é que seja um banco que possa originar operações de crédito, de modo que, quando necessário, atue arbitrando ou formando preços em determinados segmentos do mercado financeiro (TORRES, 2007). Portanto, no Brasil, o Estado tem poder suficiente sobre o mercado de modo que possa arbitrar sobre as operações voltadas para o investimento e o desenvolvimento.

Desse modo, pode-se concluir que, conforme defendido por Zysman, através dos três perfis que o governo pode ter frente à sociedade como um todo, ele deve possuir o controle de instituições que capazes de originar e direcionar o crédito, usando este como instrumento de política desenvolvimentista.

#### ***1.4 – Torres e o crédito direcionado***

O trabalho de Torres presente no livro “Mercado de Capitais e Bancos Públicos: Análise e Experiências Comparadas”, publicado pela ANBID, tem como objetivo analisar o papel dos bancos de desenvolvimento no direcionamento do crédito.

Segundo o autor, o governo pode intervir no mercado no mercado de crédito com três finalidades: regulação, política monetária e alocação de crédito. Diferentemente das duas primeiras, a alocação do crédito não foca mercado como um todo, mas sim setores prioritários específicos. Desse modo, afeta as taxas de juros e a repartição do crédito no interior do mercado. O direcionamento é, ainda, um dos principais instrumentos à disposição dos governos para atender diferentes demandas da sociedade. Torres analisa primeiramente o direcionamento levando em conta os tipos de mecanismos (direto ou indireto) usados pelo governo.

O mecanismo direto nada mais é do que o governo conceder crédito através de um banco estatal ou de outra instituição pública. Esse tipo de atuação pode ocorrer de duas formas de acordo com a origem dos fundos envolvidos na concessão. A primeira são as operações não-alavancadas, em que o Estado faz uso de recursos fiscais de fundos originados da gestão do patrimônio público. Na segunda maneira, o Estado pode captar fundos junto ao público intermediando-os a terceiros.

Um exemplo brasileiro de mecanismo direto não-alavancado é o FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), formado por contribuição fiscal das empresas (Programa de

Integração Social – PIS), que tem como objetivo financiar os gastos com o seguro-desemprego. Uma parcela de 40% desses recursos é aplicada em operações originadas por bancos públicos, em particular o BNDES. Esse tipo de instrumentos é bastante eficaz no que tange à atuação anticíclica e à ação focada em segmentos não atendidos pelo crédito (com destaque para o crédito de longo prazo), já que o Estado possui autonomia na fixação das condições de alocação dos recursos, independentemente dos parâmetros praticados pelo mercado. Os exemplos brasileiros para o caso alavancado são basicamente a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil. Neste caso, os recursos das instituições públicas que originam o crédito provêm de captações junto ao público.

Nos mecanismos indiretos, o direcionamento do Estado se dá através de incentivos ao mercado. Neste caso, o banco ou investidor gozará de um benefício (subsídio à taxa de juros ou garantia adicional, por exemplo) caso financie operações consideradas prioritárias. Conforme explicado por Torres (2007),

“Esses incentivos são, em geral, associados diretamente à redução do custo final do crédito. É o caso dos mecanismos de garantia. Através de um aval ou de um seguro de crédito, o governo assume parte do risco de uma operação. Em troca, o custo do financiamento para o tomador final fica pouco acima das taxas praticadas para a dívida pública - normalmente, os Tesouros Nacionais são os devedores de mais baixo custo em suas próprias moedas.” (pg. 6)

O autor tenta, ainda, esclarecer o conceito de um banco de desenvolvimento, fazendo referência a alguns autores que tentaram fazer o mesmo. O primeiro é Panizza e sua definição, de 2004, aceita pelo BID, que diz: “Bancos de desenvolvimento são (...) instituições financeiras dedicadas sobretudo à oferta de financiamentos de capital de longo prazo para projetos dos quais se esperam externalidades positivas, mas cujo financiamento por parte de credores privados seria insuficiente” (Panizza e outros 2004). Seriam, assim, instituições complementares e, em certa medida, secundárias, aos bancos privados

Outra definição citada é a de Aghion, de 1999, que pode ser tratada como uma alternativa à primeira: “Bancos de desenvolvimento são instituições financeiras mantidas pelos governos e voltadas basicamente para a disponibilização de capital de longo prazo para a indústria” (Aghion 1999). Essa definição ressalta a especificidade dos bancos de desenvolvimento enquanto provedores de crédito de longo prazo para investimentos na indústria pesada e na infraestrutura, independentemente da posição ocupada pelas instituições privadas.

Torres propõe uma conceituação alternativa a partir da definição de Aghion:

“(...) seria necessário adicionar ao conceito de Aghion duas qualificações. A primeira diz respeito ao *funding* dessas instituições. Um banco de desenvolvimento, para poder ser um instrumento de direcionamento de crédito, não pode depender excessivamente de recursos captados no exterior, inclusive junto a agências multilaterais. Instituições que têm essa característica perdem sua autonomia decisória frente às limitações impostas pelo mercado (...) ou pelos organismos internacionais. (...). A segunda qualificação importante é que sejam bancos que possam originar operações de crédito. Esta capacidade é fundamental para que o banco de desenvolvimento, quando necessário, atue arbitrando ou formando preços em segmentos do mercado financeiro, associados ao investimento. O BNDES (...) atende plenamente ao conceito formulado por Aghion. Trata-se de um banco controlado pelo governo federal, voltado basicamente para atender projetos de investimento de longo prazo, particularmente na indústria e na infra-estrutura. (...) Mais da metade de suas operações correntes são originadas diretamente. Além disso, o BNDES tem capacidade de influenciar a determinação dos preços e das quantidades de crédito nos mercados em que atua.” (TORRES, 2007, pgs. 12-13)

### **1.5 – Conclusão**

Percebe-se, portanto, por meio de uma análise dos trabalhos dos três autores destacados nesse primeiro capítulo, que o governo pode atuar no mercado de crédito através de instituições com o objetivo de alavancar e acelerar o desenvolvimento e o crescimento da economia. Desse modo, não somente preencheria lacunas deixadas pelos bancos privados, mas também atuaria diretamente originando operações que sejam do seu interesse. Dessa maneira, um banco de desenvolvimento é um mecanismo com poder em termos de escala, custo e decisão para arbitrar contra o mercado, se isso for interesse do governo.

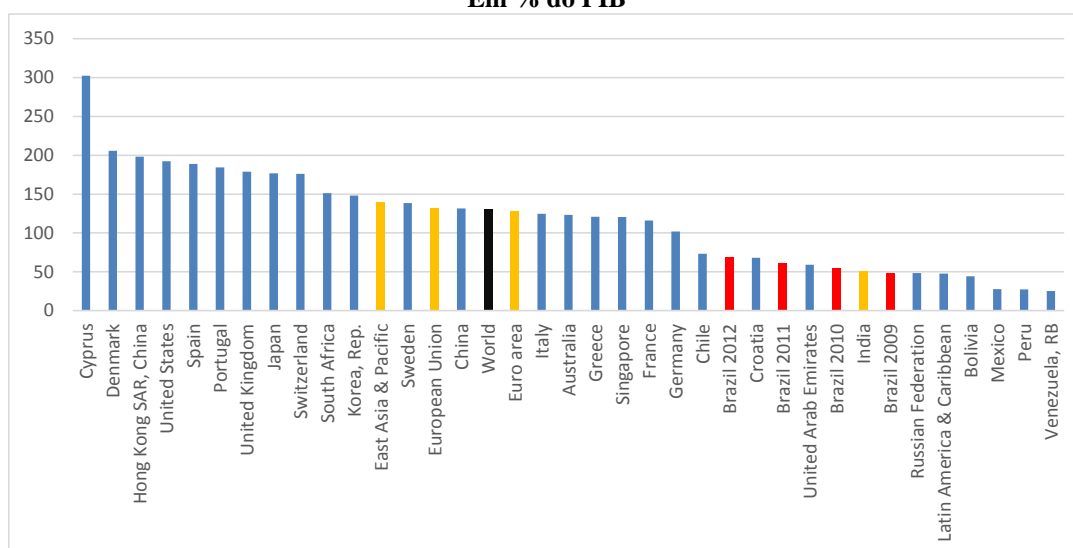
## **CAPÍTULO II – O DESENVOLVIMENTO DO CRÉDITO CORPORATIVO NO BRASIL E O BNDES**

### ***II.1 – Introdução***

Este capítulo tem como foco principal debater, através de uma análise histórica recente, como tem se dado a evolução do crédito corporativo no Brasil. Para tanto, é feito um estudo, separado em três partes, a fim de cobrir as principais fontes de crédito das empresas no país, sendo eles: o crédito bancário (primordialmente de curto prazo, com recursos captados junto ao mercado doméstico ou externo), debêntures (médio-longo prazo) e o crédito do BNDES (longo prazo). Vale ressaltar, ainda, que para o último, consideraram-se tanto suas operações diretas quanto as indiretas, que são aquelas feitas por outros bancos, com recursos repassados pelo banco de desenvolvimento.

Para tanto, iniciaremos com o Gráfico 1 (com dados disponibilizados pelo Banco Mundial), que apresenta a relação Crédito Doméstico ao Setor Privado frente ao PIB no fim de 2012 para diversos países. Observa-se que, a nível internacional, o Brasil, com 68,4% se encontra a cima de algumas nações de nível desenvolvimento equiparável da América Latina - México (27,7%), Peru (27,3%) e Argentina (18,5%) -, e até mesmo à frente de outros BRICS - Índia (51,5%) e Rússia (48,5%). O país fica, no entanto, muito atrás de nações desenvolvidas - Estados Unidos (192,4%) e Japão (176,7%) - e até mesmo de algumas assoladas pela crise vivida desde 2008 - Espanha (188,8%) e Portugal (184,2%). Essa simples comparação mostra como o mercado de crédito no Brasil, por mais que tenha crescido nos últimos anos (como pode ser visto no mesmo gráfico), ainda pode ser considerado incipiente quando analisado lado a lado com nações mais maduras. Esse capítulo buscará, também, explicar como se deu tal crescimento recente através do panorama do crédito corporativo.

**Gráfico 1**  
**Crédito Doméstico ao Setor Privado por País em 2012**  
**Em % do PIB**



Fonte: Banco Mundial, Elaboração do autor

## **II.2 – Panorama do crédito bancário no Brasil**

O crédito bancário brasileiro pode ser considerado atrasado por apresentar certos aspectos extremamente relevantes à análise a ser feita, sabendo-se que sua limitação de crescimento está diretamente relacionada, dentre outros fatores, com os longos períodos de alta inflação anteriores a 1994.

