

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA
CAMPUS DE SOROCABA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

THOMÁZ DE ALMEIDA ORTIZ

**OS REGIMES DE ATUAÇÃO DO BNDES NO FINANCIAMENTO AO
INVESTIMENTO**

Sorocaba
2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA
CAMPUS DE SOROCABA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

THOMÁZ DE ALMEIDA ORTIZ

**OS REGIMES DE ATUAÇÃO DO BNDES NO FINANCIAMENTO AO
INVESTIMENTO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências e Tecnologias para a Sustentabilidade da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título/grau de bacharel/licenciado em Ciências Econômicas.

Orientação: Prof. Dr. Rodrigo Vilela Rodrigues

Sorocaba
2015

Ortiz, Thomáz

Os Regimes de atuação do BNDES no Financiamento ao Investimento / Thomáz de Almeida Ortiz. -- Sorocaba, 2015
57 f. : il. ; 28 cm

Trabalho de Conclusão do Curso de Bacharelado em Ciências Econômicas - UFSCar, *Campus* Sorocaba, 2015.

Orientador: Rodrigo Vilela Rodrigues

Banca examinadora: Andreza Aparecida Palma, José Eduardo de Salles Roselino Júnior

1. Teorias Monetárias. 2. BNDES. 3. Investimento. I. Os Regimes de atuação do BNDES no Financiamento ao Investimento . II. Sorocaba-Universidade Federal de São Carlos.

CDD 330

NOME DO ALUNO
THOMÁZ DE ALMEIDA ORTIZ

CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E
TECNOLOGIA

OS REGIMES DE ATUAÇÃO DO BNDES NO FINANCIAMENTO AO INVESTIMENTO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Universidade Federal de São Carlos. Sorocaba, 30 de novembro de 2015.

Orientador(a)

Dr. (a) Rodrigo Vilela Rodrigues
Universidade Federal de São Carlos - UFSCar

Examinador(a)

Dr. (a) Andreza Aparecida Palma
Universidade Federal de São Carlos - UFSCar

Examinador(a)

Dr.(a) José Eduardo de Salles Roselino Júnior
Universidade Federal de São Carlos - UFSCar

DEDICATÓRIA

A todos aqueles que lutam contra qualquer tipo de opressão. Por um mundo em que todos sejam aceitos como são.

AGRADECIMENTO

Agradeço a Deus e a todos os espíritos de luz, que sempre estiveram ao meu lado e me guiam na minha trajetória, sempre na busca de maior autoconhecimento e desenvolvimento das minhas habilidades.

A minha família, mãe, pai, Débora e Thales, que sempre me apoiaram nas minhas decisões e confiaram em mim. O ambiente proporcionado por vocês, e a condição para que pudesse estudar nas melhores condições possíveis, é crucial para a finalização de mais esta etapa. Obrigado por serem meus melhores amigos.

Aos meus professores, por toda a inspiração e pela instigação na busca pelo desenvolvimento da ciência econômica, sempre visando a transformação do ambiente social que vivemos. Cabe, aqui, um agradecimento especial ao meu orientador, Rodrigo Vilela Rodrigues, por todo suporte durante a graduação, desde a iniciação científica até a monografia. Obrigado por todos os conselhos e críticas. Sinto-me uma pessoa muito melhor e mais preparada para ser um economista. Agradeço também aos professores José Eduardo Roselino e Andreza Palma, pela disposição em corrigirem esta monografia.

Aos meus amigos que sempre estiveram comigo, Victoria, Thiago, Tales, Melina, Graziella, Tiago Filippini e Viviane, e àqueles que tive a honra de conhecer e que me cativaram durante a faculdade, Abílio, Betty, Felipe, Izak, Thales, Tiago Cunha, Natália, Géssica, Marcos, Camylle, Marina e André. A vocês, muito obrigado pela companhia e carinhos nos melhores e nem tão bons momentos. Obrigado por me escolherem como amigo, e me aceitarem como sou. Obrigado, Gabriela, por todos os momentos nos anos que estivemos um ao lado do outro. Sem você, não teria amadurecido e crescido.

RESUMO

ORTIZ, Thomáz. *Os Regimes de Atuação do BNDES no Financiamento ao Investimento*. 2015. 57 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia, Universidade Federal de São Carlos, Sorocaba, 2015.

Desde sua criação, o BNDES é alvo de amplo debate sobre a atuação no planejamento do desenvolvimento econômico brasileiro. Sob críticas de correntes de pensamento divergentes, fica condicionada a maiores intervenções no direcionamento de recursos e formulação direta de políticas, para aqueles que argumentam sobre a incerteza dos mercados e a necessidade de intervenção estatal, ou a um papel coadjuvante do processo de desenvolvimento econômico, em consonância com a hipótese de que os mercados autorregulados levam a condição de máxima eficiência. Para o caso brasileiro, o banco de desenvolvimento assumiu ambos os papéis em diferentes períodos, seja sob influência do desenvolvimentismo da substituição de importações, do Consenso de Washington, ou das políticas das “campeãs nacionais”. Intenta-se identificar, através de metodologia de mudanças de regimes embasada por revisão de literatura do tema, quais seriam tais períodos de atuação do BNDES e sua relação com o investimento no Brasil, sendo esta última considerada chave para o crescimento de qualquer nação capitalista. É esperado, assim, contribuir para a elucidação do tema e confirmação de hipóteses das relações entre banco de desenvolvimento e formação bruta do capital fixo no país.

Palavras-chave: Teorias Monetárias. Bancos Públicos. Investimento. BNDES. *Markov-Switching*.

RESUMO EM LÍNGUA ESTRANGEIRA

Since its creation, BNDES is target on a great debate of his role in planning the Brazilian economic development. Under criticism from different schools of thought, it is subject to bigger interventions targeting resources and direct policy-making, to those who argue about the uncertainty of the markets and the need for state intervention, or a supporting role in the economic development process, consistent with the hypothesis that self-regulated markets lead to maximum efficiency condition. For Brazil, the development bank took over both roles at different times, being under the influence of developmentalism of import substitution, of the Washington Consensus, or the policies of "national champions". Attempts to identify, through schemes of changes in methodology grounded by theme literature review, which would be such periods of BNDES role and their relationship with the investment in Brazil, the latter being considered key to the growth of any capitalist nation. It is expected, therefore, contribute to the elucidation of the issue and confirmation of hypotheses of the relationship between development bank and gross fixed capital formation in the country.

LISTA DE FIGURAS

Gráfico 1 - Desembolsos do BNDES (% PIB).....	36
Gráfico 2 - Variação percentual dos desembolsos do sistema BNDES e da FBCF.....	37
Gráfico 3 – FACP da diferença da FBCF.....	39
Gráfico 4 – Funções de auto correlação (ACF) e autocorrelação parcial (PACF) dos resíduos e dos resíduos ao quadrado, para os modelos 1 e 2, respectivamente, no regime 1.....	41
Gráfico 5 – Funções de auto correlação (ACF) e autocorrelação parcial (PACF) dos resíduos e dos resíduos ao quadrado, para os modelos 1 e 2, respectivamente, no regime 2.....	42

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Taxa Geométrica de Crescimento por período.....	38
Tabela 2 - Teste de Dickey-Fuller aumentado.....	39
Tabela 3 - Critérios de informação dos modelos 1 e 2.....	40

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNDESPar BNDES Participações

FGV Fundação Getúlio Vargas

FINAME Financiamento de Máquinas e Equipamentos

FINAMEX Programa de Financiamento a Exportação de Máquinas e Equipamentos

FINEP Financiadora de Estudos e Projetos

FIPEME Financiamento à Pequena e Média Empresa

FUNAR Fundo Agroindustrial de Reversão

FUNDEPRO Fundo de Desenvolvimento da Produtividade

FUNGIRO Fundo Especial para Financiamento de Capital de Giro

FUNTEC Fundo Tecnológico

IGP-DI Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna

PASEP Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

PIS Programa de Integração Social

SUMOC Superintendência da Moeda e Crédito

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REVISÃO DE LITERATURA	15
2.1 TEORIAS DE DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO.....	15
2.2. O BNDES E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO (1952 – 2013).....	19
3 METODOLOGIA	33
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES	37
5 CONCLUSÃO	47
REFERÊNCIAS	51

1 INTRODUÇÃO

O sistema financeiro mundial, desde o fim da Segunda Guerra, sofreu grandes transformações, desde a transição de um consenso de restrições da mobilidade de capitais para a liberdade dos mesmos, até o papel dos Estados nacionais no desenvolvimento dos mercados internos. Quanto ao último aspecto, o debate sobre a capacidade de financiamento das economias, desenvolvidas ou periféricas, é consensual como determinante do crescimento econômico sustentável. A homogeneidade do argumento, entretanto, é interrompida quanto aos meios de se alcançar um sistema de crédito capaz de financiar o investimento produtivo, e, conseqüentemente, maiores níveis da renda interna. Kraychete e Cristaldo (2013) analisam o sistema de crédito como fundamental para a realização de investimento produtivo, facilitando as trocas monetárias, o estoque de valor e o processo de retorno do capital. Facilita, ademais, tornar externo o risco do investimento e dividi-lo entre as instituições de créditos e o Estado, e, conseqüentemente, a sociedade como um todo.

A dicotomia dos argumentos sobre a necessidade e a profundidade de intervenção do governo no financiamento interno divide os adeptos do livre-mercado e aqueles que se baseiam nas ideias desenvolvidas por Keynes na década de 30. Adotando os pressupostos clássicos da corrente neoliberal, o primeiro grupo argumenta pela capacidade de autorregulação de todos os mercados na alocação eficiente dos recursos. O mercado financeiro não seria diferente, sendo então capaz de realizar a “ponte” entre os acumuladores de poupança e aqueles que necessitam realizar os investimentos. As informações disponíveis na economia são fundamentais para que ocorra a formação do preço – neste caso, a taxa de juros – que melhor distribui os recursos entre os agentes. A intervenção do governo é indesejável por dois fatores: (i) redução da poupança global, através da utilização de recursos alocados pelos agentes privados para atividades que não geram externalidades positivas; (ii) a previsibilidade torna-se reduzida, uma vez que há interferência de um agente imprevisível, sujeito a volatilidade da política vigente.

Os autores keynesianos, por sua vez, apontam para a fragilidade inerente ao sistema financeiro liberalizado. A principal crítica está na característica pró-cíclica do capital privado, condicionado pelos fatores macroeconômicos internos. A intervenção do Estado viria a garantir um ambiente de estabilidade para o desenvolvimento de um mercado privado com o mínimo de incertezas possíveis. Entretanto, para alguns autores da corrente keynesiana, a simples regulação do mercado financeiro não seria suficiente; dado que há setores, que podem ser chaves para o processo de desenvolvimento produtivo e que o capital privado não estaria

disposto a financiar – pela baixa probabilidade de retornos, inclusive no longo prazo –, é necessária a intervenção direta do Estado (HERMANN, 2011).

Neste contexto, bancos públicos, principalmente os de desenvolvimento, podem constituir um importante elemento de *funding* na economia. Para Torres Filho (2013), a definição de bancos de desenvolvimento apenas baseado na correção das falhas de mercado é muito rasa, por não atribuir mecanismos de direcionamento de crédito. Para o autor, “[...] uma das características essenciais dos bancos de desenvolvimento é ser instrumento de direcionamento de crédito para a formação bruta de capital fixo”. Três hipóteses acerca do papel a ser desempenhado pelos bancos de desenvolvimento emergem. A chamada desenvolvimentista atesta a inexistência de mercados de financiamento de longo prazo privados, e que tal função deve ser desempenhada por instituições financeiras estatais. A hipótese de repressão financeira aponta para a experiência negativa dos países não industrializados para o desenvolvimento do mercado de capitais, e a externalidade negativa dos bancos de desenvolvimento para o autofinanciamento das empresas. Já a hipótese de falhas de mercado tem a assimetria de informações comprometendo o funcionamento dos mercados livres, e a presença dos bancos públicos ocorre em face à necessidade de suprir gargalos dos mercados privados. Associados à experiência brasileira, surgem, na literatura nacional, diferentes interpretações das políticas adotadas pelo banco brasileiro, como Giambiagi (2010) e Pessoa (2013), que defendem menor atuação do BNDES, e Herman (2011), Cintra (2011) e Rezende (2015), argumentando para a função desenvolvimentista do banco.

Costa e Torres Filho (2012) analisam o surgimento dos bancos públicos na década de 50 como consequência dos acordos firmados e das ideias sobressalentes em Bretton Woods. Tinha-se a ideia, na constituição desses debates, de que era necessário internalizar os recursos disponíveis, devido a maior liquidez da economia mundial, e direcioná-los a projetos de infraestrutura e consolidação de cadeias industriais. A ideia de um corpo funcional adequado, subordinado a autonomia dos governos nacionais, para comandar as relações financeiras internacionais surge do receio de um retrocesso no comércio internacional, logrado a uma recuperação a duras penas após as duas grandes guerras.

Na historiografia nacional, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), que a partir de 1982 passaria a incorporar o Social (tornando-se, assim, BNDES), desempenha o papel, na definição proposta, do banco de desenvolvimento. Criado sob uma conjuntura de forte nacionalismo do segundo governo Vargas, a proposição de um banco em tais moldes foi por uma comissão entre Brasil e Estados Unidos, como instrumento do Estado

para conduzir o processo de industrialização, além de absorver a liquidez de capitais externos e direcionar o Investimento Direto Estrangeiro (IDE). Fazia-se necessário, pois, a criação de um fundo de longo prazo.

