



# FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM  
FINANCEIRIZAÇÃO E  
DESENVOLVIMENTO  
Universidade Federal Fluminense

## **Bancos de desenvolvimento como ‘braço de política econômica’: uma interpretação Minskiana aplicada ao caso do BNDES**

versão preliminar, preparada para o seminário ‘100 anos de Minsky’,  
IE/UFRJ, 13/11/19)

A socialização do investimento pode ser assegurada pelos bancos públicos?

Fernanda Feil\* e Carmem Feijó\*\*

### **Texto Para Discussão - Finde 01/2019**

\*\* Fernanda Feil é doutoranda na UFF, bolsista nota 10 da Faperj, pesquisadora no Grupo de Pesquisa Financeirização e Desenvolvimento – Finde, do Grupo de Estudos de Economia e Política - GEEP e do Núcleo de Estudos de Economia e Sociedade Brasileira - NEB.

\*\* Carmem Feijó é professora titular na Universidade Federal Fluminense - UFF, pesquisadora nível I do CNPQ, editora dos Cadernos do Desenvolvimento do Centro Internacional Celso Furtado e coordenadora do Grupo de Pesquisa sobre Financeirização e Desenvolvimento – Finde.

 [finde.uff@gmail.com](mailto:finde.uff@gmail.com)

 [www.financeirizacaoedesenvolvimento.uff.br](http://www.financeirizacaoedesenvolvimento.uff.br)

 Rua Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n,  
Niterói – Faculdade de Economia, Bloco F, 5º Andar

## Resumo

A importância de Instituições Financeiras Públicas já é assunto inconteste na literatura econômica internacional. No entanto, sua função e a extensão de sua atuação ainda são objeto de debate entre as diferentes correntes de interpretação econômica. Defende-se nesse artigo que tais instituições são essenciais para o processo de desenvolvimento dos países periféricos não somente por atuarem nas falhas do mercado financeiro e por terem a prerrogativa de agirem de forma contracíclica, mas por serem ferramentas de política pública. Ou seja, argumenta-se que as instituições financeiras públicas, especificamente os bancos de desenvolvimento, são essenciais para promover o *catching up* dos países periféricos uma vez que podem atuar como parte dos instrumentos do Estado para promoverem a intencionalidade de políticas creditícias, caso operem em consonância com as demais políticas de governo – fiscal, monetária, cambial e industrial. Nessa perspectiva, a política de crédito por meio de bancos de desenvolvimento seria um recurso permanente de administração da demanda agregada. Indo além, propomos que os bancos de desenvolvimento, que são moldados para financiar o investimento de longo prazo, necessário para mudança estrutural da economia, têm a prerrogativa de assegurar a oferta de crédito para os agentes econômicos, minimizando os efeitos dos ciclos financeiros e garantindo que o investimento produtivo não seja refém da fragilidade financeira.

Palavras-chave: Socialização do Investimento, Bancos de Desenvolvimento, Bancos Públicos, BNDES, Estado.

## Abstract

The importance of Public Financial Institutions is an undisputed issue in international economic literature. However, its function and the extent of its performance are still the subject of debate among the different spheres of economic thought. This article argues that such institutions are essential for the development process of peripheral countries not only because they act on financial market failures nor they have the prerogative to act countercyclically, but due to their capacity of being instruments of public policy. In other words, public financial institutions, specifically development banks, are essential to promote the catching up of peripheral countries as they can work as part of State tools to promote the intentionality of credit policies, if they operate in line with other government policies – fiscal, monetary, foreign exchange, and industrial. From this perspective, credit policy through development banks would be a permanent device for managing aggregate demand. Going further, we propose that development banks, which are moulded to finance the long-term investment needed for structural change in the economy, have the prerogative to ensure the supply of credit to economic agents, minimizing effects of financial cycles and ensuring that productive investment is not hostage to financial fragility.

Key words: Socialization of investment, Development Banks, Public Banks, BNDES, State.

## 1 Introdução

A literatura econômica reconhece a importância de instituições financeiras públicas para o processo de desenvolvimento nas economias monetárias. A atuação destas instituições se justifica por preencher falhas do setor privado no atendimento às demandas de crédito de determinados segmentos econômicos, áreas geográficas e mesmo com relação ao provimento de certas modalidades de serviços financeiros. Ou seja, é consenso que por causa das imperfeições de mercado, em particular a distribuição assimétrica de informação, instituições financeiras públicas são importantes para melhorar a eficiência na alocação de recursos, e, portanto, alavancar o desenvolvimento de economias modernas.

Porém, mais do que reconhecer a importância desse tipo de atuação, a literatura pós Keynesiana entende que instituições financeiras públicas desempenham também importante papel contracíclico. Ou seja, em momentos de grande fragilização dos sistemas financeiros, são as instituições financeiras públicas que provêm a liquidez necessária garantindo a manutenção da oferta de crédito. Assim, estas instituições se justificam ainda por sua atuação na esfera macroeconômica, sendo que através delas o risco sistêmico pode ser mitigado.

A recente crise financeira internacional que se iniciou no biênio 2007/2008 colocou em evidência como instituições financeiras públicas são importantes em momentos de crise de liquidez aguda. Com efeito, a crise trouxe um novo entendimento sobre a necessidade de bancos públicos (BPs) para a instrumentalização de políticas públicas.

A despeito deste reconhecimento, Marshall e Rochon (2019) apontam que há uma lacuna na literatura pós Keynesiana sobre política econômica que é a ausência de uma discussão sobre política de crédito. A política de crédito explicaria como a atuação de instituições financeiras públicas, em particular bancos de desenvolvimento, se insere no conjunto de instrumentos de política econômica. Segundo os autores, a partir de uma argumentação crítica à política de crédito privada dos bancos *too big to fail*, concluem que bancos públicos devem ser utilizados, juntamente com as políticas monetária e fiscal, para controlar a demanda agregada no curto prazo. Indo além, observando o comportamento do mercado financeiro norte americano, constatam que o avanço da concentração bancária nas economias modernas tornou muito difícil a regulação das instituições financeiras privadas ditas *too big to fail*, e exatamente por isso advogam que os bancos públicos deveriam assumir o papel de 'braço de política', dando funcionalidade à operação do sistema financeiro por meio de políticas de crédito direcionadas. Política de crédito, na visão dos autores, seria mais eficiente do que política de gasto público e potencializaria o efeito de políticas fiscais, por exemplo, pois seria mais fácil de operacionalizar e daria retorno mais rápido.

O argumento de Marshall e Rochon, de uma política de crédito por meio de bancos públicos, amplia o entendimento sobre o papel dessas instituições no arcabouço teórico pós Keynesiano para além de sua função contracíclica. A utilização dos BPs como instrumento

de política de crédito passaria a ser vista como um utensílio permanente de administração da demanda agregada e, portanto, parte do *tool kit* de política econômica.

Indo além, propomos neste artigo que dentre os bancos públicos, a atuação dos bancos de desenvolvimento como braço de política pública é essencial para promover a mudança estrutural das economias em processo de *catching up*. Ou seja, bancos públicos, em especial bancos de desenvolvimento, que são moldados para financiar o investimento de longo prazo, necessário para mudança estrutural da economia, para além de atuar contra ciclicamente, garantem que o investimento produtivo não seja refém da fragilidade financeira.

No entanto, a intencionalidade da promoção do desenvolvimento necessita do alinhamento das políticas públicas para o mesmo fim. Dessa forma, o planejamento estatal, suas instituições e, como reflexo, as políticas adotadas – fiscal, monetárias, cambial e industrial, junto com a política de crédito público, devem juntas, garantir a longevidade e sustentabilidade do processo. Bancos públicos são braços de política pública, mas sua eficácia somente será garantida se houver concatenação das políticas macroeconômicas convencionais.

Neste artigo, levando em consideração a realidade de economias em desenvolvimento, podemos acrescentar que a política de crédito dos bancos públicos deve também contribuir para o desenvolvimento econômico dessas economias, o que implica na oferta de *funding* necessário para viabilizar a mudança estrutural em países com elevado grau de heterogeneidade produtiva. Daí a importância atribuída nesse artigo aos bancos de desenvolvimento em particular.

O objetivo deste artigo é, analisar como bancos de desenvolvimento atuaram como 'braço de política' para sustentar a demanda agregada e alavancar o crescimento econômico no Brasil, desde o pós-guerra. Partimos da hipótese de que a existência de um sistema financeiro eficiente é condição necessária para a sustentação do processo de desenvolvimento e da garantia do nível de investimento de forma a assegurar que ocorra mudança estrutural da economia. Sob uma perspectiva pós Keynesiana, o investimento inicial não depende do nível de poupança da economia, mas sim da preferência pela liquidez dos agentes e da disponibilidade de crédito para o investimento.

Tomando como exemplo o BNDES, a contribuição do artigo é mostrar em diferentes contextos macroeconômicos, como se deu a atuação do banco na direção de contribuir para o desenvolvimento econômico. Os diferentes contextos serão delimitados de acordo com o espaço de política doméstico para políticas pró-desenvolvimento. Nossa hipótese é a de que a atuação do BNDES foi mais bem-sucedida como braço de política econômica em prol do desenvolvimento do país à medida em que sua atuação esteve coordenada com demais políticas econômicas. Neste sentido, sua 'eficiência macroeconômica', ou seja, a sua funcionalidade para promover a mudança estrutural necessária para o *catching up*,

deve ser avaliada levando-se em conta sua articulação com outros instrumentos de política econômica - políticas monetária, fiscal, cambial e industrial.<sup>1</sup>

Para alcançar o objetivo proposto, esse artigo está dividido em quatro seções, além desta introdução. A seção 2, trata de uma resenha sobre o papel do crédito para o crescimento econômico. A seção 3 discute o espaço de política em economias em desenvolvimento dependente de financiamento externo. Na sequência, abordamos o financiamento do desenvolvimento e espaço de política no Brasil: a experiência do BNDES Na seção 5, elaboramos as considerações finais do artigo.

## **2 O papel do crédito para o crescimento econômico uma breve resenha da literatura Keynesiana**

Os serviços financeiros são essenciais para a oferta de liquidez na economia, primordial para o financiamento do investimento e, portanto, para o crescimento. O desenvolvimento econômico é viabilizado pela existência de sistemas financeiros aptos a ofertar financiamento ao processo produtivo. Como dizia Keynes, os bancos são os agentes responsáveis pela transição entre escala mais baixa de produtividade para a mais alta. Assim, são as instituições financeiras por meio da oferta de liquidez, e não os poupadores, que determinam o investimento. Portanto, a existência de instituições financeiras maduras é vital para a garantia do desenvolvimento. No entanto, a instabilidade inerente ao sistema financeiro pode limitar a habilidade dos investidores em promover um crescimento sustentável (Minsky, 1992; Studart & Alves Jr., 2019; Kregel, 2017).

O desenvolvimento do sistema capitalista permitiu que as economias pioneiras no processo de industrialização construíssem um arcabouço institucional que financiasse o crescimento produtivo. Assim, nos países centrais, a evolução do sistema financeiro foi acompanhada pela própria evolução do capitalismo e sua necessidade de financiamento. Quando a dinâmica econômica se adensou nos séculos XIX e XX e a concorrência internacional se acirrou, a importância de um sistema financeiro que atendesse as necessidades de países mais pobres era eminente. A deficiência do desenvolvimento financeiro limitou a capacidade de desenvolvimento dos países periféricos (Cunha et al., 2019).

Assim, o grau de consolidação dos sistemas de financiamento nos países em desenvolvimento, em específico da oferta de crédito de longo prazo, esbarrou em uma série de empecilhos macroeconômicos, legais e estruturais, tornando seu formato institucional

---

<sup>1</sup> Vale observar que o debate no Brasil sobre a articulação de política econômica e a atuação de bancos públicos tem sido pautada pela interferência da atuação dos bancos públicos na eficiência da política monetária. Neste contexto, argumenta-se que a falta de potência da política monetária para combater a inflação tem como um dos fatores a segmentação do mercado de crédito, que teria sua origem na incompletude da liberalização bancária realizada no país. Vieira (2019) mostra que Arida (2005) inaugura este debate acadêmico. Segundo Arida (2005, *apud* Vieira op. cit: 28): “O custo dos empréstimos concedidos tanto pelo BNDES quanto pela CEF tem sido sistematicamente inferior à taxa Selic ou ao custo do dinheiro no curtíssimo prazo. Isso reduz a potência da política monetária em comparação com uma situação alternativa, em que a taxa Selic afetasse também os créditos oriundos da CEF e do BNDES. Como consequência, a taxa Selic necessária para viabilizar uma determinada meta inflacionária tem de ser maior do que seria se os créditos da CEF e do BNDES tivessem seu preço fixado de forma não subsidiada.”

diverso tanto entre os países quanto intertemporalmente. Ou seja, tal formato, depende de um conjunto de fatores, dentre os quais o grau de desenvolvimento econômico, a evolução dos próprios sistemas financeiros, a configuração jurídica e a tradição de política macroeconômica (Araujo & Cintra, 2011).