Segundo Torres e Macahyba (2010),

“O mercado de crédito bancário brasileiro tradicionalmente apresentou quatro características marcantes: relativa escassez; evolução sujeita a grande volatilidade; custos elevados frente aos praticados em economias mais desenvolvidas; e prazos curtos. Até o final dos anos 1990, esse quadro de restrição financeira não era, no entanto, uma situação específica da economia brasileira. Países em desenvolvimento, particularmente na América Latina, também apresentavam limitações semelhantes” (pg. 20)

Conforme ainda destacado pelos autores, esses aspectos, porém, eram bastante diferentes da situação que se observava em economias mais avançadas, principalmente no que tange a uma maior difusão de mercados de longo prazo, ao tamanho relativo e à profundidade.

O período de 1980 a 1994 teve inflação média anual, medida pelo Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M) da Fundação Getúlio Vargas, de 725,4%. Tendo isso em vista, a concessão de crédito por parte de bancos privados se encontrava totalmente restrita devido ao elevado grau de risco e incerteza que vivia a economia brasileira no período.

Além disso, o Brasil possui um histórico de elevadas taxas de juros, até mesmo com o objetivo de controlar a alta inflação, que tornava extremamente altas as taxas cobradas pelos bancos aos seus devedores. O crédito ao setor privado era demasiadamente caro.

Com a adoção do Plano Real os preços se estabilizaram (Tabela 1). Entretanto, o que se viu nos primeiros dez anos seguintes foi uma relativa estagnação do crédito ao setor privado e, em determinados momentos, até mesmo uma redução (Gráfico 2).

**Tabela 1**  
**IPCA 15 – Variação Anual com Base**  
**Em Dezembro**

<b>Ano</b>	<b>Variação (%) em 12 Meses (base Dezembro)</b>
1993	2.376,41%
1994	890,89%
1995	22,47%
1996	9,92%
1997	5,53%
1998	1,66%
1999	8,92%
2000	6,04%
2001	7,51%
2002	11,99%
2003	9,86%
2004	7,54%
2005	5,88%
2006	2,96%
2007	4,36%
2008	6,10%
2009	4,18%
2010	5,79%
2011	6,56%
2012	5,78%
2013*	5,93%

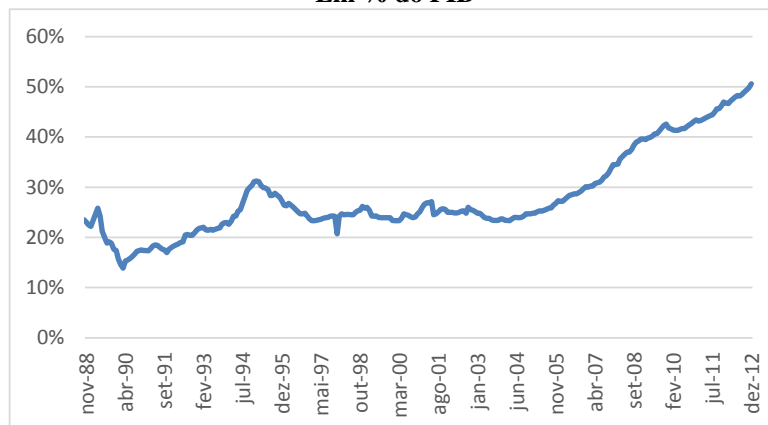
Fonte: IBGE

(\*) De Setembro de 2012 a Setembro de 2013.

O que se observou após a efetivação do Plano até a reeleição de Fernando Henrique Cardoso foi um estágio transitório de crise bancária com: liquidação de grandes bancos privados nacionais, privatização de bancos estaduais, reestruturação patrimonial das instituições financeiras públicas federais e concentração e desnacionalização bancária (COSTA, 2008). Ainda segundo Torres e Macahyba (2010), os bancos públicos foram os principais responsáveis por essa queda inicial das operações de crédito em relação ao PIB (sendo a absorção de grande volume de créditos imobiliários da Caixa Econômica Federal por parte do Tesouro Nacional o fato mais impactante). Porém, os bancos privados também tiveram desempenho aquém do desejável, o que indica que, apesar do fim da questão

inflacionária, as altas e voláteis taxas de juros e os prazos curtos das operações continuaram a restringir o mercado de crédito bancário no Brasil.

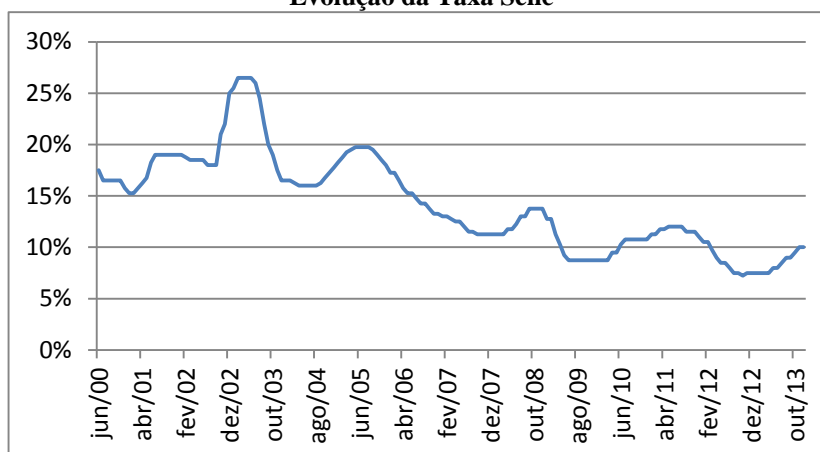
**Gráfico 2**  
**Evolução do Crédito ao Setor Privado**  
**Em % do PIB**



Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração do autor

A partir de 1999 houve a adoção do regime de metas de inflação, uma nova política fiscal e a mudança do regime de câmbio fixo para câmbio flutuante. Tais mudanças estruturais influenciaram uma retomada da confiança. Este fator aliado a uma forte redução da taxa de juros (Gráfico 3) possibilitou o forte crescimento das operações de crédito no país vislumbrado a partir de 2004, como pode ser notado no Gráfico 2.

**Gráfico 3**  
**Evolução da Taxa Selic**



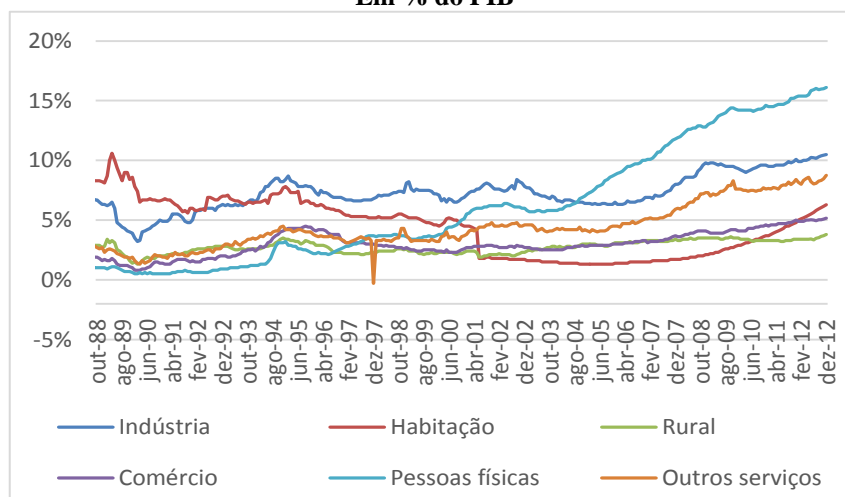
Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração do autor

Como pode ser observado no Gráfico 4, o crédito às pessoas físicas foi o principal impulsionador do crédito a partir de 2003, saltando de 5,8% em dezembro deste ano para 16,1% em dezembro de 2012, representando um crescimento de quase três vezes no período. A redução das taxas de juros, o crescimento do emprego e o aumento dos salários, decorrentes



da estabilização econômica que se percebeu no início da primeira década do século XXI, foram fatores essenciais para esse maior endividamento das pessoas físicas. Houve, também, uma “tímida democratização do crédito” (MAURÍCIO, 2010), através do maior acesso da população de renda mais baixa ao crédito.

**Gráfico 4**  
**Evolução do Crédito ao Setor Privado**  
**Em % do PIB**



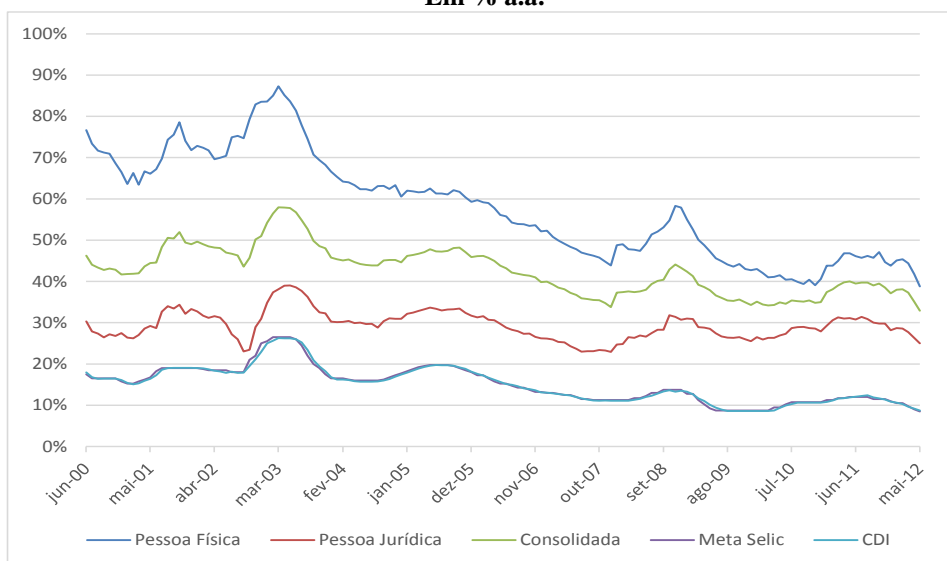
Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração do autor

O crédito habitacional apresentou um crescimento bastante notório de 3,4 vezes entre os anos de 2003 e 2012.

Nota-se, portanto, que, apesar do maior crescimento no período, o crédito destinado às pessoas físicas não foi um ponto fora da curva, tendo também as operações às pessoas jurídicas crescido aceleradamente como um todo a partir de 2003.

