

O BNDES sete décadas depois: uma história

Victor Leonardo de Araujo*

Introdução

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) completou 72 anos de fundação em 2024. Ao longo de sua existência, foi e continua sendo uma instituição imprescindível para dar o suporte financeiro a inúmeros projetos nos setores industrial e de infraestrutura econômica durante a trajetória do desenvolvimento econômico brasileiro. Neste capítulo, revisitaremos a história do Banco, destacando a sua importância no desenvolvimento econômico brasileiro em distintas etapas. Destacar a importância do Banco constitui sempre contribuição importante a um debate que é recorrente no Brasil: quais são os limites da ação estatal na economia em geral e, em particular, no setor financeiro? Nos anos recentes, este debate foi influenciado pelas operações de empréstimo do Tesouro Nacional (TN) ao BNDES, realizadas entre 2009 e 2014, e às quais se atribuiu parte da deterioração fiscal que supostamente causou a recessão dos anos 2015-2016. Ao visitar a ação do Banco ao longo dos últimos 72 anos,

* Professor Associado da Universidade Federal Fluminense, Faculdade de Economia.

este trabalho pretende também destacar a evolução de sua fonte de recursos e mostrar que sua relação com o TN não é nova, e isto nunca constituiu problema para a economia brasileira.

Nosso recorte será temporal. Na Seção 2, discutiremos a fundação do Banco e suas fontes iniciais de recursos. Na Seção 3, discutiremos o seu desempenho durante os seus primeiros anos, de 1952 a 1964. Na Seção 4, analisaremos sua atuação durante a ditadura militar (1964-1985). Na sequência, na redemocratização, a Seção 5 discutirá o papel do Banco durante os governos Collor de Melo, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, tendo como fio condutor as privatizações das empresas estatais, processo no qual o BNDES desempenhou papel importante, em contexto de encolhimento do Estado brasileiro no setor financeiro. Em seguida, na Seção 6, discutiremos a “redescoberta momentânea” dos bancos públicos durante os governos do Partido dos Trabalhadores, até chegarmos ao “desmonte” do Banco na Seção 7. Como fio condutor, além de destacar a importância do Banco no desenvolvimento setorial, em especial na indústria e na infraestrutura brasileira, também mostraremos como foi a relação entre o Banco e o TN: passando de uma relação de dependência e instabilidade das fontes de recurso com relação ao TN até 1974, marco do II PND e de um arranjo que expandiu as fontes do Banco, mas que somente seriam garantidas por dispositivo constitucional em 1988. Esta estabilidade, a despeito do dispositivo constitucional, se mostrou suficiente para os anos de baixo crescimento, mas insuficiente quando a economia brasileira descreveu trajetória de crescimento sustentado após o primeiro governo Lula. Em especial após a crise financeira de 2008, as relações entre o BNDES e o TN se intensificaram até o segundo governo Dilma Rousseff, após o qual o Banco passou por um processo de encolhimento.

A criação do BNDE

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), ainda

sem o S, foi criado em 1952 durante o segundo governo de Getúlio Vargas. Eleito em 1951, Vargas negociou com o governo do presidente dos Estados Unidos, Harry Truman, um pacote de ajuda financeira que resultou, primeiro, na criação da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU), com técnicos dos dois países, que teriam de formular os projetos que seriam objeto do financiamento. A Comissão formulou um diagnóstico segundo o qual a economia brasileira precisava renovar sua infraestrutura de transportes e energia. O resultado foi a formulação do Programa de Reparcelamento Econômico, que continha 41 projetos que seriam financiados com recursos do Eximbank norte-americano, com a exigência de contrapartida de mobilização de 50% dos recursos em moeda nacional. A parte em cruzeiros deveria então constituir o Fundo de Reparcelamento Econômico, que seria criado para esta finalidade. Sob inspiração teórica da Teoria Quantitativa da Moeda, o acordo condicionou o empréstimo externo a que a contrapartida em cruzeiros deveria ser mobilizada de modo a evitar a emissão primária de moeda. No Brasil, já era bastante difundido entre os meios intelectuais e políticos que o processo inflacionário crônico era causado pela lassidão da política monetária, em especial pela emissão primária de moeda por parte do Banco do Brasil para financiar os déficits públicos, e também pela expansão de meios de pagamento para acomodar a demanda por crédito, tudo com autorização da Superintendência da Moeda e do Crédito e do Ministério da Fazenda.

Embora os valores previstos para o empréstimo externo não constem de nenhum documento oficial, o futuro ministro da Fazenda do novo governo, Horácio Lafer, anunciava US\$ 500 milhões em empréstimo, cifra extraordinária para aqueles tempos. Desse total, os empréstimos externos acabariam por totalizar pouco mais de US\$ 180 milhões. Do ponto de vista histórico, o importante é que a arquitetura financeira que foi negociada resultaria na criação de um banco de desenvolvimento por parte do governo brasileiro. Como a parte em moeda nacional não poderia ser proveniente de “emissão inflacionária de moeda”, o ministro Lafer preferiu não atribuir a gestão dos recursos ao BB, mas sim a uma nova instituição que seria criada, o Banco

Nacional de Desenvolvimento Econômico. A proposta ia ao encontro do modelo que Lafer considerava ideal para reformular o sistema financeiro brasileiro, já que, ainda como deputado pelo Partido Social Democrata (PSD), relatou na Câmara dos Deputados o projeto de reforma financeira que o ministro Corrêa e Castro apresentara à Câmara dos Deputados, que previa a criação de instituições especializadas em segmentos específicos do mercado de crédito (Araujo, 2007).

Com efeito, os recursos que comporiam o Fundo de Reaparelhamento Econômico (FRE) seriam obtidos da seguinte forma: um adicional de 15% sobre o imposto de renda das pessoas físicas e jurídicas que pagassem mais de 10 mil cruzeiros (o equivalente a aproximadamente R\$ 16 mil reais em valores atuais, corrigidos pelo IGP-DI); 25% das reservas técnicas que as companhias de seguro e capitalização constituíam a cada ano; e 3% dos rendimentos anuais dos órgãos de previdência social. Esses recursos constituiriam um empréstimo, na forma de um título criado para esta finalidade, as Obrigações do Reaparelhamento Econômico, remuneradas à taxa de 5% ao ano, e que seriam resgatadas a partir do sexto ano. Portanto, o arranjo financeiro que compôs as fontes iniciais dos recursos do BNDE provinha de uma combinação de endividamento interno e externo. As relações entre o BNDE e o TN, portanto, vêm de longa data e nunca foram algo exótico.

Os primeiros anos

Nos primeiros anos, a ação do BNDE foi relativamente modesta. Como não havia normativo legal que obrigasse o TN a repassar os recursos do FRE ao BNDE, entre 1952 e 1956 apenas 26% dos valores arrecadados foram efetivamente recolhidos ao Banco (Araujo, 2007). Além disso, as vicissitudes da conjuntura política, que culminariam com a deposição e posterior suicídio do presidente Vargas, e por um interregno liberal no governo Café Filho, impediram que o Programa de

Reaparelhamento Econômico fosse adiante. Mas a eleição do presidente Juscelino Kubitschek significaria um impulso inédito no processo de desenvolvimento brasileiro, com o Plano de Metas. O pacote de investimentos promoveria, finalmente, o reaparelhamento da infraestrutura econômica, mas também avançaria a industrialização brasileira, incorporando ramos importantes nos segmentos de bens duráveis e de produção.

O BNDE teria participação importante no Plano de Metas sob dois aspectos. O primeiro é o financeiro, mas isto requereria o empenho do presidente JK em prorrogar o FRE por mais dez anos, e que o TN destinasse ao Banco integralmente os recursos do FRE. Com efeito, o percentual recolhido ao Banco chegou a 100% em 1960, último ano do seu governo. O segundo aspecto é o técnico, já que parte dos quadros do Banco constituiu o Grupo Misto BNDE-Cepal, em parceria com a Comissão Econômica para a América Latina, que apresentou estudos apontando diagnósticos para a economia brasileira e propondo políticas que recomendavam a industrialização e os investimentos na infraestrutura econômica. Ainda neste aspecto técnico, é importante notar que o Banco introduziu no Brasil técnicas de análise da viabilidade econômica de projetos que, para a época, eram consideradas sofisticadas.

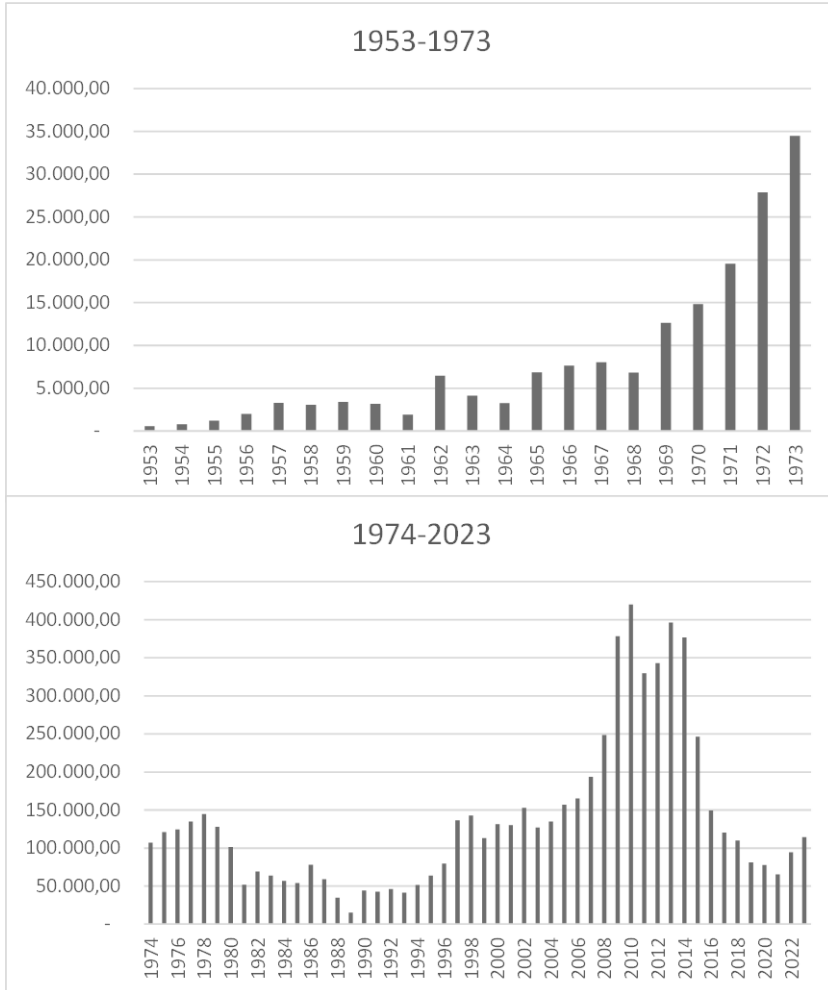
Conforme a Tabela 1, o BNDE tinha um tamanho modesto em seus primeiros anos. Quando medido em termos de seus ativos totais com relação ao PIB, alcançou 1,2% entre 1952 e 1955, e a relação crédito/PIB foi de 0,2%. Já durante a execução do Plano de Metas, o Banco cresce quando medido por esses indicadores, de modo que seus ativos totais alcançam 2,5% do PIB entre 1956 e 1960, e o estoque de crédito, 1%. Na métrica dos ativos totais/PIB, o Banco permanece neste patamar até o fim da década de 1960, mas encolhe na relação crédito/PIB. Os desembolsos totais descrevem trajetória similar: valores modestos nos primeiros anos, mas em expansão durante a segunda metade da década de 1950, atingindo valores superiores a R\$ 3 bi a preços de dezembro de 2023, voltando a se expandir no início dos anos 1960.