Apesar da centralidade da discussão sobre a importância do financiamento ao investimento e, por conseguinte, para a mudança estrutural da economia, esse assunto passou a ser abordado mais ativamente apenas após o processo de reconstrução das economias nacionais com o fim da segunda guerra mundial. Nesse período foram criados, em parte considerável dos países que apresentaram programa de industrialização, bancos públicos, especialmente de desenvolvimento, voltados para o financiamento aos investimentos e garantia de estabilidade financeira e recursos suficientes para o sucesso desse processo. Tais instituições agiam como braço de política públicas para o desenvolvimento, assessorando a função do Estado de promover o crescimento. Tinha-se como base o paradigma keynesiano que argumentava que o mercado sozinho não seria capaz de garantir o pleno emprego. Sendo assim, a intervenção estatal era necessária para que esse objetivo fosse alcançado.

Para Keynes, escassez não é causada pela falta de recursos. Ao contrário – há pobreza na fartura. Escassez é provocada pelo excesso de demanda pela liquidez que gera desemprego e acentua a desigualdade. Ou seja, o comportamento dos financiadores - ofertantes de crédito, decidindo em ambiente de incerteza não probabilística, causa a instabilidade do sistema econômico e entraves ao seu progresso. Dessa forma, justifica-se a atuação do Estado para prover liquidez ao sistema, seja por meio de instituições públicas, seja por meio de gastos diretos<sup>2</sup> (Kregel, 2017).

O sistema capitalista provoca um conflito inerente entre o *rentier*, ou capitalista financeiro, e o setor produtivo, conflito esse que resulta em altos níveis de desemprego e é a própria natureza do *laissez-faire*. De acordo com Seccareccia, reconhecendo a importância do poder financeiro, Keynes pondera que em um mundo incerto o mercado financeiro, com alta preferência pela liquidez, vai priorizar o curto prazo em detrimento do longo prazo, coibindo o desenvolvimento de instrumentos capazes de prover o financiamento ao investimento. O resultante do conflito é a economia operando em um equilíbrio de subemprego. Nesse contexto, é necessário que o Estado, que está em posição de calcular a eficiência marginal do capital no longo prazo e com base nos ganhos sociais, assumas responsabilidades maiores para organizar o investimento diretamente. Ainda de acordo com o autor, a ideia de Keynes de socialização do investimento por meio da participação do Estado, conforme expresso no último capítulo da *Teoria Geral*, poderia chegar a dois terços ou três quartos dos investimentos totais da economia. “The partial socialization of

---

<sup>2</sup> O processo de desenvolvimento de todas as economias capitalistas contou com a intervenção do Estado – em variados graus, de acordo o país, período histórico e conjunto institucional. No entanto, essa intervenção nem sempre ocorreu de forma direta e aberta, muitas vezes veio acompanhada de uma roupagem diferente. Keynes argumentava que a ação do Estado na promoção do investimento é essencial. Para o autor, pai da macroeconomia, a Lei de Say não é válida no longo prazo. A economia gera inúmeros equilíbrios e não necessariamente o resultante é o equilíbrio de pleno emprego.

investment by means of an enhanced rate of public capital formation is expected to improve long term, private sector economic performance, leading to higher levels of output and employment growth” (Seccareccia, 1995:51).

Keynes não desenhou políticas públicas específicas que alcançassem o objetivo de socialização do investimento, no entanto, de acordo com Seccareccia (1995), Keynes apoiou a criação de um *National Investment Board* (NIB), que tinha como objetivo promover o equilíbrio de pleno emprego por meio da promoção do financiamento ao investimento de longo prazo. O NIB deveria agrupar fundos de investimento, públicos e privados, e assegurar a oferta de financiamento a custos competitivos para atrair investidores. O conselho se comportaria como um banco de investimento gerido pelo setor público. Dessa forma, Keynes defendia o controle do Estado na utilização dos fundos de investimento disponíveis. (Seccareccia, 1995:49).

Não apenas isso, Keynes escreveu sobre a importância da coordenação da oferta de crédito de forma a otimizar o investimento e o consumo, criando uma inteligência por trás da decisão de poupar, investir e qual a melhor distribuição setorial e regional para o crédito. “Não creio que estas questões devam ser inteiramente deixadas para as possibilidades de julgamento privado e de lucros privados, como são atualmente.” (Keynes, 1926:292). Ademais, a eclosão de crises financeiras causa instabilidade econômica, social e perda de formação bruta de capital e cabe ao Estado adotar políticas para garantir que a economia não desmorone. Para atuar de forma eficiente, é necessário um Estado comprometido com uma perspectiva de longo prazo e resistente a pressões do sistema financeiro de modo a preservar a estabilidade do investimento agregado (Seccareccia, 2011)<sup>3</sup>.

Ainda que Keynes tenha falhado em especificar um mecanismo próprio que cumprisse a função de coordenador da socialização ao investimento, suas teorias e hipóteses sobre a atuação do Estado e socialização do investimento, bem como a institucionalidade da oferta de crédito para o processo de desenvolvimento, permitem conjecturar seu apoio à existência de bancos públicos, em especial bancos de desenvolvimento, a quem compete, por definição, financiar o longo prazo. Dessa forma, coube, aos pós keynesianos determinar tal instrumento.

A referência de Keynes sobre a necessidade de economias monetárias maduras contar com uma instituição pública de investimento para a ‘socialização do investimento’ deve ser o ponto de partida para se entender qual o papel atribuído na literatura pós Keynesiana aos bancos de desenvolvimento.

### **Para que servem os bancos de desenvolvimento?**

O foco desse artigo é a atuação dos bancos de desenvolvimento, uma vez que, enquanto responsáveis pelo financiamento ao investimento e de longo prazo, são instrumentos

---

<sup>3</sup> Keynes critica o liberalismo do *laissez-faire* que para ele não é baseado em fatos reais, mas sim em hipóteses incompletas, introduzidas nos modelos para simplificá-los. As verdadeiras questões de formação dos mercados, como a falta de economias de escala, os custos iniciais muito altos e os retornos incertos, e a falta de informações suficientes para o projeto - são incorporadas ao modelo a posteriori e tratadas como problemas, ou doenças, nas palavras do autor (Keynes, 1926:284). Portanto, para a sociedade alcançar o equilíbrio no pleno emprego, a intervenção do Estado é essencial.

eficazes no processo de mudança estrutural na economia. As justificativas expostas nesse artigo para existência de bancos públicos em geral coincidem com os fundamentos para existência de bancos de desenvolvimento (BD) em particular. No entanto, BDs vão além das razões discutidas na literatura. Abaixo, quando o artigo menciona banco público, inclui-se, portanto, as razões de existência de bancos de desenvolvimento. À medida que as funções vão sendo expostas, ocorrerá um estreitamento das funcionalidades para incluir apenas os bancos de desenvolvimento.

A centralidade da importância do crédito para o financiamento do processo de desenvolvimento justifica a intervenção do Estado na intermediação financeira. No entanto, o escopo da intervenção ainda é motivo de disputa entre as diversas correntes de pensamento econômico. Deos e Mendonça (2010) apresentam um levantamento na literatura sobre o papel de instituições financeiras públicas. Classificam as diversas visões em duas grandes categorias- a convencional e a não convencional.

Na categoria convencional, pró mercado, justifica-se a existência de bancos públicos (BP) em função das imperfeições ou falhas de mercado, tais quais a assimetria de informações, concorrência imperfeita e incompletudes do mercado de capitais. Nessa perspectiva, os bancos públicos têm a função de atuar nos mercados onde o setor privado não atua (Cunha, et al., 2016). BPs seriam uma solução “*second best*”, no sentido que agiriam apenas de forma complementar aos bancos privados, que, por falhas no mercado, não atuam da forma mais eficiente.<sup>4</sup>

De acordo com Deos e Mendonça (2010), a teoria convencional abre quatro abordagens de atuação dos bancos públicos:

1. Visão social – Bancos Públicos são criados para atuar nas falhas de mercado, em projetos com alto retorno social, quando os custos são menores do que os retornos esperados. Nesse contexto, os bancos públicos serviriam para atuar nos nichos não cobertos pelos bancos privados. (Stiglitz, 1994; Hermann, 2010)
2. Visão desenvolvimentista – as incompletudes dos mercados financeiros em economias subdesenvolvidas justificam a existência de BPs para promover o processo de desenvolvimento, até que o mercado financeiro esteja operando de forma eficiente.
3. Visão política – de cunho mais crítico à existência dos BPs, argumenta que as instituições públicas são cooptadas por interesses políticos que não são, necessariamente, socialmente eficientes – “as falhas de governo são superiores às falhas de mercado” (op. cit:54). Dessa forma, o ideal seria a intermediação do Estado no setor financeiro ocorrer por meio de regulamentação e controle.

---

<sup>4</sup> Os argumentos que justificam a intervenção pública no mercado creditício na perspectiva convencional, que trabalha com a hipótese central de que o Estado não deve intervir na economia abrangem: 1. a necessidade de garantir a solidez e a segurança do sistema financeiro devido a existência de externalidades negativas caso o mercado entre em crise; 2. a existência de informações assimétricas de elevado custo, especialmente no mercado financeiro; 3. Financiamento de projetos socialmente importantes; e 4. Promover o desenvolvimento financeiro. (Deos & Mendonça, 2010)

4. Visão de agência – realça a necessidade de BPs para atuar nas falhas de mercado, mas argumenta que devem ser usadas com cautela para que não sejam cooptadas por interesses políticos – é uma visão intermediária entre as visões social e desenvolvimentista com a visão política.

Na teoria não convencional, a existência de bancos públicos é justificada para além das falhas de mercado. Sua atuação não se limita a complementar as instituições privadas, mas deve também mitigar a sua atuação pró cíclica.

De fato, o papel dos bancos públicos mais celebrado desde a eclosão da crise financeira que se iniciou no biênio 2007/2008 foi a atuação contra cíclica. Isso porque com o advento da referida crise as instituições públicas de vários países passaram a atuar provendo liquidez aos mercados financeiros. O setor financeiro privado atua de modo pró-cíclico, expandindo o crédito em momentos de aceleração da economia, quando a confiança dos agentes está alta e a própria natureza concorrencial desses mercados faz com que as instituições adotem comportamentos menos conservadores a fim de evitar perdas de *market share*. Em contrapartida, em momentos de crise ou instabilidade econômica que antecipam possível recessão, as instituições financeiras aumentam a preferência pela liquidez e restringem a oferta de crédito, aprofundando o período de baixa e criando um círculo vicioso. Ou seja, o comportamento dos bancos tende a agravar as crises ao reduzir a liquidez do sistema exatamente quando ela é mais necessária<sup>5</sup> (Minsky 1986). Isso significa que a preferência pela liquidez das instituições financeiras está relacionada diretamente ao estado de expectativa dos agentes ao longo do ciclo econômico. A expansão do crédito nos períodos de crescimento, bem como sua contração em períodos de crise, são características inerentes da atividade bancária, especialmente do setor privado que segue uma lógica de lucratividade<sup>6</sup>. Os bancos públicos teriam, portanto, a função de minimizar os efeitos desse ciclo financeiro, garantindo a oferta de liquidez na economia mesmo em momentos de crise econômica.

Adicionalmente, destaca-se o papel de braço de políticas públicas dos bancos públicos, que atuam de acordo com as diretrizes do governo. Para tanto, devem ofertar uma gama de produtos diferenciados em relação ao setor privado, no que tange a custo, prazo e / ou operacionalidade. Dessa forma, são instituições que direcionam o crédito, seguindo uma orientação de política pública, sendo executores das políticas governamentais (Andrade & Deos, 2009).