A redução das taxas de juros para pessoas jurídicas apresentou um decréscimo demasiadamente tímido (Gráfico 5). Sua maior demanda por crédito não pode, portanto, ser explicada por essa queda, como foi no caso das pessoas físicas. Nesse caso, o maior crescimento se deu somente a partir de 2006, talvez por não ter havido uma “difusão de novos produtos financeiros”, seguindo intensamente até a crise de 2008 (TORRES E MACAHYBA, 2012).

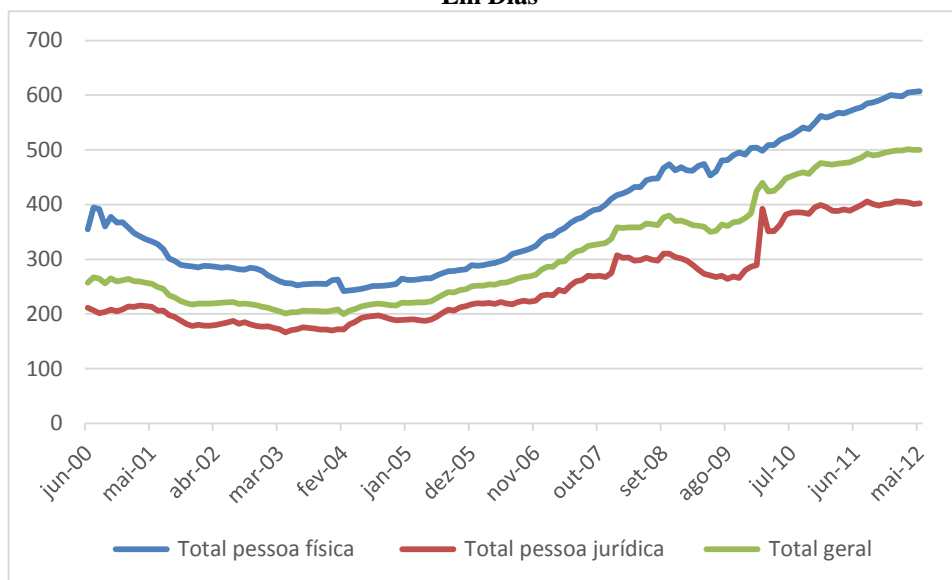
**Gráfico 5**  
**Evolução das Taxas de Juros com Recursos Livres**  
**Em % a.a.**



Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração do autor

Um fator importante notado para a expansão do crédito tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas desde o início de 2004 é o alongamento dos prazos das operações. Para pessoas físicas, o prazo médio das operações de crédito era de 242 dias em fevereiro de 2004, enquanto para pessoas jurídicas era de 171 no mesmo mês, com uma média geral de 200. Em maio de 2012, esses valores alcançaram 607 dias para pessoas físicas (crescimento de 150,9%), 402 dias para pessoas jurídicas (crescimento de 134,5%) e 500 dias no total (crescimento de 150,5%), como pode ser visto no Gráfico 6.

**Gráfico 6**  
**Prazo Médio das Operações de Crédito com Recursos Livres**  
**Em Dias**



Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração do autor

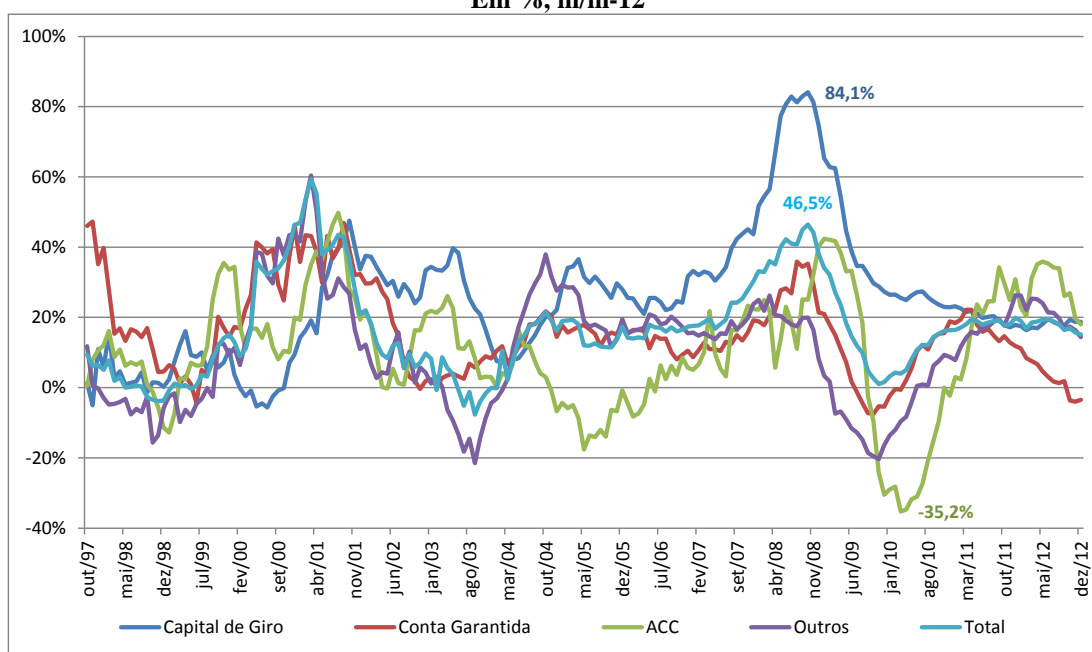
As operações de crédito a pessoas jurídicas podem ser divididas basicamente em quatro produtos principais: capital de giro, adiantamento de contrato de câmbio (ACC), conta garantida e descontos de duplicatas. Fazendo-se essa divisão, fica mais claro o entendimento da evolução dessas operações às empresas.

Nos dezoito meses que antecederam a crise financeira iniciada no fim de 2008 (Gráfico 7), viu-se um crescimento acelerado do crédito às pessoas jurídicas, sustentado principalmente pela demanda por capital de giro. Porém, em seus meses mais críticos, no início de 2009, a demanda por ACC teve seu ápice, enquanto os outros produtos apresentavam um decréscimo. Em 2010, a situação se estabilizou e esses outros produtos já voltavam a apresentar o crescimento visto anteriormente.

Segundo Torres e Macahyba (2010),

“A trajetória do crédito à PJ aponta para três motivações mais importantes. A primeira foi o rápido aumento no nível de atividade econômica a partir de 2005. A abrupta valorização e posterior desvalorização da taxa de câmbio – o segundo fator - explica o comportamento das operações de ACC. Finalmente, o motivo mais importante foi o aumento, nos meses anteriores à crise, da demanda por liquidez pelas Pessoas Jurídicas, tendo em vista a incerteza crescente gerada pelo cenário internacional. A experiência acumulada pelas empresas brasileiras ao longo de duas décadas de instabilidade econômica recomendava-lhes dispor de um caixa elevado para enfrentar eventuais turbulências caso a crise se aprofundasse.” (pg. 26)

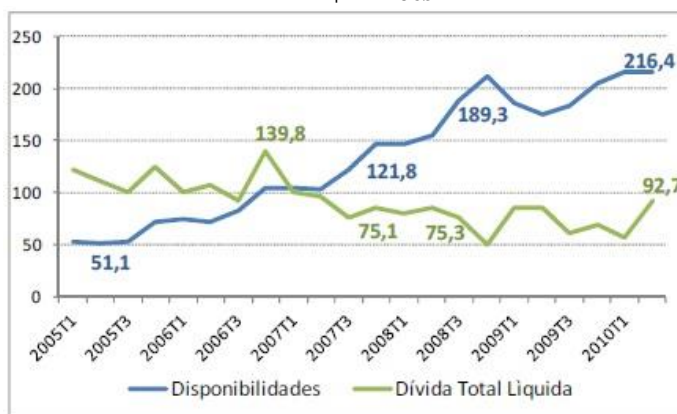
**Gráfico 7**  
**Taxa de Crescimento do Crédito com Recursos Livres às Pessoas Jurídicas por Modalidade**  
**Em %, m/m-12**



Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração do autor

Os indicadores de liquidez e de dívidas das empresas apresentados no Gráfico 8, que contemplam dados de 311 empresas abertas comprovam o comportamento descrito pelos autores citado acima. A partir do momento que a demanda de pelas pessoas físicas aumenta, em 2007, até a crise de 2008 as disponibilidades das empresas cresceram 50%, ao passo que sua dívida total líquida diminuiu.

**Gráfico 8**  
**Disponibilidades e Endividamento das Empresas Abertas Não Financeiras**  
**Em R\$ Bilhões**

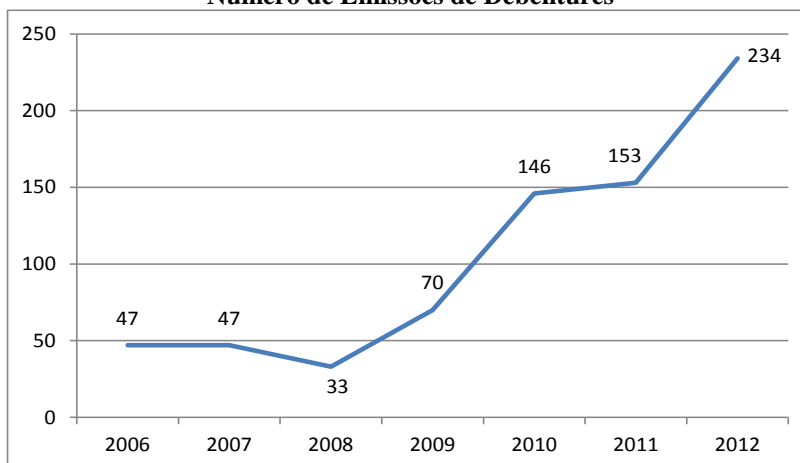


Fonte: Torres e Macahyba, 2012

### II.3 – Debêntures e o mercado de títulos corporativos

O mercado de títulos corporativos (composto principalmente por debêntures) apresentou um crescimento bastante significativo nos últimos anos. O número de operações desse tipo saltou de 47 em 2006 para 234 em 2012, apresentando um crescimento de aproximadamente 398%. Ao mesmo tempo o volume financeiro dessas operações subiu de R\$ 14,6 bilhões em 2002 para R\$ 87 bilhões em 2012, representando um crescimento de aproximadamente 496%.