Tabela 1 - BNDE(S), ativo total e crédito como percentagem do PIB, médias anuais (%)

Médias	Ativos/PIB	Crédito/PIB
1952-1955	1,2	0,2
1956-1960	2,5	1,0
1961-1964	2,1	0,9
1965-1967	2,2	0,5
1968-1973	3,0	1,6
1974-1979	8,7	5,2
1980-1985	10,9	7,6
1986-1990	14,9	11,2
1991-1994	15,7	9,3
1995-2002	7,7	5,5
2003-2010	9,5	7,3
2011-2015	14,9	10,4
2016-2018	12,9	8,4
2019-2022	8,8	5,3

Fonte: BNDE, *Exposição sobre o Reaparelhamento Econômico*, 1952-1969; *Relatório de Atividades*, 1970-1997; *Relatório Anual BNDES*, 1998-2002; *Demonstrações Contábeis Consolidadas*, 2003-2005; *Relatório da Administração*, 2007; *Informe Contábil*, 2009-2014; *Informe Contábil*, 2016-2023. Para o PIB: IBGE, (1990), *Anuário Estatístico do Brasil*, 1991, 1992 e 1997, e SNCT. Elaboração nossa, 2024.

Gráfico 1 - BNDE(S), desembolsos, R\$ milhões constantes, dez/2023 (Inflacionado pelo IGP-DI)



Fonte: BNDE (1982); *Relatório de Atividades*, 1983-1994; *Estatísticas Operacionais*. Elaboração nossa, 2024.

Nos anos 1960, a economia brasileira desacelerou. É o período referente ao esgotamento do ciclo de investimentos do Plano de Metas e de crise política. Conforme Salm (2010), as taxas de crescimento do PIB dos primeiros anos dessa década não são propriamente caracterizadoras de uma crise, mas a desaceleração do ritmo de atividade econômica e a aceleração inflacionária, sob um ambiente de crise política prolongada, colocaram a economia brasileira sob a perspectiva da necessidade de um ajustamento macroeconômico de curto prazo, relegando a retomada do desenvolvimento a segundo plano. Mesmo o Plano Trienal, que a historiografia consagrou como a marca de seu governo, pouco avançou. Neste ínterim, coube ao BNDE uma ação modesta de financiar os projetos do ciclo de investimentos anterior que ainda estavam por ser concluídos.

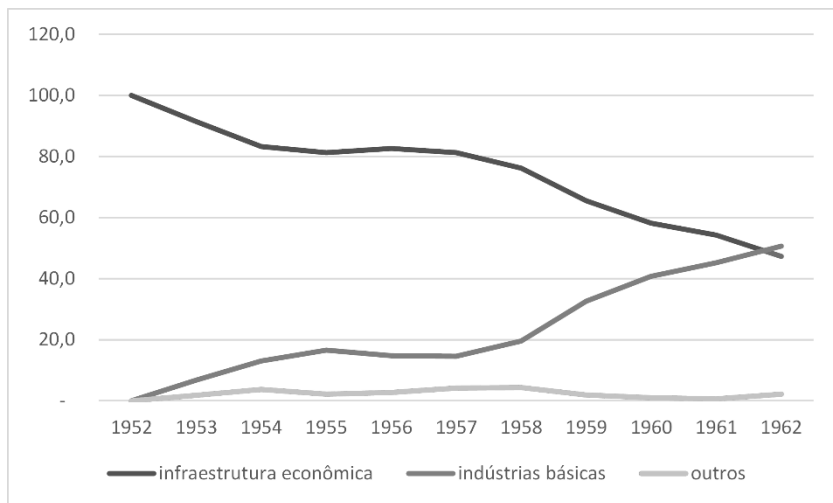
Ainda assim, o governo de João Goulart não descuidou do BNDE enquanto instituição a serviço do desenvolvimento brasileiro. Diante da corrosão de suas fontes de recursos provocada pelo processo de aceleração inflacionária, e da perspectiva de extinção do Fundo de Reaparelhamento Econômico em 1966, o governo Goulart se antecipou e criou o Fundo Nacional de Investimentos, também composto a partir de um empréstimo compulsório no mesmo formato – um adicional ao imposto de renda de pessoas físicas e jurídicas, em alíquotas distintas conforme o caso, além de incidir também sobre o deságio na colocação de títulos de renda fixa, entre outros (Art. 72 da Lei nº 4.242, de 17 jul. 1963).

Com efeito, pode-se dizer que, nos primeiros anos de sua existência, o BNDE enfrentou instabilidades em suas fontes de recursos. O arranjo financeiro inicial tinha prazo relativamente curto de duração, especialmente comparado à natureza de longo prazo dos investimentos que teria de financiar. Ademais, os prazos exíguos de duração de seu *funding* tampouco eram compatíveis com o problema estruturalmente marcante da economia brasileira àquela época: a ausência de um segmento privado de longo prazo no mercado de capitais. Com efeito, a ação do Banco ficava sujeita aos acordos políticos necessários à prorrogação e ampliação de suas fontes de

recursos, que, além de tudo, ainda eram insuficientes. Conforme Araujo (2007) mostrou, até 1956, apenas 32% da colaboração solicitada foi efetivamente aprovada. Entre 1957 e 1963, este percentual variou bastante, mas ficou em média em torno de 50%.

Do ponto de vista setorial, o BNDE nasce como um banco destinado a financiar essencialmente a infraestrutura econômica, mas vai migrando, ainda ao longo de sua primeira década de existência, para o setor industrial. O Gráfico 2 mostra esta lenta, porém contínua, transição.

Gráfico 2 - Investimentos realizados pelo BNDE, composição setorial (%), 1952-1962



Fonte: BNDE (1962, p. 65). Elaboração nossa, 2024.

Nota: Infraestrutura econômica inclui ferrovias, outros meios de transporte e energia elétrica.

O BNDE durante a ditadura militar

O golpe que depôs o presidente João Goulart inaugurou um longo período de ditadura militar no Brasil. O primeiro governo, do marechal Castello Branco (1964-1967), iniciou um período reformista de modernização (conservadora) do capitalismo brasileiro, sendo marcantes as reformas do sistema tributário e financeiro. Em particular, os resultados desta última para o BNDE são no mínimo curiosos.

As diretrizes econômicas do novo governo foram idealizadas pela equipe econômica de Castello – os ministros Octavio Bulhões (Fazenda), e Roberto Campos (Planejamento) – e apresentadas à sociedade brasileira na forma do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), que continha duas vertentes: o plano de estabilização, e as reformas estruturais, notadamente a do sistema tributário e a do sistema financeiro. Esta última, de concepção liberal e ortodoxa, tinha entre os seus objetivos desenvolver o segmento privado no mercado de capitais, em especial o de longo prazo, em substituição ao sistema no qual os bancos públicos, notadamente o Banco do Brasil, exerciam o protagonismo. Bulhões e Campos fizeram a opção pela segmentação do sistema financeiro, atribuindo aos bancos de investimento o papel de subscrever os títulos de renda variável e fixa de emissão privada de prazos mais longos. Se bem-sucedida nos termos em que foi idealizada – isto é, se o segmento privado do mercado de capitais fosse capaz de assumir o protagonismo do financiamento de longo prazo –, seria possível que a economia brasileira prescindisse de seu banco público de desenvolvimento.

Mas, contraditoriamente, não ocorreu o esperado encolhimento do BNDE, talvez porque a equipe econômica já muito rapidamente havia percebido que o desenvolvimento de um segmento privado no mercado de capitais ainda tardaria, e que a desejada retomada do ritmo da atividade econômica necessitaria equacionar o velho problema do financiamento de longo prazo. Com efeito, o governo Castello constituiu um período de grandes transformações para o BNDE. A primeira delas

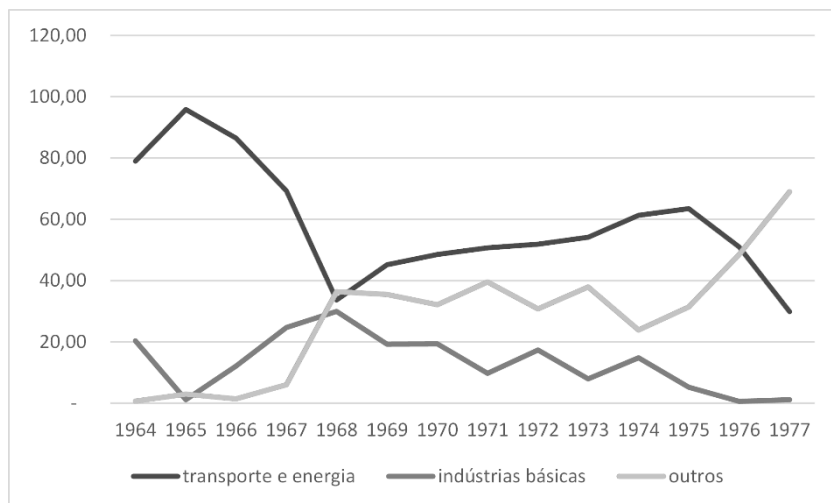
foi a extinção do Fundo de Reparcelamento Econômico e a sua substituição pela destinação de 20% da arrecadação do imposto de renda para o Banco (Tavares *et al.*, 2010). Além disso, na esteira da reforma tributária, foi criado o Imposto sobre Operações Financeiras, que incidia sobre operações de crédito e seguro, e cujo produto constituiria as chamadas reservas monetárias do recém-criado Banco Central do Brasil. Esses recursos poderiam ser destinados ao BNDE por determinação do também recém-criado Conselho Monetário Nacional (CMN). Em suma, as soluções que constituíam as fontes de recursos do Banco até aqui iam sendo forjadas ao longo dos anos, em arranjos que envolviam a arrecadação de impostos federais, mas que davam ao Ministério da Fazenda, que presidia o CMN, enorme discricionariedade na destinação dos recursos ao Banco.