Realça-se nesse ponto que, de forma a cumprir sua função a contento, ou seja, para atuarem efetivamente enquanto braço de política pública, os bancos públicos devem estar coordenados com as demais instituições públicas, políticas do Estado e políticas

---

<sup>5</sup> Teoria conhecida como “hipótese da fragilidade financeira” de Minsky.

<sup>6</sup> Minsky (1986) separa os perfis de financiamento em três estágios: *Hedge*, quando os fluxos de rendimento dos agentes cobrem tantos os juros quando o principal dos empréstimos financeiros; especulativo, quando os fluxos de rendimento a curto prazo cobrirão apenas juros; Ponzi, quando as receitas de curto prazo são insuficientes para cobrir os juros, de modo que a dívida aumenta. Ao longo do ciclo econômico expansionista, as posições financeiras evoluem para posições principalmente especulativas e Ponzi.

macroeconômicas. Em caso de ocorrer uma atuação descoordenada, o banco atuaria apenas como um agente pontual, incapaz de viabilizar mudanças.

Nesta perspectiva a atuação de bancos públicos vai além de suprir falhas de mercado ou de melhorar a alocação do crédito.<sup>7</sup> Deveriam ser pensados como integrantes do *Big Government*, e na interpretação de Minsky esta estrutura pública desenvolveria instituições estabilizadoras, que teriam como função principal sustentar a geração de lucros para a validação de contratos de dívidas, mantendo a demanda agregada.<sup>8</sup> Andrade e Deos (2009) sugerem então, que neste entendimento, a visão de Minsky indicaria que os BPs poderiam ser chamados de *Big Government Banks*.

Esse artigo avança a sugestão argumentando que os Bancos de Desenvolvimento teriam missão ainda mais específica na reversão da fragilidade financeira, uma vez que ao garantirem a manutenção do financiamento ao investimento de longo prazo, viabilizam a mudança estrutural. Bancos de desenvolvimento cuja missão seja promover o desenvolvimento e, conforme mencionado, que atuam inseridos em uma política ampla do Estado, concatenando as demais políticas públicas e econômicas, podem garantir que o fluxo de financiamento ao investimento não seja interrompido, minimizando a fragilidade financeira.

Nossa proposta de concepção de bancos de desenvolvimento é, em acordo com o exposto, entender estas instituições como parte integrante da administração pública atuando em prol do desenvolvimento das estruturas econômicas.

Ao fazermos esta especificação, estamos sinalizando que a inserção das instituições financeiras públicas nas economias deve ser adequada ao grau de desenvolvimento de cada economia. Mais ainda, deve levar em consideração também o grau de autonomia das economias para a condução da política econômica.

Em economias de mercado maduras, possivelmente o traço mais relevante dessas instituições deva ser contracíclico, de sustentação do nível de demanda agregada no longo prazo. Em economias em desenvolvimento, onde o espaço de política é mais restrito dada sua inserção desigual e assimétrica no sistema financeiro internacional,<sup>9</sup> possivelmente a atuação mais relevante deva ser no provimento de *funding* para o desenvolvimento da estrutura produtiva. Ainda que nessas economias houvesse um sistema financeiro privado capaz de ofertar crédito para o financiamento de longo prazo, a existência de bancos de desenvolvimento se justificaria para garantir que o processo de desenvolvimento não fique a mercê da instabilidade dos ciclos financeiros. Ou seja, garantir que o processo de financiamento ao investimento produtivo tenha continuidade. Claro que tanto o aspecto contracíclico como o de alocação de crédito devem estar presentes em ambos os casos,

---

7 Ver Andrade e Deos (2009), para uma conceituação de bancos públicos na visão Keynes-Minsky.

8“With Big Government, a move toward a deep depression is accompanied by a large government deficit that sustains or increases business profits. With profits sustained, output and employment are sustained or increased” (Minsky, 2008: 330)

<sup>9</sup> Par uma discussão sobre assimetria de moedas e impacto sobre o desenvolvimento econômico, ver de Paula et al (2017).

porém com ênfases diferentes, de acordo com o grau de autonomia de política econômica em cada caso. Portanto, os bancos de desenvolvimento em economias em desenvolvimento não devem ser considerados alternativas “*second best*” como na visão convencional, mas sim instrumentos essenciais, que atuam, para promover a mudança estrutural de forma mais eficiente do que as instituições financeiras privadas.

Assim, nosso próximo passo é fazer uma digressão sobre o espaço de política em economias em desenvolvimento para melhor contextualizar a necessidade de bancos de desenvolvimento como braço de política econômica.

### **3 *Big Government Bank* e o espaço de política em economias em desenvolvimento dependente de financiamento externo**

A atuação de bancos públicos, em especial bancos de desenvolvimento, como braço de política econômica deve ser entendida, no contexto de economias em desenvolvimento, como uma forma de ampliar o espaço de política econômica. Em especial, economias em desenvolvimento que optaram pela estratégia de crescer com absorção de poupança externa, como o caso da economia brasileira, o que se observa é que a maior dependência do financiamento externo implica uma limitação ao espaço de política econômica.<sup>10</sup>

Kregel (2004) aponta que Keynes havia alertado para os riscos de abrir a economia ao fluxo financeiro externo com o propósito de atrair poupança externa, entendendo que tal política teria como efeito negativo restringir o espaço de política doméstica, ou seja, sua capacidade de adotar políticas econômicas voltadas para maximizar a produção e emprego.

Kregel (2004: 580), aplicando a definição de fragilidade financeira de Minsky<sup>11</sup> à economias em desenvolvimento que complementam suas poupanças domésticas com poupanças externas, conclui que “por definição e por design, [as economias em desenvolvimento estarão] operando um perfil financeiro ‘Ponzi’, uma vez que os juros e a amortização dos empréstimos só podem ser atendidos por entradas adicionais de capital estrangeiro.” Isso implica que para um país usar dívida externa para financiar seu crescimento em um mundo financeiramente integrado, “seu sucesso depende da disposição dos credores estrangeiros em continuar emprestando”.

Kregel (2004) apresenta duas estratégias a serem seguidas pelo país para garantir empréstimos contínuos - construindo capital “real” ou construindo capital “financeiro”. No primeiro caso, construir capital “real” significa usar o empréstimo estrangeiro para investir em projetos que aumentem a participação das exportações líquidas no Produto Interno Bruto (PIB), de modo que os ganhos cambiais acabem chegando ao ponto em que cubram os compromissos de financiamento criados pelos empréstimos. Por outro lado, construir capital “financeiro” significa aumentar a confiança dos credores na sua decisão de emprestar, para que continuem a aumentar os empréstimos em quantias suficientes para

---

<sup>10</sup> Para uma discussão sobre estratégias de desenvolvimento, ver Unctad (2015).

<sup>11</sup> A definição de fragilidade financeira de Minsky pode ser entendida como o resultado de mudanças nas preferências de liquidez de banqueiros e empresários, representadas por alterações nas margens de segurança exigidas na criação de liquidez produzida pela transformação da maturidade.

afiançar que os compromissos existentes com o serviço da dívida possam ser cumpridos. Essa abordagem exige garantir aos credores a capacidade continuada de empréstimos desses países para cumprir os compromissos em moeda estrangeira e o sucesso contínuo do jogo Ponzi.

Segundo a visão de Kregel, a construção de capital "real" implicaria que a abertura da economia deveria dar tempo aos produtores nacionais para promover programas de reestruturação para melhorar a produtividade e enfrentar a crescente concorrência externa. Na verdade, somente se o país tiver êxito em promover uma mudança estrutural em direção à produção de bens e serviços mais sofisticados, a condição de criar capital financeiro para atender aos crescentes déficits em conta corrente seria cumprida. Mas, se esse não for o caso, o país deve enfrentar o cenário em que a única alternativa que resta é influenciar seu prêmio de risco internacional (Kregel, 2008:582).

É claro, então, que, nesse contexto, a margem de manobra para conduzir a política macroeconômica é reduzida para promover as mudanças estruturais necessárias para melhorar a balança comercial e cumprir os compromissos de dívida da balança de serviços. Frente a este possível cenário, a atuação de bancos de desenvolvimento pode ser entendida como uma estratégia de desenvolvimento na linha de prover a alocação de recursos a longo prazo para o financiamento do crescimento. Dessa forma, o processo de financiamento ocorre com menor necessidade de capital internacional, minimizando as restrições do balanço de pagamentos. Em um contexto de financiamento ao investimento com recursos domésticos o país se torna menos dependente do capital internacional.

Além disso, o contexto macroeconômico das economias em desenvolvimento é de maior fragilidade financeira, dado o perfil pró-cíclico dos fluxos internacionais de capital. Nesse conjunto geral, de acordo com Kregel (op. cit.), em que as economias precisam demonstrar compromisso em pagar suas dívidas, influenciando a confiança do credor, o único instrumento político sob seu controle é a dívida pública. Portanto, a política fiscal é pró-cíclica e, o espaço fiscal é estreito, pois o tamanho dos déficits e dívidas parece o mercado ameaçar uma crise fiscal.

Uma maneira de controlar a dívida fiscal é reduzir a taxa de juros doméstica. No entanto, uma economia em desenvolvimento financeiramente integrada pode não ser capaz de fazê-lo, porque o diferencial da taxa de juros é um instrumento importante para atrair capital estrangeiro. Além disso, se a economia estiver no regime de metas de inflação, a taxa de juros é o único instrumento para controlar a inflação. O diferencial da taxa de juros, por sua vez, tem um efeito negativo na taxa de câmbio real, que tende a ser supervalorizada no longo prazo. Manter a taxa de juros em um nível alto também deteriora o perfil da dívida pública, condenando a economia a uma taxa de crescimento baixa, pois o espaço fiscal da economia é limitado.

Em suma, as consequências de manter um alto nível de taxa de juros real, seja para controlar a inflação e / ou para atrair capital, uma taxa de câmbio real não competitiva e um superávit fiscal alto, levam a um baixo desempenho de crescimento, o que torna a economia menos atraente para capital estrangeiro. Como resultado, a criação do capital "financeiro" pode ser corroída. Portanto, uma conclusão a ser tirada da estratégia de usar a poupança

externa para impulsionar o crescimento através do desenvolvimento de economias que são financeiramente integradas é que elas inevitavelmente terminarão em um esquema Ponzi.<sup>12</sup>

Uma alternativa para a redução da dependência de fluxos financeiros externos é o desenvolvimento de instituições financeiras públicas, em particular bancos de desenvolvimento, para prover financiamento para a criação de 'capital real'. Neste sentido, Ocampo et al (2009: 153) ao apontarem alternativas de políticas para promover a transformação estrutural que possibilitaria o *catching up*, concluem a favor de bancos de desenvolvimento ao afirmarem: "*A major instrument that has not been limited by international agreements is development banking.*" No mesmo sentido, Kregel (2017) também expõe que uma opção eficiente para diminuir a fragilidade financeira das economias seria a criação de bancos de desenvolvimento, que atuariam de forma contracíclica, garantindo uma rede de segurança financeira.

Minsky argumenta que o *free market* não promove estabilidade e a insegurança do mercado financeiro deve ser combatida com um governo ativo, intervencionista, eficiente e capaz de atuar prontamente na eminência de crises. O capitalismo é dinâmico, portanto, necessita de instituições e regulamentação que acompanhe seu estágio de desenvolvimento – daí a importância de não utilizar uma teoria geral para as políticas públicas, mas sim entender as especificidades de cada país, seu período histórico e estágio de desenvolvimento (Papadimitriou & Wray, 1997). Neste caso, o sucesso de bancos de desenvolvimento em alavancar o desenvolvimento pode ser avaliado à medida em que é eficiente em promover a mudança estrutural na direção de estrutura produtivas mais complexas e avançadas.

A próxima seção discute a evolução da experiência brasileira como bancos públicos, em especial o BNDES, para avançar no processo de criação de 'capital real'.