**Gráfico 9**  
**Número de Emissões de Debêntures**



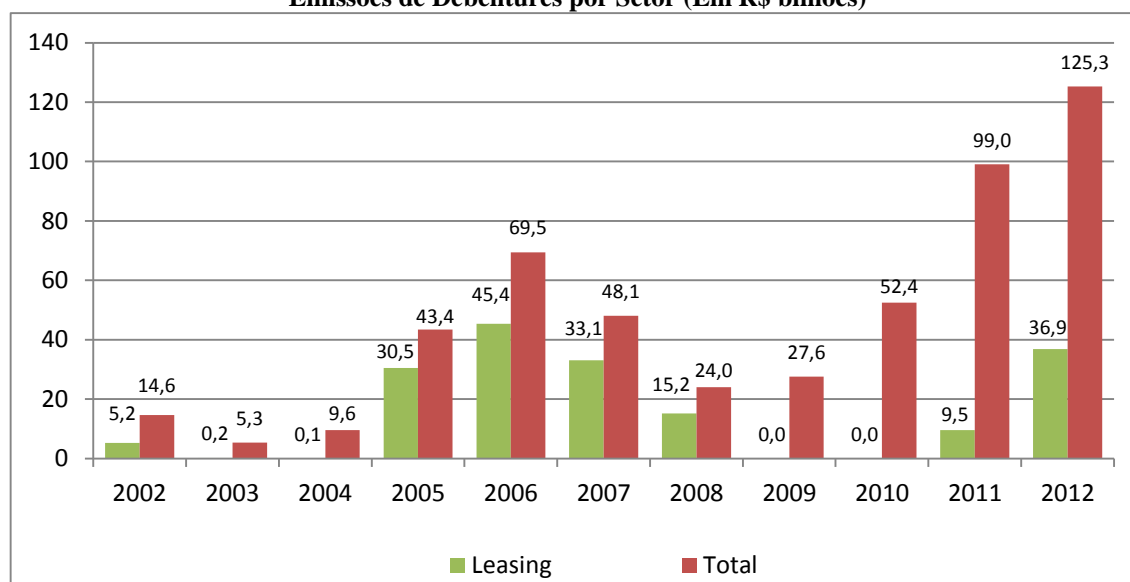
Fonte: ANBIMA, Boletim, Elaboração do autor

Porém, conforme ressaltado por Torres e Macahyba (2010):

“Em contraste com o que se verificou na dívida pública e com a bolsa de valores, o mercado de títulos privados de renda fixa continuou a apresentar pouca profundidade, o que pode ser identificado a partir de quatro características principais: a) a elevada concentração da base de investidores verificada no mercado primário; b) a escassa liquidez do secundário; c) a reduzida transparência no processo de formação de preços; e d) a elevada preferência do investidor por títulos indexados à taxa de juros de um dia.” (pg. 43)

Como pode ser notado no Gráfico 10, grande parte do volume de emissão de debêntures até 2008 é proveniente das empresas de *leasing*, que são, em geral, controladas por bancos. Desse modo, parte considerável desse crescimento pode ser entendido como uma estratégia de arbitragem regulatória destes bancos, já que, através da emissão de debêntures, eles evitam a obrigação de realizar depósitos compulsórios junto ao Banco Central, diferente das outras formas de captação. De 2009 para cá, as operações compromissadas com debêntures das empresas de *leasing* passaram a ter essa obrigação, enquanto os títulos de dívida de longo prazo dos bancos, na forma de Letras Financeiras, passaram a ter tal isenção, o que justifica a queda das emissões de debêntures por empresas de *leasing* em relação ao total, saindo de 63% em 2008 para 40% em 2012.

**Gráfico 10**  
**Emissões de Debêntures por Setor (Em R\$ bilhões)**

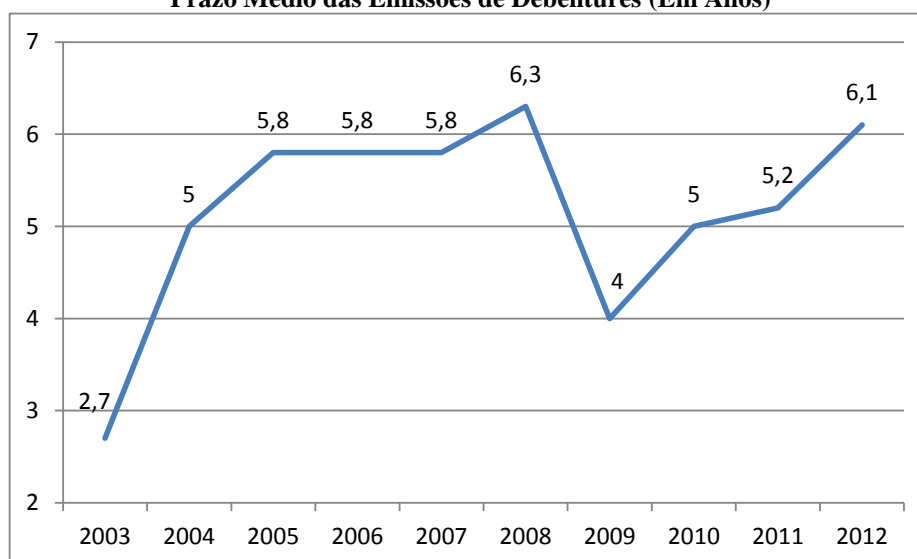


Fonte: ANBIMA, Boletim e Torres e Macahyba (2012)

Uma característica importante das debêntures é que apresentam prazo mais alongado, sendo maior do que o do crédito bancário privado, mas mais curto que o oferecido pelo BNDES. O Gráfico 11 busca mostrar exatamente isso, de forma que, como se pode notar, esse

prazo tem se estendido nos últimos anos (apesar da queda sofrida durante a crise financeira de 2008), assim como ocorre com o restante do mercado de crédito brasileiro.

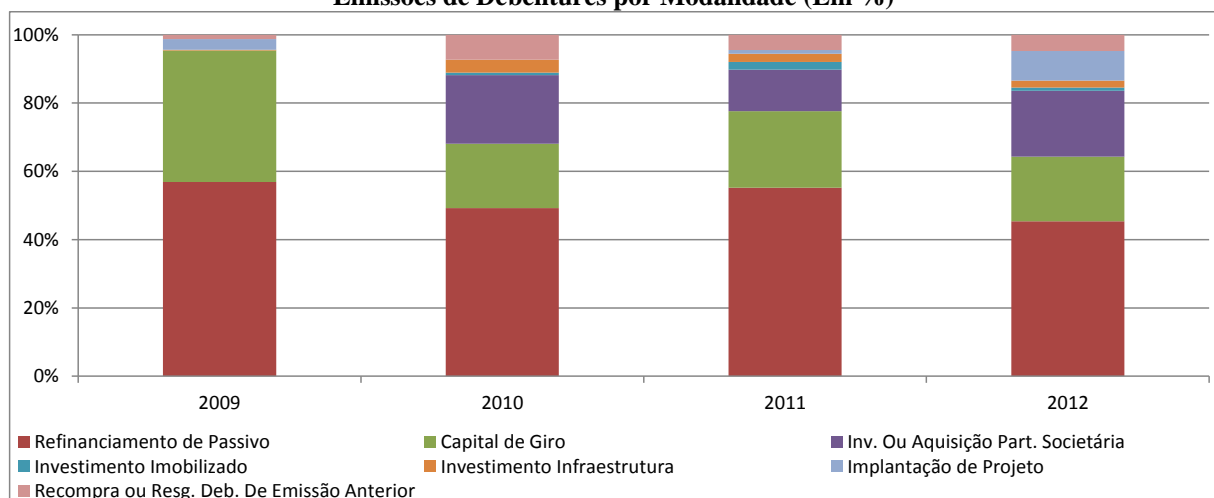
**Gráfico 11**  
**Prazo Médio das Emissões de Debêntures (Em Anos)**



Fonte: ANBIMA, Boletim, Elaboração do autor

Esse alongamento dos prazos das emissões de debêntures ajuda a entender principal objetivo das empresas com esse tipo de operação. No Gráfico 12, como pode ser notado, o motivo mais frequente para essas emissões é o refinanciamento de passivo, ou seja, o alongamento de dívidas próximas do vencimento e reestruturação de dívidas antigas. Outros fatores importantes são a obtenção de capital de giro (que, assim como no crédito bancário privado, sofreu uma queda brusca após a crise de 2008) e o investimento ou aquisição societária (a partir de 2009).

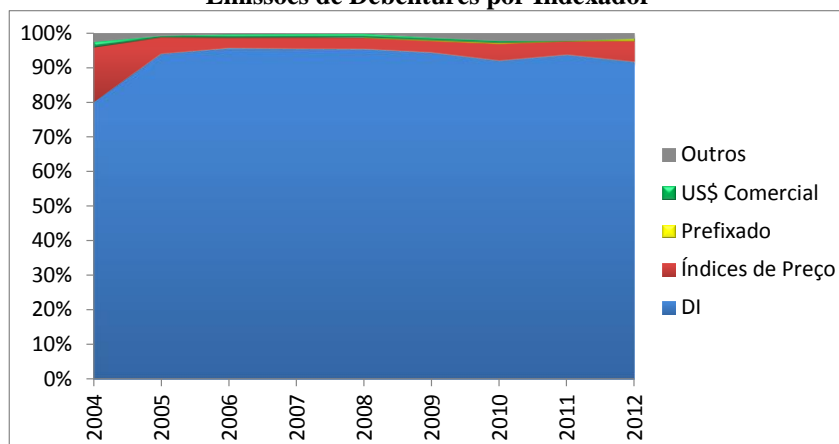
**Gráfico 12**  
**Emissões de Debêntures por Modalidade (Em %)**



Fonte: ANBIMA, Boletim, Elaboração do autor

Quanto aos indexadores das debêntures, apresentados no Gráfico 13, nota-se a forte participação da indexação à taxa de depósito interbancário (DI). Nos últimos 10 anos manteve-se uma média de mais de 90% das emissões atreladas à essa taxa (e consequentemente à Selic).