Embora o banco tenha variado a forma de atuação durante as três primeiras décadas de sua criação, o argumento inicial é de que desempenhou um papel central no financiamento da formação do investimento interno brasileiro. Até 1980, os planos desenvolvidos, bem com a execução dos mesmos, indicam para a consolidação do BNDES como principal instrumento de *funding* da política industrial do período:

“[...] between 1952 and 1979, corresponds to the period marked by a strong governmental presence, in which economic plans focused on the development of economic infrastructure and the expansion of the Brazil’s industrial matrix, with coherence among its sectors; the second, characterized by economic slowdown, macroeconomic reorientation, focused on internal and external adjustments, and the restructuring of state-owned assets.” (KRAYCHETE; CRISTALDO, 2013, p. 66)

Os últimos 20 anos do século XX marcam o início da fase de liberalização da economia brasileira, tanto em decorrência de estrangulamentos internos e externos, quanto pela maior preponderância do argumento neoclássico na economia mundial. A década de 80 é caracterizada em especial pelo primeiro fator, e a atuação do BNDES é influenciada em especial pela instabilidade política e econômica do país, sem um claro programa de desenvolvimento do mercado de financiamento de longo prazo (DINIZ, 2004). Já a década seguinte é influenciada pela agenda desenvolvida para os países periféricos pelo Consenso de Washington, com a liberalização do mercado financeiro como condição necessária ao desenvolvimento do mercado de crédito privado. Assim, o banco passa ao papel de gestor da privatização brasileira, desde administrador dos fundos constituídos até utilização do corpo técnico para identificar e valorar as empresas a serem incluídas nos processos.

A retomada do BNDES como agente participativo no processo de financiamento à indústria interna se dá a partir dos anos 2000, com os planos econômicos de desenvolvimento produtivo interno, focalizado em setores específicos. À diferença do que ocorrera na década anterior, há a aproximação do banco com os setores produtivos, desde empresas com portes

maiores, para a consolidação do país na divisão internacional do trabalho, até pequenas e médias empresas que podem inserir o país na nova dinâmica produtiva.

O objetivo aqui proposto é identificar as fases de atuação do BNDES na formação do investimento no Brasil, bem como destacar a sua importância nestes períodos, desde sua criação em 1952 até o ciclo mais recente, e verificar quais os pontos de inflexão na política de desembolsos do banco. A aplicação de metodologia conhecida como modelos de *Markov-Switching*, ou mudanças de regimes, é fundamental para a identificação de possíveis quebras estruturais na atuação do BNDES no diferentes períodos, uma vez que é capaz de identificar mudanças nas variáveis que não são afetadas por outras variáveis observadas. Intenta-se, através da estimação desta categoria de modelos, conjuntamente a análise histórica, confirmar a hipótese de que o investimento é positivamente influenciado pelos desembolsos do BNDES, mas que há uma diferença substancial entre o período em que o Estado foi mais presente (ou seja, nas décadas de 50 a 70, retomando no início do novo século), e aquele em que há menor intervenção (principalmente nas décadas de 80 e 90).

O trabalho é, assim, composto por 5 seções; além desta introdução e a conclusão, na segunda parte é inserida a revisão de literatura, tanto do debate sobre o papel do Estado, através de bancos de desenvolvimento, no sistema financeiro nacional, quanto do histórico do BNDES ao suporte da formação bruta de capital no Brasil; a terceira seção explicita-se a metodologia a ser utilizada; e a quarta seção é utilizada para as explanações e discussões dos resultados obtidos.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A revisão de literatura a se utilizar no presente estudo versa no papel histórico do BNDES ao financiamento do crescimento econômico, relacionando com os condicionantes do investimento, e as teorias acerca da necessidade de bancos públicos, em contexto de uma economia em desenvolvimento. Intenta-se focar nos períodos mais recentes de atuação do banco, a fim de destacar a inflexão na condução das ações do mesmo em seu sistema de desembolso; dos planos de desenvolvimento econômico das décadas de 50 a 70, para a atuação como gestor do Fundo Nacional de Desestatização, e deste para a política de financiamento das “campeãs nacionais”.

A apresentação das teorias de financiamento do investimento é fundamental para compreender o papel dos bancos públicos no desenvolvimento econômico, com ênfase no caso do BNDES no Brasil. A discussão acerca de sua relevância como instrumento de *funding* ou como barreira ao desenvolvimento de um mercado de financiamento privado de longo prazo é essencial para o entendimento da função desempenhada pelo mesmo, bem como para inferir sobre as perspectivas de atuação do banco.

2.1. TEORIAS DE DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO

Historicamente, nações denominadas de “capitalismo tardio” (em especial, aquelas que eram colônias até dois séculos atrás) seguem a estratégia de consolidação industrial para atingir níveis – de consumo *per capita* e/ou sociais – de países ditos desenvolvidos. É condicionado pela ideia de que o setor industrial logra promover maior dinamismo na economia com a produção de bens com maior valor agregado. Neste ciclo permite-se a ativação do circuito gasto e renda de forma mais intensa, com a participação de um parque industrial forte dentro da economia de um país.

Considerando este cenário, espera-se o sistema financeiro como um agente capaz de proporcionar fundos para que essa indústria possa se desenvolver de forma mais consistente, funcionando como intermediador entre empresas que precisam de capital para realizar seus investimentos e o agente poupador, que optou postergar seu consumo gerando um excedente a ser emprestado. Com taxas de juros flexíveis, permite que o volume de oferta e demanda da moeda para investimento defina a taxa de juros mais apropriada aos fundos de empréstimos desse mercado.

Em consideração à hipótese da repressão financeira, baseado na premissa do equilíbrio proporcionado pela taxa de juros, mostra que somente a liberalização do mercado pode chegar

a um ambiente com sistema financeiro provedor de alocação de recurso eficiente, como generaliza o modelo de Gurley-Shaw (1995). Seguindo esta hipótese, em economias com taxa de juros real artificialmente baixa, não há um cenário favorável para a promoção de eficiência alocativa dos recursos financeiros, impossibilitando o desenvolvimento do sistema, que é desestimulado pela falta de incentivo à poupança, limitando a capacidade de investimento. Tais distorções da taxa de juros abaixo do nível de equilíbrio produz um direcionamento de recurso a projetos menos lucrativos.

Hermann (2011) destaca a “Hipótese de mercados eficientes” (HME) como principal pressuposto da teoria: há eficiência de Pareto no mercado financeiro, uma vez que indivíduos tomam suas decisões considerando todas as informações disponíveis, sem que haja imperfeições ou custos destas informações e nas transações, bem como perfeita flexibilidade de preços, sendo a liberalização financeira o caminho ao nível ótimo da taxa real de juros. A autora também aponta para o acúmulo de poupança como condição necessária ao investimento, sendo aquela variável macroeconômica como função positiva da taxa real de juros, hipóteses básicas dos modelos de crescimento neoclássicos.

Forti, Peixoto e Santiago (2009), ao realizarem uma revisão das aplicações da supracitada hipótese ao mercado brasileiro, justificam o aumento das transações em bolsa no Brasil com o conseqüente desenvolvimento do mercado de capitais. A ideia geral do modelo é que um mercado é tido eficiente quando os preços refletem totalmente as informações disponíveis. Em tal mercado não há lucros anormais por grande período de tempo, uma vez que as ineficiências do mercado são corrigidas à medida que cada agente individual descobre tais falhas no mercado e passam a se aproveitar delas, aumentando o número de participantes em tais mercados. Transformações geradas pelas reformas na década de 90 melhoraram a eficiência do mercado de capitais brasileiro, passando a aceitar a hipótese de eficiência semiforte, que analisa o quão rápido os preços dos ativos se ajustam em consequência de determinado evento, segundo a revisão realizada pelos autores.

Essa vertente salienta que o Estado não deve participar desse mercado para não causar desequilíbrios; a atuação dos bancos de desenvolvimento públicos deve ser evitada. Considerando o cenário econômico brasileiro, seriam os bancos públicos de fomento como BNDES, agentes que promovem essas distorções, quando adotam posturas com oferta de crédito para investimento a taxas de juros mais baixas. Assim, “[...] *The repressed, lagging economies have nothing to gain by adding the paraphernalia of long-term finance to their financial systems. [...] Monetary reform, with deepening of money, is an indispensable first thing to do.*” (SHAW, 1973, pp. 144-145 *apud* HERMANN, 2011)

Stiglitz (1993), no que se convencionou chamar de teoria neo-keynesiana, justifica que em economias menos desenvolvidas, os bancos privados tendem a ser mais participativos em empréstimos de curto prazo direcionados para capital de giro ou pagamentos de dívidas contraídas. Em um ambiente desse, os bancos privados demonstram desinteresse aos projetos de expansão das atividades econômicas, por estar diante de um cenário com maior incerteza e com taxas de juros menos atrativas. Em contraste da teoria da repressão financeira a atuação dos bancos públicos de desenvolvimento seria uma forma de enfrentar esses problemas.

O autor critica a hipótese de mercados eficientes, e propõe a hipótese de falhas de mercado, podendo ocorrer em 5 maneiras: (i) custos de transação; (ii) custos e assimetria de informação; (iii) externalidades positivas e negativas; (iv) mercados incompletos; (v) concorrência imperfeita. A própria necessidade de intermediação financeira justifica a presença de custos de transação, bem como assimetria de informação, já que, caso fossem desprezíveis, os poupadores financiariam o investimento diretamente. Intermediadores financeiros são capazes de concentrar recursos e direcioná-los a quem for demandante, não havendo a necessidade do poupador ou investidor financeiro procurar agentes interessados em seus produtos. Ademais, mitigam o risco das operações de crédito, ao coletarem informações e administrarem, garantindo-lhes vantagens comparativas em relação ao poupador/investidor individual.

Bancos privados estipulam taxas de juros homogêneas a diferentes ativos, uma vez que não são capazes de diferenciar os projetos em relação ao risco. Assim, para se protegerem de futuros devedores propensos ao risco, estipulam um teto para a taxa de juros como um indicativo da disposição de aceitação máxima do risco dos devedores, dada a relação positiva entre taxa de juros e propensão ao risco do devedor. Este teto máximo da taxa de juros gera escassez na alocação de recursos, principalmente quando a demanda deste excede a oferta, culminando em ineficiência dos mercados. Ademais, os bancos apresentam comportamento pró-cíclico na oferta desses recursos.

Já para os pós-keynesiano, a atuação do banco de desenvolvimento é necessário, principalmente na consolidação de um *funding* adequado para as empresas em um contexto de concentração bancária. Tal conceito, como define Costa (1991), nega a hipótese de que a poupança possa ser uma variável *a priori* para o crescimento econômico, visto que seria um resíduo contábil dado pela diferença entre renda e consumo agregados, que se iguala, *a posteriori*, ao investimento total através da variação da renda. Baseiam-se no pressuposto de que o aumento da taxa de juros a fim de captar poupança apenas reduz o investimento produtivo, crescendo a rentabilidade financeira em termos reais. De acordo com os

fundamentos básicos de Kalecki, os “capitalistas ganham o que gastam”, sendo os lucros função do investimento passado, e a poupança uma função desse lucro: capitalistas não decidem o quanto poupar, apenas o quanto investem com o seu próprio capital e o quanto pretendem se endividar.

Seguindo as ideias de Minsky, o endividamento antecipa o poder de compra, sendo a taxa de juros e a inflação variáveis cujo papel é decisivo nas relações entre credores e devedores. Detalhes – preços relativos, produções particulares – e dimensões globais – emprego, produto nacional, nível de preços – dependem da estrutura financeira, sendo a preferência pela liquidez, enquanto determinante da taxa de juros, fundamental para o preço dos ativos. Carvalho (2007), ao abordar as teorias de preferência pela liquidez do setor bancário, debate sobre o determinante dos agentes ao disponibilizarem recursos para empréstimos. Para a teoria neoclássica, segundo o autor, os bancos mantêm reservas de acordo com a probabilidade de perda, ou saída inesperada. A solução estaria na diversificação do risco do portfólio. Já os pós-keynesianos interpretam que há uma dicotomia entre a rentabilidade e grau de liquidez dos bancos, em que se considera não apenas a possibilidade de lucro de determinado ativo, mas também seus prazos de maturação e como está consolidado o passivo do banco, ou seja, se há diversificação quanto as fontes de depósitos e o nível de segurança do prazo das obrigações. Procura-se demonstrar a fragilidade do sistema.

As crises sistêmicas ocorrem quando, a partir de ambientes de incertezas, os agentes preferirão a liquidez, e não é mais possível cumprir os contratos de endividamento com os lucros obtidos – que não são mais verificados. Rompe-se, pois, o ciclo entre lucro da produção para a estrutura financeira e desta para financiar a demanda efetiva (o investimento não cumpriria seu papel de gerar lucro futuro). Os bancos, nesta situação, preferirão passivos com maior grau de liquidez, deslocando a demanda por ativos para os mais líquidos, ainda que menos lucrativos. A adesão a contratos, segundo Minsky (1982, *apud* Hermann, 2011), é uma fonte de instabilidade macroeconômica e sujeito a crises financeiras, uma vez que são formados em expectativas criadas por fatores subjetivos, dependendo, em última instância, do cenário atual, que pode ser revertido por variáveis desconhecidas e fora do controle do devedor. Seguir o “comportamento convencional” pode levar a um “comportamento de manada”, ocasionando bolhas financeiras em decorrência de ações em mercados de ativos de fortes incertezas.