#### **4 Financiamento do desenvolvimento e espaço de política no Brasil: a experiência do BNDES**

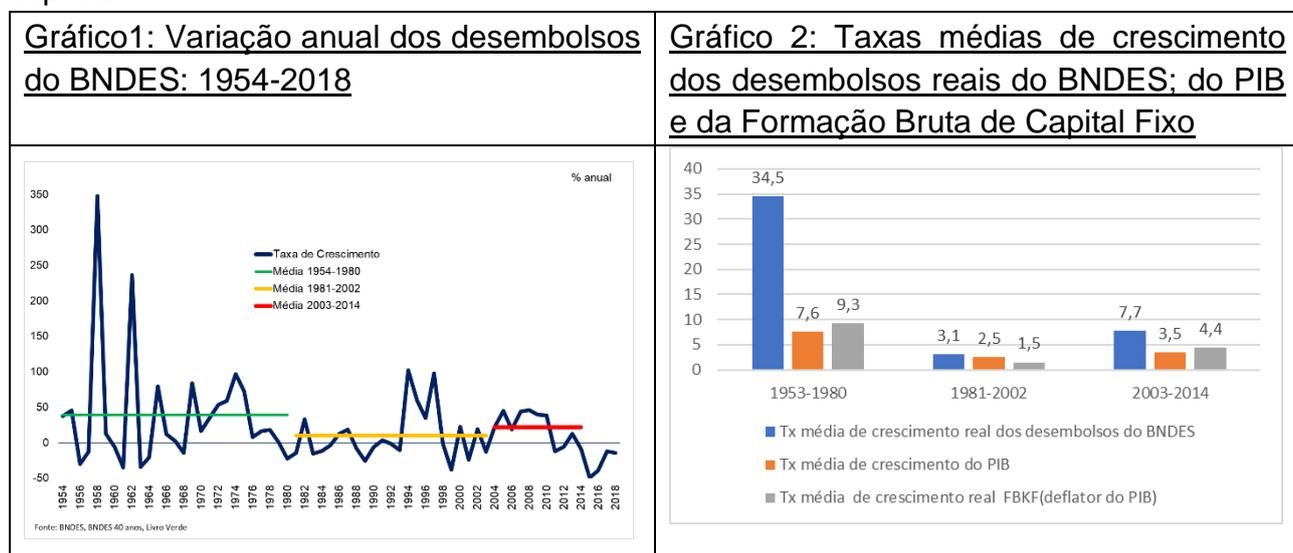
No Brasil, o financiamento a atividades produtivas sempre teve forte presença de instituições financeiras públicas. Questões relacionadas ao financiamento do processo de desenvolvimento especificamente chegaram ao topo da agenda na década de 1940, resultante da política econômica do Estado Novo (1930-1945) e o avanço da industrialização. Assim, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), posteriormente transformado em Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), iniciou suas operações em 1952 com o propósito de apoiar o processo de transformação produtiva. O banco de desenvolvimento foi lançado com recursos financeiros internos e externos para apoiar o programa de industrialização na época. (Horn, et al., 2015).

---

<sup>12</sup> Vale lembrar que desde a crise Asiática nos anos 1990, a maioria das economias periféricas adotaram como estratégia o acúmulo de reservas como medida precaucional à fuga de capitais. A política de acúmulo de reservas é importante para aumentar o grau de autonomia da política econômica, porém tem efeito de curto prazo, para dar um 'fôlego' às autoridades econômicas, frente a uma crise cambial severa.

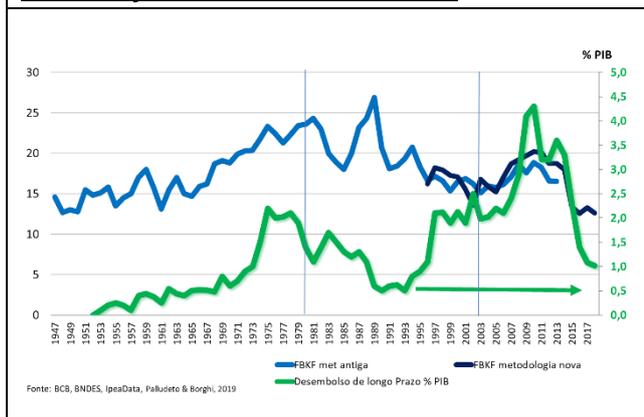
Nesta seção a análise se concentra na atuação do BNDES, como o principal banco de desenvolvimento do Brasil. Dividimos a análise em três períodos, a fim de ilustrar como sua capacidade de gerar riqueza para o país por meio da transformação da estrutura produtiva, variou ao longo do tempo. O primeiro período inicia-se com a criação do banco e se estende até o final dos anos 1970, após o segundo choque do petróleo e de juros. O segundo período incorpora os anos 1980 e 1990, quando se consolida a abertura da economia. O terceiro período inicia-se em 2003, quando a política industrial volta a ser discutida.

Nos Gráficos 1 e 2 estão as taxas médias de crescimento real dos desembolsos do BNDES em termos anuais e pelos períodos selecionados, respectivamente. No período de consolidação do BNDES, os desembolsos foram crescentes, impactando positivamente o crescimento do PIB e da formação bruta de capital, que apresentaram as maiores taxas relativamente aos outros períodos (Gráfico 2). O período que abrange os anos 1980 e 1990 até 2002, é o de menor taxa média de crescimento dos desembolsos do BNDES, e do PIB e da formação bruta de capital. No período mais recente (2003-2014), há uma recuperação no ritmo de crescimento dos desembolsos, assim como do PIB e da formação bruta de capital.



O Gráfico 3 traça a evolução dos desembolsos do BNDES como porcentagem do PIB e da taxa de investimento, sinalizando uma maior correlação positiva no primeiro e no terceiro período. O Gráfico 4 mostra como indústria de transformação começa a perder participação a partir dos anos 1990 com a abertura econômica e redefinição do papel do BNDES na economia. A partir de 2003 há uma leve recuperação da participação relativa da indústria, porém o processo de desindustrialização se acentua na presente década.

**Gráfico 3: Desembolso de longo Prazo BNDES e Formação Bruta de Capital Fixo em relação ao PIB: 1947-2018**



**Gráfico 4: Participação da Indústria de Transformação no PIB: 1947-2018**



### **1952-1980-A criação do BNDE e a consolidação do processo de industrialização com elevada coordenação de política industrial, comercial e macroeconômica**

O financiamento do processo de industrialização no Brasil foi baseado no fornecimento de crédito de longo prazo por meio de instituições financeiras públicas e capital estrangeiro (crédito e investimento direto estrangeiro). O BNDE, como principal instituição financeira de desenvolvimento, manteve um papel altamente relevante, preenchendo a lacuna deixada pelos bancos privados e pelo mercado de capitais. Havia, no período, um conjunto de instituições financeiras públicas, de alcance nacional e regional, que atuavam no processo de financiamento ao desenvolvimento, compondo uma rede financeira que tinha como objetivo a promoção do desenvolvimento.

A década de 1950 marcou o processo de industrialização no Brasil. Para sua consolidação, era necessário realizar mudanças estruturais na economia, especialmente via infraestrutura produtiva. A criação de uma instituição financeira oficial do Estado que canalizasse os recursos necessários para a efetivação desse projeto vinha sendo discutido desde meados da década de 1940, quando o diagnóstico de como superar os entraves e promover as potencialidades da economia nacional apontaram para a necessidade de um banco de desenvolvimento que atuasse como braço de política pública para promover a mudança estrutural. Criou-se o BNDE, gerindo e mobilizando recursos financeiros internos e externos e organizando as providências necessárias à execução de projetos relacionados ao desenvolvimento sustentável (Costa Neto, 2004; Horn, et al., 2015).

O Banco, nesse primeiro momento, atuou essencialmente no apoio a projetos públicos, garantindo investimento ferroviário, energético e siderúrgico. Em 1964, 12 anos após sua fundação, o BNDE volta-se ao financiamento ao investimento do setor privado por meio de uma série de programas. Nesse ano foi criada a Finame - Agência Especial de Financiamento Industrial, que objetivava promover o parque industrial nacional. Em 1965, o Banco passou a operar como instituição de segundo piso, ou seja, repassadora de recursos para outros agentes financeiros. O objetivo era aumentar a capilaridade do Banco,

permitindo uma distribuição do financiamento em todo o território nacional<sup>13</sup>. A partir de 1974 com o II Plano Nacional de Desenvolvimento – PND, o BNDE passou a atuar mais claramente em consonância com a orientação política do governo, financiando essencialmente a produção de bens de capitais e insumos básicos<sup>14</sup>. O Banco operava não apenas como fornecedor de crédito de longo prazo para os projetos, mas também como órgão de inteligência, realizando estudos setoriais e econômicos, oferecendo aos empresários projetos rentáveis e necessários ao projeto industrializante em curso.<sup>15</sup>

O período em tela foi definido pela intencionalidade do Estado em promover a industrialização nacional, marcando o processo desenvolvimentista<sup>16</sup> do Brasil. Os anos 1970 possuem como elementos comuns a vigência de modelo econômico determinado por elevadas taxas de crescimento da atividade e da formação de capital. O período contou com o BNDE atuando ativamente por meio tanto do crescente desembolso, que, de acordo com as estimativas de Palludeto e Borghi (2019) alcançaram expressivos 2,0% do PIB até o fim da década de 1980, quanto por meio do planejamento de longo prazo e inserção na política econômica delineada pelo Estado (Torres Filho & Costa, 2012; BNDES, 1992).

Pode-se dizer, ademais, que ao longo do período abrangendo o fim dos anos 1950 e as duas décadas seguintes, houve uma harmonização fina entre as políticas industriais e comerciais, de tal forma que estas foram condicionadas pelos principais objetivos dos vários Planos Nacionais de Desenvolvimento adotados. Como exemplo, pode-se mencionar a política cambial. Com o objetivo de evitar a supervalorização da moeda brasileira comparativamente aos seus principais parceiros comerciais, o governo brasileiro introduziu um mecanismo de ajustamento do câmbio onde este variava quase mensalmente pela diferença entre as taxas de inflação do Brasil e dos principais parceiros comerciais. Esse regime cambial durou entre 1968 e 1994, com poucas exceções de interrupção. Este é um indício importante de que a política macroeconômica foi coordenada com os instrumentos e objetivos das políticas industriais e comerciais resultando em eficiências dinâmicas na

---

<sup>13</sup> O Banco de Desenvolvimento tem apenas uma agência bancária, no Rio de Janeiro, dificultando sua inserção regional.

<sup>14</sup> Minerais e minérios, produtos siderúrgicos e metalúrgicos de não ferrosos, produtos químicos e petroquímicos, fertilizantes, cimento e celulose e papel (BNDES, 1992: 19).

<sup>15</sup> A forte presença de instituições financeiras públicas no sistema financeiro nacional nem sempre foi unanimidade no debate acadêmico e político. Durante a história do sistema financeiro brasileiro, muitas tentativas de aumento da oferta de crédito destinado ao investimento por parte das instituições privadas e de estímulo ao mercado de capitais ocorreram. No entanto, duas delas foram de maior intencionalidade, alterando a normatização e operacionalização do sistema financeiro. A primeira forte tentativa para reordenar o sistema financeiro ocorreu durante o período 1964/1966 quando o governo federal incorreu em uma ampla reforma bancária que tinha como principal objetivo reduzir a participação do setor público na economia e impulsionar o mercado de capitais (Hermann, 2002). Para tanto, o plano contemplava um amplo incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais e estímulos ao setor financeiro privado para que se instalasse no Brasil. As fontes de financiamento privadas eram consideradas mais eficientes do que as fontes públicas, portanto mais desejáveis. Apesar do esforço, as reformas não significaram mudanças consideráveis no processo de financiamento doméstico, que seguiu a cargo dos bancos públicos, autofinanciamento e financiamento externo.

<sup>16</sup> De acordo com Fonseca (2014, p. 59) “[...] entende-se por desenvolvimentismo a política econômica formulada e/ou executada, de forma deliberada, por governos (nacionais ou subnacionais) para, através do crescimento da produção e da produtividade, sob a liderança do setor industrial, transformar a sociedade com vistas a alcançar fins desejáveis, destacadamente a superação de seus problemas econômicos e sociais, dentro dos marcos institucionais do sistema capitalista.

economia brasileira. De fato, entre 1950 e 1979, a produtividade do trabalho cresceu em média 4,4% ao ano, enquanto o PIB real do Brasil cresceu 7,3% ao ano, em média, no mesmo período. Além disso, o crescimento da produtividade do trabalho foi acompanhado por um forte aumento (3,3% ao ano, em média) no emprego, também no mesmo período.