**Gráfico 13**  
**Emissões de Debêntures por Indexador**



Fonte: Torres e Macahyba (2012)

Segundo Oliveira (2013),

“Esse cenário demonstra como as debêntures ainda se mantêm pouco atrativas para emissores que se interessam por investimento de longo prazo. Isso ocorre pois, se houver qualquer variação da taxa básica de juros (Selic) não há perda de valor do título para tomador. Sendo assim, apesar de ser do interesse do comprador, a indexação à taxa DI faz com que esse financiamento seja mais arriscado para investimentos com um prazo mais longo, uma vez que o risco de flutuações da taxa de juros é exclusivamente assumido pela empresa emissora.” (pg. 18)

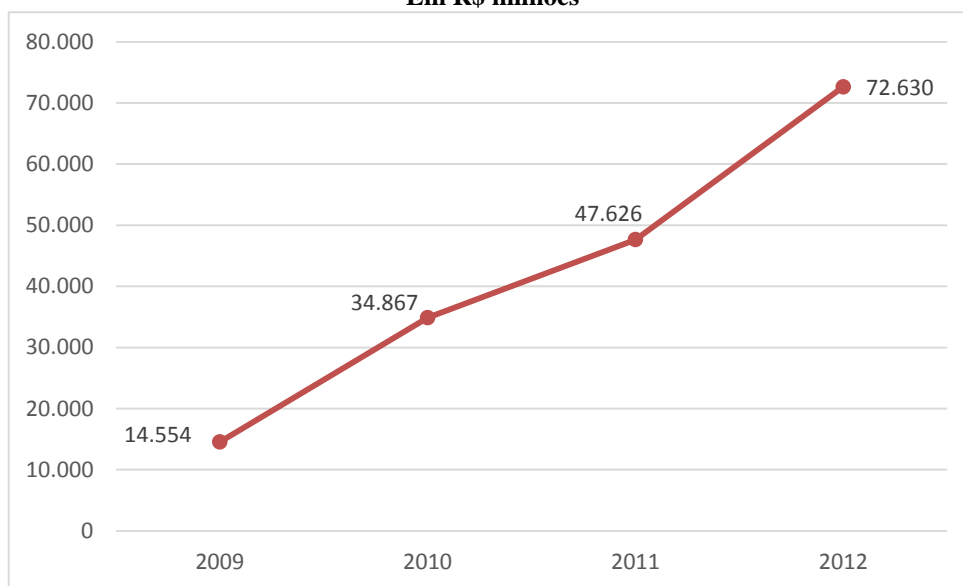
Esta indexação, porém, foi a maneira encontrada pelos emissores para atrair demanda para esses títulos, uma vez que enfrentam concorrência dos títulos públicos, atrelados à Selic e com alta liquidez. A memória recente dos “choques de juros”, que fazem da demanda por ativos de longo prazo atrelados a outros referenciais que não o DI relativamente escassa também pode ser considerada um fato para o maior uso desse indexador.

Por fim, deve-se ressaltar a criação da Instrução CVM número 476 de 2009. Essa instrução dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. Ela tem como objetivo reduzir os custos de tais ofertas públicas, facilitando o acesso dos emissores ao mercado de valores mobiliários. Dentre suas principais regras, pode-se destacar: dispensa do registro de oferta, dispensa o registro de emissor de valores mobiliários (nos casos em que os valores mobiliários sejam negociados apenas em mercados de balcão

organizado e não organizado), investidores qualificados dispostos a investir R\$ 1 milhão, *lock up* de 4 meses, restrição da oferta a 50 investidores e subscrição a 20 e, por fim, diversos objetos de oferta, entre eles as debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações.

Dessa forma, o Gráfico 14 busca mostrar a evolução do volume de emissões sob a instrução 476/09 desde sua criação. Percebe-se o grande impacto da criação dessa instrução, já que desde o ano de sua criação houve um aumento no montante de emissões de aproximadamente 399%. Além disso, o valor de 2012 já representa cerca de 58% do volume total de emissões no ano.

**Gráfico 14**  
**Emissões de Debêntures Sob a Instrução 476/09**  
**Em R\$ milhões**



Fonte: ANBIMA, Boletim, Elaboração do autor

Ainda com o objetivo de destacar a importância dessa instrução para o crescimento do mercado de debêntures e, conseqüentemente, do de títulos corporativos no Brasil, vale ressaltar que de janeiro a julho de 2013 ocorrerão 125 emissões pela instrução 476 contra 10 pela instrução 400 (instrução da CVM que regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário).

#### **II.4 – O BNDES e o crédito de longo prazo**

Em se tratando especificamente do crédito bancário de longo prazo no Brasil, deve-se destacar o papel fundamental do BNDES. Devido aos fatores históricos já mencionados nos itens anteriores, o Brasil sempre careceu de crédito de longo prazo.

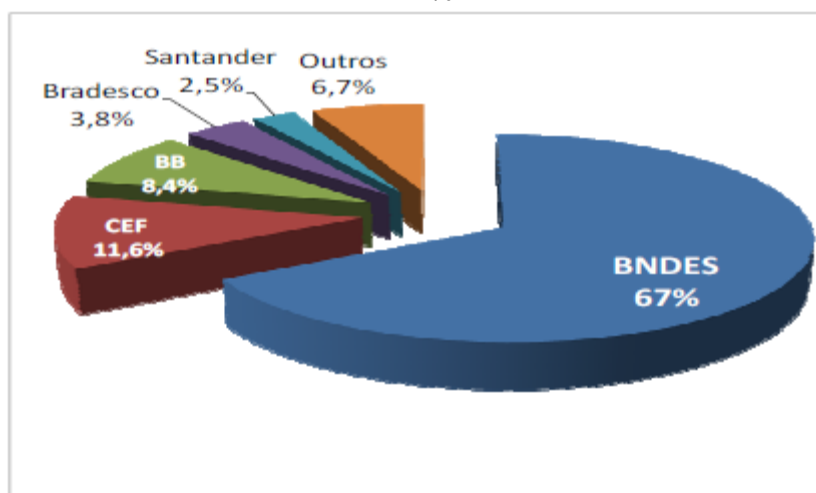


O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico foi criado primeiramente em 1952 com o objetivo de ser o órgão formulador e executor da política nacional de desenvolvimento econômico. Originalmente voltado para investimento em infraestrutura, o banco aos poucos se viu mais livre para investir na iniciativa privada mediante a criação de estatais. Durante a década de 60 já possuía linhas de crédito para a agropecuária e pequenas e médias empresas e a de 70 teve papel importantíssimo na política de substituição de importações. Na década de 80, as três subsidiárias que o banco havia estabelecido na década de 70 para atuar no mercado de capitais se fundiram no BNDESPAR. Além disso, ainda na década de 80, devido às preocupações sócias à política de desenvolvimento econômico, o banco passou a se chamar Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Nas décadas de 90 e 2000, o banco ainda iniciou e expandiu seu apoio ao setor cultural.

#### II.4.1 – Panorama do crédito do BNDES pelo lado da oferta

Como pode ser visto no Gráfico 15, retirado do trabalho de Torres e Macahyba, o crédito bancário de longo prazo no Brasil é muito concentrado no banco de desenvolvimento, tanto no crédito a pessoas jurídicas quanto a pessoas físicas.

**Gráfico 15**  
**Participação do BNDES no Crédito de mais de 5 anos em 2009**  
**Em %**



Fonte: Torres e Macahyba, 2012

Se tratando do crédito corporativo total, apesar de o BNDES ter apresentado uma participação bastante volátil nos últimos anos, o banco chegou a 19,9% em dezembro de 2012 e, o que pode ser considerado bastante elevado, já que corresponde a 10,2% do PIB brasileiro, frente aos 53,8% que o total representava. Pode-se observar uma redução bastante acentuada no período que se inicia em 2004 e vai até a crise financeira internacional iniciada em 2008.

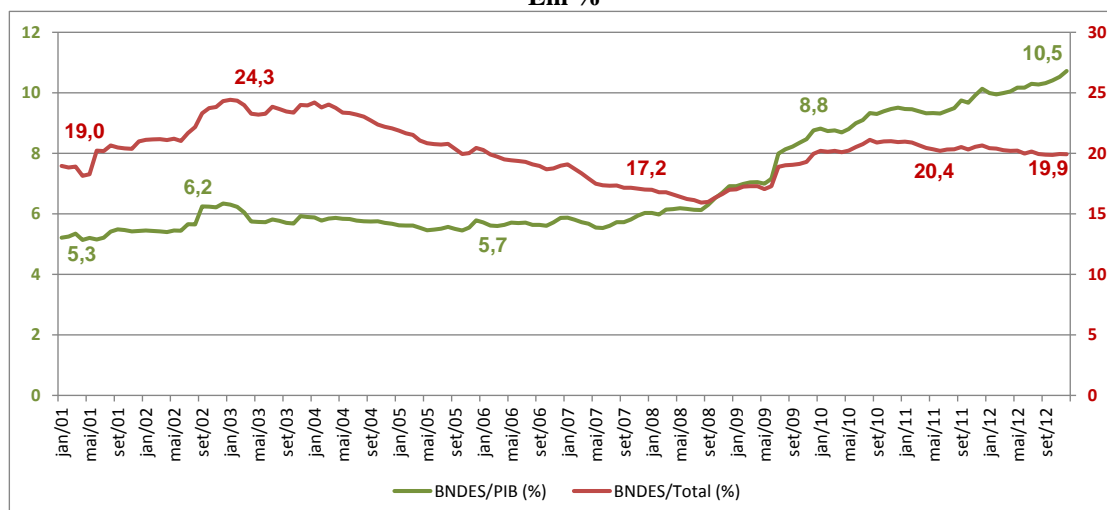
Esse primeiro período apresentou uma elevação na participação dos bancos privados em relação ao crédito total. Isso se deve ao fato de que as linhas de financiamento do banco não são voltadas para pessoas físicas. Portanto o grande crescimento da demanda de crédito por parte das famílias não influenciou o desempenho do banco.

Conforme explicado por Torres e Macahyba (2010),

“Dessa forma, para que aumente a procura pelos recursos do BNDES não basta que a demanda das empresas por crédito acelere. É preciso ademais que determinados componentes do investimento agregado, como a aquisição de equipamentos nacionais ou os gastos com projetos de infraestrutura, também cresçam. Desse ponto de vista, o desempenho do banco de fomento está mais diretamente relacionado ao comportamento de determinados componentes da Formação Bruta de Capital Fixo.” (pgs. 28-29)

A partir de 2008, pode-se notar um outro fator de importante influência na participação de mercado e volatilidade do desempenho do BNDES. O papel anticíclico do banco fez com que sua participação em relação ao crédito total brasileiro chegasse a 19,9% e a 10,2% frente ao PIB em 2012. Com o início da crise, a tendência foi de retração do crédito privado. Dessa forma o banco de desenvolvimento assume um papel de natureza mais conjuntural, tendendo a preencher a lacuna deixada pelos bancos privados em momentos de recessão.