A ação do Estado é precisa com o intuito de: (i) reduzir as instabilidades macroeconômicas, e conseqüentemente, as incertezas; (ii) controlar a fragilidade financeira dos mercados; (iii) garantir o crédito a ativos de prazo mais longo de maturação, que

apresentam maior grau de incerteza ao setor privado, e sofrem escassez de recursos. Aponta-se, então, para a causalidade entre o multiplicador da renda e a relação investimento-poupança; o endividamento leva a aumentos no investimento, que por sua vez gera variação na renda, e, conseqüentemente suplemento de poupança, que pode financiar o endividamento. Essa demanda por moeda para ser retida é o que a teoria pós-keynesiana denomina de “*finance motive*”: um fundo rotativo para “*cobrir o intervalo de tempo que separa o momento em que a decisão de investimento é tomada e o momento em que investimento e poupança são efetivamente realizados*” (KEYNES, 1982). Esse fundo rotativo se recompõe na medida em que os investimentos são realizados.

A principal diferença entre neo-keynesianos e pós-keynesianos está na forma de atuação do Estado. Para os primeiros, ações que visam reduzir as falhas de mercado e incertezas, como redução de riscos sistêmicos através de regulamentação, controle da concorrência bancária ou programas de crédito direcionados são capazes de garantir o funcionamento eficiente do sistema financeiro. Para o segundo grupo, entretanto, o Estado deve agir de maneira compensatória, com a criação de bancos públicos, uma vez que é necessário que o governo assuma incertezas rejeitadas pelo setor privado, principalmente em setores com importantes efeitos para a economia:

“[...] assunção de riscos em setores com importantes externalidades positivas para o processo de desenvolvimento econômico. É da natureza desse processo a necessidade de investimentos em setores, produtos e/ou processos produtivos novos; de grande volume de investimentos de longo prazo; e de mudanças estruturais (via incorporação de inovações e/ou ampliação da oferta de infraestrutura).” (HERMANN, 2011, p. 410)

Na defesa da atuação direta dos bancos públicos, com especial atenção ao caso do BNDES no Brasil, Torres Filho (2009) salienta que a vantagem dos mecanismos públicos é a discricionariedade das ações do Estado, podendo destinar os fundos para os setores que julgar ser estratégicos, bem como para pequenas e médias empresas, sem depender das condições de mercado. A dificuldade, para o autor, de mecanismos de financiamento indiretos, através de incentivos estatais para o desenvolvimento do mercado privado decorre do crédito ao governo, historicamente ao caso brasileiro, ser caro e de curto prazo, implicando baixa capacidade de garantia pública a redução dos custos de empréstimos privados.

Em contraposição a tal tese, Canêdo-Pinheiro *et al.* (2007) argumentam que não há evidência histórica de que o desenvolvimento está associado ao deslocamento para setores intensivos em conhecimento, ou mais avançados tecnologicamente. Segundo os autores, é necessário mercado de crédito desenvolvido, principalmente para a atração de investimento direto externo. As políticas de desenvolvimento industrial não deveriam focar em algum setor específico; deveriam ser políticas horizontais.

2.2. O BNDES E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO (1952 – 2013)

Para a caracterização das três décadas iniciais de atuação do BNDE, utilizar-se-á como referência os trabalhos de Diniz (2004) e Tavares *et al.* (2010). Ambos mostram-se relevantes por tratarem a relação histórica do banco de desenvolvimento com a evolução dos investimentos nos diversos setores produtivos internos, sejam eles nacionais ou estrangeiros, e a relação destes setores com o crescimento econômico. Para as três últimas décadas, bem como a discussão da primeira transição – do modelo de substituição de importações para a gestão do processo de desnacionalização – há a apresentação de diferentes interpretações, ainda que focada na relação do banco com as inversões, para aprofundar a discussão acerca da atuação do BNDES no período.

Sugerida inicialmente na Missão Cooke, em 1942, sob os acordos de Washington e Brasil advindos da Segunda Guerra Mundial, ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) é tomado 10 anos para a sua efetiva criação. Como apontado pela literatura (Tavares *et al.* (2010); Vianna e Villela (2011)), houve, em tal período, amplo debate técnico e ideológico acerca da necessidade de um banco de desenvolvimento, apoiados na dicotomia criada entre os defensores da proeminente tese cepalina para as nações latinas, e àqueles que defendiam uma postura mais liberal do Estado brasileiro. O caráter do banco (público ou privado) é tratado inicialmente na missão Abbink, de 1948, em que se propunha um receituário ortodoxo para a economia brasileira, principalmente no que tange o combate à inflação. Entretanto, dados os condicionantes da economia brasileira ao fim da década de 40, e a inflexão do próprio governo Dutra, ao adotar o que alguns consideram como uma política desenvolvimentista ao fim de governo, o diagnóstico aplicado diferiu da proposta da missão de 1948. Com o início do segundo governo Vargas, e por pressão para a cooperação com os países em desenvolvimento da América Latina, os EUA, sob a presidência de Truman, em dezembro de 1950, aceitam a criação da Comissão Mista Brasil-EUA (CMBEU), que somente em julho do ano seguinte se instala.

O funcionamento da comissão, mais do que os aportes de recursos financeiros, foi fundamental para a introdução de análises de custo/benefícios e rentabilidade de projetos econômicos, além de diagnósticos acerca da infraestrutura. Sob um cenário de amplo otimismo em relação ao financiamento externo para os projetos brasileiros, Vargas propôs o Plano de Reabilitação Econômica e Reparcelamento Industrial, com a criação de um fundo de recursos (Fundo de Reparcelamento Econômico) provenientes de novos impostos – incluindo um imposto específico, o Imposto Adicional sobre Imposto de Renda –, depósitos das Caixas Econômicas Federais, reservas técnicas e até receitas de órgãos da Previdência Social. Via-se, entretanto, a necessidade de alguma instituição que fosse capaz de gerir tal fundo; é neste contexto em que se cria o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE).

Nesta primeira fase do banco, o principal gargalo apontado pela equipe técnica do governo Vargas, ainda em consonância com a CMBEU, era acerca da necessidade de inversões maiores na área de infraestrutura, não havendo o direcionamento de financiamento para a criação de alguma indústria:

“[Durante os] anos iniciais de seu funcionamento, o BNDE privilegiou projetos voltados para o reparcelamento de algumas ferrovias e investimentos em empresas de eletricidade, os setores que mais entraves representavam para a industrialização e que totalizavam mais de 80% dos recursos previstos nos estudos da CMBEU.” (TAVARES *ET AL.*, 2010, p.25)

O primeiro problema para o financiamento do BNDE, entretanto, surgiu logo nos primeiros anos de sua constituição. Relacionava-se a dois inesperados fatos acerca do recebimento dos recursos externos: (i) eleição do republicano Dwight Eisenhower como presidente dos EUA, e maiores restrições quanto ao financiamento de projetos na América Latina; (ii) virada “nacionalista” do governo Vargas, com a criação da Petrobrás e instrução 70 da Sumoc, sendo estas ações contrárias a ideologia política norte-americana. Segundo a literatura analisada, são estes os fatores que fundam as relações constituídas entre os dois países. Para lidar com a escassez de recursos, um processo, que seria característico do banco nos anos seguintes, é adotado: a vinculação de recursos tributários, com arrecadação específica para os projetos.

Em relação aos desembolsos, inicia-se a fase de financiamento dos projetos do Estado em relação à substituição de importações, por parte do banco. Neste primeiro momento, dado a maior relevância do período varguista a função das estatais, o financiamento se dá principalmente para os setores de transporte e energia elétrica, ambos referentes à infraestrutura. Com crescimento real dos investimentos, e focados no triângulo Minas Gerais-Rio de Janeiro-São Paulo, embora modestos, figura o caráter de antecipação de demanda do banco, em relação aos projetos a serem financiados.

A eleição de Juscelino Kubitschek inaugura o primeiro ciclo endógeno de crescimento alavancado pelas ações do Estado, sobretudo em infraestrutura e indústria pesada (TAVARES *ET AL.*, 2010). A importância do recém-criado banco de desenvolvimento se dá, com a proposição do Plano de Metas, mais pela sua função técnica que pelo real aporte de recursos. O Conselho de Desenvolvimento (Decreto nº 38.744, de 12 de fevereiro de 1956) é um indício da importância do BNDE, uma vez que seu presidente, Lucas Lopes, fora o primeiro indicado para a secretaria-geral do novo órgão. Tal Conselho foi o responsável pela elaboração dos 30 objetivos específicos, distribuídos em 5 grandes áreas, sendo os setores de energia, transportes e indústrias de base mais favorecidos (em relação ao de alimentação e educação).

A importância do Conselho de Desenvolvimento/BNDE se dá para a criação dos grupos executivos, que formularam e coordenaram o cumprimento dos programas setoriais do governo JK. A ideia era de que, ao concentrar os grupos executivos no BNDE, o plano seria trabalhado de maneira conjunta, e não atomizado, de modo a chegar a uma decisão coletiva:

“Sem dúvida, foram cruciais para o crescimento e o desenvolvimento da capacidade de coordenação, elaboração e execução de projetos setoriais do BNDE as atribuições decorrentes da execução do Plano de Metas. Nesse sentido, é possível afirmar que Banco e Plano estão estreitamente relacionados.” (TAVARES *ET ALII*, 2010, p.51)

Durante o Plano de Metas, o BNDE foi dotado de recursos fiscais ou parafiscais que não estavam sujeitos às restrições do orçamento da União, uma vez que nos primeiros anos da criação do banco, os recursos direcionados dependiam do contexto macroeconômico e da conjuntura política, ainda que fosse necessário seguir financiando projetos de investimento até a conclusão dos mesmos. O banco seguiu como financiador dos investimentos estatais em infraestrutura e energia, gerindo e alocando recursos de incentivos fiscais e creditícios, e

avaliando operações em moeda estrangeira, ainda que a maioria dos investimentos privados do setor industrial fosse incentivada por políticas cambiais, via instruções 70 e 113 da Sumoc.¹ A maior parte da previsão da destinação de recursos públicos ao financiamento dos projetos do Plano de Metas era oriunda do BNDE (80%), para os setores de energia, transportes e indústrias de base. Entretanto, a sua participação foi maior que o previsto, já que foi responsável pela gestão de vários fundos vinculados.

Diniz (2004) aponta para 3 fontes de financiamento do Plano de Metas: (i) tratamento preferencial a entrada de capital estrangeiro, através da Instrução 70 e Instrução 113; (ii) ampliação de investimentos públicos na formação de capital social básico (infraestrutura e insumos básicos); (iii) incentivos a investimentos privados, através de reservas de mercado, lei de similares e créditos subsidiados, através do Banco do Brasil e do BNDE. Embora o banco de desenvolvimento apareça como um instrumento de garantia ao capital industrial privado, a substituição da concessão de financiamentos do setor de infraestrutura para a indústria básica passa a ocorrer, de fato, a partir da segunda metade da década seguinte.²

A eleição de Jânio Quadros, para a sucessão de Kubitschek, indica uma virada no âmbito político interno, uma vez que figura a alternância de um partido de centro-esquerda, para uma coligação encabeçada pela União Democrática Nacional (UDN), partido de direita. Seu governo tem uma gestão turbulenta, em decorrência da herança deixada pelo governo anterior, com dívida externa exorbitante e restrições no balanço de pagamentos. A solução adotada, através da extinção do sistema de câmbios múltiplos e leilões cambiais, para a unificação do mesmo, agravou o quadro de insatisfação interna. Alia-se o descontentamento da aproximação brasileira a Cuba, com a condecoração de Ernesto “Che” Guevara, deteriorando a crise da política externa. Neste cenário, Jânio renuncia.

Os anos iniciais da gestão João Goulart estavam mais centrados nas questões de curto prazo, tanto em decorrência das turbulências políticas internas – em relação à posição ideológica do presidente e a desconfiança dos setores mais tradicionais da sociedade, além da

¹ A primeira delas, criada ainda nos anos varguistas, representava a possibilidade de taxas de câmbios múltiplas a depender do produto a ser importado ou exportado, de acordo com a condução das prioridades setoriais das políticas econômicas. Já a segunda representou um incentivo a importação de máquinas e equipamentos, extinguindo-se a necessidade de cobertura cambial para tais operações. Para mais detalhes, ver Giambiagi *et al.* (2011).

² Em relação ao financiamento por setor, Diniz (2004) aponta que o BNDE foi responsável por: 46 projetos no setor de energia elétrica, até 1960 (incluindo Três Marias, Furnas, complexo de usinas da São Paulo Light e ampliação de Paulo Afonso); financiamento de compromissos assumidos em transporte ferroviário entre 1952-1955; quase todos os projetos previstos para portos e navegação (incluindo a Cia. Docas de Santos e a Administração do Porto do Rio de Janeiro); quase a totalidade do financiamento das indústrias de alumínio, produção de estanho e álcalis, e mais da metade no setor de papel e celulose; e na indústria automobilística, pelo financiamento da indústria de autopeças, além da participação nos investimentos externos de montadoras, como a Volks.

composição heterogênea da coligação que elegera Jânio – quanto em relação à situação econômica interna e externa – num cenário de inflação em elevação (ainda em consequência das políticas de anos anteriores) e de restrição da Balança de Pagamentos. O BNDE, dado tal contexto, apenas cumpria a programação prévia de liberação de recursos, ainda sob os compromissos assumidos no Plano de Metas.