### **1981-2002 - Da crise da dívida à abertura econômica e estabilização dos preços: redefinição do papel do BNDES**

A crise da dívida externa nos anos 1980 interrompeu o período de alto crescimento da economia brasileira e colocou o país em um grave desequilíbrio fiscal e alta inflação. O novo ambiente externo e doméstico teve repercussões nas instituições financeiras de desenvolvimento, que foram usadas como financiadores para os crescentes déficits orçamentários dos estados. Esse uso das instituições financeiras públicas teve um impacto negativo em seu balanço patrimonial e contribuiu para a deterioração gradual das posições de passivo das instituições. A necessidade de promover o ajuste macroeconômico na economia brasileira estabeleceu uma forte conexão entre o crescente déficit público e a construção de uma fragilidade financeira das instituições financeiras públicas que forneceu argumentos para um novo espaço regulatório.

A erupção da crise da dívida externa em 1980, que levou ao colapso dos fluxos internacionais de capitais privados para os países latino-americanos em 1982, significou uma desconexão completa entre políticas industriais, comerciais e macroeconômicas. Uma vez que uma grande quantidade de despesas anuais com dívida externa teve que ser paga, as políticas comerciais, especialmente a política de importação, tornaram-se um poderoso instrumento para controle do balanço de pagamentos - em vez de ser uma ferramenta de política industrial. Um programa definitivo de liberalização comercial seria adotado apenas no início dos anos 1990.

Assim, após um longo período de industrialização impulsionado pela substituição de importações, o Brasil adotou uma reforma unilateral da liberalização comercial entre março de 1990 e dezembro de 1994, juntamente com outras reformas liberalizantes de redução do tamanho do estado via programa de privatizações, a desregulamentação financeira e abertura da conta de capital. Essas reformas, se de um lado contribuíram para estabilizar a economia, por outro não recuperaram o seu dinamismo. A liberalização do comércio caracterizou-se pela eliminação da maioria das barreiras comerciais e não comerciais relativamente rápida. Ademais, a reforma comercial foi adotada juntamente com a liberalização da conta de capital, bem como em um contexto de forte supervalorização da moeda.

A política industrial praticamente desapareceu do foco político do governo no Brasil entre 1990 e o início dos anos 2000. Em consequência, os financiamentos do BNDES passaram a priorizar as empresas que trariam vantagens competitivas para o Brasil, tanto no nível doméstico quanto internacional: o foco do banco passou da indústria para a firma.

Além disso, na década de 1980, a orientação neoliberal em todo o mundo reforçou argumentos a favor da redução do peso do setor público na economia. Em meio a esse novo ambiente retórico e a necessidade de superação da instabilidade macroeconômica do

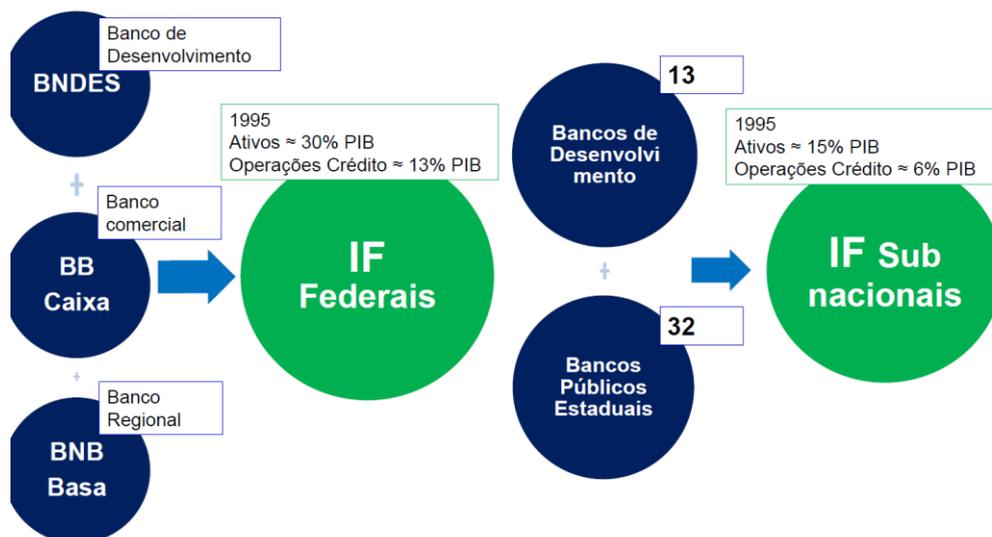
país, o BNDES relegou as estratégias de desenvolvimento para segundo plano e passou a atuar no socorro financeiro a empresas em crise (Torres Filho & Costa, 2012). Em relação ao financiamento aos projetos de infraestrutura, ao invés de executar diretamente para os estados e municípios, o Banco buscou mobilizar capital privado para a realização dos investimentos públicos (BNDES, 1992). Essa orientação foi consolidada na década de 1990 com os projetos de privatização e o Banco se tornou o gestor do Programa Nacional de Desestatização, por meio do suporte técnico, administrativo e financeiro (BNDES, 1992).

Adicionalmente, o programa de estabilização monetária dos anos 1990 conformou um novo espaço regulatório, no qual as orientações de política apontaram para a redução da participação do Estado no setor bancário, impactando as instituições financeiras públicas em geral. A estabilização monetária alcançada com o Plano Real trouxe um problema de rentabilidade ao Sistema Financeiro Nacional, que tinha no imposto inflacionário uma fonte importante de suas receitas. As instituições financeiras enfrentaram dificuldades em promover os ajustes necessários à sua sobrevivência nesse novo ambiente e vários bancos quebraram, gerando enormes custos financeiros e sociais. Para minimizar a instabilidade financeira, o governo federal implantou três grandes programas de reforma do setor financeiro:

1. Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) – promovia o equacionamento patrimonial das instituições financeiras privadas por meio de intervenção do Banco Central, fusão e aquisição. Tinha como objetivo principal assegurar a liquidez e a solvência do Sistema Financeiro Nacional.
2. Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes) - voltado para o equacionamento dos desequilíbrios patrimoniais das instituições públicas regionais. Resultou na forte redução dessas instituições no total do sistema financeiro nacional por meio de privatizações ou fusões.
3. Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef) – voltado para os bancos públicos federais, compreendia na adoção de medidas de saneamento, enfatizando a transferência para o Tesouro Nacional de créditos problemáticos da carteira de ativos e a cessão de créditos para a Empresa Gestora de Ativos (Emgea), empresa não financeira vinculada ao Ministério da Fazenda e criada especificamente para gerir esses créditos. Além disso, o BCB recomendou uma série de aprimoramentos na governança das instituições, que deveriam ser adotados de forma a garantir sua eficiência e eficácia.

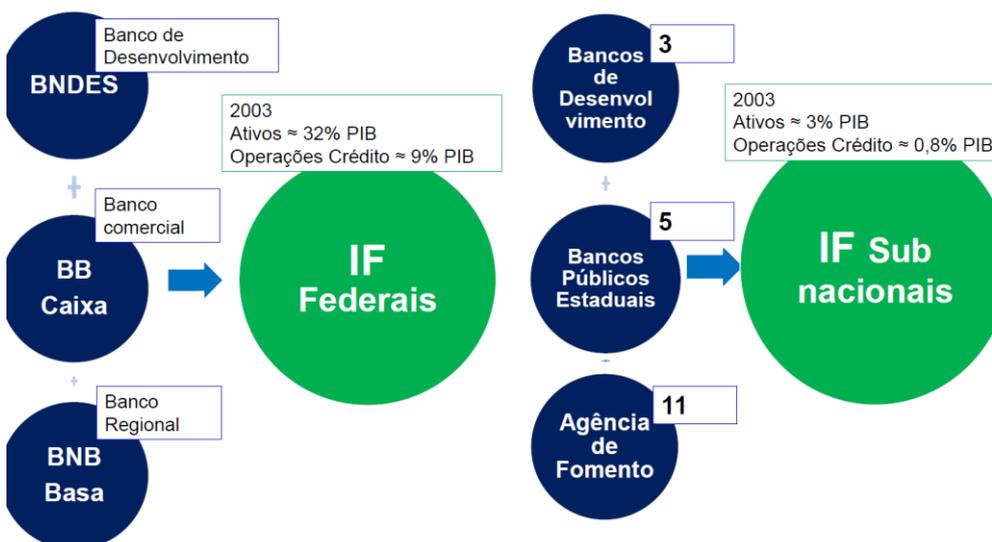
A Figura 1 mostra a estrutura do Sistema Financeiro de Desenvolvimento em 1995, antes do sistema financeiro nacional passar pelas referidas mudanças estruturais (o Proer foi lançado em 1995). Havia no Brasil 45 instituições financeiras regionais que somavam 15% do PIB em ativos e 6% do PIB em operações de crédito. No âmbito federal o Brasil contava com cinco grandes bancos que totalizavam 30% do PIB em ativos e 13% do PIB em operações de crédito. Os programas de reestruturação do SFN alteraram essa estrutura e o conjunto de instituições públicas foi diminuído e reconstituído.

**Figura 1: Instituições Financeiras de Desenvolvimento Nacionais e Subnacionais em 1995**



Com as medidas de privatização, no início dos anos 2000, a arquitetura dos bancos públicos regionais era composta por agências de desenvolvimento, três bancos de desenvolvimento - BRDE, BDMG e BANDES - e cinco bancos comerciais estatais - BANESE, BANESTES, BANPARA, BANRISUL e BRB. Alguns estados que perderam suas instituições financeiras oficiais criaram Agências de Fomento, novas formas de instituições financeiras geradas no âmbito das referidas reformas, são instituições financeiras não bancárias, cujo principal escopo de atuação é o financiamento do investimento nos estados onde tenham sede. Os bancos federais foram preservados, mas passaram a atuar de forma orientada para o mercado, relegando sua atuação de agente de desenvolvimento a segundo plano. O BNDES se tornou o agente do processo de privatização em curso.

**Figura 2: Instituições Financeiras de Desenvolvimento Nacionais e Subnacionais: 2003**



Em 2003, momento que marca o início da próxima fase, esse conjunto de instituições havia perdido tamanho em comparação a 1995. Havia 19 instituições financeiras regionais que somavam 3% do PIB em ativos e 0,8% do PIB em operações de crédito. No âmbito federal permaneceram cinco instituições, mas com operações reduzidas: agora totalizavam 32% do PIB em ativos e 9% do PIB em operações de crédito.

### **2003-2018: A consolidação do tripé macroeconômico e a retomada das políticas industriais com baixa coordenação de política**

A partir de 2003, um novo marco da política creditícia foi instaurado no Brasil<sup>17</sup>, com o aumento das operações de crédito na economia, utilizado para impulsionar o consumo e criar um círculo virtuoso na economia. O governo de Luiz Inácio Lula da Silva, que iniciava, tinha na alavanca do crédito um importante instrumento capaz de estimular a demanda agregada e, por conseguinte, o investimento. O período registrou expansão concomitante das operações de crédito das instituições financeiras públicas e privadas, ainda que, num primeiro momento, tenha tido como vetor dinâmico os bancos privados. Essa diferenciação entre os dois grupos (públicos e privados) foi revertido a partir da crise financeira internacional, que se iniciou no biênio 2007/2008, quando os bancos públicos foram utilizados como instrumentos de políticas contra cíclicas e puxaram o aumento das operações de crédito.

O período marcou também a volta da política industrial como um dos principais mecanismos de promoção de atividades consideradas estratégicas para acelerar mudanças estruturais em direção à setores de maior sofisticação tecnológica, bem como diversificar estruturas produtivas e de exportação. Os três programas de política industrial adotados nesse período – PITCE (2003-2007); PDP (2008-2010); Plano Brasil Maior PBM (2011-2014) - também visavam aumentar o investimento físico e a inovação na economia brasileira. No entanto, esses planos, apresentavam uma fraca coordenação entre políticas industriais, comerciais e macroeconômicas.<sup>18</sup>

Em termos de planejamento econômico, o governo lançou já em 2003, o plano “Política Econômica e Reformas Estruturais”, que identificava a necessidade de retomada do crescimento sustentável para a qual eram necessários a manutenção da estabilidade econômica e a implementação de reformas estruturais. Concomitantemente, via como imperativo a adoção de um projeto de desenvolvimento econômico que tivesse a inclusão social como seu eixo central. O programa previa a necessidade do aumento do nível de

---

17 Manutenção da inflação em patamares baixos, fruto do plano de estabilização implantado na década anterior, aliado à diminuição da taxa de juros, ao crescimento da economia e a melhorias na regulamentação do Sistema Financeiro Nacional.