**Gráfico 16**  
**Participação do BNDES no Crédito Total e frente ao PIB**  
**Em %**

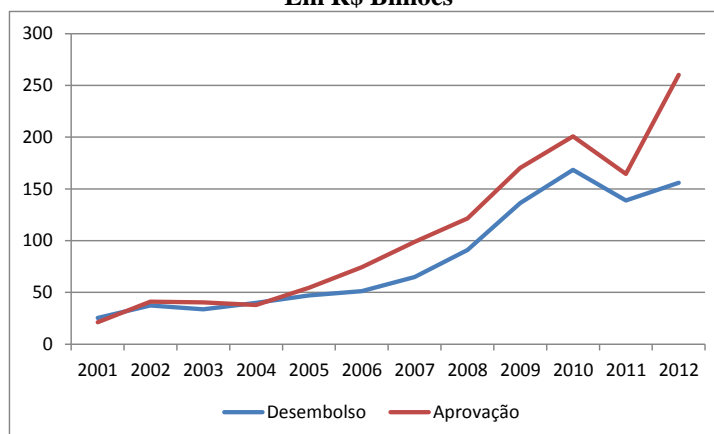


Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração do autor

Uma questão que de fato não pode ser taxada como responsável por essa queda da participação do BNDES no mercado de crédito entre os anos de 2004 e 2008 é a falta de

recursos do banco. Como pode ser notado no Gráfico 17, o volume total de desembolsos e aprovações feitos pelo banco cresceu respectivamente 128,1% e 220,3% no período, alcançando R\$ 90,9 bilhões e R\$ 121,4 bilhões. Isso mostra que o banco tem recursos para aportar sua carteira de financiamentos.

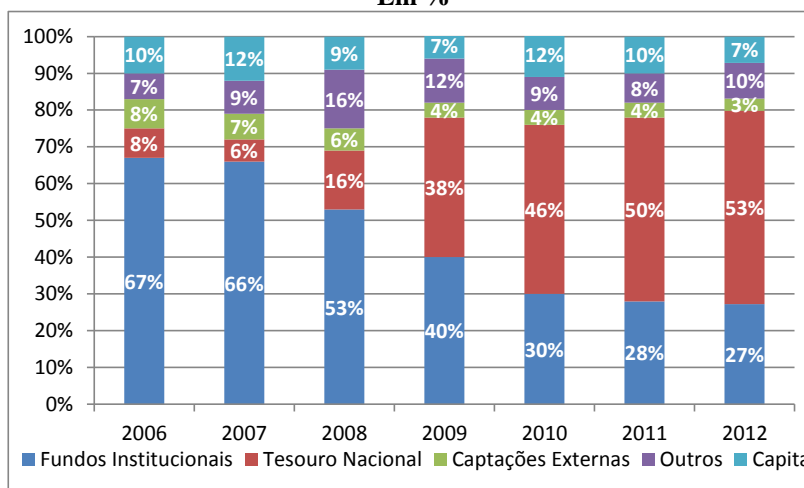
**Gráfico 17**  
**Volume de Desembolsos e Aprovações do BNDES entre 2004 e 2008**  
**Em R\$ Bilhões**



Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Elaboração do autor

Além disso, percebe-se pelo Gráfico 18 que o banco tem como principais fontes de recursos o Tesouro Nacional e Fundos Institucionais como o FAT (Fundo de Amparo aos Trabalhadores) e o PIS-Pasep. Ou seja, desde 2006 o banco tem, em média, 75% dos seus recursos provenientes de fontes estáveis. Além disso, as próprias captações externas são provenientes de empréstimos de outros organismos multilaterais, bem como de outros órgãos de fomento estrangeiros. Dessa forma, conclui-se que os passivos do banco são de fato bastante estáveis.

**Gráfico 18**  
**Composição das Fontes de Recursos do BNDES**  
**Em %**

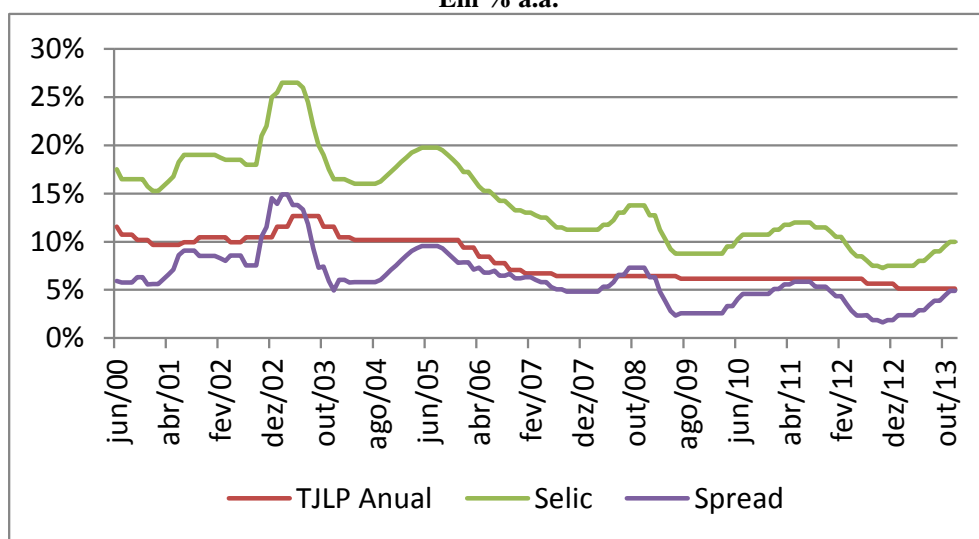


Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Elaboração do autor

A partir de 2008, devido à crise financeira, nota-se que o Tesouro Nacional apresentou rápido crescimento enquanto fonte de recursos da instituição, ao sair de 16% em 2008 e chegar a 53% em 2012, ganhando espaço dos tais Fundos Institucionais, cuja participação caiu de 53% em 2008 para 27% em 2012. Porém, não foi somente a crise a responsável por mudança na composição dos passivos do banco. O ciclo de investimento que se iniciou no país em 2006 foi o mais longo e intenso em mais de 30 anos. Dessa forma, houve um aumento de muito grande de demanda por crédito do BNDES, de modo que os Fundos Institucionais não conseguiram supri-la. Devido à maior estagnação do investimento durante a década de 1990, o banco acumulou um volume grande de ativos líquidos com elevado potencial de ganho de capital. Portanto, de 2006 a 2008, a redução dessa sua própria liquidez foi o método utilizado pela instituição para postergar o esgotamento do seu padrão de financiamento, que vingava desde os anos 1970 sem revisão.

O Gráfico 19 busca mostrar o a evolução da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que pode ser definida como o custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES, e da taxa Selic desde junho de 2000. Através deste gráfico também é possível analisar o *spread* entre essas duas taxas. Em junho de 2000, a TJLP era 11,57% a.a., a Selic 17,5% a.a. e o *spread* 5,93% pontos percentuais. Em novembro de 2013, a TJLP era 5,12% a.a., a Selic 10% a.a. e o *spread* 4,88% pontos percentuais. Isso mostra que, apesar de flutuações, a *spread* entre a TJLP e a Selic está no mesmo patamar de meados de 2000 e que essas duas taxa reduziram, respectivamente, 55,8% e 42,9%.

**Gráfico 19**  
**Evolução da Taxa de Juros de Longo Prazo e da Taxa Selic**  
**Em % a.a.**

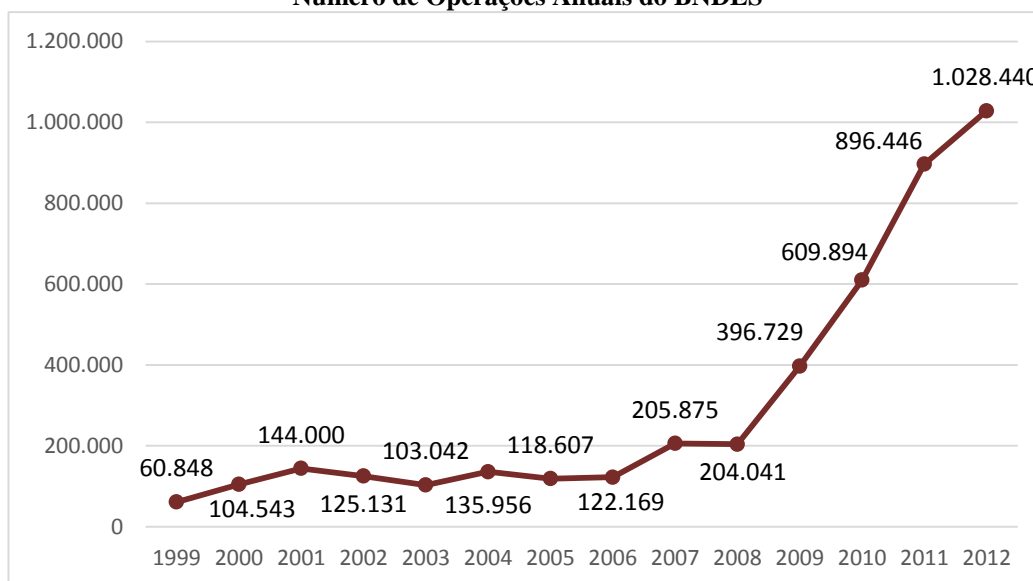


Fonte: Receita Federal do Brasil e Banco Central do Brasil, Elaboração do autor

## II.4.2 – Panorama do crédito do BNDES pelo lado da demanda

Desde 1999, o número anual de operações do BNDES subiu cerca de 1.590%, saltando de 60.848 para 1.028.440, em 2012. O crescimento mais acelerado, como pode ser notado no Gráfico 20, se deu a partir de 2008, ano em que o número de operações alcançou 204.041. Essa seção busca entender como se deu e de onde veio esse aumento tão intenso das operações do banco pelo lado da demanda, analisando seus desembolsos por setor, região, porte de empresa e, principalmente, produtos.