O primeiro plano, o Plano Trienal, é proposto após a vitória do plebiscito em favor do presidencialismo. Celso Furtado, então ministro do Planejamento, é o responsável, e propõe a eliminação gradual da inflação, com a manutenção do crescimento e a necessidade de reformas de base. Este último ponto, entretanto, é elemento de ampla controvérsia interna, em função da estrutura fundiária concentrada, característica do país. Dadas as restrições internas de gastos públicos, e externas em relação ao Balanço de Pagamentos, com a negativa de empréstimos estadunidenses, e a dificuldade de se angariar apoio político interno para a efetivação do Plano, o governo Goulart é deposto. A instabilidade política e econômica do período impossibilitou uma mobilização de recursos maior ao BNDE, interrompendo o fluxo que vinha ocorrendo no Plano de Metas. Apesar dos esforços de João Goulart para realizar reformas de modo a garantir maiores repasses do Imposto de Renda e da criação de fundo que se comprometeria a garantir maiores aportes ao banco, o fluxo de financiamento via o banco de desenvolvimento passa a ser interrompido.

As políticas iniciais adotadas pelo governo militar, principalmente do que tange ao Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) condicionaria o sistema financeiro brasileiro nas duas décadas e meia seguintes, e, por consequência, a atuação do BNDE. As medidas econômicas adotadas no plano, influenciadas pelos seus idealizadores, focavam mais a estabilização da economia que de fato acelerar o crescimento econômico. A reforma do sistema financeiro, então, encontra sua justificativa no intuito de dinamizar os mercados de crédito e de capitais, com a criação do Conselho Monetário Nacional e o Banco Central, que teriam a função de normatizar e executar, respectivamente, a política monetária nacional. Além disso, a Lei nº 4.131 e a Resolução nº 63 tiveram por objetivo aproximar o mercado de crédito interno ao externo, concedendo tratamento semelhante o capital nacional para o internacional. Com a segmentação do mercado de crédito, baseada na experiência estadunidense, pretendia-se criar mecanismos de financiamento privado do desenvolvimento interno, a partir do mercado de capitais, via bancos de investimento, e não mais através de instituições públicas.

A atuação do BNDE no período, em relação ao financiamento ao crescimento econômico brasileiro é tida como inexpressiva. Não há, no governo Castello Branco, um

plano de ação que destaque a possibilidade de financiamento via o banco de desenvolvimento em questão³. Há, entretanto, uma contradição na tentativa de se constituir um mercado de crédito de longo prazo privado. O período em questão é o que apresenta a criação de um maior número de fundos com o intuito de financiar projetos industriais; Diniz (2004) ressalta, inclusive, que o banco transita, na metade da década de 60, de “banco do aço”, por ter financiado quase que exclusivamente projetos industriais em tal setor, para o financiador do setor privado em geral. É característica desse período a criação dos seguintes fundos: Funtec, Finame e Funar (1964); Fipeme e Finep (1965); e Fundepro (1966). A literatura acerca dos fundos de financiamento do BNDES destaca a atuação do Finame como principal fundo na área industrial, tornando-se, em 1971, uma subsidiária do BNDE.⁴

A transição para o período conhecido como “Milagre Econômico” é, internamente, marcada por ampliação do autoritarismo do regime militar. A mudança no executivo, de Castello Branco para Costa e Silva e, com o adocimento deste, para Médici, também reflete uma guinada na condução da política econômica interna. Os ministros da Fazenda e do Planejamento, Delfim Netto e Reis Velloso, respectivamente, alteraram o diagnóstico acerca da inflação interna: a alta dos preços não teria relação primordial com a demanda, mas sim com os custos internos de produção. Abria-se, assim, a possibilidade de relaxamento na política monetária, com a redução das taxas de juros e conseqüentemente dos encargos financeiros. Dada a liquidez internacional, decorrente da expansão dos “euromercados” (e dos “petrodólares”), a abertura financeira seria fundamental a tal objetivo, permitindo às empresas internas a captarem recursos estrangeiros, bem como aos bancos comerciais a repassar o montante que lograsse obter.

O Programa Estratégico de Desenvolvimento (PED) foi o primeiro plano adotado no período do Milagre, prevendo que a recuperação do crescimento ocorreria em dois momentos: no primeiro, a utilização da capacidade subocupada, advinda dos investimentos já maturados do Plano de Metas; no segundo, a intenção era identificar os setores mais dinâmicos, expandir o crédito para o setor privado, e ampliar a capacidade produtiva. Os setores de bens de capital (indústrias mecânica e elétrica), bens intermediários (siderurgia e alumínio), além da modernização das indústrias tradicionais foram caracterizadas como tais setores dinâmicos, com a pretensão de encerrar o processo de substituição de importações. Foi o primeiro plano a

³ Há, no período, a criação do Sistema Financeiro de Habitação, via o Banco Nacional de Habitação (BNH) e a consolidação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), importantes instrumentos que expandiriam o setor de construção civil do período posterior. Pode-se dizer que esta foi uma política de longo prazo.

⁴ Kraychete e Cristaldo (2013) apresenta a evolução de tal fundo principalmente na década de 90, e depois na década de 2000, ambas referentes a atuação do fundo no financiamento às exportações. Tavares *et alii* (p.122, 2010), apresentam uma tabela que caracteriza a função de cada um dos fundos criados.

considerar destacadamente o BNDE como participante dos projetos, havendo a necessidade de expansão da capacidade de financiamento do banco, para que este fosse capaz de atender às áreas de infraestrutura e indústria. Ademais, foi delegado ao banco, tal como ocorrera no Plano de Metas e no Plano Trienal, que a equipe técnica fosse responsável pelo planejamento adequado para o cumprimento dos objetivos do programa.

Com o sucesso do PED, calcado na ampla liquidez internacional e existência de capacidade ociosa na indústria, o governo propõe um novo plano econômico, em consonância com o já existente: o Plano Nacional de Desenvolvimento (I PND). Com objetivos audaciosos, entre eles colocar o Brasil no rol das nações desenvolvidas, elevando o crescimento do PIB e mantendo a inflação num nível satisfatório (10% ao ano), visava a modernização, através da internalização tecnológica, do parque industrial nacional. O BNDE seria o responsável por garantir o acesso das empresas e projetos ao financiamento necessário, privilegiando a formação bruta de capital fixo e o crescimento das estatais sólidas.

“[...] ao BNDE seria destinado o papel de impulsionar a empresa brasileira e capacitá-la para se tornar ‘a grande empresa nacional’, que iria demandar mecanismos financeiros para alavancar setores prioritários e permitir a associação de capitais, promovendo concentração, inovação e ganhos de escala.” (TAVARES *ET ALII*, p.143, 2010)

A década de 70 marca, assim, um ponto de inflexão na análise qualitativa das ações do BNDE. Com a proposição dos dois planos de atuação econômica, atribui-se ao banco a função de financiamento da indústria, principalmente ao vincular suas fontes de financiamento, e criar fundos destinados ao capital de giro das empresas industriais, bem como modernizar os setores produtivos. Os fundos do BNDE voltam-se ao desenvolvimento tecnológico e para as indústrias de bens de capital, como crescimento dos aportes do Fipeme e Fungiro, em detrimento da queda nos desembolsos ao setor de infraestrutura, cujos investimentos passam a serem realizados pelas estatais (e.g. consolidação da Eletrobrás do setor energético). Em relação ao financiamento do banco, é em tal período que se cria duas contribuições sociais que até hoje são vinculadas ao BNDES: o PIS e o Pasep, que constituem o atual Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

No cenário externo, a década de 70 é marcada por dois choques de oferta na base energética mundial, um na primeira metade, e outro na segunda. O primeiro deles, datado de

meados de 1973, ocorre num contexto de transição no poder executivo brasileiro, com saída de Médici e “eleição” de Geisel. A economia brasileira sai de um período de taxa média de crescimento altíssima (perto dos 10% ao ano), inflação relativamente estável e balança comercial favorável. Surgia-se, basicamente, duas alternativas aos formuladores de políticas no Brasil como resposta às restrições internacionais: seguir a tendência de outras nações de porte semelhante, e realizar um ajuste fiscal recessivo, ou seguir com o processo de crescimento econômico, focado principalmente nos setores que representavam um gargalo para a produção interna. A opção pela segunda alternativa é, até hoje, instrumento de amplo debate na literatura econômica⁵.

Formulado, então, com o objetivo de realizar o ajuste estrutural na economia brasileira, o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), tem como principal objetivo concluir o ciclo de instalação da indústria pesada, de internalização da indústria de bens de capital, e completar o parque industrial de insumos básicos e de bens intermediários, decorrentes dos estrangulamentos que tais setores ocasionavam a Balança de Pagamentos brasileira (TAVARES *ET AL.*, 2010).

Quanto ao financiamento dos projetos, o BNDE passa ter um grande papel de destaque, como aponta Diniz (2004), principalmente como executor em 3 frentes: (i) crédito de longo prazo, principalmente ao setor privado, com juros compatíveis aos custos e riscos das inversões; (ii) endoginizar a tecnologia, através do setor de bens de capital, de reservas de mercado para a informática e do setor de telecomunicações, e financiamento através do Funtec; (iii) aprofundar o processo de exportações de manufaturas e produtos primários. Com o intuito de sanar as empresas que entravam em crise após o menor dinamismo da economia internacional, o BNDE passa a atuar diretamente nas empresas, através de compra de ações das firmas privadas, principalmente nos setores de insumos básicos e bens de capital. Carneiro (2002) reforça a posição do banco como financiador de projetos de longo prazo do setor privado, incorrendo, inclusive, a juros reais negativos, uma vez que a inflação iniciava um processo de expansão significativa, enquanto que as estatais passaram a recorrer a financiamento externo.

Embora apresente resultados positivos, principalmente para os setores beneficiados, a opção pelo II PND passa a ser questionada antes mesmo da maturação dos investimentos do mesmo. A virada para a década conhecida como “perdida” pela literatura econômica nacional marca o início da instabilidade monetária e estancamento econômico para o país, o que, por si

⁵ Emergem, deste debate, três principais linhas de argumentação, principalmente acerca da interpretação da recuperação econômica de 1984: Delfim Netto (1984); Castro e Souza (1985); e Carneiro (2002).

só, deveria representar perda de dinamismo para o financiamento. Entretanto, as restrições externa e fiscal agravaram a deterioração do crédito público, além de paralisar por completo o fluxo de capitais para o país. (HERMANN, 2010b). A restrição externa decorre principalmente dos choques dos juros norte-americanos, que visava reafirmar a posição hegemônica do país no cenário internacional, bem como a reversão dos fluxos de capitais da América Latina para os países asiáticos (CARNEIRO, 2002). Já a restrição interna é interpretada como um conjunto de fatores, que se constituíram desde as reformas iniciadas no Paeg, como a indexação dos títulos da dívida, até as políticas adotadas no final da década de 70, como as maxidesvalorizações e o processo de estatização da dívida pública.⁶

Para o principal banco de desenvolvimento interno, o ponto de inflexão que representa a década de 80 tem consequências significativas. O governo Figueiredo, já em 1979, toma posse com a mensagem de reduzir a participação do Estado na economia, e institui o Programa de Desestatização. Tal ação impactou o BNDE principalmente ao privatizar aquelas empresas que estava sob seu controle no programa de saneamento financeiro. Havia, neste momento, uma precaução de não desnacionalizar a economia, ou seja, de que o controle das antigas estatais passasse para investidores estrangeiros. O Decreto nº 86.215, de 1981, resolve, em certa medida, esta situação, ao permitir que a transferência do controle acionário destas empresas pudesse ser efetivada se os novos proprietários fossem cidadãos brasileiros residentes ou empresas nacionais. A escolha das empresas era realizada por setores técnicos, e necessitava de aprovação da presidência. De 1981 a 1984, participaram deste processo empresas de porte pequeno, de diferentes setores da economia, além de serem, em geral, reprivatizações (DINIZ, 2004).

Kraychete e Cristaldo (2013), ao tratarem da atuação do BNDES na primeira metade da década de 80, apontam para 3 projetos que orientavam o banco: finalização dos projetos iniciados do II PND; incentivar as exportações; sanear as empresas em dificuldades, decorrentes dos choques da década de 70. A criação do BNDESPar, a partir da unificação de subsidiárias do BNDES em 1982, tinha a função objetiva de dar suporte técnico ao saneamento destas empresas e transferir ao público as companhias privadas. É datada de tal ano a criação do Finsocial, que deveria planejar ações de acordo com o retorno social, agregando o “S” ao nome do banco. Hermann (2010b) também caracteriza a atuação do banco na década de 80 com atuação mais voltada do fomento às exportações e programas sociais, inclusive com a criação de fundos destinados à atuação nesta última área (como o Fundo de

⁶ Para maiores debates sobre o tema, ver Cruz (1995) e Tavares e Belluzo (1998).

Proteção ao Trabalhador, que inclusive se converteu na principal fonte de captação do BNDES).

Apesar do espaço de atuação do BNDES se manter (tanto porque não havia um concorrente direto no mercado de crédito de longo prazo), o nível de operações se reduziu drasticamente, com a contração em 64% dos desembolsos entre 1979 e 1990, com uma queda de aproximadamente 70% na participação na formação bruta de capital fixo (HERMANN, 2010b). Pode-se atribuir, segundo Diniz (2004) sua contração na participação do investimento pela reversão na política atribuída ao banco a partir da segunda metade da década, quando o BNDES passa a ter espaço no processo de privatização, ao apoiar o Conselho Interministerial de Privatização por eleger as consultorias responsáveis valorar os processos de privatização e encaminhar o processo.