18 Vale observar que o período que antecede a crise financeira internacional é caracterizado pela expansão concomitante das operações de crédito dos bancos públicos e privados, calcada na política de expansão do crédito implantada no governo Luiz Inácio Lula da Silva. As operações de crédito foram impulsionadas pela redução da inflação, e a avanços no ambiente regulatório - crédito consignado, lei de falência, Sistema de Informações de Crédito (Slivnik & Feil, 2019). O aumento das operações de crédito foi puxado pelos bancos privados, que se utilizaram das mudanças normativas atraindo novos empréstimos que até então não lhes eram permitidos (consignado, por exemplo), e concentrado nos recursos livres, especialmente crédito para consumo (Prates & Biancareli, 2009).

investimento do Brasil, apontando como problemas o reduzido volume de crédito, altos *spreads* bancários e a baixa renda per capita da população. O plano também abordava que para que o Estado pudesse aumentar sua capacidade de investimento era necessária uma política fiscal austera, que restaurasse a confiança, diminuísse a dívida pública e reduzisse seu prêmio. Ou seja, ainda que o desenvolvimento fosse a meta do governo, as políticas macroeconômicas adotadas permaneceram de cunho liberal e a prioridade era o controle inflacionário por meio de altas taxas de juros e da austeridade fiscal.

A partir de 2006 o governo, ainda que tenha sustentado seu compromisso com a estabilidade econômica, passou a implantar as políticas de transferência de renda, valorização do salário mínimo e aumento do crédito de forma mais agressivas. Assim, de 2006 em diante, com intensificação durante o período de 2007 a 2010, a política econômica praticada sofreu mudanças. O Estado passou a ter um papel mais ativo no planejamento econômico de médio e longo prazo, atuando como indutor do crescimento. Foi também nesse período que as políticas de transferência de renda, inclusão social e aumento do crédito se intensificaram - o crescimento econômico foi maior, ocorreu fortalecimento das grandes empresas nacionais, acentuaram-se a distribuição de renda e a redução da pobreza.

Dentre as ações do governo, enfatizaremos os de maior porte e visibilidade - Programa de Aceleração do Crescimento<sup>19</sup> (PAC), Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP)<sup>20</sup> e Minha Casa Minha Vida<sup>21</sup> (MCMV), além das ações contra cíclicas adotadas a partir da crise financeira que se iniciou no biênio 2007/2008. O quadro 1 traz um resumo das principais políticas públicas implementadas no período. Os bancos públicos federais em geral, e do BNDES em particular, foram utilizados como agentes financeiros dos planos em questão. O BNDES apoiou uma variedade de setores, com especial destaque nas seguintes áreas de atuação: infraestrutura, desenvolvimento produtivo e tecnológico, exportação, mercado de capitais e socioambiental (Brasil. BNDES, 2017).

---

19 O PAC foi lançado em janeiro de 2007 e continuado em 2010 (PAC 2). Constitui um conjunto de medidas institucionais que marca a retomada do papel do Estado como planejador ao priorizar setores para investimento e diagnosticar os possíveis gargalos para o crescimento sustentado e reduzindo entraves. O programa tinha como premissa além da ampliação produtividade e da infraestrutura, o aumento do acesso dos serviços à população, permitindo assim melhorias nas condições de vida. Com o PAC o Brasil iniciou o processo de recuperação da capacidade do Estado de induzir o desenvolvimento de diversos setores essenciais para a modernização da economia.

20 A Política de Desenvolvimento Produtivo, elaborada em 2008, deu continuidade a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE) de 2004. A PDP era uma política de desenvolvimento industrial que visava aumentar a produtividade do setor industrial, investindo em inovação e diferenciação, no Brasil a médio e longo prazo. A PDP pretendia garantir um ciclo de longo prazo de desenvolvimento sustentável da economia brasileira, da renda e do emprego. A política tinha quatro macrometas para ampliar o investimento fixo, estimular a inovação, expandir a inserção internacional do País e aumentar o número de micro e pequenas empresas exportadoras (BRASIL, Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2013).

21 O programa habitacional, Minha Casa, Minha Vida (MCMV) foi lançado em 2009 e tinha como principal objetivo a promoção do investimento por meio da construção de um milhão de novas residências. O programa objetiva estimular a construção civil, setor intensivo em trabalho e com alto encadeamento local (Barbosa & Souza, 2010). O governo utilizou a Caixa Econômica Federal como agente financeiro desse projeto.

## Quadro 1 – Principais políticas públicas federais

Políticas Públicas	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Planos Plurianuais (PPA)	Avança Brasil		Brasil para Todos			Brasil de Todos			Mais Brasil			Desenvolvimento, Produtividade e Inclusão Social				
Políticas de Infraestrutura							Programa de Aceleração do Crescimento (PAC)						Programa de Parcerias de Investimentos (PPI)			
	Planos Decenais de Energia (PDE)															
							Plano Nacional de Logística e Transportes (PNLT)									
											Programa de Investimento em Logística (PIL)					
											Plano Nacional de Saneamento Básico (Plansab)					
												Política Nacional de Mobilidade Urbana (PNMU)				
Políticas de desenvolvimento produtivo e tecnológico				Política Industrial Tecnológica e de Comércio Exterior (Pitce)			Desenvolvimento Produtivo (PDP)			Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP)						
							Plano de Ação em Ciência, Tecnologia e Inovação (PACTI)			Estratégia Nacional de Ciência, Tecnologia e Inovação (ENCTI)			ENCTI 2016-2019			
Políticas de exportação							Estratégia Brasileira de Exportações (EBE)						Plano Nacional de Exportações (PNE)			
Políticas ambientais	Política Nacional sobre Mudança do Clima (PNMC)															

Fonte: Brasil. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e social. Livro Verde, 2017

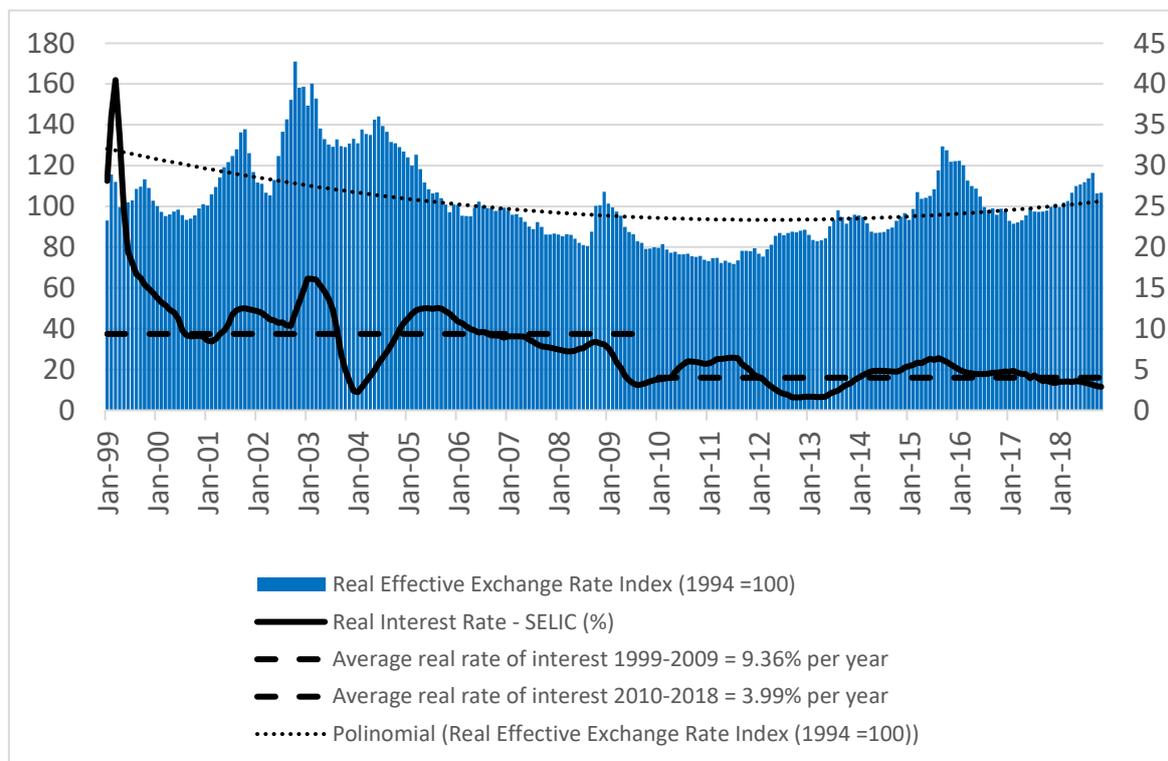
Nassif, Bresser-Pereira e Feijó (2018) mostram que o principal papel de um regime macroeconômico consistente é ampliar o espaço de política para obter bons resultados em termos de aumentar o potencial de crescimento a longo prazo. Políticas macroeconômicas consistentes criam um ambiente favorável à acumulação de capital, à inovação e às mudanças estruturais orientadas ao desenvolvimento econômico.

A fraca harmonização das políticas industriais e comerciais com a política macroeconômica no Brasil desde o início dos anos 2000 pode ser explicada pela peculiaridade do regime macroeconômico brasileiro, introduzido em 1999. O regime macroeconômico denominado de tripé macroeconômico (regime de metas de inflação, regime de câmbio flutuante e metas para superávits fiscais primários), tem sido relativamente bem-sucedido em proporcionar estabilidade de preços no curto prazo, mas não em colocar a economia com crescimento sustentável e trajetória de *catching up*. Uma razão para isto é porque tem sido administrado de maneira muito ortodoxa e não conseguiu libertar a economia brasileira de altas taxas de juros reais e taxas de câmbio apreciada. Estas tendências são agravadas pelo alto grau de abertura do país aos fluxos de capital, que não apenas reduziu a autonomia da política monetária, mas também colocou a economia brasileira em um ciclo vicioso de baixo crescimento. O Gráfico 5 mostra o movimento das taxas de juros reais ex-post de curto prazo (eixo direito) e das taxas de câmbio reais (em números de índice na escala esquerda) entre 1999 e 2018.

Apesar da taxa de juros real estar com tendência de queda ao longo da série, atingindo um nível historicamente baixo no final de 2018 (cerca de 2,9% ao ano), a média que prevaleceu entre 1999 e 2018 foi muito alta (7,7% ao ano). O Gráfico 5 também mostra claramente uma tendência marcante de valorização real da moeda brasileira entre o final de 2005 e o início de 2015 (linha pontilhada). A consequência mais danosa da tendência de supervalorização da moeda brasileira ao longo dos anos 2000 foi o agravamento da desindustrialização prematura do Brasil (Nassif, Feijó e Araújo, 2015; Nassif, Bresser-

Pereira e Feijó, 2018), acompanhada de forte reprimarização da cesta de exportações do país.

**Gráfico 5: Taxa real de câmbio efetiva (número índice) e taxa de juros real: 1999-2018**



Fonte: Banco Central do Brasil para taxas de juros nominais de curto prazo e índices de taxa de câmbio efetivos reais. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para inflação do consumidor (IPCA). Taxas de juros reais (SELIC) calculadas pelos autores e deflacionadas pelo IPCA.

Assim, a despeito do ressurgimento de políticas industriais a partir de meados dos anos 2000 com aumento dos desembolsos do BNDES, o processo de mudança estrutural não avançou na direção de promover os setores de mais sofisticação tecnológica. O período de maior crescimento da economia foi durante o boom das commodities, de 2004-2008, que acentuou a doença holandesa e contribuiu para aprofundar a especialização regressiva na pauta de exportações. Neste sentido, pode-se dizer que a atuação do BNDES não foi suficiente para induzir a mudança estrutural num cenário de apreciação cambial forte. Como resultado, o espaço de política a longo prazo não foi ampliado, a despeito da atuação do BNDES.

Com a crise financeira de 2008, contudo, os bancos públicos foram acionados como instrumento de política anticíclica, como será visto a seguir.