Além disso, recursos já existentes, no Banco ou fora dele, foram destinados à criação de fundos com finalidade específica. O mais importante seria o Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos Industriais (Finame) que, conforme seu nome já antecipa, financiariam as operações de compra e venda de máquinas e equipamentos de produção nacional, tanto para a montagem de novas indústrias quanto para a expansão de indústrias já existentes. A iniciativa foi bem recebida pelo setor industrial, e já em 1966 o Fundo adquiriria personalidade jurídica própria, transformando-se em sociedade de economia mista cujo controle acionário caberia ao BNDE (Tavares *et al.*, 2010, p. 122). Os outros fundos criados foram o Fundo de Desenvolvimento Técnico-Científico (Funtec), em 1964; o Fundo Agroindustrial de Reconversão (Funar), em 1964, e o Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas (Fipeme), de 1965.

Conforme a Tabela 1 mostra, a relação ativos totais/PIB atingiu a média de 2,2% entre 1965-67. Mas a relação crédito/PIB foi de 0,5%, indicando um encolhimento. Os desembolsos registraram crescimento modesto em comparação com o período anterior (Gráfico 1). A estagnação econômica refletia no investimento, também resiliente à alta. Por outro lado, a composição setorial das operações do Banco já apontava que o banco de desenvolvimento não era mais

majoritariamente voltado para o financiamento da infraestrutura, mas da indústria (Gráfico 3).

Gráfico 3 – BNDES, composição setorial das operações em moeda nacional aprovadas (%), 1964-1977



Fonte: Tavares *et al.* (2010, p. 127; 153; 175). Elaboração nossa, 2024.

Nota: A partir de 1968, a rubrica “outros” passa a incluir o Finame, sem considerar a sua composição setorial.

Na sequência, os governos Costa e Silva (1967-69) e Garrastazu Médici (1969-1974) estabeleceram diretrizes distintas na política econômica – ou, mais especificamente, na política macro – em comparação com Castello. As proposições ortodoxas foram substituídas pelo pragmatismo keynesiano na condução das políticas fiscal, monetária e de estabilização, e a economia brasileira assumiu um inédito vigor nos anos do assim chamado “milagre econômico”: o PIB cresceu à taxa média de 11% ao ano; a inflação desacelerou; o setor

externo permaneceu sob inéditas condições de equilíbrio mesmo sob a pressão da demanda interna e do crescimento das importações. Por outro lado, a distribuição da renda piorou, demonstrando a face perversa do capitalismo brasileiro e da ditadura militar.

A despeito das especificidades de cada governo, é possível identificar uma linha comum nos anos do “milagre” também na estratégia de desenvolvimento econômico. O Programa Estratégico de Desenvolvimento (PED) do governo Costa e Silva, e o I Plano Nacional de Desenvolvimento (I PND) do governo Médici tinham em comum a entrada do desenvolvimento brasileiro em uma fase intensiva – uma vez consolidado o processo de substituição de importações no qual os setores industriais se encontravam instalados em decorrência da fase anterior, em que o desenvolvimento se dava de maneira extensiva (Tavares *et al.*, 2010). Nesta nova etapa, as prioridades governamentais não eram mais estritamente setoriais, mas transversais aos diferentes setores de atividade: o desenvolvimento tecnológico, a indústria de máquinas e equipamentos, e a reorganização industrial tendo em vista o aumento da competitividade externa.

O BNDE teria papel importante a cumprir, e também a sua organização teria de se adaptar às novas diretrizes governamentais. Em 1968, seriam criados o Fundo Especial para o Financiamento para o Capital de Giro (Fungiro), e, em 1970, o Fundo de Modernização e Reorganização Industrial (FMRI). O primeiro parecia algo exótico aos bancos de desenvolvimento, mas atendia a um pedido dos empresários do setor industrial. Já o segundo financiaria projetos de fusão e aquisição e reorganização técnica e administrativa das empresas, em um estágio do processo de desenvolvimento brasileiro no qual os ganhos de escala poderiam tornar as empresas brasileiras mais competitivas (Tavares *et al.*, 2010, p. 147). Finalmente, em 1972 foi criado o Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Capitais (Fumcap), para realizar a reestruturação financeira das empresas nacionais. Os fundos seriam constituídos a partir de recursos já existentes no BNDE e também em outras instituições financeiras, como BB e CEF, e

recursos captados no exterior.

A criação dos novos fundos significaria uma modesta expansão do Banco entre 1968 e 1973: conforme a Tabela 1, a relação ativos totais/PIB alcançaria 3%, e a relação crédito/PIB, 1,6% – os maiores tamanhos relativos alcançados pelo BNDE até aqui. Já os desembolsos cresceram de forma expressiva (Gráfico 2) atingindo valores próximos a R\$ 35 bi a preços de dezembro de 2023 – quatro vezes mais do que o valor de 1967.

Mas até aqui, todos os arranjos financeiros que estabeleceram as fontes de recursos para o Banco o fizeram em bases ainda insuficientes, de modo que o Banco ainda dependia de recursos do Tesouro Nacional, estipulados no Orçamento Geral da União, e também da assim chamada reserva monetária, constituída a partir dos recursos do IOF e administrados pelo Banco Central do Brasil, que, ademais, administrava também fundos por meio dos quais atuava como uma espécie de banco rural e industrial de “segunda linha”. Este arranjo foi constituído na esteira da criação do Banco Central no governo Castello, mas, nos governos Costa e Silva e Médici, o ministro Delfim Netto intensificou o uso deste instrumento, constituindo o assim chamado Orçamento Monetário, por meio do qual o CMN estipulava limites máximos de empréstimos dos bancos oficiais. Segundo Marcos Vianna, presidente do BNDE entre 1970 e 1979, referindo-se à situação financeira do Banco: “Em termos de recursos não havia um fluxo garantido para uma instituição cujo papel era financiar projetos de longo prazo, não se tinha a menor garantia, aprovava-se um projeto siderúrgico e não se sabia se os recursos viriam no ano seguinte” (Vianna, 2010, p. 294). As fontes de recursos do Banco não eram estáveis e tinham de ser negociadas a cada ano no âmbito dos orçamentos fiscal e monetário.

No governo de Ernesto Geisel (1974-79), Vianna conseguiu que o Banco assumisse a gestão do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep). Ambos os fundos foram criados em 1970 seguindo um formato similar ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, de fundos de poupança

compulsória. O PIS foi constituído a partir das contribuições recolhidas sobre o faturamento mensal das empresas privadas, com uma alíquota inicial de 0,15% em 1971, que alcançaria 0,5% a partir de 1974, além de uma alíquota incidente sobre a dedução do imposto de renda devido pelas empresas. Já o Pasep seria constituído a partir de percentuais da receita líquida da União, estados e municípios, além de um percentual instituído para estados e municípios sobre os recursos recebidos pelo fundo de participação (Loloyan, 1980). Inicialmente a gestão do PIS fora atribuída à Caixa Econômica Federal, e o Pasep, ao BB. A partir de 1974, a gestão dos fundos foi transferida ao BNDE, que, sob a égide do II Plano Nacional de Desenvolvimento, teria de se fortalecer para financiar um ciclo de investimentos na nova etapa da industrialização substitutiva de importações, que agora teria como prioridades a ampliação da capacidade energética, os insumos básicos e os bens de capital. O II PND constituiria uma ambiciosa resposta do governo brasileiro ao primeiro choque do petróleo, mantendo a economia brasileira em “marcha forçada” (Souza; Castro, 1985).

Com efeito, o Banco estaria agora preparado para dar sustentação financeira a importantes projetos no âmbito do II PND. Em pouco tempo, os recursos do PIS e do Pasep responderiam por quase metade das fontes de recursos do Banco, reduzindo a participação dos recursos orçamentários e da reserva monetária. Os anos do governo Geisel foram de rápido crescimento do BNDE: em média, os ativos totais do Banco atingiram 8,7% do PIB, e o estoque de financiamento como proporção do PIB alcançou 5,2% (Tabela 1). Os desembolsos também cresceram de forma expressiva, atingindo o equivalente a R\$ 144 bilhões em 1978 (Gráfico 1).

Três aspectos foram marcantes na atuação do BNDE durante os anos do II PND. O primeiro diz respeito ao banco de desenvolvimento enquanto agente dinamizador do mercado de capitais. Além da ação financiadora que caracteriza o Banco desde seu surgimento, o Banco também passou a atuar por meio de empresas subsidiárias para adquirir participação acionária minoritária, sem direito a voto, de empresas apoiadas pelo Banco, nos setores definidos como prioritários

no âmbito do II PND. Esta ação visava contribuir para a capitalização das empresas, e quando as empresas atingissem grau de maturidade, as subsidiárias revenderiam ao público a participação acionária, contribuindo também para estimular o mercado de capitais. Assim, além do Finame, criado como subsidiária em 1966, seriam criadas ainda as subsidiárias que comporiam o Sistema BNDE: a Mecânica Brasileira S. A. (Embramec, para o setor de bens de capital), a Insumos Básicos S. A. (Ibrasa), e a Financiamento e Participação (Fibase, para os demais setores). O Finame, por sua vez, se consolidou como “um dos principais instrumentos de desembolso dentro do Sistema BNDE” (Tavares *et al.*, 2010, p. 172).

O segundo aspecto diz respeito ao subsídio creditício criado em 1975 na forma da correção monetária parcial dos empréstimos do Banco a seus mutuários. Com o aumento da inflação após o primeiro choque do petróleo de 1973, por meio do Decreto-Lei nº 1.410, de 31 de julho de 1975, foi criado um dispositivo que permitia aos mutuários abater do imposto de renda a correção monetária que excedesse a 20%. Todavia, a persistência da inflação em patamares elevados levou o governo Geisel a estender este benefício e redesenhá-lo, por meio do Decreto-Lei nº 1.452, segundo o qual o Banco passaria a refinarçar a correção monetária que excedesse 20%. O problema é que, sem sinal de arrefecimento da inflação, os saldos refinanciados poderiam fragilizar financeiramente as empresas mutuárias, e, finalmente, em 1979, o governo simplesmente limitou a correção monetária das operações do Banco a 70% da correção das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, sob o compromisso do Tesouro Nacional transferir ao Banco a diferença (equalização das taxas). Najberg (1989) estimou este subsídio creditício em US\$ 3,2 bilhões. Não havia prazo para o Tesouro transferir ao Banco os recursos referentes à equalização, e somente no final da década seguinte o Tesouro finalizaria a transferência.