“O BNDES ficou sem uma clara definição de prioridades entre os anos de 1985 a 1990. Este período conturbado do cenário político econômico do país marcou o início dos trabalhos de formulação da metodologia de montagem de cenários e de planejamento estratégico para orientar a atuação do Banco e visualizar as possíveis saídas para a economia na redemocratização.” (DINIZ, 2004, p. 47)

A partir de 1987, há queda acentuada no direcionamento dos recursos advindos do setor público, e em 1988, os recursos vinculados do BNDES caíram em 30%. O ano de 1988 marca o princípio da tentativa de modernização do sistema financeiro, através das políticas de liberalização. Este ano marca a autorização da formação de bancos múltiplos, na contramão do que se havia constituído na década de 60. Tinha-se a ideia de constituir conglomerados bancários que fossem capazes de financiar o setor privado no longo prazo, e substituir o banco de desenvolvimento, com base no modelo alemão.

No âmbito interno, o presidente do BNDES, Márcio João Andrade Forte, logra recuperar a situação financeira da empresa, através da modernização administrativa promovida pelo banco, e este passa a apresentar lucros em todos os balanços de fim de ano, durante a década seguinte. Ocorre, neste período, a privatização do sistema BNDES, através da venda de ações em bloco único, com o objetivo de maximizar a receita das vendas. Com isso, os prejuízos recorrentes do BNDESPar na primeira metade da década foram revertidos a partir de 1986, com a apresentação de lucros em 1988 e 1989. No âmbito político, há a influência de um discurso na instituição pró-privatização, como a inserção competitiva no país

no mundo, com ênfase no setor privado e no mercado externo (CURRALERO, p. 83, 1998 *apud* DINIZ, 2004).

Caracterizado por um contexto mundial em mudanças ideológicas, iniciadas a partir da década de 80, em especial com o receituário “*Reaganomics*” de liberalização financeira, a década de 90 inicia, para os países da América Latina, com a necessidade de mudanças patrimoniais, na busca de maior estabilização nas contas públicas, ainda perseguindo novas fontes de financiamento. Dadas as necessidades, “*as privatizações passaram a desempenhar um papel estratégico na macroeconomia. Grosso modo, países altamente endividados como Argentina, México e Brasil dedicaram-se a promover o ajuste fiscal, liberalizar o comércio, privatizar e desregulamentar.*” (DINIZ, 2004)

Em 1990, após quase 30 anos sem um presidente democraticamente eleito, Collor assume a presidência do país. Em consonância a ideologia do Consenso de Washington, tem-se início ao processo de abertura da economia brasileira, tanto no âmbito comercial quanto financeiro, porém em momentos distintos. Inicialmente, o processo de liberalização do comércio internacional foi instalado, com a diminuição ou eliminação de barreiras tarifárias e não tarifárias, visando o ganho de competitividade da indústria interna. A partir de 1995, o processo de privatização abrange os setores de serviços públicos e instituições financeiras, embasada pela teoria da repressão financeira de Shaw-McKinnon. Entretanto, Carneiro (2002) e Hermann (2010b) indicam que a atuação de investidores estrangeiros na economia brasileira já tem início no governo Collor, com a edição do anexo IV à Resolução 1289, permitindo a atuação direta no mercado de capitais brasileiro, sem a exigência de alguma empresa intermediária.

A atuação do BNDES, pelo menos até 1995, restringiu-se a administração do processo de privatização das empresas principalmente nos setores de metal, petroquímica e fertilizante.⁷ A retomada dos desembolsos do sistema BNDES como porcentagem no crédito total da economia ocorre neste ano, ainda assim em função das políticas adotadas pelo governo Cardoso, como ancoragem cambial, liberalização comercial e taxas de juros elevadas, apontadas como responsáveis pelo aumento dos riscos estimados para a indústria nacional, e o desestímulo ao sistema financeiro privado. Carneiro (2002) argumenta que a liberalização financeira, que a priori seria para motivar a competitividade do crédito e incentivar o mercado de capitais interno, apresenta consequência contrária, uma vez que, segundo o autor, os bancos estrangeiros adaptaram-se às condições internas, e “adotaram” a

⁷ Diniz (2004), no capítulo 4, indica a atuação do BNDES como gestor da privatização, tanto em relação aos aparatos legais de funcionamento como as estratégias para a venda das estatais.

lógica rentista e curto-prazista, além de estimularem a formação de conglomerados econômicos.

Quanto a retomada do crédito, este se dá basicamente no estímulo às exportações brasileiras. Criou-se, nos anos 90, linhas de crédito destinadas ao financiamento das exportações de bens de capital para a América Latina, como o Finamex, que, a partir de 1997, foi substituído pelo BNDES-Exim, passando a financiar também os setores de bens intermediários e bens de consumo não duráveis (KRAYCHETE; CRISTALDO, 2013). Hermann (2010b) argumenta que a retomada do financiamento também se dá como instrumento de saneamento das empresas a se privatizarem, bem como financiador para os investimentos dos novos proprietários das empresas. Para a autora, a partir de 1999, o crescimento do câmbio foi significativo para o financiamento do BNDES às exportações, com um salto dos desembolsos totais médios de 7% entre 1995-1998 para 27% entre 1999-2003.

O início do século XXI é tido, no ambiente macroeconômico interno brasileiro, como um momento de grandes incertezas quanto ao rumo da política macroeconômica. A perspectiva da eleição de Lula em 2002, e sua consolidação, foram vistas, pelo “mercado” como possibilidade de guinada à extrema esquerda da política brasileira. Na prática, com a estruturação de um corpo técnico mais alinhado ao pensamento econômico que era semelhante ao governo passado, as políticas adotadas num primeiro momento foram de manutenção, principalmente nos instrumentos de atuação do Estado – calcados no “Tripé Macroeconômico”, formulado na segunda gestão do governo Cardoso.

O ano de 2004, entretanto, representa um *turning-point* nos mecanismos de incentivo ao crescimento. A proposição da Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE), indicava a disposição do governo de retomar a frente na formulação da política industrial nacional. Bastos (2012), ao tratar as diferentes políticas de incentivo à indústria na década de 2000, indica para a aproximação dos institutos de pesquisa com as empresas privadas. A política de desembolsos do BNDES começa a voltar a ideologia anterior aos anos 80, com programas de exportação se integrando ao fomento do desenvolvimento industrial, com foco nos setores com elevada capacidade de inovação e objetivando o aumento da competitividade. Como exemplo de tal atuação, há a criação do Fundo Tecnológico (Funtec), que visava o desenvolvimento de setores considerados chaves na dinâmica internacional, como *softwares*, bens de capital, fármacos e medicamentos e atividades portadoras de futuro (biotecnologia, nanotecnologia e energias renováveis).

Em 2008, a instituição do Plano de Desenvolvimento Produtivo (PDP) tinha o objetivo de expandir as metas da PITCE, através da ampliação do investimento em proporção do PIB,

aumento dos gastos privados em Pesquisa e Desenvolvimento, e aumento das exportações brasileiras no total mundial. Além do maior apoio do BNDES a inovação, através de aumento do financiamento reembolsável, quando há retornos ao banco, o banco foi fundamental ao plano através de medidas anticíclicas, com redução do custo e expansão do crédito ao investimento e à inovação, pelo Programa de Sustentação do Investimento (PSI).

“[...] o BNDES voltou a assumir papel importante na implementação da política industrial, incorporando a inovação em sua agenda de apoio e de políticas operacionais orientadas para o setor produtivo.”
(BASTOS, 2012, p. 139)

A atuação do BNDES, a partir de 2011, com a proposição do Plano Brasil Maior (PBM) volta-se para o que se convencionou chamar de política das “campeãs nacionais”. Baseado no modelo dos “tigres asiáticos” dos anos 90 e 2000, com apoio de bancos de desenvolvimento a setores específicos e que estariam inseridos na dinâmica produtiva internacional, passou-se a direcionar o crédito a setores mais intensivos em tecnologia, com o aumento dos desembolsos em informática e eletrônica, bem como máquinas e aparelhos elétricos (BASTOS, 2012). Coutinho (2014) aponta para o aumento do financiamento em setores de infraestrutura logística, como rodovias, ferrovias, portos e aeroportos. Para o presidente do BNDES, a estratégia para o crescimento deve calcar em superar os gargalos dessa infraestrutura produtiva, através de investimentos públicos e desenvolver programas que gerem ganho de produtividade da mão de obra, para possibilitar taxas de crescimento do produto no novo cenário de baixo crescimento populacional. Para a política industrial, a chave do processo, estaria em estimular as pequenas e médias empresas através do poder de compra governamental, além de apoiar o desenvolvimento tecnológico de empresas dos setores-chave da matriz produtiva nacional.

Em contrapartida, Pessoa (2013) desenvolve a ideia de que, em comparação com outras nações latinas, o crescimento do investimento do Brasil ficou a níveis muito semelhantes, e alguns deles não têm banco de desenvolvimento, o que causa questionamento da função do mesmo. Segundo o autor, quando o governo lança nota apontando para a necessidade da participação de bancos privados no financiamento de longo prazo, é um indício de que o BNDES, sozinho, é incapaz de processar a intermediação financeira de todos os projetos do governo. Critica a política de campeãs nacionais, uma vez que esta, para ele, não foi o principal determinante do sucesso das nações desenvolvidas da Ásia. Foi, na verdade,

um conjunto de políticas, que inclui maior estabilidade macroeconômica, com políticas ortodoxas de controle da inflação e das contas públicas, bem como incentivos à educação.

Para Giambiagi (2009), o problema está na fonte de recursos do BNDES. Como esta é dependente das receitas do Fundo de Amparo ao Trabalhador – corresponde, justo ao PIS-PASEP, 60% do passivo do banco –, e apresenta baixa elasticidade, há que se buscar, na visão do autor, outras alternativas de fundo para que o banco siga suas políticas atuais. Defende, assim, maior participação no mercado de capitais, que se apresenta em crescimento. Costa e Torres Filho (2012), também sobre tal tema, apontam também para a distribuição de títulos corporativos de longo prazo pelo banco.

3 METODOLOGIA

Como proposto pelo título deste trabalho, faz-se necessário utilizar algum ferramental metodológico que seja capaz de captar as diferentes atuações do BNDES na formação do investimento brasileiro. Modelos econométricos em geral captam tendências únicas nas séries, sem que haja a distinção das características dos períodos nas variáveis; para a inserção de quebras estruturais em tais modelos é necessária suposição prévia dos possíveis ciclos, ou de períodos em que haja distinção do comportamento das variáveis. O trabalho inovador de Goldfeld e Quandt (1973), adaptado em Hamilton (1989), e entendido em Krozilg (1997), incorpora a possibilidade de mudanças de regimes nas análises econômicas sem a necessidade de conhecimento prévio de quando ocorreram as mudanças, e passou a ser utilizado pela literatura sob diferentes contextos, desde a análise do ciclo de negócios nos bens manufaturados do Reino Unido, como no trabalho de Krozilg e Sensier (2000), até para aplicações macroeconômicas, como a comparação realizada entre os regimes de crescimento e recessão do PIB de Brasil e Argentina em Correa (2003). Ao realizar a aplicação do modelo também para a economia brasileira, Portugal (2008) aponta que:

“[...] the several structural breaks that have occurred in macroeconomic series throughout the last twenty years in Brasil are expected to generate parameter instability, which offers a good opportunity to experiment with the several econometric models that seek to explain the behavior of these variables, especially of economic cycles.” (PORTUGAL, 2008, p. 28)

A metodologia adotada neste trabalho versa sobre os modelos de mudança de regime markovianos, ou *Markov-switching*, autorregressivos univariados (MS(n)-AR(p)). Em tal categoria de modelos, considera-se as variáveis dependentes e independente, bem como o intercepto e a variância, condicionados por uma variável exógena a cada momento do tempo. Esta variável capta os diferentes regimes que afetam os dados utilizados, e assim propõe regressões distintas para cada um dos períodos. O modelo é representado na equação (1), adaptados de Ribeiro e Teixeira (2006):

$$y_t = \mu(s_t) + \alpha_1(s_t)y_{t-1} + \dots + \alpha_p(s_t)y_{t-p} + \beta_1(s_t)X_{1t} + \dots + \beta_n(s_t)X_{nt} + u_t \quad (1)$$

Em que μ é o parâmetro do intercepto, $\alpha_1 \dots \alpha_p$ são os parâmetros dos termos autorregressivos, $\beta_1 \dots \beta_n$ são os parâmetros das variáveis exógenas, y_t representa a variável endógena, e $X_{1t} \dots X_{nt}$ as variáveis exógenas. Para verificar o nível de diferenciação das variáveis, serão aplicados os teste de Dickey-Fuller (1981) e de Phillips-Perron (1988), bem como o teste de Ljung-Box (1978); para o número de variáveis autorregressivas, será feita análise da função de autocorrelação parcial⁸. Vale salientar que intercepto, variáveis independentes e variância podem ser calculados em função do regime, representado por s_t . O termo do erro, representado por u_t é normalmente e identicamente distribuído (NID, com média 0 e variância constante).