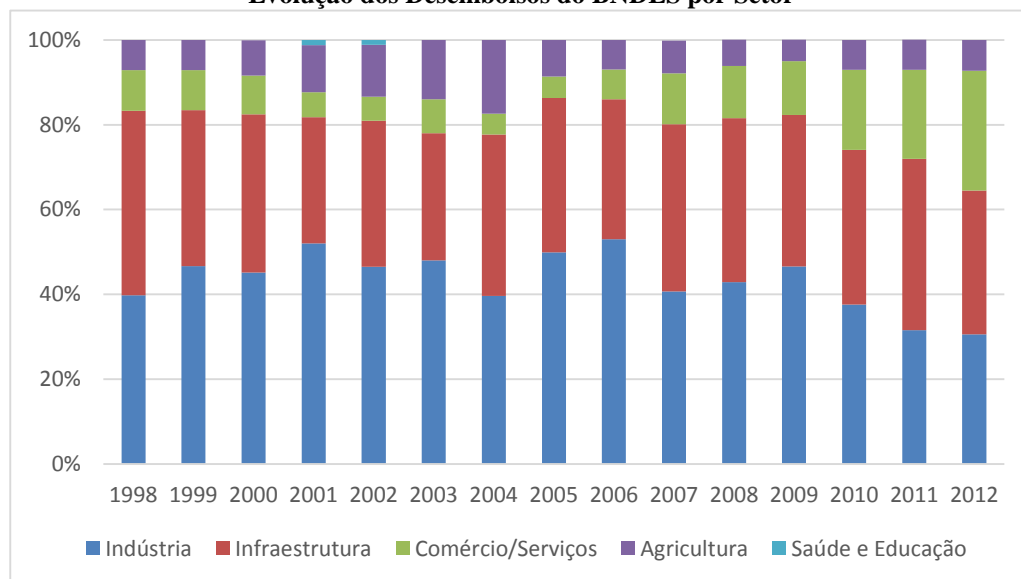
**Gráfico 20**  
**Número de Operações Anuais do BNDES**



Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Elaboração do autor

Uma análise setorial histórica do BNDES mostra que o banco sempre teve papel fundamental no desenvolvimento da indústria e da infraestrutura, como já destacado no capítulo anterior. O crescimento dos desembolsos do BNDES nesses dois setores no período entre 1998 e 2012 foi de 531% e 540%, respectivamente, saltando, o primeiro, de R\$ 7,6 bilhões para R\$ 47,7 bilhões e, o segundo, de R\$ 8,3 bilhões para R\$ 52,9 bilhões. Porém, quando analisamos a participação desses dois setores em relação ao total dos desembolsos do banco, percebemos uma tendência levemente decrescente, principalmente desde 2006, como pode ser visto no Gráfico 21 (o ano de 2010 não conta com a captação de R\$ 24,8 bilhões da Petrobras).

**Gráfico 21**  
**Evolução dos Desembolsos do BNDES por Setor**



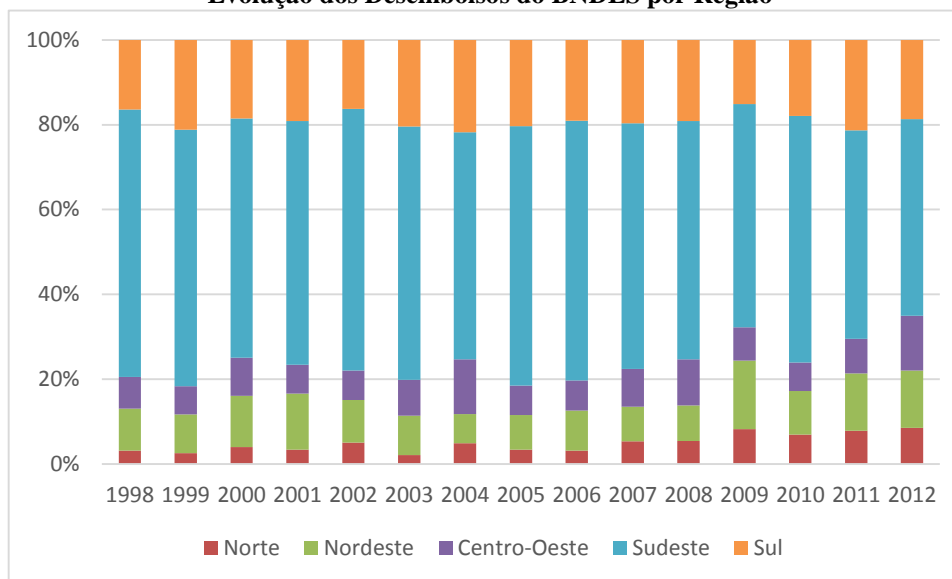
Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Elaboração do autor

Esse decréscimo se dá por causa do crescimento significativo das operações ao setor de Comércio e Serviços, que salta de R\$ 1,8 bilhões, em 1998, para R\$ 44 bilhões, em 2012, o que representa um crescimento de 2.333%.

Em 2012, os principais ramos da infraestrutura beneficiados pelos desembolsos do BNDES foram o de transporte rodoviário, com R\$ 15,5 bilhões, e o de energia elétrica, com R\$ 18,9 bilhões. Para a indústria, a ênfase maior se deu em material de transporte (R\$ 7 bilhões), química e petroquímica (R\$ 8,5 bilhões), alimentos e bebidas (R\$ 6,1 bilhões) e indústria mecânica (R\$ 5,6 bilhões).

Ao segregarmos a análise dos desembolsos do BNDES por região, notamos que as principais beneficiadas pelas operações do banco são a região Sul e Sudeste. Porém, a primeira, enquanto teve um crescimento de 837% do volume financeiro dessas operações entre 1998 e 2012 (saltou de R\$ 3,1 bilhões para R\$ 29,1 bilhões), manteve-se praticamente estável relativamente (entre 16% e 22%). Ao mesmo tempo, a segunda, que no mesmo período saltou de R\$ 12 bilhões para R\$ 72,4 bilhões (crescimento de 504%), teve um declínio relativo, saindo de 63,1% do valor total para 46,4%. Vale ressaltar também o crescimento relativo que a região Norte apresentou no período, subindo de 3,2% do total para 8,6%, apresentando um crescimento de 2.098% no volume financeiro, ao saltar de R\$ 600 milhões para R\$ 13,3 bilhões. Esses dados podem ser observados com maior clareza no Gráfico 22.

**Gráfico 22**  
**Evolução dos Desembolsos do BNDES por Região**

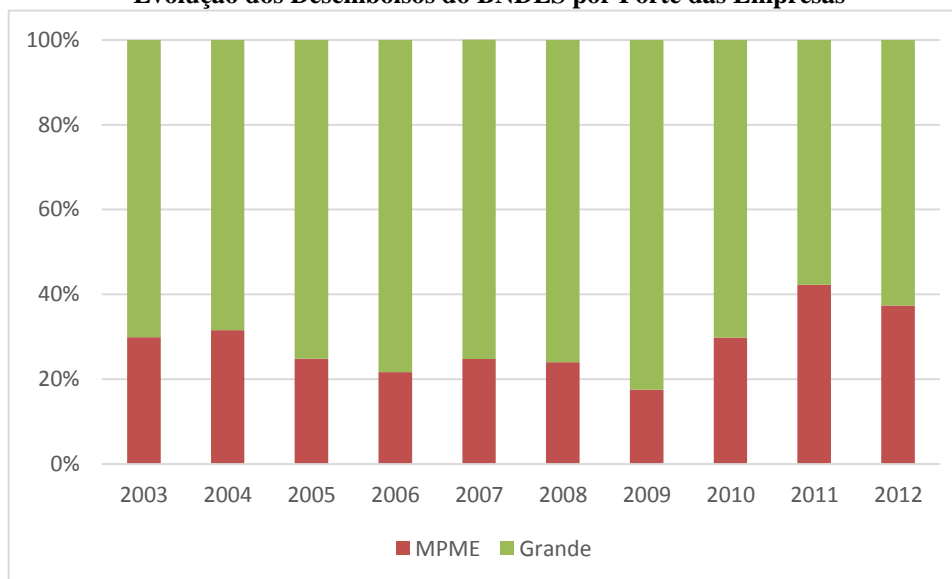


Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Elaboração do autor

O BNDES divide suas operações também por porte de empresa, de acordo com sua receita operacional bruta anual, da seguinte maneira: Micro (receita menor ou igual a R\$ 2,4 milhões), Pequena (receita maior que R\$ 2,4 milhões e menor ou igual a R\$ 16 milhões), Média (receita maior que R\$ 16 milhões e menor ou igual a R\$ 90 milhões), Média-grande (receita maior que R\$ 90 milhões e menor ou igual a R\$ 300 milhões) e Grande (receita maior que R\$ 300 milhões).

O Gráfico 23 apresenta a participação de dois grupos no total dos desembolsos do banco. O primeiro, chamado de MPME, compreende as micro, pequenas, médias e médias-grandes empresas, enquanto o segundo compreende as grandes empresas. Pode-se notar que, por mais que sutil, houve um crescimento da participação das MPMEs no período que se inicia em 2003 e termina em 2012, ao saltar de 29,9% para 37,4%. Esse crescimento é mais intenso principalmente a partir de 2009, quando, até 2012, os quatro portes apresentam um crescimento conjunto de aproximadamente 144% do volume financeiro das operações do banco, enquanto as grandes empresas apresentam um decréscimo de 13,1% nesses quatro anos. Vale ressaltar ainda que, em 2012, as operações às MPMEs corresponderam a 96% do total.

**Gráfico 23**  
**Evolução dos Desembolsos do BNDES por Porte das Empresas**



Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Elaboração do autor

Uma análise feita por produto pode ser mais precisa em se tratando do objetivo de entender a origem da demanda pelos aportes do BNDES. Isso se dá na medida em que tal análise nos possibilita compreender ao que, de fato, esses aportes se destinam. A Tabela 2 apresenta a evolução dos desembolsos do BNDES de forma segregada pelos produtos do banco. Pode-se perceber nitidamente que, entre os anos de 1999 e 2012, os produtos que tiveram uma maior expansão foram os seguintes: FINAME (2.088%), BNDES Automático (816%), FINAME Agrícola (811%) e FINEM (752%).