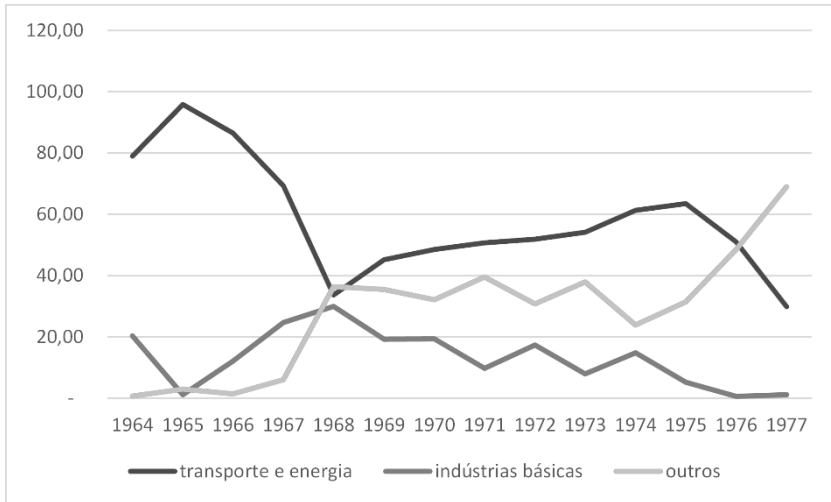
Finalmente, o terceiro aspecto diz respeito à nova orientação do Banco. Além do decisivo aumento da indústria de transformação em detrimento da infraestrutura econômica (Gráfico 3), o setor privado

passou a absorver 4/5 do valor da colaboração financeira aprovada em 1977 (Tavares *et al.*, 2010, p. 176). A preferência da destinação dos recursos do Banco, subsidiados pelo Tesouro Nacional, para a iniciativa privada, por outro lado, “empurrou” as empresas estatais para o endividamento externo. Encarregadas de realizar um vultoso bloco de investimentos no âmbito do II PND, mas garroteadas pela diretriz governamental que determinava reajuste de preços e tarifas dos produtos e serviços das empresas públicas sistematicamente abaixo da inflação, e sem a preferência do BNDE em seu crédito subsidiado, as empresas estatais se constituíam nas principais tomadoras de financiamento externo. As condições do mercado financeiro internacional se deterioravam e afastavam a empresa privada deste instrumento, mas o Estado as compensava com o novo esquema de subsídio creditício que descrevemos acima, mas que empurrava as estatais para o endividamento externo. A forte queda dos recursos destinados aos setores de transportes e energia (Gráfico 3) evidencia a mudança de orientação do Banco.

O segundo choque do petróleo e o aumento das taxas de juros por parte do *Federal Reserve* dão início a um período mais duro no qual as condições de financiamento externo se deterioram bastante. O governo de João Batista Figueiredo (1979-1985) inicialmente ainda recusa a saída pela desaceleração econômica, mas fica sem opção mediante a perda de reservas internacionais que marcou o início de seu governo. O triênio 1981-83 foi caracterizado por inédita recessão desde o pós-Segunda Guerra, agravada pelo racionamento de crédito externo após a moratória do México em 1982. A economia brasileira agora teria de se ajustar de duas formas: adequar o nível de atividade interna às condições de financiamento externo, reduzindo o nível de absorção doméstica como forma de gerar expressivos superávits comerciais e reduzir os déficits em transações correntes; e buscar assegurar a competitividade da produção doméstica em face das importações por meio de duas maxidesvalorizações cambiais e minidesvalorizações recorrentes, em um esquema de *crawling peg*. As duas diretrizes de política econômica, combinadas, resultariam em redução da taxa média

de crescimento do PIB e inflação alta.

Nos anos de crise, o Banco seria instado a atuar segundo duas diretrizes. A primeira delas consistiria em apoiar o necessário esforço exportador para promover o ajuste externo da economia brasileira. A segunda consistiria em atuar no apoio financeiro à conclusão de projetos de infraestrutura iniciados durante o ciclo de investimentos do II PND e ainda não concluídos. Essas duas diretrizes, lidas em conjunto, permitem interpretar o movimento expresso no Gráfico 4, referente à composição setorial dos desembolsos, com menor participação da indústria de transformação e aumento da infraestrutura. A rubrica “outros” inclui a destinação dos recursos do Banco para a área social e a indústria extrativa. Entre os anos 1980-85, os desembolsos do Banco registraram forte queda (Gráfico 1), algo compatível com a dura crise econômica vigente.

Gráfico 4 – Desembolsos setoriais do BNDES (%), 1980-1989

Fonte: BNDES, Sistema BNDES, *Relatório de Atividades* (vários anos).
Elaboração nossa, 2024.

Por outro lado, o BNDE seria afetado pela crise de duas formas. A primeira foi o aumento da inadimplência. As empresas privadas apoiadas pelo Banco durante o II PND chegaram ao início dos anos 1980 com capacidade ociosa. Domesticamente, enfrentavam insuficiência de demanda em decorrência da recessão, mas também não conseguiriam deslocar sua produção para as exportações, já que a crise também era global e o comércio exterior refluía. A inadimplência da carteira do BNDE cresceu fortemente. Segundo Costa *et al.* (2016, p. 41), os saldos inadimplentes como percentual do saldo devedor passaram de 4% em 1980 para 13% nos anos de 1981 e 1982, e 16% em 1983. A solução encaminhada consistiu na conversão das dívidas em ações, de modo que as empresas passaram a ter a gestão compartilhada com o Banco – na prática, foram estatizadas. Empresas

como a Companhia Siderúrgica do Nordeste (Cosinor), Mafersa, Cia. Nacional de Tecidos Nova América, por exemplo, foram estatizadas na carteira da BNDESPar, enquanto Aracruz Celulose, Cobra Computadores e Usiminas foram estatizadas na carteira do BNDES. Entretanto, a estatização não resolveria os desequilíbrios financeiros do Banco. As empresas estatizadas haviam ficado inadimplentes porque não conseguiam gerar fluxos de receitas compatíveis com o cumprimento de suas obrigações, e a estatização em nada reverteria este quadro. Ao contrário: uma vez estatizadas, as empresas agora teriam seu processo de formação de preços estabelecido tal como as demais empresas estatais: reajustes sistematicamente abaixo da inflação, conforme a política de preços estabelecido pelo Dest (Departamento das Estatais), órgão criado em 1979 e vinculado ao Ministério do Planejamento para gerir as empresas estatais federais.

Por outro lado, o Banco ainda enfrentaria dificuldades de caixa: os subsídios creditícios realizados durante os anos do II PND não estabeleciam, no seu regramento, prazos para que o Tesouro os equalizasse. Mesmo assim, o Banco era pressionado a atuar no salvamento de empresas que ainda procuravam sobreviver à dura crise econômica.

A solução encontrada pelo ministro Delfim Netto foi a criação de uma fonte adicional de recursos para o Banco: o Fundo de Investimento Social (Finsocial), constituído a partir da contribuição de 0,5% da renda bruta das instituições públicas e privadas. Em razão do caráter desta nova fonte de recursos, que se adicionaria às já existentes, o Banco teria que incorporar em sua missão institucional o desenvolvimento social, convertendo-se, enfim, no BNDES.

Do ponto de vista organizacional, outra transformação importante que delimita a institucionalidade atual do Banco foi a fusão das empresas subsidiárias em uma única empresa, a BNDES Participações S.A. (BNDESPar). O padrão de atuação da BNDESPar seria similar ao das subsidiárias que lhe deram origem: capitalizar empresas apoiadas por meio da aquisição de participação minoritária, com o intuito de revendê-las após o amadurecimento das empresas,

estabelecendo um tipo de apoio que também contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais.

O processo de ajuste do BNDE aos anos de crise tardaria a ocorrer. A BNDESPar, tendo em sua carteira as empresas estatizadas, registrava prejuízo que contaminava todo o Sistema BNDES. A correção dos desequilíbrios financeiros do Banco somente seria feita após o fim da ditadura militar, durante o governo de José Sarney (1985-1990), sob a presidência de Marcio Fortes: a privatização das empresas que haviam sido estatizadas.

O BNDES e as privatizações

A privatização das empresas que haviam sido estatizadas constituiu a forma de enfrentar os desequilíbrios financeiros enfrentados pelo Banco desde o início da crise econômica. Entre 1987 e 1989, o Banco instituiu um grupo de trabalho que formatou o modelo de privatização, que incluía: os critérios de escolha das empresas a privatizar, a contratação de empresa de consultoria para avaliação das empresas, e o estabelecimento de preço mínimo. Pouco a pouco, o BNDES foi desenvolvendo uma *expertise* nas privatizações.

Entre 1987 e 1989, o Banco concluiria a privatização de 12 empresas, gerando recursos equivalentes a 539,4 milhões de dólares correntes, além de outros 485 milhões de dólares em transferência de dívidas para as empresas que adquiriam as empresas privatizadas (Costa *et al.*, 2016, p. 90-91). As privatizações encerravam uma longa trajetória de prejuízos da BNDESPar, que registrou lucro líquido negativo de 1982 a 1987, e que nos anos de 1983 e 1987 contaminou todo o Sistema BNDES, que também registrou prejuízo nesses anos específicos (Costa *et al.*, 2016, p. 44; 98).

Além disso, a Constituição Federal de 1988 finalmente apontaria para o fim da crônica instabilidade de recursos que o Banco enfrentava desde sua fundação. O texto constitucional atribuiu ao Banco a gestão dos recursos do PIS e do Pasep no percentual de 40%. Este dispositivo

seria regulamentado pela Lei nº 7.998 de 11 de janeiro de 1990, que criava o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), consolidando as contribuições do PIS e do Pasep, agora convertidos em um fundo de natureza contábil-financeira. A parcela referente aos 40% destinados à gestão do BNDES constituiria o FAT Constitucional, mas ao Banco também poderia ser destinada parte das disponibilidades financeiras, na forma dos Depósitos Especiais. Os recursos deveriam ser remunerados, de modo a preservar o patrimônio do Fundo. Os demais 60% deveriam custear os programas de seguro-desemprego e abono salarial, e outras políticas de sustentação do emprego, qualificação de mão de obra, entre outras.

Em razão da enorme importância que o FAT significará para o BNDES até os dias atuais, convém detalhar um pouco mais o seu desenho. O produto da arrecadação do PIS/Pasep constitui as suas receitas primárias, enquanto a remuneração de seu saldo por parte do BNDES, ou por outras instituições financeiras que gerem suas disponibilidades (os depósitos especiais), constitui suas receitas financeiras. O FAT também pode dispor de outras receitas, entre as quais recursos destinados pelo Tesouro Nacional disponibilizados no Orçamento da União. Por outro lado, as despesas se dividem em despesas correntes – das quais as principais são constituídas pelos programas de seguro-desemprego e abono salarial – e empréstimos (ou aplicações), que incluem os recursos obrigatoriamente destinados ao BNDES no percentual de 40% (Guerra; Araujo, 2023; IPEA, 2011a). É importante destacar que, por sua natureza, as receitas do FAT têm perfil essencialmente pró-cíclico, e, portanto, tendem a desacelerar nos períodos de estagnação econômica, enquanto suas despesas têm natureza essencialmente contracíclica.