Já as realizações do regime são geradas por uma cadeia de Markov, com probabilidades constantes de transição de regimes definidas da seguinte maneira:

$$p_{ij} = \Pr(s_{t+1} = j | s_t = i), \text{ em que } \sum_{j=1}^N p_{ij} = 1 \text{ para todo } i, j \in \{1, \dots, N\}$$

Desde que N estados (ou regimes) possam existir, conveniu-se representar a probabilidade de transição entre eles por uma matriz quadrada, de ordem N, de probabilidade de transição:

$$P = \begin{bmatrix} p_{11} & p_{21} & \dots & p_{n1} \\ p_{12} & p_{22} & \dots & p_{n2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ p_{1n} & p_{2n} & \dots & p_{nn} \end{bmatrix} \quad (2)$$

A cada instante t do período considerado, é possível calcular a probabilidade para cada um dos regimes, pelos procedimentos de filtragem – utilizando um algoritmo recursivo que considera as informações da amostra até o instante t – e de suavização – que considera toda a informação disponível na série. O algoritmo de iteração a ser utilizado neste trabalho é o de *Expectation-Maximization*.⁹ As informações das probabilidades filtradas e suavizadas são de extrema importância para verificar em qual instante da amostra se verifica a atuação de determinado regime. Para a estimação dos modelos, utilizou-se o *software* livre “R”, e mais especificamente o pacote “MSwM”.

⁸ Para maiores desenvolvimentos do procedimento de estimação de modelos ARIMA, ver Wooldridge (2006), cap.10.

⁹ Para maiores explicações sobre o algoritmo, ver Ribeiro e Teixeira (2006)

Outra abordagem a ser utilizada será a construção de gráficos para que sejam prospectadas possíveis relações entre os desembolsos do sistema BNDES e a formação bruta de capital fixo. A partir dessa análise, caso a mesma assim indique, serão avaliadas possíveis tendências para ambas as variáveis. Tal tendência pode ser verificada pelo cálculo da taxa geométrica de crescimento, com a utilização do *software* estatístico *E-views*, e terão os seguintes formatos:

$$\log(X) = \beta_0 + \beta_1 t + \varphi_t \quad (3)$$

$$TGC_X = e^{\beta_1} - 1 \quad (4)$$

Em que X representa as variáveis que terão suas tendências testadas e TGC_X a taxa geométrica de crescimento da mesma variável.

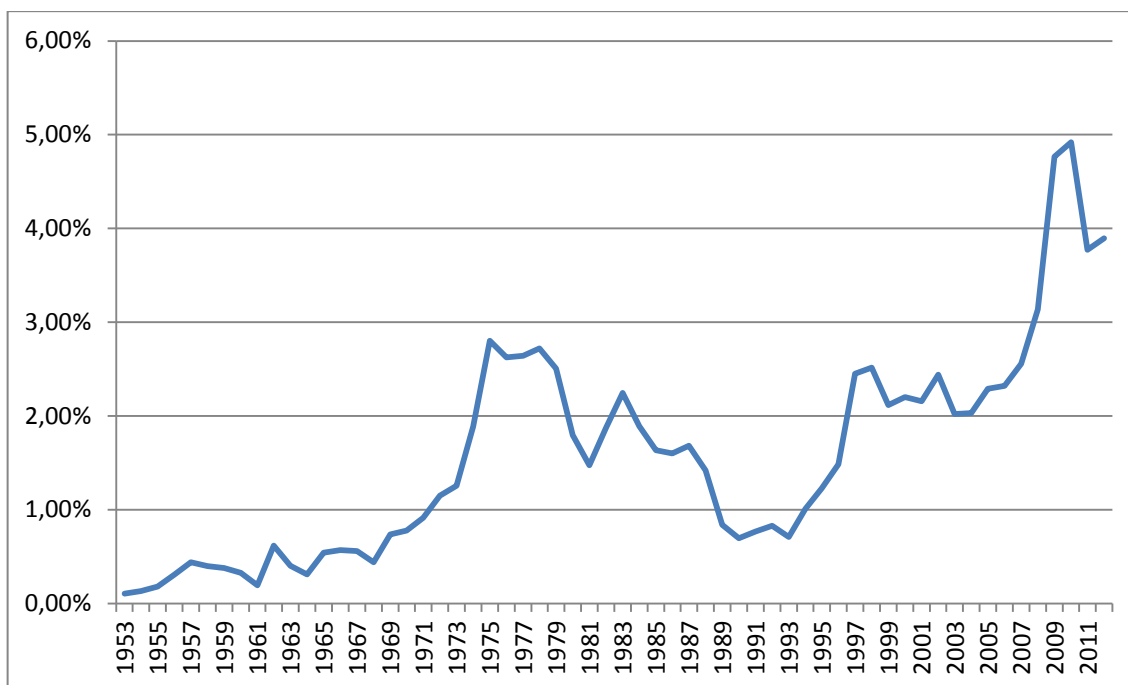
Os dados a serem utilizados como *proxies* para as variáveis referentes ao financiamento realizado pelo BNDES e ao investimento serão “Desembolsos do BNDES” e “Formação Bruta de Capital Fixo”, respectivamente. Embora Tavares *et alii* (2010) baseiem suas análises no montante repassado ao banco pelo governo federal, neste trabalho optou-se por seguir o desenvolvido em Ribeiro e Teixeira (2007), em decorrência dos autores utilizarem metodologia semelhante. Já para o investimento, a FBCF é amplamente utilizada como uma aproximação, tal como realizam Carneiro (2002) e Hermann (2010a). Em decorrência da não continuidade da primeira série em questão, duas fontes foram utilizadas: para os anos de 1953 a 2001, utilizou-se a série “Aplicações do BNDES 1953/2001”, que é encontrada no livro “BNDES 50 Anos de Desenvolvimento”; já para os anos de 2002 a 2013, a série é disponibilizada no próprio site do banco, onde é possível a visualização mensal a partir de 2000, distribuída por setores da CNAE. Os dados agregados mostraram-se compatíveis, não incorrendo em significativas variações nos anos 2000 e 2001, comuns a ambas as séries. Já a FBCF é encontrada no site do IpeaData. Tanto os desembolsos quanto a FBCF foram deflacionadas para valores de 2014, de acordo com o IGP-DI, da FGV. As séries tem seus valores apresentados no Anexo 1.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

A literatura estudada na segunda seção deste trabalho apresenta as diferentes fases de atuação do BNDES frente à história econômica brasileira. Não se encontrou, contudo, algum trabalho que aplique os dados disponíveis sobre o banco para uma análise mais profunda sobre a convergência entre os ciclos econômicos do país, desde a fase de substituição de importações até a política de campeãs nacionais da década de 2000, e o montante expedido pelo banco, bem como os setores para os quais se direcionam tais recursos. Nesta seção, serão apresentados resultados das aplicações desses dados, e correlaciona-los com os contextos dentre os quais estarão inseridos. Como proposto na metodologia, será estimado um modelo de mudanças de regimes markovianos, relacionando os investimentos realizados no país e o total desembolsado pelo sistema BNDES.

Como recurso a uma primeira interpretação acerca das fases do BNDES, utiliza-se o recurso visual. O gráfico 1 seguinte apresenta a evolução dos dispêndios do banco como proporção do PIB:

Gráfico 1 – Desembolsos do BNDES – valores de 2014 (% PIB)



Fonte: Elaboração Própria (2015), com base em BNDES (2003) e BNDES (2015)

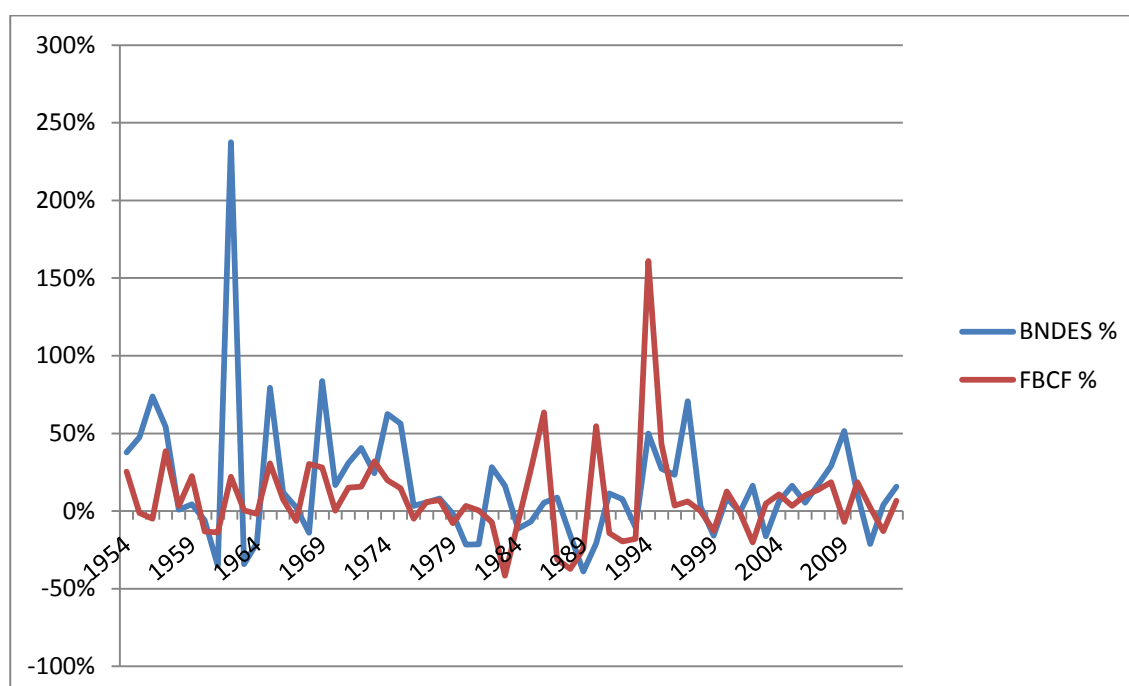
A participação do BNDES nos anos iniciais, tal como caracterizada em Diniz (2004) e Tavares *et alii* (2010), é confirmada pelos dados como ainda tímida, em proporção do produto

total da economia. O primeiro salto dos aportes do banco é no ano de 1972, quando supera o patamar de 1%. Pode-se intuir que é neste ponto em que passa de financiador quase que exclusivo dos setores de siderurgia e infraestrutura para financiar o investimento em geral na economia, ganhando inclusive maior destaque no I PND. Entretanto, o choque do II PND é impactante para o ano de 1975. Enquanto que a média do decênio passado não chega a 1%, os gastos do banco durante o período Geisel saltam para quase 3% do produto total da economia.

As crises interna e externa que atingiram a economia brasileira durante a década de 80 refletem-se, como esperado, no desempenho da variável em questão. Com exceção de 1983, os gastos do BNDES somente superariam 2% do PIB em fins da década seguinte, o que sugere uma menor atuação durante o período em que não havia planejamento dos investimentos de longo prazo, decorrente, também, da inflexão na condução da política, com o banco passando a gerir o processo de privatização. A retomada aos níveis da década de 70, no ano de 1997, é reflexo da política de incentivo às exportações do BNDES, que seguiria em tal patamar durante os 10 anos seguintes. A partir de 2008, tanto como consequência dos planos de atuação do governo, quanto como instrumento de política anticíclica, os desembolsos do BNDES chegaram a marca histórica de 4,92% do PIB em 2010.

Já o gráfico 2 a seguir permite visualizar uma possível relação entre o sistema de desembolsos do banco e o investimento, para aprofundar a análise histórica:

Gráfico 2 – Variação percentual dos desembolsos do sistema BNDES e da FBCF – valores de 2014



Fonte: Elaboração Própria (2015), com base em BNDES (2003), BNDES (2015) e IpeaData (2015)

Analisando os grandes ciclos de investimento da economia brasileira, de 1954 até 1979, as variações das duas séries seguem uma tendência muito semelhante. A partir de 1980, não se verifica o acompanhamento de uma pela outra, como ocorria nas três décadas anteriores. A volta de um caminho de evolução conjunto é a partir de 1999, ainda que com alguma defasagem, como o caso do aumento dos gastos do banco em 2009, e o crescimento do investimento em 2010. Para verificar tal tendência de crescimento das variáveis, calculou-se a taxa geométrica de crescimento pelos ciclos do investimento que se pode inferir, tanto pela literatura, quanto pelos gráficos:

Tabela 1 – Taxa Geométrica de Crescimento (TGC) por período

	1952-1980	1980-1997	1997-2013
BNDES	20%	-1%	8%
FBCF	10%	0%	4%

Fonte: Elaboração Própria (2015)

A tabela 1 confirma as análises gráficas, e a suposição de ciclos de atuação do BNDES e da evolução do investimento. Nos períodos de crescimento da FBCF, os desembolsos do banco tiveram o dobro de sua TGC. Era esperado que sua atuação durante a década de 80 e meados da de 90 fosse negativa, tanto em decorrência do não planejamento de políticas de longo prazo quanto pelo redirecionamento do banco para a função de gestor da privatização. Intuitivamente, pelos gráficos e pelas taxas geométricas de crescimento, a evolução positiva da formação de capital no país estava sempre em consonância com a mesma evolução dos desembolsos do BNDES.

Sabe-se, porém, que a análise gráfica, bem como o cálculo de apenas uma estatística, são limitados. Como também apresentado na metodologia, é o desenvolvimento de um modelo capaz de captar justamente os diferentes regimes que podem influenciar as variáveis, fundamental para a confirmação ou não acerca da hipótese proposta. A primeira ressalva a se fazer é em relação às variáveis exógenas no modelo. Em geral, utiliza-se mais de uma variável para se estimar o investimento. Luporine e Alves (2010), ao tratarem da literatura dos determinantes do investimento para o período de 1970 a 2005, apontam para três grupos de variáveis endógenas: (i) PIB, utilização da capacidade instalada e poupança como medidas de demanda; (ii) taxa de juros real como medida do custo de capital; (iii) inflação, juros e câmbio como medidas de instabilidades macroeconômicas; (iv) endividamento externo em proporção

do PIB e câmbio para mudanças nas condições externas sobre o investimento. No presente trabalho, entretanto, o investimento será estimado apenas como função de suas defasagens, desembolso do BNDES e poupança nacional bruta, série disponível no sítio do IpeaData. As demais séries utilizadas em outros trabalhos não apresentam periodicidade semelhante às variáveis principais deste trabalho. Optou-se por usar o logaritmo natural dos dados, para analisar o impacto da variação.