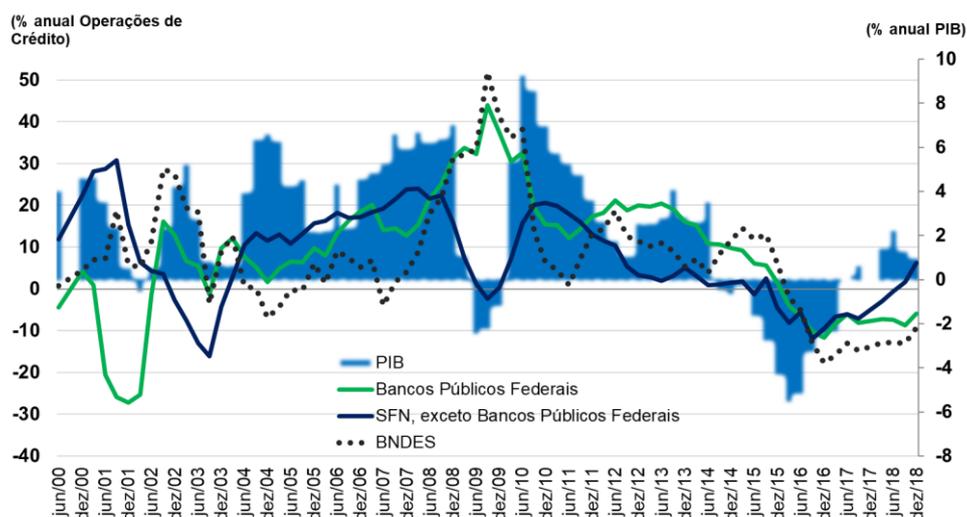
### **A atuação dos bancos públicos antes e depois da crise financeira internacional e a mudança na política econômica em 2011**

O advento da crise financeira internacional em 2008, que implicou numa contração acentuada do crédito no mercado doméstico, colocou os bancos públicos em geral, e o

BNDES em particular, em posição de atuar contra ciclicamente. O Gráfico 6 relaciona a taxa de crescimento anual das operações de crédito dos bancos privados, a taxa de crescimento das operações de crédito dos bancos públicos e do BNDES (eixo da esquerda) com a taxa de crescimento anual do PIB (eixo da direita). O gráfico identifica o período em que ocorre uma abrupta queda da taxa de crescimento da oferta de crédito por parte dos bancos privados, em setembro de 2008. Neste momento, de forma a minimizar os efeitos deletérios da queda da liquidez na economia, o governo federal utilizou os bancos públicos como provedores de liquidez para o mercado de crédito, garantindo a manutenção da liquidez.

O BNDES atuou de forma ativa nesse momento, disponibilizando grandes montantes de crédito para assegurar a manutenção do investimento e capital de giro, garantindo também que as empresas seguissem operando em meio a um ambiente de incerteza. A situação da oferta de crédito dos grupos foi normalizada até final de 2011, quando a taxa de crescimento das operações de crédito passou a desacelerar novamente. A reversão parece ter começado apenas no final de 2016, com os bancos privados voltando a apresentar aceleração do crescimento de suas operações em relação aos públicos a partir de final de 2018. O BNDES mudou abruptamente sua política, com queda considerável das operações de crédito.

**Gráfico 6 – Taxa de crescimento do Saldo de Operações de Crédito dos bancos públicos e privados e do PIB: 2000-2018**



Fonte: BCB e IBGE. Dados inflacionados pelo IPCA, para valores de dezembro de 2018

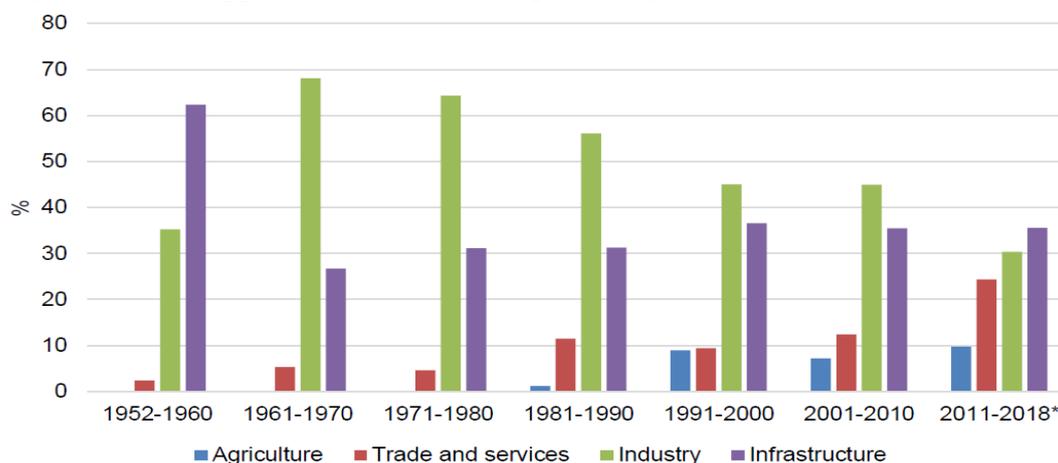
A adoção de políticas contracíclicas por parte do governo federal incluíram a manutenção dos investimentos públicos, a utilização de incentivos fiscais e a redução da taxa Selic; a liberalização dos recolhimentos compulsórios pelo Banco Central o que injetou 3,3% do Produto Interno Bruto em liquidez no mercado bancário. No entanto, as incertezas em relação a crise aumentaram a preferência pela liquidez dos bancos privados, que aplicaram os recursos liberados no compulsório em operações compromissadas com a própria Autoridade Monetária. Diante do “empoçamento” de liquidez nas instituições privadas, o governo recorreu aos bancos públicos para manter a oferta de crédito na economia

(Barbosa & Souza, 2010). Assim, BNDES, o Banco do Brasil e a Caixa direcionaram esforços para financiar o investimento privado, o setor agrícola e o habitacional.<sup>22</sup>

O Gráfico 7 mostra, para cada década, a distribuição dos empréstimos do BNDES por tipo de atividade. A partir de 2010, pela primeira vez, os empréstimos à indústria não lideraram a carteira de aplicação do banco.

**Gráfico 7 – Desembolsos do BNDES por setor – 1952 - 2018**

**Figure 2. Loan approvals by sector as a percentage of total, BNDES, 1952-2018<sup>10</sup>**



Source: Own elaboration based on BNDES - <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads>.  
\* 2018 = September/2018.

Fonte: Palludeto & Borghi, 2019

Segundo relatório do IPEA (2018: 19) a trajetória recente do BNDES é explicada em grande parte pelo Programa de Sustentação do Investimento - PSI, que pode ser dividido em três fases: uma primeira fase de sustentação do investimento e de caráter contracíclico (2009-2010); uma fase de descontinuação em 2011; e uma retomada em 2012 que durou até 2015. O relatório reconhece que o PSI foi responsável por efetivamente sustentar o investimento durante a fase mais aguda da crise internacional (2009-2010). Na fase de descontinuação, segundo o relatório, o PSI chegou a dispor de R\$ 472 bilhões em seu auge (2014). Desse total, quase a metade (44%) se destinou à produção e compra de caminhões, ônibus, chassis, reboques e similares. Outros 28% financiaram a aquisição de bens de capital. E apenas 5% foram alocados para projetos de inovação. Ao analisar a distribuição setorial do PSI, pode-se afirmar que o programa não contribuiu para progredir a estrutura produtiva já existente. (De Negri, et al., 2018).

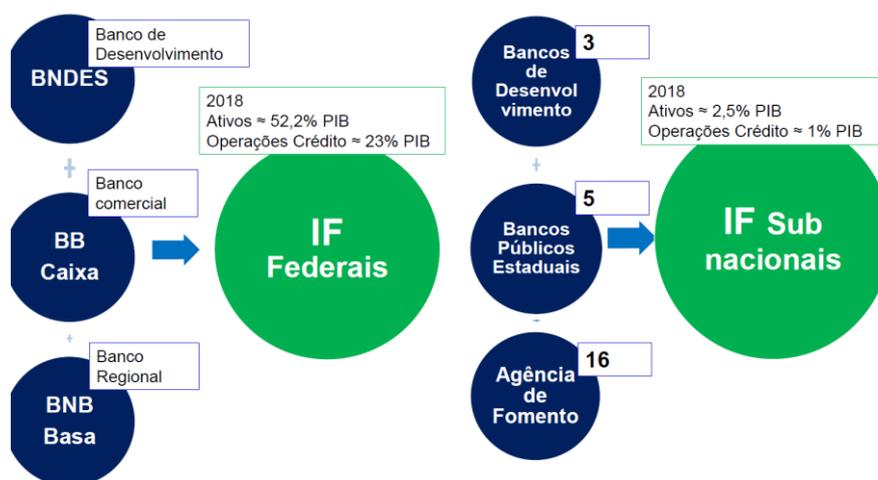
O ano de 2015 marcou uma reversão da política dos bancos públicos, que desaceleraram as operações de crédito. O período marca o início de uma crise na economia brasileira, com queda na oferta de crédito e reflexo na taxa de crescimento. A partir de então há uma campanha pública que questionou fortemente a atuação dos bancos públicos enquanto agentes de política pública – o argumento era que essas instituições estavam sendo usadas

<sup>22</sup> Importante ressaltar que o aumento das operações de crédito das instituições públicas ocorreu garantido sua estrutura patrimonial, com diversificação das fontes de recursos e manutenção de riscos de crédito baixo.

como instrumento político, sem a preocupação de manter as melhores práticas de gestão e garantia de sustentabilidade.<sup>23</sup>

A Figura 3 mostra a estrutura do Sistema Financeiro de Desenvolvimento em 2018. Havia no Brasil 24 instituições financeiras regionais que somavam 2,5% do PIB em ativos e 1% do PIB em operações de crédito. No âmbito federal o Brasil contava com cinco grandes bancos que totalizavam 52% do PIB em ativos e 23% do PIB em operações de crédito. Ocorreu um aumento do número de Agências de Fomento que passaram de 11, em 2002, para 16 em 2018. Percebe-se, nesse contexto, um aumento da importância dos bancos federais, fortalecidos pelas ações contra cíclicas implementadas a partir de 2008 e pelos programas de governo em questão, e uma queda das instituições financeiras regionais, que seguiram perdendo tamanho e capacidade de investimento.

**Figura 3: Instituições Financeiras de Desenvolvimento Nacionais e Subnacionais: 2018**



## 5 Conclusão

Na discussão teórica sobre bancos de desenvolvimento nas diversas correntes do pensamento econômico, vimos que são muitas as funções que podem exercer. Para fins deste artigo, propomos que, para países em desenvolvimento, a função primordial dos bancos de desenvolvimento deve ser a de ampliar o espaço de política para promover o crescimento a longo prazo, ou seja, a mudança estrutural na direção de uma estrutura produtiva mais complexa e sofisticada tecnologicamente. Na expressão de Kregel, a política de crédito dos bancos de desenvolvimento deve 'criar riqueza real'. Como economias em desenvolvimento são dependentes de capital e tecnologia externa, no contexto da teoria pós Keynesiana, isto implica dizer que a atuação dos bancos públicos deve promover a mudança estrutural para que as economias em desenvolvimento estreitem sua distância em termos de PIB per capita das economias avançadas.

<sup>23</sup> O relatório conclui: "A expansão do BNDES pelo PSI trouxe custos fiscais e de política monetária que poderiam ter sido contrabalançados por estratégias e resultados mais efetivos de políticas de inovação e infraestrutura. Em suma, o argumento não é que o governo tenha agido mal em apoiar firmas em um momento de crise. Quase todos os países fizeram isso como resposta à crise de 2009. O problema é que o Brasil, relativamente, perdeu oportunidades ao não apoiar atividades portadoras de futuro e não estabelecer cláusulas para o encerramento do apoio". (IPEA, 2018: 19).

Bancos desenvolvimento devem atuar como braço de políticas públicas, inseridos em um contexto amplo de promoção ao investimento, funcionando como instrumentos de um Estado que tenha um projeto de desenvolvimento. São dispositivos de políticas creditícias, que orientam a intencionalidade do Estado na promoção do desenvolvimento, direcionando o financiamento de longo prazo. São, portanto, ferramentas da política macroeconômica, tão importante quanto as políticas monetárias e fiscais, que têm a capacidade de financiar o *catching up* dos países periféricos. Bancos públicos em geral e de desenvolvimento em particular são importantes por diversas razões, conforme exposto neste artigo. A mais aclamada de suas funções nos últimos anos – a função contracíclica – amplamente utilizada desde a crise financeira de 2008 – é certamente uma razão para sua existência.