Com efeito, o BNDES adentraria os anos 1990 saneado financeiramente como resultado das privatizações das empresas que outrora havia estatizado, e, após o novo dispositivo constitucional, passaria a contar com uma fonte estável de recursos pela primeira vez em sua história. É sob estas condições que o Banco atravessaria os governos de Fernando Collor (1990-1992), Itamar Franco (1992-

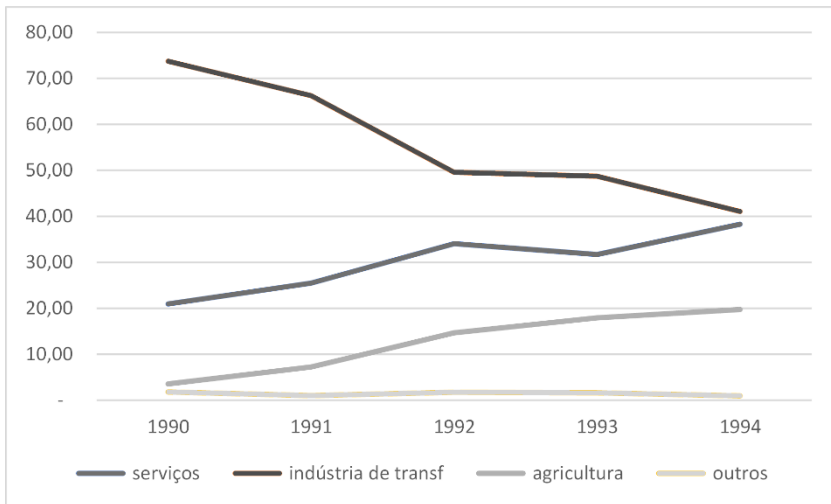
1994), e Fernando Henrique (1995-2002).

No governo Collor, as privatizações das empresas estatais constituiriam uma das principais diretrizes da política econômica, na forma do Programa Nacional de Desestatizações, que adotaria a provocativa sigla de PND, de cujo modelo o corpo técnico do BNDES foi então designado a desenhar em razão da *expertise* acumulada havia poucos anos. O Banco seria o gestor do recém-criado Fundo Nacional de Desestatização (FND), e ao PND daria suporte técnico, administrativo, financeiro e material. O presidente do Banco, Eduardo Modiano, presidiria também a Comissão Diretora do PND (Costa *et al.*, 2016, p. 120). Inicialmente, foi formatado um modelo no qual as privatizações seriam liquidadas utilizando-se os Certificados de Privatização (CP), títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, inegociáveis, e que somente poderiam ser utilizados na aquisição das empresas estatais. Mais tarde, por pressão das empresas do setor financeiro, as dívidas vencidas das empresas estatais também poderiam ser convertidas em CP após operações de securitização, que teriam como resultado um “encontro de contas” do ponto de vista do Banco e do Tesouro, mas que, por não gerar recursos adicionais ao Tesouro, foram popularmente chamadas de “moedas podres”. Outros pontos controversos, todos eles objeto de ajustes no governo de Itamar Franco, diziam respeito à participação do capital estrangeiro e aos critérios de estabelecimento do preço mínimo pelo qual a empresa seria leiloada. No governo Itamar Franco foi criada no BNDES a Diretoria de Privatizações, demonstrando a relevância que o PND assumia na estrutura organizacional do Banco (Costa *et al.*, 2016).

Ao término do governo Itamar Franco, haviam sido privatizadas empresas dos setores siderúrgico, petroquímico e de transportes, totalizando US\$ 6,2 bi a preços correntes (Costa *et al.*, 2016). Eram os setores cuja privatização não requeria nem a revisão de dispositivos constitucionais – como a quebra do monopólio estatal que os setores de mineração e gás natural exigiriam – nem a criação de agências reguladoras, como a privatização de estatais em setores de monopólio natural requeriam – como nos setores de telecomunicações,

distribuição de energia elétrica, e transporte rodoviário e ferroviário. As privatizações “mais difíceis” ocorreriam na sequência dos governos de Fernando Henrique Cardoso.

Do ponto de vista da ação setorial, o Gráfico 5 mostra a decisiva e inexorável redução da participação da indústria de transformação nos desembolsos do Banco durante os governos Collor e Itamar. Por outro lado, cresceu a participação da agropecuária. Persistindo o ambiente de crise econômica, a indústria brasileira seguiu atingida pela crise. Por outro lado, no novo modelo econômico tampouco havia espaço para a retomada dos investimentos públicos em infraestrutura. Possivelmente, essas restrições empurraram o Banco para o agronegócio. Costa *et al.* (2016, p. 143) recompuseram os dados de desembolsos do Banco segundo o conceito de agronegócio, somando a agropecuária com a indústria extrativa e as indústrias de alimentos e bebidas, e mostraram o aumento de participação deste grande setor nos desembolsos do Banco, passando de 11,7% em 1990 para 30,3% em 1994. Os dados do Gráfico 5 não podem ser imediatamente comparados com o Gráfico 4, porque a partir de 1990 o Banco passou a divulgar os dados de suas operações desagregados nos macrossetores agropecuária, indústria, comércio e serviços.

Gráfico 5 – Desembolsos setoriais do BNDES (%), 1990-1994

Fonte: BNDES (1991-1995). Elaboração nossa, 2024.

O impacto da recessão de 1990 e do baixo crescimento do PIB até 1992 também influenciou os indicadores de ativos totais do Banco e estoque de crédito como porcentagem do PIB, que atingiram, respectivamente, 15,7% e 9,3% (Tabela 1).

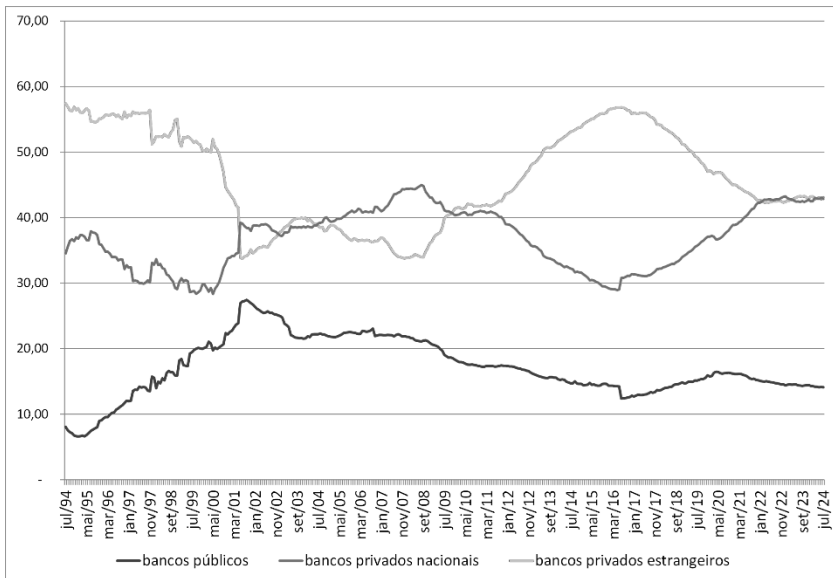
Na sequência do governo Itamar Franco, o governo de Fernando Henrique, já desde seu início, providenciou uma agenda de reformas constitucionais para avançar nas privatizações. A Emenda Constitucional nº 6, de 1995, extinguiu a distinção entre empresa nacional e estrangeira, que impedia que estas últimas tivessem acesso às agências oficiais de fomento. Com efeito, o BNDES estaria agora autorizado a também financiá-las. Também por emenda constitucional, a quebra do monopólio estatal na mineração e nos setores de óleo e gás permitiriam o avanço das privatizações também nesses segmentos. Finalmente, a criação das agências reguladoras permitiria a

privatização dos assim chamados monopólios naturais, como a distribuição de energia elétrica, as telecomunicações, e os transportes. Na sequência do processo de privatizações, seriam agora, nos anos FHC, privatizadas empresas emblemáticas como a Cia. Vale do Rio Doce e a Embraer, e também distribuidoras de energia elétrica, como a Light no Rio de Janeiro.

Cabe aqui uma nota quanto às transformações ocorridas no sistema financeiro brasileiro durante os anos do governo Fernando Henrique para que se compreenda melhor o papel do BNDES diante do novo cenário. Como parte integrante do novo modelo de desenvolvimento, iniciado em 1990 e que teria sequência no governo Fernando Henrique, teria lugar a reorganização do sistema financeiro, especialmente o público. Sob o diagnóstico da “repressão financeira” – que atribui às políticas de direcionamento de crédito e ao crédito a taxas inferiores às de mercado, duas políticas financeiras normalmente executadas por bancos públicos, o baixo grau de desenvolvimento financeiro de um país –, o governo Fernando Henrique encaminhou profundas transformações no sistema financeiro público no Brasil. Os bancos estaduais foram, em sua maioria, liquidados ou privatizados como contrapartida da renegociação da dívida dos governos estaduais para com o Tesouro Nacional. Já o BB e a CEF foram submetidos a uma reestruturação financeira e operacional. Financeira, porque, assim como o BNDES, foram ambos impactados pela crise econômica dos anos 1980, acumulando inadimplência em suas carteiras. Operacional, porque, na esteira da reestruturação financeira a que foram submetidos, o Ministério da Fazenda, ao qual estavam subordinados, passou a exigir padrões de atuação similares ao dos bancos privados, em termos de rentabilidade e eficiência. Além disso, todo o sistema financeiro, público e privado, foi impactado pela estabilização pós-Real (1994) com a perda das receitas decorrentes das operações de *float*. O governo Fernando Henrique encaminhou então um programa de resgate dos bancos privados em desequilíbrio financeiro, e também encaminhou uma flexibilização normativa que ampliou o mercado bancário brasileiro à participação dos bancos estrangeiros.

O ajuste ocorreu ao longo dos dois mandatos de Fernando Henrique, mas já em 2000 os bancos públicos perdiam a liderança nas operações de crédito no País: a participação dos bancos públicos no saldo das operações de crédito era inferior a 50%, e assim permaneceria por mais de uma década (Gráfico 6). Parte desta perda decorre de um efeito estatístico, qual seja, a “limpeza” dos balanços do BB e da CEF de créditos inadimplentes nos anos de 1996 e 2001, mas outra parte decorre da ação bastante modesta do conjunto dos bancos públicos federais durante os anos FHC.