O primeiro passo para realizar a estimação é verificar a estacionariedade das séries utilizadas. O teste de estacionariedade das variáveis (Dickey-Fuller aumentado) é sintetizado na tabela 2:

Tabela 2 – Teste de Dickey-Fuller aumentado

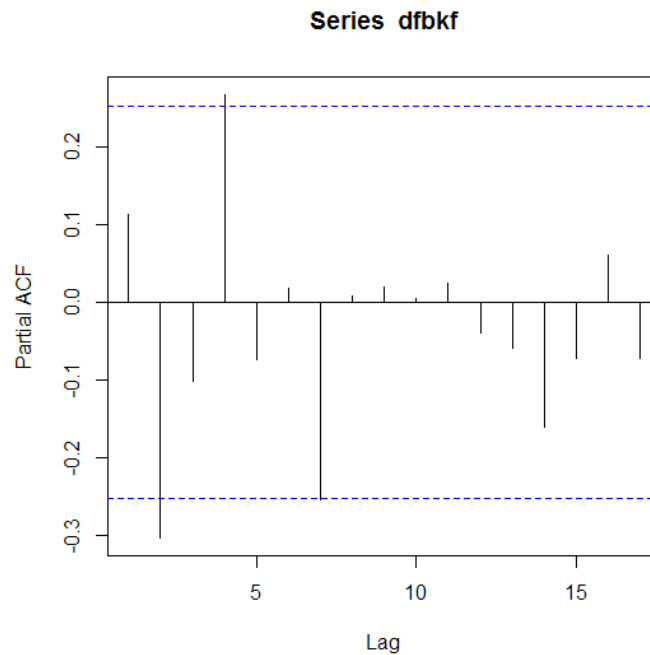
	Nível		Primeira Diferença	
	Estatística ADF	p-valor	Estatística ADF	p-valor
BNDES	-2,028	56%	-3,52	5%
FBCF	-1,984	58%	-3,24	9%
PNB	-1,434	80%	-3,38	6%

Fonte: Elaboração Própria

As estatísticas calculadas apontam que tanto a FBCF quando os desembolsos do BNDES são estacionários na primeira diferença, a 10% de significância. O teste de Phillips-Perron indica estacionariedade na primeira diferença para as três séries, a 1% de significância, enquanto que apenas a formação bruta de capital fixa é não estacionaria na primeira diferença pelo teste de Ljung-Box. Com a maioria dos testes indicando a estacionariedade das variáveis na primeira diferença, tem-se assim a taxa de crescimento de cada uma, já que este é o resultado obtido ao diferenciar o logaritmo natural da uma variável.

Para a inferência acerca do número de defasagens do modelo, realizou-se o gráfico da função de autocorrelação parcial (FACP), para a FBCF. O resultado é como segue no gráfico 3:

Gráfico 3 – Função de Autocorrelação Parcial da diferença da Formação Bruta de Capital Fixo



Fonte: Elaboração Própria (2015)

O resultado da função apresenta a possibilidade inclusão de 2 ou 4 lags de defasagens significativos. Decidiu-se, então, realizar as estimações com ambas as defasagens e comparar o modelos obtidos, a fim de se escolher o mais parcimonioso. As estimação são representadas nas equações (3) e (4):

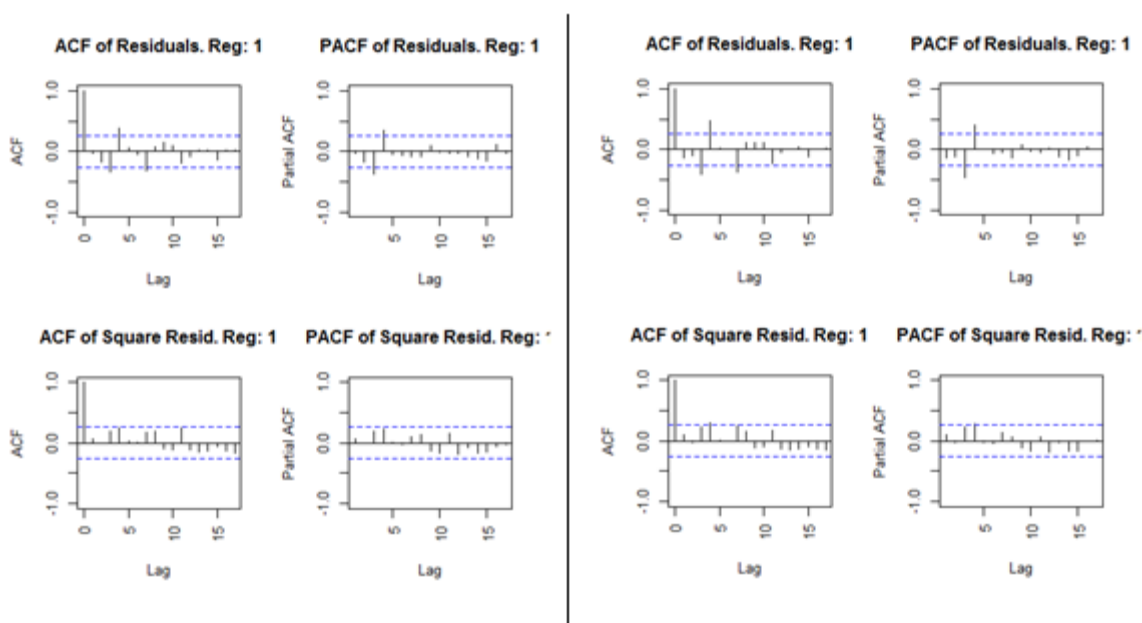
$$\text{Modelo 1: } f\dot{b}cf_t = \alpha_1(s_t) + \beta_1(s_t)bn\dot{d}es_t + \beta_2(s_t)p\dot{n}b_t + \beta_3f\dot{b}cf_{t-1} + \beta_4(s_t)f\dot{b}cf_{t-2} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\text{Modelo 2: } f\dot{b}cf_t = \alpha_1(s_t) + \beta_1(s_t)bn\dot{d}es_t + \beta_2(s_t)p\dot{n}b_t + \beta_3f\dot{b}cf_{t-1} + \beta_4(s_t)f\dot{b}cf_{t-2} + \beta_5(s_t)f\dot{b}cf_{t-3} + \beta_6(s_t)f\dot{b}cf_{t-4} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Em que “ $f\dot{b}cf_t$ ” representa a taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo, “ $bn\dot{d}es_t$ ” a taxa de crescimento dos desembolsos do BNDES, “ $p\dot{n}b_t$ ” a taxa de crescimento da poupança nacional bruta no período corrente, “ α_1 ” é o intercepto da função, “ β_i ” são os parâmetros da variável defasada e da variável exógena, e “ ε_t ” é um erro aleatório. Para a

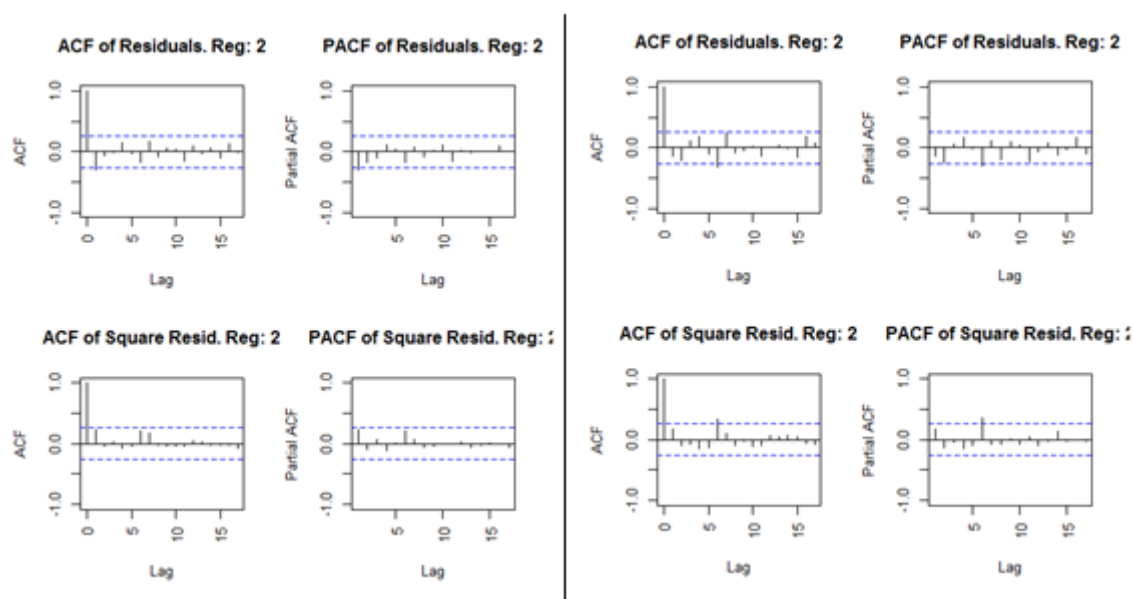
estimação em questão, optou-se por não variar o componente autorregressivo de ordem 1 por não ser significativo na função de autocorrelação parcial da variável dependente. Os demais parâmetros das equações (3) e (4), incluindo os termos de intercepto e a variância do erro são variáveis. Não foi possível realizar exercícios com mais de 2 ciclos de regimes, devido a restrição imposta pelo pacote “MSwM” do *software* utilizado, o que representa uma limitação ao modelo. O primeiro instrumento de escolha do modelo será através da análise das funções de autocorrelação e autocorrelação parcial dos resíduos, para os dois modelos nos dois regimes, disponíveis nos gráficos 4 e 5:

Gráfico 4 – Funções de auto correlação (ACF) e autocorrelação parcial (PACF) dos resíduos e dos resíduos ao quadrado, para os modelos 1 e 2, respectivamente, no regime 1



Fonte: Elaboração Própria (2015)

Gráfico 5 – Funções de auto correlação (ACF) e autocorrelação parcial (PACF) dos resíduos e dos resíduos ao quadrado, para os modelos 1 e 2, respectivamente, no regime 2



Fonte: Elaboração Própria (2015)

Quanto ao primeiro regime, a presença de picos significativos na função de autocorrelação parcial, tanto para o primeiro, quanto para o segundo modelo, indicam a presença da autocorrelação, sem que haja grandes diferenças entre eles. Entretanto, para o regime 2, o modelo 2 apresenta maior número de lags significativos em relação ao modelo 1. Tais resultados obtidos contrastam com o esperado, uma vez que a inserção de maior número de variáveis defasadas deveria auxiliar na correção do problema de autocorrelação dos resíduos. Nos anexos 2 e 3 estão disponíveis dois outros testes para comparação dos modelos. Entretanto, as diferenças não foram tão significativas.

Outra comparação entre os modelos pode ser realizada através do critérios de informação, disponíveis na tabela 3:

Tabela 3 – Critérios de informação dos modelos 1 e 2

Critérios de Informação	Modelo 1	Modelo 2
Akaike (AIC)	-38	-38
Bayesiano (BIC)	24	47
Max. Verossimilhança (LikeLog)	29	33

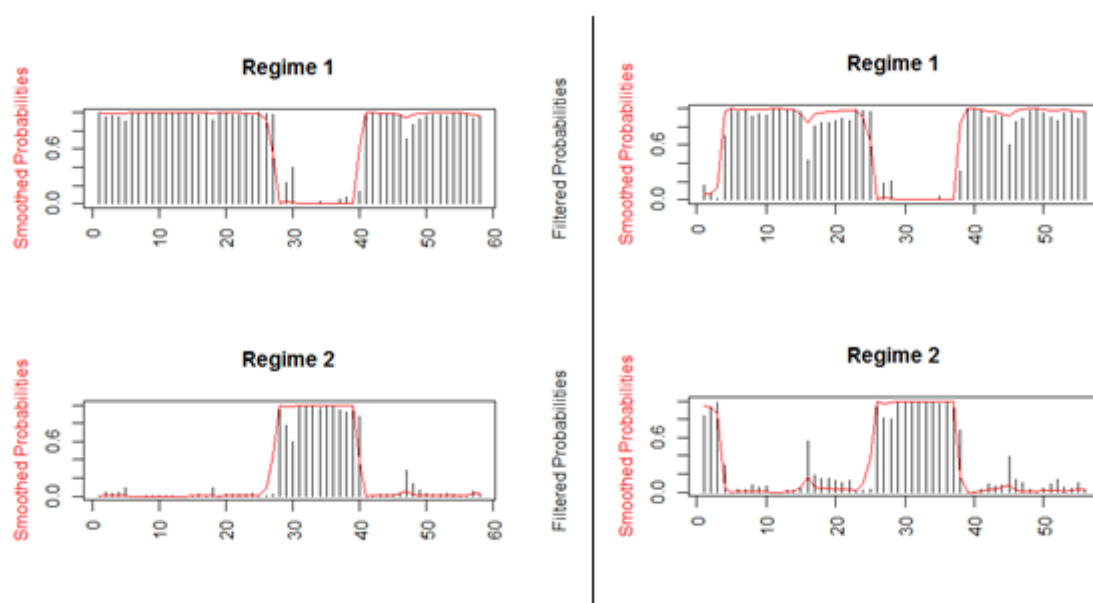
Fonte: Elaboração Própria (2015)

Aos dois primeiros critérios de informação (Akaike e Bayesiano) espera-se que apresentem o menor valor possível, enquanto que ao de Máxima Verossimilhança, a

expectativa é de que apresente o maior valor. O critério AIC apresenta valor semelhante (a diferença é apenas decimal) entre os dois modelos. Já o critério BIC indica superioridade do modelo 1, enquanto que o de Máxima Verossimilhança indica o modelo 2 como o mais parcimonioso.