No entanto, argumentou-se aqui que para além dessa função, os bancos de desenvolvimento têm, desde que inseridos em um contexto de convenção do crescimento, a capacidade de atuar enquanto financiadores do processo de desenvolvimento. Essa atividade não é, historicamente, promovida pelos bancos privados em função de sua característica pro cíclica, curto prazista, orientada para o lucro. Adicionalmente, bancos de desenvolvimento que operam no contexto de um Estado promotor do desenvolvimento, minimizam a amplitude dos ciclos financeiros e econômicos de longo prazo, garantindo um fluxo de financiamento, e por conseguinte de investimento, que não estejam sujeitos a fragilidade financeira característica do sistema de produção financeira. Essa função aumenta a estabilidade da economia e a confiança dos agentes no processo de crescimento.

Para alcançar o objetivo de promover o crescimento sustentável, a mudança estrutural da economia e o pleno emprego, defendeu-se neste artigo que os bancos de desenvolvimento não são apenas desejáveis para minimizar falhas de mercado, mas essenciais para garantir o desenvolvimento econômico.

Ainda, para alcançar o objetivo do desenvolvimento, a política de crédito dos bancos de desenvolvimento deve ser coordenada com demais instrumentos de política macroeconômica. Ou seja, a gestão da política econômica deve incorporar a política de crédito dos bancos públicos, e a dos de desenvolvimento em particular.

Tomando como exemplo a trajetória do BNDES, vimos nesse artigo que na fase das políticas de substituição de importação, a atuação do BNDES foi bem coordenada com as políticas industriais, comerciais e de câmbio. Foi também o período no qual havia uma rede de instituições financeiras públicas atuando enquanto conjunto de instituições que promoviam o financiamento ao desenvolvimento. Esta fase marca o período de maior crescimento da economia brasileira com a promoção do processo de industrialização. O choque da dívida externa no início dos anos 1980 vem a reduzir o espaço de política com a falta de liquidez internacional, o que implicou a abertura econômica, a redução do tamanho do Estado e a reorientação das funções do BNDES nos anos 1990.

A retomada das políticas industriais e de cunho desenvolvimentista a partir de 2003 ocorreu em um cenário macroeconômico com baixa coordenação entre as políticas de crédito dos bancos públicos e a política do tripé macroeconômico. Neste contexto, observou-se uma regressão da estrutura produtiva e da pauta de exportações e a estagnação da

produtividade. A atuação dos bancos públicos foi mais relevante a partir da crise financeira internacional, quando agiram contra ciclicamente. Porém, a perda de identidade do BNDES como banco promotor do desenvolvimento com mudança na estrutura produtiva levou a um retrocesso em sua atuação a partir de 2015.<sup>24</sup>

Por fim, tomando o caso brasileiro recente, concluímos que a adoção de políticas de cunho desenvolvimentista em consonância com políticas liberalizantes na esfera macroeconômica mostrou-se incompatível para a promoção da mudança estrutural. São políticas antagônicas no sentido da mensagem enviada aos agentes econômicos.

## Bibliografia

- Andrade, R. & Deos, S., 2009. A trajetória do Banco do Brasil no período recente, 2001-2006: Banco Público ou Banco Estatal Privado?. *Revista de Economia Contemporânea*, Volume v.13 n. 1, pp. 47-80.
- Araujo, V. L. & Cintra, M. A., 2011. *O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira.*, Brasília: Texto para Discussão 1604: Ipea.
- Arida, P., 2005. Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica. Em: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros.* Rio de Janeiro: Contracapa.
- Barbosa, N. & Souza, J. A. P., 2010. A inflexão do governo Lula: Política econômica, crescimento e distribuição de renda. Em: E. Sader & M. A. Garcia, eds. *Brasil: entre o passado e o futuro.* São Paulo: Fundação Perseu Abramo e Editora Boitempo.
- BNDES, 1992. *BNDES, 40 anos. Um agente de mudanças.*, Rio de Janeiro: BNDES.
- Brasil, Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2013. *ABDI.* [Online] Available at: [http://www.abdi.com.br/Paginas/sobre\\_abdi.aspx](http://www.abdi.com.br/Paginas/sobre_abdi.aspx) [Acesso em 01 junho 2013].
- Brasil, Ministério da Fazenda, 2003. *Política econômica e reformas estruturais*, Brasília: Ministério da Fazenda.
- Brasil. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e social. BNDES, 2017. *Livro Verde.* 1ª ed. Rio de Janeiro: BNDES.
- Bruno, M., 2019. Regimes de política econômica e acumulação de capital: configurações pró e antidesenvolvimentismo. Em: C. Feijó & E. Araújo, eds. *Macroeconomia Moderna - Lições de Keynes para economias em desenvolvimento.* Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 15-29.
- Costa Neto, Y. C., 2004. *Bancos oficiais no Brasil: Origem e aspectos de seu desenvolvimento.* Brasília: Banco Central do Brasil.
- Cunha, A. M., Prates, D. & Carvalho, C. E., 2016. O Sistema Nacional de Fomento: Formato Atual e Propostas de Reforma. *Análise Econômica*, Volume 34 n. 65, pp. 269-300.
- Cunha, A., Peruffo, L. & Silva, P. P., 2019. Finance and Development after the Global Financial Crisis: The Brazilian experience. *mimeo.*
- De Negri, A., Araújo, B. C. & Bacelette, R., 2018. *Financiamento do desenvolvimento no Brasil.* Brasília: Ipea.

---

<sup>24</sup> Em setembro de 2017 a MP 777 que instituiu a taxa de longo prazo (TLP) foi aprovada. A TLP substituiu a TJLP, criada em 1994 e que era aplicada aos empréstimos do BNDES. Como não havia uma regra clara para a definição da TJLP, ela foi mantida permanentemente em um nível inferior à SELIC mantendo o custo do crédito ao investimento de setores de interesse público inferior ao custo médio do crédito da economia.

- Deos, S. & Mendonça, A. R. R., 2010. Uma proposta de limitação conceitual dos bancos públicos. Em: F. Jayme Jr. & M. Crocco, eds. *Bancos públicos e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Ipea, pp. 43-65.
- Erber, F. S., 2011. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, jan-mar, Volume 31, n. 1, pp. 31-55.
- Fonseca, P. D., 2014. Desenvolvimentismo: a construção de um conceito. Em: A. B. Calixtre, A. M. Biancarelli & M. A. M. Cintra, eds. *Presente e Futuro do Desenvolvimento Brasileiro*. Brasília: Ipea, pp. 29-78.
- Hermann, J., 2002. Financial Structure and Financing Models: The Brazilian Experience over the 1964-1997 period. *Journal of Latina American Studies*, Volume v.34 n.4, pp. 71-114.
- Hermann, J., 2010. Desenvolvimento financeiro e concorrência privada: desafios para a funcionalidade macroeconômica dos bancos públicos. Em: *Bancos Públicos e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Ipea, pp. 233-257.
- Horn, C. H. & Feil, F., 2019. Instituições financeiras de desenvolvimento regional e os desafios do Sistema Nacional de Fomento. *Economia e Sociedade*, janeiro-abril, Volume v 28, n. 1, pp. 227-254.
- Horn, C. H., Feil, F. F. & Tavares, D., 2015. *Instituições Financeiras de Desenvolvimento no Brasil: razões e desafios para um Sistema Nacional de Fomento*, Porto Alegre: UFRGS.
- Keynes, J. M., 1926. *The end of laissez-faire*, s.l.: Hogarth Press.
- Keynes, J.M., 1973. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural.
- Kregel, J., 2008. Financial Liberalization and Domestic Policy Space: Theory and Practice with Reference to Latin America. Em: P. Arestis & L. F. Paula, eds. *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*. Nova York: Palgrave, pp. 9-25.
- Kregel, J., 2004. What can Keynes tell us about policies to reduce unemployment and financial instability in a globalised international economy?. *METY Studies in Development*, Volume 35, pp. 161-178.
- Kregel, J., 2017. Financial Systems, Financial Governance And Economic Development. *Brazilian Keynesian Review*, Volume 3 n. 2, pp. 124-129.
- Marshall, W. C. & Rochon, L. P., 2019. Public Banking and Post-Keynesian Economic Theory. *International Journal of Political Economy*, Volume 48, pp. 60-75.
- Minsky, H., 2008. *Stabilizing an Unstable Economy*. s.l.:McGraw-Hill.
- Minsky, H., 1992. *The Financial Instability Hypothesis*, Annandale-on-Hudson: Levy Institute WP nº 74.
- Nassif, A., Bresser-Pereira, L. C. & Feijó, C., 2018. The case for reindustrialisation in developing countries: towards the connection between the macroeconomic regime and the industrial policy in Brazil. *Cambridge Journal of Economics* , Volume Vol. 42, pp. 355-381.
- Nassif, A., Feijó, C. & Araújo, E., 2015. Overvaluation trend of the Brazilian currency in the 2000s-empirical estimation. *Brazilian Journal of Political Economy*, Volume Vol. 35 n. 1, pp. 3-27.
- Ocampo, J., Rada, C. & Taylor, L., 2009. *Growth and Policy in Developing Countries*. New York: Columbia University Press.
- Palludeto, A. W. & Borghi, R., 2019. *Institutions and development in historical perspective: the case of the Brazilian Development Bank*. [Online] Available at: [www.even3.com.br/Anais/akb/172613-INSTITUTIONS-AND-DEVELOPMENT-IN-HISTORICAL-PERSPECTIVE--THE-CASE-OF-THE-BRAZILIAN-DEVELOPMENT-BANK](http://www.even3.com.br/Anais/akb/172613-INSTITUTIONS-AND-DEVELOPMENT-IN-HISTORICAL-PERSPECTIVE--THE-CASE-OF-THE-BRAZILIAN-DEVELOPMENT-BANK)
- [Acesso em 2019 ].
- Papadimitriou, D. B. & Wray, R., 1997. *The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform*, s.l.: Levy Institute - Working Paper 217.

- Paula, L. F., Fritz, B. & Prates, D., 2017. Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, p. 20.
- Prates, D. & Biancareli, A., 2009. *Panorama do ciclo de crédito recente: condicionantes e características gerais*. [Online] Available at: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/)
- Salviano Jr, C., 2004. *Bancos Estaduais: dos problemas crônicos ao Proes*, Brasília: Banco Central do Brasil.
- Seccareccia, M., 1995. Keynesianism and public investment A Left-Keynesian perspective on the role of government expenditures and debt. *Studies in Political Economy* , Volume 46:1, pp. 43-78.
- Seccareccia, M., 2011. The Role of Public Investment as Principal Macroeconomic Tool to Promote Long-Term Growth. *International Journal of Political Economy*, Volume 40 n. 4, pp. 62-82.
- Shaw, E. S., 1973. *Financial deepening in economic development*. s.l.:s.n.
- Slivnik, A. & Feil, F., 2019. Caixa, BB e BNDES - Notas sobre sua evolução patrimonial recente. *Economia e Sociedade* , p. mimeo.
- Stiglitz, J., 1994. *The role of the State in Financial Markets*. s.l.:The World Bank.
- Studart, R. & Alves Jr., A. J., 2019. Eficiência e funcionalidade do Setor Financeiro no Desenvolvimento. Em: C. Feijo & E. Araujo, eds. *Macroeconomia Moderna - Lições de Keynes para economias em desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 163-174.
- Torres Filho, E. T. & Costa, F. N., 2012. BNDES e o financiamento do desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, 21(Número Especial), pp. 975-1009.
- Unctad, 2016. *The Role of Development Banks in Promoting Growth and Sustainable Development in the South*, s.l.: Onu.
- Vidotto, C. A., 2002. *O Sistema Financeiro nos anos 90: um balanço das mudanças estruturais*, Campinas: Tese - Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.
- Vidotto, C. A., 2005. Reforma dos bancos federais brasileiros: programa, base doutrinária e afinidades teóricas. *Economia e Sociedade*, Volume v 14 n. 1, pp. 57-84.
- Vieira, N. P. P., 2019. *Bancos Públicos e Política Monetária: um estudo utilizando projeções locais dependentes de estados*, Rio de Janeiro: Dissertação de mestrado submetida Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, ganhadora do 1º. prêmio de dissertação de mestrado 'Fernando José Cardim de Carvalho', da Associação Keynesiana Brasileira.