Gráfico 6 – Bancos públicos, privados nacionais e estrangeiros: participação no saldo das operações de crédito no Brasil (%)



Fonte: BCB/SGST, s./d. Elaboração nossa, 2024.

Não é coincidência, portanto, que, ao término do governo FHC, o tamanho do Banco, medido em termo de seus ativos totais como porcentagem do PIB, encolheu para 7,7%, e a relação crédito/PIB, para 5,5% (Tabela 1).

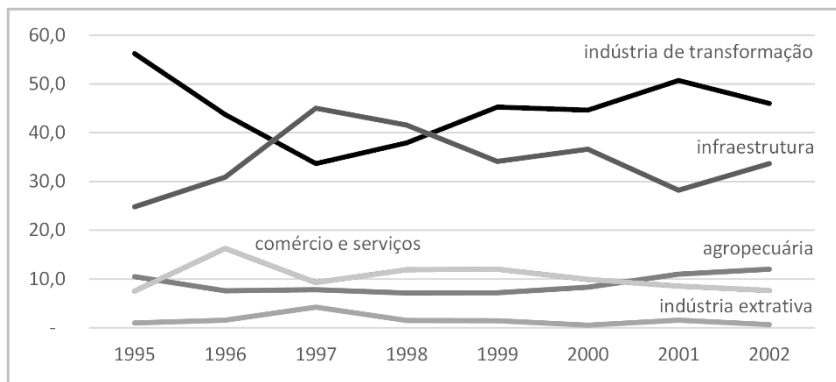
Outra transformação importante foi a criação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) no fim do ano de 1994, ainda sob a presidência de Persio Arida no BNDES. Em sua concepção original, a TJLP foi criada com o intuito de “evitar distorções na alocação de recursos” (Arida, 2016, p. 495), estabelecendo uma taxa capaz de refletir o custo de captação de longo prazo. Para isto, o FAT teria de ser remunerado a uma taxa que fosse um espelho “do custo de *funding* do Tesouro nas suas captações de longo prazo” (Idem).¹ Com efeito, foi estabelecida uma regra de cálculo da TJLP que consistia em uma média ponderada entre os títulos do Tesouro emitidos nos mercados doméstico e externo, já que estes últimos eram emitidos com prazos mais longos. Todavia, as crises dos Tigres Asiáticos em 1997 e da Rússia em 1998 trouxeram volatilidades aos mercados financeiros domésticos e internacionais que, segundo a regra de cálculo, trariam também volatilidades à TJLP. Com efeito, a partir de 1999 o CMN passou a fixar a TJLP tendo como referência a meta de inflação acrescida de um prêmio de risco. Na prática, a TJLP passou a descrever uma trajetória abaixo da Selic, a taxa básica. A concepção original da TJLP mostrou-se inadequada às condições macroeconômicas vigentes no Brasil.

Nos anos FHC o Banco registrou modesto aumento nos seus desembolsos, mas também uma mudança em sua composição. A indústria de transformação ainda exerceu a primazia (Gráfico 7). Houve também recuperação da infraestrutura, especialmente com a

1 No momento de sua criação, em 1990, o FAT era remunerado apenas pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC). Em seguida, após a Medida Provisória nº 294, convertida na Lei nº 9.365/1996, passou a ser remunerado pela Taxa Referencial (Costa *et al.*, 2016, p. 132). Antes disso, havia uma diversidade de taxas conforme o tipo de operação. As taxas vigentes na segunda metade da década de 1980 podem ser consultadas em Vieira (1997).

concessão de financiamento para empresas que adquiriram empresas privatizadas nesses setores. Nos anos finais do segundo governo FHC, o racionamento de energia provocou forte redução do consumo e desequilíbrios financeiros para as empresas distribuidoras, e o Banco criou uma linha especial de crédito para o setor.

Gráfico 7 – Desembolsos setoriais do BNDES (%), 1995-2002



Fonte: BNDES, *Estatísticas operacionais*, s./d. Elaboração nossa, 2024.

Finalmente, uma última nota a respeito da ação do BNDES durante os anos FHC consistiu no aumento da linha destinada ao financiamento do comércio exterior, o BNDES-Exim. Esta linha foi criada ainda durante o governo Collor, mas foi no governo Fernando Henrique que adquiriu maior importância. Segundo Costa *et al.* (2016, p. 195), no ano 2000 as operações do BNDES-Exim em diversos setores de atividade representavam quase 25% dos desembolsos do Banco, contra 3,6% em 1994.

O BNDES durante a fase da “redescoberta momentânea” dos bancos públicos no Brasil

Conforme mostramos no Gráfico 6, o governo Lula (2003-2010) coincidiu com o início da assim chamada “redescoberta momentânea” dos bancos públicos no Brasil (Feil; Horn; Feijó, 2021), revertendo a trajetória de queda da participação dessas instituições no saldo das operações de crédito. Tendo assumido a economia brasileira em crise – estagnação econômica, elevadas taxas de desemprego, inflação alta, crise cambial –, o governo Lula iniciou com uma fase de ajuste econômico, e pouco a pouco foi desenhando o seu modelo, buscando retomar o crescimento pela via do mercado interno, mas aproveitando o cenário internacional que assegurava aumento dos termos de troca e trajetória das taxas de juros internacionais compatíveis com a queda da taxa Selic. Encontrando margem de manobra nas regras fiscais vigentes, o governo Lula retomou o investimento público, elevou o salário mínimo acima da inflação e ampliou as políticas de transferência de renda na forma do Programa Bolsa Família. O mercado de trabalho respondeu na forma da criação de empregos formais, redução das taxas de desemprego, e aumento do salário real médio e da massa salarial. O mercado interno constituiu um dos elementos dinamizadores da expansão econômica, e foi fortalecido pela expansão do crédito ao consumo.

A “redescoberta momentânea” dos bancos públicos, todavia, não foi imediata à ascensão do novo governo. A rigor, a redução da taxa básica de juros a partir de meados de 2003 e a regulamentação do crédito consignado em folha de pagamento são apontados pela literatura econômica como fatores desencadeadores do ciclo expansivo de crédito iniciado em 2004, reforçado pela retomada da atividade econômica e pela melhora do mercado de trabalho. Com efeito, tanto o crédito a pessoas físicas, voltado para o consumo e a aquisição de residências, como o crédito corporativo, se expandiram entre 2004 e 2015. A relação crédito/PIB passou de 25% em 2004 para 54% em 2015. Este ciclo foi inicialmente induzido pelos bancos privados

nacionais, que expandiram suas operações de crédito a taxas superiores quando comparadas com os bancos públicos. Mas estes também expandiram suas operações, ainda que a uma taxa inferior à média. Com efeito, até 2008 a participação dos bancos públicos no saldo das operações de crédito ainda continuou a cair ligeiramente. Este ano demarca a inflexão e a “redescoberta momentânea” dos bancos públicos, que passam a expandir suas operações a uma taxa maior que a dos bancos privados, como parte integrante das políticas de enfrentamento da crise financeira internacional (*subprime*), que eclode em setembro de 2008 e sacode a economia global.

No Brasil, o canal de crédito constituiu um dos principais mecanismos de transmissão da crise, não pela exposição dos bancos brasileiros aos ativos avaliados como *subprime* e pelas agências internacionais de classificação de risco ou aos produtos deles derivados, mas sim porque alguns bancos e também algumas empresas não-financeiras estavam expostos a derivativos cambiais no Brasil e tiveram perdas decorrentes da depreciação do real em mais de 40%, ocorrida entre o fim de setembro de 2008 e fevereiro de 2009. A exacerbação da função de preferência pela liquidez constituiu uma reação comum às instituições financeiras em caráter mundial, e aqui não foi diferente.

Os efeitos da crise financeira sobre os níveis de produto e emprego no Brasil foram imediatos. O aumento da incerteza, a recessão mundial, a retração do comércio internacional, a queda dos preços internacionais das *commodities*, e o aumento das volatilidades nos mercados financeiros internacionais provocaram a imediata revisão dos investimentos e das decisões de produção das empresas não-financeiras, que também foram afetadas pela rápida e forte contração do crédito ofertado pelas instituições financeiras privadas.

O governo brasileiro pôs em prática um pacote de medidas contracíclicas voltadas para recuperar o emprego e o produto, que podem ser sumarizadas em Barbosa (2010), e das quais é importante destacar a preservação dos investimentos públicos no âmbito do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento, anunciado em 2007 como parte da política econômica do segundo governo Lula). Na política

fiscal, além da preservação do investimento público, as políticas contracíclicas envolveram amplo programa de desoneração de impostos federais, ampliação do prazo de pagamento do seguro-desemprego, e redução da meta de resultado primário do governo central como forma de acomodar essas políticas às regras fiscais vigentes, especialmente a Lei de Responsabilidade Fiscal. Na política financeira, uma decisiva política de ampliação das operações de crédito por meio dos bancos públicos foi executada, como forma de contrapor a queda do crédito oriundo dos bancos privados. O anúncio do Programa Minha Casa, Minha Vida, em 2009, constituiria uma ação importante tanto no sentido de retomar as políticas de construção de unidades habitacionais populares como para estimular a construção civil e os empregos no setor, tendo a CEF como agente financeiro.

O BNDES cumpriria papel importante em todo o governo Lula, e em especial após a crise financeira. De modo geral, a ação do Banco seria imprescindível na retomada do investimento, já que era o principal provedor de financiamento a longo prazo em uma economia que jamais logrou êxito em fazê-lo por meio do mercado de capitais. Entre 2004 e 2011, a taxa média anual de crescimento do PIB foi de 4,3%, o dobro dos 2,2% registrados entre 1995 e 2003. O investimento, por sua vez, cresceu 7,8% a.a. entre 2004 e 2011, contra modestos 0,03% entre 1996 e 2003. O BNDES exerceu papel central no financiamento do Plano Piloto de Investimentos (PPI), no primeiro governo Lula, e depois nos Programas de Aceleração do Crescimento (PAC) no segundo governo Lula e primeiro governo Dilma. A geração de energia e os transportes, em seus diversos modais, que não recebiam investimentos públicos sistemáticos de renovação e ampliação desde os anos 1970, constituíram um dos principais núcleos do PAC. Foi um período de extraordinário crescimento dos desembolsos do BNDES. Como mostra o Gráfico 1, os desembolsos se expandiram extraordinariamente e ultrapassaram muito os valores máximos alcançados durante o II PND.

Durante a crise financeira internacional, o BNDES executou ações em resposta à recessão que contribuíram decisivamente para o seu

enfrentamento, como a criação emergencial de linha de crédito para capital de giro. Mas o principal foi o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), criado em 2009. O PSI consistiu em uma linha de financiamento para a aquisição de máquinas e equipamentos a uma taxa de juros fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) inferior ao custo de captação do Banco, a TJLP. Na prática, foi instituído um subsídio creditício, que seria equalizado pelo Tesouro Nacional.