**Tabela 2**  
**Evolução dos Desembolsos do BNDES por Produto**

Desembolso por produto (em R\$ bilhões)	Ano													
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
FINAME	1,7	2,5	3,3	4,0	5,3	6,6	9,3	10,8	17,0	22,2	20,7	46,8	46,5	36,7
FINAME Agrícola	0,7	1,4	1,8	3,0	2,9	4,6	2,2	1,5	2,1	2,7	2,8	5,4	5,4	6,7
BNDES Automático	1,8	1,8	2,3	2,5	2,8	3,5	3,7	3,6	5,1	5,5	10,3	13,4	11,3	16,4
FINEM	8,3	9,5	10,5	15,0	9,2	13,1	15,2	17,3	27,1	34,6	75,0	45,4	51,5	70,6
FINAME Leasing	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,5	0,6	1,4	1,6	0,6	0,6	0,5	0,2
Cartão BNDES	-	-	-	-	0,0	0,0	0,1	0,2	0,5	0,8	2,5	4,3	7,6	9,5
BNDES-exim	3,8	5,7	6,0	11,8	11,9	11,1	14,0	13,9	8,1	12,8	15,6	19,7	11,4	10,9
Não-reembolsável	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4
Mercado de Capitais	1,6	2,0	1,0	0,8	1,0	0,6	2,0	3,4	3,5	10,5	8,7	32,7	4,5	4,6
Prestação de Garantia	-	-	-	-	-	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total</b>	<b>18,1</b>	<b>23,0</b>	<b>25,2</b>	<b>37,4</b>	<b>33,5</b>	<b>39,8</b>	<b>47,0</b>	<b>51,3</b>	<b>64,9</b>	<b>90,9</b>	<b>136,4</b>	<b>168,4</b>	<b>138,9</b>	<b>156,0</b>

Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Elaboração do autor

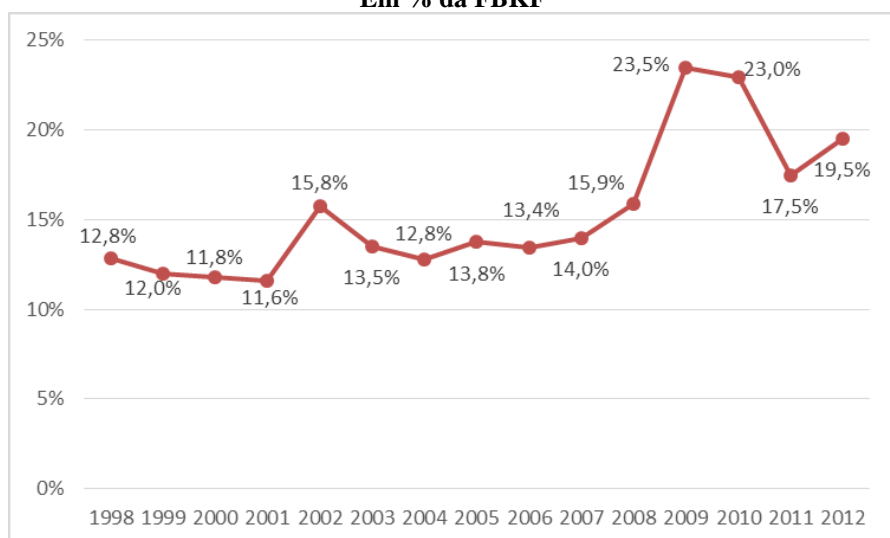


Para entendermos de onde vem essa demanda é necessário conhecermos mais a fundo tais produtos. De acordo com descrição do próprio banco de desenvolvimento, o FINAME tem como objetivo financiar a produção e aquisição de máquinas e equipamentos novos; o BNDES Automático é voltado para o financiamento a projeto de investimento cujo valor seja, no máximo, R\$ 20 milhões; o FINAME Agrícola se destina a financiar a produção e aquisição de máquinas e equipamentos novos, destinados ao setor agropecuário; e, por fim, o FINEM é voltado para financiamentos a projetos de investimento de valor superior a R\$ 10 milhões.

Além disso, percebe-se que justamente o FINAME, o BNDES Automático e o FINEM, juntamente com o BNDES-exim (voltado para financiamentos destinados tanto à produção e exportação de bens e serviços quanto à comercialização destes no exterior), são os produtos com maior participação nos desembolsos em relação ao total (saíram de 86,4%, em 1999, para 86,3%, em 2012), mantendo uma participação bastante constante.

Desse modo, podemos concluir que o banco de desenvolvimento tem um grande papel de fomentador do investimento na economia. A análise feita por produto mostra justamente isso, já que os produtos que mais demandam desembolsos do banco e os que mais cresceram tem exatamente esse perfil ao financiar, principalmente, a aquisição de máquinas e equipamentos e projetos de investimento. O Gráfico 24 apresenta a evolução dos desembolsos do BNDES em relação à formação bruta de capital fixo do Brasil desde 1998. Podemos ver que essa razão cresceu mais de 50% no período, tendo seu pico durante a crise de 2008 e no ano de 2009, quando a atividade do banco se mostrou mais presente.

**Gráfico 24**  
**Evolução dos Desembolsos do BNDES**  
**Em % da FBKF**



Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Elaboração do autor

Além disso, percebe-se uma leve redução das discrepâncias e maior homogeneização entre as segregações observadas. Isso indica que os desembolsos do BNDES não estão em expansão somente de forma consolidada, mas também crescendo significativamente nas divisões que historicamente possuem menor participação no volume total.

## CONCLUSÃO

No primeiro capítulo foi possível entender a função de um banco de desenvolvimento, e, mais ainda, o tipo de relação entre o Estado e o mercado que faz necessária e, ao mesmo tempo, torna possível a existência de um banco desse tipo na economia de um país.

Conforme explicado por Gerschenkron, em uma análise histórica específica, a intervenção estatal no sistema financeiro se faz imprescindível a partir do momento em que uma parcela do interesse no desenvolvimento econômico de uma nação pertence ao Estado. O autor, que tratou dos casos de desenvolvimento alemão e russo, ressalta a importância não só da defesa nacional, mas também da expansão territorial enquanto razões para o interesse do Estado no desenvolvimento econômico. Desse modo, Gerschenkron defende que o Estado assumiu um papel de parceiro do mercado, servindo como promotor de investimentos. O Estado tem, além disso, a função de atuar onde o mercado não tem a intenção de atuar. Vale ressaltar também a questão da tensão político-econômica que existe em um país em desenvolvimento entre sua realidade atrasada e a promessa do desenvolvimento, que vislumbra em nações avançadas.

Zysman faz um estudo dos tipos de sistemas financeiros, bem como a maneira que se estrutura a relação Estado-mercado nesses sistemas. O autor define três diferentes tipos de sistemas financeiros: i) comandado pelo mercado de capitais; ii) comandado pelo Estado; e iii) comandado pelos bancos. Desse modo, a contribuição do autor teve como objetivo enfatizar as implicações que a estrutura institucional do mercado tem sobre as alternativas políticas disponíveis tanto ao Estado quanto aos operadores do mercado. Um sistema apoiado em um forte mercado de capitais não permite uma forte intervenção estatal. Nesse caso o mercado forma preços, não dando espaço para uma sobreposição proveniente de conflito de interesses por parte do Estado.

Torres aprofunda a questão do direcionamento do crédito. Esse mecanismo tem como objetivo alocar crédito em setores que o governo entende ser prioritários, podendo ser utilizado de maneira direta (através de um banco ou outra instituição pública) ou indireta (através de incentivos ao mercado). O autor define um banco de desenvolvimento como uma instituição pública que busca disponibilizar capital de longo prazo para a indústria (conforme

Aghion 1999) e que, mais do que isso, deve ter a capacidade de originar crédito e arbitrar ou formar preços em segmentos do mercado financeiro.

Como se pôde perceber através dos dados analisado no segundo capítulo, o caso brasileiro, de um mercado de crédito privado ainda incipiente e de um mercado de capitais (tanto de dívida quanto de *equity*) pouco desenvolvido, dá espaço para uma intervenção estatal no mercado de crédito através do BNDES. O país se enquadra no perfil descrito por Gerschenkron, Zysman e Torres e o banco atua de acordo com as expectativas dos autores. Com as operações do banco de desenvolvimento brasileiro, é possível expandir o investimento através da capitalização das firmas a um nível que não seria viável somente por meio das demais opções citadas devido aos seus problemas estruturais. Uma proposição de que o banco de desenvolvimento afogaria o mercado de capitais e o crédito privado é baseada em análises generalizadas de países desenvolvidos. Porém, no caso do mercado de crédito, não há espaço para esse tipo de generalização, devendo-se fazer uma análise caso a caso.

Além disso, o banco tem, também, um perfil anticíclico muito forte, o que garante a oferta de crédito em momentos de crise, onde a economia se contrai, tendendo a uma redução do crédito privado em razão da elevação das taxas de juros em decorrência do crescimento dos riscos. Apesar da maior estabilidade que o Brasil tem vivenciado nas últimas décadas, esse ponto deve ser levado em consideração.

A análise sob a ótica da demanda permitiu concluir que os recursos do banco tem cada vez mais atingido a economia e o país como um todo, através de produtos bastante diversificados. Isso mostra que não só as operações do banco vêm se expandindo, como também têm sido de um modo a alcançar todos os setores da economia, buscando, de fato, o desenvolvimento do Brasil.

Desse modo, a existência do BNDES e a participação do Estado por meio dele no mercado de crédito são importantes para o país, dado o caso específico brasileiro. Levando-se em consideração o perfil do crédito privado e do mercado de capitais do país, bem como o papel que o banco tem desempenhado na economia brasileira nos últimos anos, sua existência se dá como essencial para o crescimento e desenvolvimento do Brasil. Portanto, ter um banco de desenvolvimento faz diferença. Assim, o BNDES é importante para a o desenvolvimento da economia brasileira.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Banco de Dados*. 2013. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/exploreosnd/exploreosnd.asp>> . Acesso em: 15 de novembro de 2013.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS (ANBIMA), *Boletins (Mercado de Capitais)*. 2009-2013. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Pages/default.aspx>> . Acesso em: 15 de novembro de 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Banco de Dados*. 2013. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>> . Acesso em: 15 de novembro de 2013.

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES), *Relatório Anual*. 1998-2012.

COSTA, F. *Bancos e Crédito no Brasil: 1945 - 2007*.

EVANS, P. (1995): *Autonomia e Parceria: Estados e Transformação Industrial*.

Torres, E. *Direcionamento do Crédito: Papel dos Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES*. In PINHEIRO e OLIVEIRA FILHO (2007)

Torres Filho, E.; MACAHYBA, L. *O Elo Perdido: O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas*. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), Instituto Talento Brasil, Rio de Janeiro, 2010.

GERSCHENKRON, A. (1962): *Economic Backwardness in Historical Perspective*.

LACERDA, E. *A Evolução do Crédito no Brasil, 2002-2009*. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação). Departamento de Economia da Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2009.

MARTINS, N. *Bancos de Desenvolvimento e a Funcionalidade do Sistema Financeiro para o Desenvolvimento Econômico: Uma avaliação do BNDES e do BNB entre 2000 e 2011*. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), Rio de Janeiro, 2012.

MAURÍCIO, J. *Crédito Imobiliário no Brasil: Uma Análise do Período 1995 a 2009*. Monografia (Bacharelado) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), Rio de Janeiro, 2010.

OLIVEIRA, D. *A Evolução do Mercado de Debêntures Brasileiro entre 2004-2012*. Monografia (Bacharelado) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), Rio de Janeiro, 2013.

ZYSMAN, J. (1983): *Government, Markets and Growth: Finance and the Politics of Industrial Change*.