A rápida recuperação econômica após a crise financeira e, especialmente, a recuperação do investimento, e também as perspectivas de expansão econômica que se projetavam para os anos vindouros, evidenciaram a incapacidade do arranjo financeiro instituído a partir do FAT sustentar, enquanto *funding* do BNDES, taxas elevadas de expansão do investimento por tempo prolongado. Para que se tenha uma ideia, o BNDES projetava uma expansão do investimento de 9,2% a.a. entre 2010 e 2013, e uma taxa de investimento de 21,6% para 2013 (Puga *et al.*, 2010).

Por outro lado, a capacidade do BNDES acomodar a crescente demanda por recursos projetada para este cenário dependeria da capacidade do FAT expandir suas receitas no mesmo período. Todavia, a trajetória das receitas e despesas do FAT já apontava para o seu esgotamento. Nas circunstâncias da saída da crise financeira de 2008/9, o FAT registrou déficit no ano de 2009, pela primeira vez desde sua criação. Segundo Ipea (2012a), isto ocorreu por diversas razões: o crescimento das despesas com o seguro-desemprego e com o abono salarial, e pela redução da arrecadação do PIS/Pasep.

Além disso, em razão de um dispositivo constitucional introduzido por emenda na década de 1990, os recursos do PIS/Pasep não são integralmente repassados ao FAT. Trata-se da Desvinculação de Receitas da União (DRU). Inicialmente criada como Fundo Social de Emergência, ainda no governo Itamar Franco, tendo como ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, este dispositivo consistia em desvincular parte das receitas com destinação constitucional. Inicialmente, o percentual era de 20%, mas em 1999 o mesmo dispositivo foi prorrogado na forma do Fundo de Estabilização Fiscal,

com o percentual de desvinculação de 26%. Em 2000, o dispositivo foi prorrogado na forma da Desvinculação de Receitas da União (DRU), com o percentual de 20%, tendo ocorrido ainda outras quatro prorrogações nos anos de 2003, 2007, 2011 e 2016, sendo que esta última elevou para 30% o percentual desvinculado (Barbosa, 2020).

Por outro lado, tampouco o mercado de capitais reunia as condições de financiar o ciclo de investimentos projetado para os anos seguintes. Como Ipea (2012b) mostrou, o mercado de capitais se expandira recentemente, tanto no segmento de renda fixa como no de renda variável, mas as operações seguiram restritas ao curto prazo, não sendo possível afiançar que o ciclo de investimentos supostamente vindouro seria financiado satisfatoriamente por este segmento do mercado financeiro.

Para impedir que, pela primeira vez na história republicana, o ciclo expansivo de investimento fosse interrompido pela falta de recursos para financiá-lo, foi necessário construir um novo arranjo financeiro que renovasse a capacidade financeira do Banco. A solução constituiu em empréstimos do TN ao BNDES. Não se tratava propriamente de uma solução nova, uma vez que outras operações deste tipo já haviam sido feitas. A novidade estava na escala e na quantidade de vezes em que a operação seria realizada. Entre 2008 e 2014, os empréstimos do TN ao BNDES totalizaram R\$ 420 bilhões a preços correntes (Pereira; Miterhof, 2018, p. 876). Em todas, o formato foi similar: o TN captava recursos emitindo dívida pública à taxa Selic, e emprestava ao Banco à TJLP, inferior à Selic, constituindo, assim, um subsídio creditício. Em pouco tempo, o FAT foi substituído enquanto principal fonte de recursos do BNDES. As operações de empréstimo explicam o crescimento expressivo dos ativos totais do Banco, que passaram de 9,5%, na média entre 2003 e 2010, para 15% entre 2011 e 2015. Como era de se esperar, os desembolsos também registraram crescimento expressivo, atingindo o recorde histórico de R\$ 420 bilhões no ano de 2010, mas se estabilizando em um nível um pouco inferior a este nos anos seguintes.

Todavia, as projeções de sustentação do investimento não se

confirmaram. A economia brasileira desacelerou entre 2011 e 2014, primeiro governo Dilma Rousseff. Os motivos que levaram a isto escapam ao objetivo deste capítulo. A partir de 2015, a desaceleração econômica se converteu em recessão após o anúncio de um ajuste fiscal duro somado aos efeitos da operação Lava Jato, ambos atuando no sentido de desarticular investimentos públicos em andamento, com efeitos sobre o investimento privado. A recessão se converteu em crise política até o golpe parlamentar que, em 2016, depôs a presidenta Dilma, assumindo o seu vice, Michel Temer.

A equipe econômica de Michel Temer, comandada pelo ministro da Fazenda Henrique Meirelles (que presidira o Banco Central entre 2003 e 2010), diagnosticou a crise econômica como sendo decorrente do desequilíbrio fiscal e encaminhou duras medidas de ajuste, entre as quais a introdução de uma nova regra fiscal, inscrita na Constituição Federal, limitando o crescimento da despesa primária do governo central à inflação.

Segundo o diagnóstico da nova equipe econômica, o BNDES era apontado como uma das causas da crise sob o aspecto fiscal, e também era responsabilizado pelo suposto mau funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária sob o regime de metas inflacionárias. O diferencial de taxa de juros entre a taxa Selic e a TJLP nas operações de empréstimo do TN ao Banco impactava a despesa com juros e, portanto, contribuía para elevar o déficit nominal do governo central, com impactos também sobre a trajetória da dívida líquida do governo central. Quanto à política monetária, o crédito direcionado pelo BNDES tinha como taxa de referência a TJLP, fixada pelo CMN sistematicamente abaixo da Selic, que, por este motivo, era pouco sensível às variações da taxa básica de juros determinadas pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do Bacen. Isto provocava um suposto mau funcionamento do canal de crédito, impondo taxas básicas de juros demasiadamente elevadas, segundo defendiam os adeptos do regime de metas inflacionárias. No plano mais geral, uma vaga hipótese de agigantamento do BNDES também constituía o diagnóstico da crise formulado pela Fazenda. O que viria depois, entre 2016 e 2022, seria

um rápido desmonte do BNDES.

O desmonte

O processo de desmonte do BNDES foi iniciado durante o governo Temer a partir de duas diretrizes. A primeira consistiu na devolução antecipada dos empréstimos do TN ao BNDES. Os dois anos de recessão (2015 e 2016), seguidos de uma longa estagnação, impactaram negativamente os investimentos, de modo que os recursos emprestados pelo TN estavam ociosos, o que contribuiu para um diagnóstico de que seria possível realizar a devolução antecipada. A Tabela 2 apresenta as devoluções do BNDES ao TN desde 2009. É importante notar que as devoluções antecipadas começam em 2015.

Tabela 2 - Devoluções do BNDES ao Tesouro

Ano	Principal + juros	Liquidações antecipadas	Total
2009	4,1	-	4,1
2010	10,4	-	10,4
2011	14,6	-	14,6
2012	13,3	-	13,3
2013	14,7	-	14,7
2014	6,2	-	6,2
2015	8,9	15,8	24,7
2016	6,2	113,2	119,4
2017	2,6	50,0	52,6
2018	1,0	130,0	131,0
2019	23,0	100,0	123,0
2020	16,0	-	16,0
2021	12,8	63,0	75,8
2022	10,9	72,3	83,3
2023	4,7	1,8	6,58

Fonte: BNDES. *Recursos Financeiros captados junto ao Tesouro Nacional*. [Recurso Eletrônico]. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/recursos-do-tesouro-nacional/recursos-financeiros-captados-junto-ao-tesouro-nacional>. Acesso em: out. 2024.

Com efeito, o tamanho do Banco, medido em termos dos ativos totais, caiu de 14,9% entre 2011-2015 para 12,9% entre 2016-2018, e para 8,8% entre 2019-2022. O estoque de crédito do Banco como percentual do PIB foi, respectivamente, 10,4%, 8,4% e 5,3%. O tamanho do Banco recuou para níveis similares aos dos anos 1990.

Após a devolução antecipada dos empréstimos, o FAT voltaria a constituir a principal fonte de recursos do Banco. Todavia, os problemas que em 2009 conduziram ao diagnóstico de insuficiência e incapacidade deste fundo sustentar altas taxas de crescimento do investimento não foram solucionados. Como mostram Guerra e Araujo (2023), os déficits do FAT tornaram-se recorrentes desde 2009, e o Fundo tem dependido cada vez mais dos recursos repassados pelo Tesouro Nacional. Em 2016 ocorreu a quarta renovação da DRU, elevando o percentual de desvinculação de receitas para 30%. Em 2019, foi aprovada a reforma da previdência, que passou a permitir que gastos previdenciários fossem incluídos nas despesas do FAT. Segundo Borça Jr. e Tinoco (2023), este dispositivo é o que tem o maior potencial de gerar resultados deficitários no FAT para os próximos anos. A mesma reforma retirou o FAT da DRU, mas reduziu para 28% o FAT Constitucional – o que significa que, se não houve perda de recursos, tampouco houve aumento.² Na prática, os recursos de um FAT esgotado passaram a ser disputados também com os gastos previdenciários, reduzindo ainda mais a sua capacidade de funcionar como uma fonte de recursos estáveis para o BNDES sustentar o financiamento de longo prazo da economia brasileira.

A segunda diretriz de política financeira que afetou a ação do BNDES foi a criação da Taxa de Longo Prazo (TLP) em substituição à TJLP. A nova taxa passa a ser calculada tendo como referência a taxa de juros dos títulos públicos federais de cinco anos (à época, a NTN-B)

2 Na prática, como a DRU passou a desvincular 30% das receitas do PIS/Pasep, os fluxos de recursos do BNDES por meio do FAT Constitucional equivaliam a 70% dos 40% referentes ao FAT Constitucional, ou seja, 28%.

acrescida do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A nova taxa é divulgada mensalmente pelo Banco Central. Foi criada uma regra de transição de modo que até 2023 os novos contratos passariam a ser firmados utilizando-se uma média ponderada entre a TJLP e a TLP, mas com peso crescente da TLP até que em 2023 todos os contratos seriam firmados na nova taxa. A TLP procura resgatar a concepção original da TJLP: refletir as taxas de longo prazo da economia e retirar as distorções que supostamente provocavam o mau funcionamento do canal de crédito na política monetária.

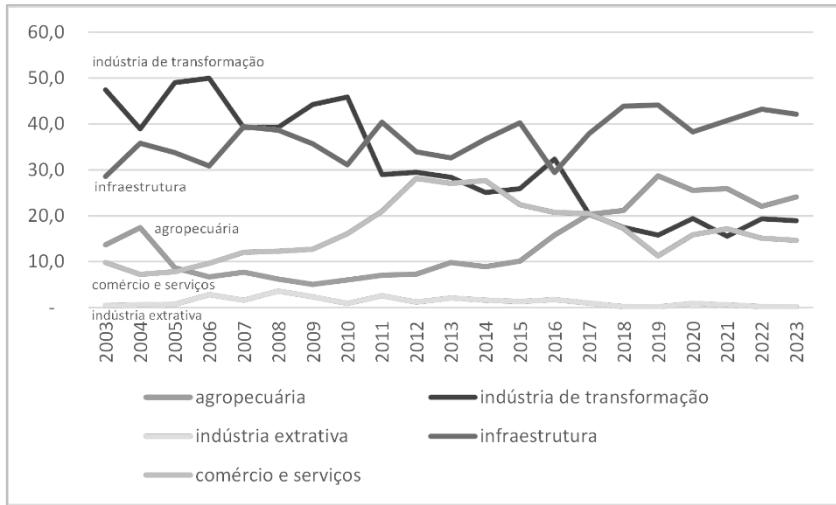
Como resultado dessas duas diretrizes, os desembolsos, que haviam caído desde os anos da recessão, seguiram em queda, atingindo níveis alcançados na década de 1990. O encolhimento do BNDES impactou estatisticamente todo o segmento formado pelos bancos públicos, que perderam participação no crédito bancário total entre 2017 e 2022. Esta redução não pode ser atribuída exclusivamente ao encolhimento do BNDES, já que no governo de Jair Bolsonaro (2019-2022) foi extinto o PMCMV, e a CEF e o BB realizaram desinvestimentos. Mas o encolhimento do BNDES certamente constituiu o principal fator a sacramentar o fim da era da “redescoberta momentânea” dos bancos públicos durante os governos do Partido dos Trabalhadores.

Mesmo durante a pandemia da covid-19, iniciada em 2020 e cujos efeitos econômicos se estenderam até meados de 2022, a ação dos bancos públicos e, em particular do BNDES, foi muito modesta. Em geral, os bancos públicos aderiram à autorização dada pelo CMN a adiar o pagamento das prestações de dívidas de clientes atingidos pela pandemia, sem a necessidade de realizar provisionamentos adicionais. Ao BNDES coube gerir o Programa Emergencial de Suporte ao Emprego (Pese), linha de crédito destinada a financiar a folha de pagamentos de empresas com renda bruta anual entre R\$ 360 mil e R\$ 10 milhões, e o Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (FGI Peac), que consiste no acesso ao crédito a micro e pequenas empresas mediante garantias

do Fundo Garantidor de Investimentos.³ Entretanto, com o desmonte sofrido pelo Banco nos anos recentes, em especial nas suas fontes de recursos, o Banco precisou de um reforço em suas fontes de recursos para sustentar o programa. Este reforço proveio novamente do Tesouro Nacional, que repassou ao Banco R\$ 22 bilhões, dos quais R\$ 17 bi foram destinados ao Pese, e R\$ 5 bi ao FGI Peac. “Do total, R\$ 9,8 bilhões foram aplicados e R\$ 10,2 bilhões retornaram ao Tesouro, atestando o fracasso das políticas construídas a partir dessas duas linhas de crédito” (Araujo; Feil, 2023, p. 99).

O Gráfico 8 abaixo apresenta a composição setorial dos desembolsos do BNDES nas duas décadas compreendidas entre 2003 e 2023. Entre 2003 e 2010, os dados mostram a permanência de um antigo padrão no qual a indústria de transformação e a infraestrutura lideram os desembolsos. Mas, entre 2011 e 2016, ocorre uma inflexão importante: a participação da indústria de transformação perde a liderança conquistada nos anos 1960, e repousa em patamares abaixo de 30%; a infraestrutura assume a liderança; a agropecuária, por sua vez, registra rápido aumento. Finalmente, a partir de 2017, os desembolsos para a indústria de transformação caem para patamares inferiores a 20%, e a agropecuária passa a ostentar a segunda posição nos desembolsos do Banco, perdendo apenas para a infraestrutura. Embora a indústria de transformação venha perdendo participação no PIB brasileiro desde os anos 1990, a perda de liderança deste setor nos desembolsos do Banco constitui um fenômeno mais recente.

3 É importante ressaltar que o FGI Peac não constitui reforço de *funding* do BNDES. O patrimônio do Banco é segregado do FGI. O BNDES apenas concede garantias a operações de crédito, inclusive contraídos junto a outras instituições financeiras.

Gráfico 8 – Desembolsos setoriais do BNDES (%), 2003-2023

Fonte: BNDES, *Estatísticas operacionais*, s./d. Elaboração nossa, 2024.

Considerações Finais

Apontar a importância do BNDES no desenvolvimento das forças produtivas do Brasil desde a sua criação em 1952 é algo redundante, porém necessário, em razão do debate recorrente a respeito da importância da ação estatal promotora do desenvolvimento econômico e da sustentação do nível de atividade. A contribuição financeira do Banco foi imprescindível, e em toda a sua existência, o BNDES demonstrou uma notável flexibilidade para adequar-se às vicissitudes da política: atuou com excelência em períodos de democracia e de ditadura, de prosperidade econômica e de crise.

Mas, no estágio atual do debate sobre o BNDES, dois apontamentos são importantes. O primeiro diz respeito às suas fontes de recursos. O formato atual, centrado no FAT, constitui herança do

período do II PND, quando a gestão dos fundos PIS e Pasep passou ao BNDES.⁴ Desde então, mudou o propósito desses fundos, mas não mudou a importância desta fonte de recursos para o Banco. Inicialmente voltados para a constituição do patrimônio individual dos trabalhadores, o PIS e o Pasep converteram-se depois no “núcleo organizador das políticas de emprego no País” (Cintra; Prates, 2010, p. 300) após 1988, quando o objetivo dos fundos se transformou, deixando “de favorecer os empregados individualmente e [passando] a beneficiá-los em conjunto” (Ipea, 2012a, p. 244).

Esta solução, que articulava o PIS e o Pasep com o BNDES, passaria a ser inscrita na CF/88 na forma do FAT, buscando solucionar um antigo dilema: a instabilidade nas fontes de recursos do Banco desde a sua fundação em face da necessidade de dar sustentação financeira a projetos de longo prazo de maturação. Uma breve recapitulação permite compreender melhor a natureza do problema. O Fundo de Reaparelhamento Econômico, principal fonte de recursos do Banco em sua fundação no ano de 1952, ainda no governo de Getúlio Vargas, tinha validade por cinco anos, foi prorrogado por mais dez no governo de JK, novamente prorrogado no governo Jango, e foi redesenhado no governo Castello – na prática, foi extinto e substituído por novas fontes de recursos inscritas no Orçamento da União e, mais tarde, no assim chamado Orçamento Monetário. Até 1974, os recursos do BNDE eram objeto de enorme discricionariedade por parte dos ministros da Fazenda, cabendo a eles, em última instância, decidir quanto seria destinado ao Banco.

Com efeito, a solução adotada em 1974 de transferir o produto da arrecadação dos fundos PIS e Pasep para o Banco conferiu maior estabilidade em sua fonte de recursos, reduzindo o poder discricionário do ministro da Fazenda. A maior estabilidade na fonte de recursos permitiria ao Banco planejar-se melhor e executar suas funções enquanto principal agente financeiro provedor de recursos de longo

4 Embora ainda sem o S, no tempo em que a mudança ocorreu.

prazo na economia brasileira. Entretanto, a garantia definitiva de recursos estáveis somente ocorreria com a sua inserção na CF/88.

Esta garantia, todavia, foi apenas parcial. Isto porque em pouco tempo os dispositivos, também constitucionais, de desvinculação de receitas retirariam do Banco parte do FAT cuja gestão caberia ao BNDES. Além disso, o arranjo financeiro estabelecido após a regulamentação do FAT somente seria posto à prova a partir de 2004, quando a economia brasileira se reencontrou com o crescimento econômico. Durante o longo período de estagnação nas décadas de 1980 e 1990, o arranjo instituído a partir do FAT pareceu ser capaz (mesmo com as desvinculações de receitas) de sustentar o financiamento de longo prazo de uma economia na qual o investimento pouco crescia. Todavia, a retomada do crescimento e do investimento após 2004 evidenciaram a incapacidade daquele esquema sustentar taxas de crescimento maiores e sustentadas.

Com efeito, compatibilizar as projeções de investimento crescente com a capacidade financeira do Banco – historicamente o principal provedor de financiamento de longo prazo em uma economia que jamais conseguiu articular satisfatoriamente fontes alternativas – requereu novos arranjos financeiros. Entre 2009 e 2014, novamente foi necessário recorrer ao Tesouro Nacional, agora por meio de operações de empréstimo ao Banco. Em pouco tempo, os empréstimos do Tesouro (e não mais o FAT) passaram a constituir a principal fonte de recursos do Banco. Mas esta solução, apesar de pragmática, não foi capaz de blindar a instituição das vicissitudes da política, e foi rapidamente revertida entre 2015 e 2022

Assim, ao revisitar a evolução das fontes de recursos do BNDES nos deparamos com duas constatações. A primeira é que as relações entre o Banco e o Tesouro Nacional (inclusive por meio de endividamento público) não constituem evento exótico à sua história, nem tampouco são fruto exclusivo da criatividade dos governos do Partido dos Trabalhadores. A segunda é que uma economia que depende de seu banco nacional de desenvolvimento para financiar o longo prazo não pode prescindir de fontes estáveis e suficientes de

recursos para ele.

Portanto, o segundo apontamento para as considerações finais diz respeito às perspectivas. Sob um desejável cenário de retomada do crescimento econômico e do investimento apontado pelo terceiro governo Lula, iniciado em 2023, com o anúncio do Novo PAC e do programa Nova Indústria Brasil, novos arranjos financeiros devem ser construídos para que o financiamento do desenvolvimento brasileiro não volte a depender dos recursos mobilizados pelo FAT. Há alguns modestos avanços no mercado de capitais, mas que ainda não têm se mostrado decisivamente promissores. Em 2023, o governo federal encaminhou ao Congresso Nacional um projeto de lei – que foi aprovado e sancionado na Lei 14.937/2024 – destinado à criação das Letras de Crédito do Desenvolvimento (LCD), cujo objetivo é diversificar as fontes de recursos do Banco, reduzir sua dependência do FAT, e também a corrigir problemas já identificados na TLP, como a sua elevada volatilidade (BNDES, 2024). São soluções que se alinham ao quase consenso fiscalista que se impôs no debate político recente, que forçou o afastamento do Tesouro Nacional de qualquer arranjo financeiro que possa equacionar o problema do *funding* do Banco em contexto de uma desejada expansão sustentada do investimento. Se for bem-sucedida, significará um novo marco para o BNDES.