Realizados os testes, e apresentadas as limitações dos modelos, inicia-se a análise dos resultados efetivos. O gráfico 6 a seguir mostra as probabilidades filtradas e suavizadas para os modelos estimados:

Gráfico 6 – Probabilidades filtrada e suavizada para os modelos 1 e 2, respectivamente



Fonte: Elaboração Própria (2015)

O autor não foi capaz de alterar, com o pacote MSwM do *software* R os valores no eixo x do gráfico. Entretanto, com o auxílio do Anexo 1, é possível inferir em quais os períodos em que se verifica a transição de um regime para o outro, de acordo com cada uma das equações propostas. De acordo com a primeira, o regime 1 é verificado entre os anos de 1953 e 1981, e volta no ano de 1993, tendo o regime 2 vigorado neste intervalo. Já para a segunda, o primeiro regime vai de 1953 a 1979, retornando em 1991 até o final da amostra. A característica de cada um dos regimes pode ser melhor inferida com o resultado das estimações, presente na tabela 3:

Tabela 3 – Resultados das estimações dos Modelos 1 e 2¹⁰

	Modelo 1		Modelo 2	
	Regime 1 Valor Estimado	Regime 2 Valor Estimado	Regime 1 Valor Estimado	Regime 2 Valor Estimado
Intercepto	0,0449***	-0,0865	0,0475**	-0,0562
d(BNDES)	0,1954***	1,3559***	0,1492**	0,8759**
d(PNB)	-0,1145	1,1114***	-0,1424	0,8813 **
AR(1)	0,1341	-0,2694	0,2388**	-0,2336
AR(2)	-0,149	-0,9225***	-0,2074**	-0,4886**
AR(3)	-	-	0,1206	-0,5247**
AR(4)	-	-	-0,1235	0,4204

Fonte: Elaboração Própria (2015)

O modelo a ser escolhido para realizar inferências sobre a amostra será o segundo. Tal escolha é feita meramente por este incluir maior número de variáveis e não dissociar de maneira muito significativa do primeiro, tanto nos problemas detectados pelos testes, quanto pelos valores dos parâmetros calculados para os regimes. A primeira inferência a ser realizada é a significância da taxa de crescimento dos gastos do BNDES em ambos os regimes. Por apresentar maior representatividade no segundo modelo estimado, pode indicar uma atuação anticíclica do banco, principalmente porque na década de 80, período em que se verifica a presença do segundo regime, ainda havia investimentos que tinha seu suporte em cenário de estagnação econômica.

Quanto aos componentes autorregressivos, há tendência a deterioração do investimento no segundo ciclo, captada através da influencia negativa da mesma variável com dois e três lags de defasagem. Variáveis exógenas, como a poupança e os desembolsos do banco de desenvolvimento, influem, então, positivamente para uma possível recuperação econômica. Para o primeiro regime, entretanto, apenas o investimento do período imediatamente anterior influencia positivamente, e a poupança não mais é variável relevante, diferentemente da atuação do BNDES, o que pode indicar que nos períodos em que houve crescimento do investimento de maneira significativa, não teria sido a poupança a variável financeira responsável, tal qual preconiza a hipótese da eficiência de mercado, mas sim o sistema de financiamento público de longo prazo.

Por último, a apresentação da matriz de probabilidade de transição de regimes pode ser relevante para analisar como ocorrem as mudanças dos ciclos:

¹⁰ ** significativo a 5%; *** significativo a 1%

$$P = \begin{bmatrix} 0,94 & 0,09 \\ 0,06 & 0,91 \end{bmatrix} \quad (5)$$

Pela análise da matriz, é possível perceber que a maior probabilidade é a manutenção do regime 1, ou seja, há 94% de probabilidade de que, caso o investimento esteja no regime 1, dele se manter em tal regime. Já a menor possibilidade de transição é de que a variável saia do regime 2 para o regime 1, indicado por uma probabilidade de 6%. É previsível que a dificuldade seja maior do país ter que reverter um cenário de recessão para de crescimento dos investimentos.

5 CONCLUSÃO

O debate sobre a importância e necessidade de bancos públicos, atuantes no desenvolvimento econômico das nações, sempre foi alvo da controvérsia acadêmica, seja no que se refere às externalidades – positivas ou negativas – que possam a vir a gerar – quanto sobre a real importância na trajetória de crescimento, neste caso aplicado a historiografia econômica interna. A presente monografia, em consonância com esta pauta, procurou aplicar uma metodologia que auxilia justamente na identificação de quebras estruturais das relações entre o BNDES e o investimento, sempre embasadas nas análises das políticas acionadas nos diferentes períodos. A explanação da dicotomia quanto a interferência do Estado no mercado financeiro torna-se relevante para justificar os resultados observados para o país.

O principal banco de desenvolvimento foi criado sob um cenário internacional influenciado pelas ideias keynesianas, em sintonia com o que se preconizava em Bretton Woods a respeito dos caminhos de desenvolvimento. Como tal, era de se esperar que passasse a fomentar os principais projetos de expansão econômica, especialmente para uma América Latina na eminência da criação da CEPAL, e com governantes de clara tendência nacionalista. Para o Brasil de Vargas, onde o sistema financeiro não possuía sequer um Banco Central que garantisse um mínimo de segurança aos agentes, o BNDES torna-se indispensável para estabilizar as condições de crédito em um mercado instável. Ainda que não contasse com grandes desembolsos, a atuação do banco na década de 50 marca o início do fomento a formação de capital no Brasil, quer seja por garantir investimentos em infraestrutura, quer por disponibilizar e ser o centro do corpo técnico de planejamento das políticas.

Ainda que a década de 60 represente a tentativa de tornar o sistema financeiro mais próximo do que se preconiza pela hipótese de mercados eficientes, as reformas do Paeg mostram-se insatisfatórias por não consolidar um mercado privado de capitais de longo prazo. É inclusive ampliada para os setores mais intensivos em tecnologia a atuação do BNDES, vide a expansão dos fundos direcionados a setores específicos. A busca por maior rentabilidade no curto prazo, num cenário de “insegurança” das nações em desenvolvimento, aliada a atuação do Estado em garantir a renda para o setor especulativo, é a principal característica consolidada em fins da década de 60 no sistema financeiro interno, com as correções monetárias indexadas. A breve tentativa de segmentação bancária, nos moldes americanos, e a reversão na condução desta política para a constituição de grandes conglomerados, faz o BNDES expandir ainda mais seu sistema, passando a atuar como *funding* dos setores-chaves da economia.

Até a primeira crise do petróleo, entretanto, não há um claro projeto de crescimento econômico que incluísse o banco de desenvolvimento como principal financiador das atividades produtivas. Entende-se, tal como Castro e Souza (2004) que a opção do governo Geisel em seguir financiando o desenvolvimentismo, principalmente com a base financeira proporcionada pelo BNDES para o mercado privado interno, foi fundamental para que o país lograsse promover mudanças estruturais produtivas de significativa importância – ainda que, como apresenta Carneiro (2002), o incentivo econômico via subsídios e a manutenção da correção monetária tenham sido fortes motivos para a deterioração das contas públicas do período seguinte.

É de se esperar que durante o processo de substituição de importações, como é característico do período de 1953 a 1979, a relação entre os desembolsos do BNDES e a formação bruta de capital fixo seja positiva. Este primeiro ciclo, captado por ambos os modelos apresentados, apontam para a confirmação da teoria pós-keynesiana de financiamento do crescimento, além da necessidade de intervenção estatal na economia como estabilizador do *funding*, principalmente pela estrutura concentrada do sistema financeiro e a consolidação de maiores ganhos de capitais de curto prazo, via correção monetária. Como é proposta por tal teoria, a atuação anticíclica também é verificada, principalmente durante a década de 60, com a continuação do financiamento de projetos previstos no período anterior.

A falta de planejamento do desenvolvimento de longo prazo, durante a década de 80, é entendida como o principal fator para a inflexão na condução da política do BNDES. O cenário externo incerto deveria ser o principal gargalo para a ampliação do banco nos setores produtivos, e tentar a inclusão em novos paradigmas de produção. Entretanto, a instabilidade interna, principalmente a aceleração inflacionária e a deterioração das contas públicas, direciona a condução da política para questões de curto prazo, e impede a expansão das atividades do banco. Ainda assim, tal qual se propõe na literatura analisada, há certa tentativa de reestruturação produtiva interna, guiada pelo BNDES, e o início de projetos com cunho social. Não há, entretanto, qualquer indício de que a relação com o investimento global tenha sido relevante.

Tem-se o argumento de que a real inflexão na condução política do BNDES tenha ocorrido em fins da década de 80, e início da década de 90, coincidindo com o período de privatizações. Sob a ideologia proposta pelo Consenso de Washington, relegar o banco ao controle das operações de desestatização e acreditar que a liberalização e abertura financeira levariam o sistema de crédito interno ao pleno desenvolvimento mostraram-se, em retrospecto, equivocadas. A primeira contradição desta hipótese da eficiência dos mercados,

aplicada ao sistema financeiro, emerge da análise de literatura sobre a história de bancos de desenvolvimento em outros países, uma vez que grande parte do processo de industrialização dos desenvolvidos ocorreu de forma conjunta à atuação dos bancos públicos, facilitando o acesso ao crédito para o desenvolvimento e expansão da indústria, com destaque para setores estratégicos (ARAUJO e CINTRA, 2011).

O segundo ponto de contradição está na própria análise histórica da trajetória dos desembolsos do BNDES e do investimento. Torres Filho (2009) analisa que há significativo aumento da formação bruta de capital fixo, com a repercussão da liberação de recursos do BNDES para os setores que mais cresceram. Outrossim, a análise gráfica possibilitada pelo presente trabalho permite a mesma relação de retomada da sintonia das variáveis em questão. Mazzucato (2011), ao realizar a análise da atuação do capital de livre mercado e do capital público no fomento ao desenvolvimento, aponta para o segundo como maior tomador de risco, enquanto que o primeiro se concentra em setores de mais baixa tecnologia. Tal conclusão pode ser válida ao Brasil, em que o relativo desenvolvimento do mercado de capitais com a abertura financeira da década de 90 não significou maior capacidade de financiamento para empresas de alta capacidade de inovação; houve a consolidação de setores já tradicionais no país.

O terceiro e último ponto encontrado é a própria ineficiência inerte ao mercado financeiro. A única justificativa para a presença de bancos (sejam privados ou públicos) na intermediação entre os poupadores e os investidores é a existência de custos de transação, uma vez que caso não existissem, os bancos seriam dispensáveis. Quanto a preocupação em relação a deterioração das contas do BNDES, Torres Filho (2009) aponta a reversão de provisões de créditos e ganhos com carteira de renda variável como principais fatores para lucros consideráveis. O mesmo autor, procurando desmistificar a ideia de que os bancos públicos seriam responsáveis por um efeito *crowding-out* para os bancos privados no financiamento de longo prazo, argumenta que a captação de recursos do BNDES não se dá por uma captação líquida de depósitos junto a um público.

Ainda que pareça prematura, os resultados apresentados podem indicar que a teoria keynesiana, aplicada ao caso brasileiro, é correta ao afirmar a necessidade dos bancos públicos de desenvolvimento. A significância da variável do BNDES frente a não significância da poupança nas fases em que há o crescimento do investimento, é um indício de que a atuação do banco é variável fundamental para a garantia de inversões sustentáveis. Já a formação de poupança, e principalmente a ideia de que bancos privados sejam capazes de direcionar a mesma para a formação de fundos ao investimento, é provada equivocada, ainda

mais quando se analisada ao histórico do financiamento privado de longo prazo no Brasil; a frustrada tentativa de criação de um sistema bancário segmentado na década de 60, e a liberalização financeira da década de 90 mostram que há um desinteresse do setor em voluntariamente direcionar recursos a projetos de maiores riscos.

REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, V.; CINTRA, M. **O Papel dos Bancos Públicos Federais na Economia Brasileira**. Texto para Discussão nº 1604. IPEA. Rio de Janeiro, 2011.
- BASTOS, V. D. 2000-2010: uma década de apoio federal à inovação no Brasil. **Revista do BNDES**. Brasília, n. 37, p. 127-176, 2012.
- CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. UNESP, 2002.
- CANÊDO-PINHEIRO, M.; FERREIRA, P. C.; PESSÔA, S. A.; SCHYMURA, L. G. Por que o Brasil não Precisa de Política Industrial. **Ensaio Econômico nº 644**. Rio de Janeiro: FGV, 2007.
- CASTRO, A. B.; SOUZA, F. E. P. **A Economia Brasileira em Marcha Forçada**. 3 ed. Rio de Janeiro: Paz e terra, 2004.
- COSTA, F. N. **A controvérsia sobre as relações entre investimento, poupança e crédito**. Porto Alegre: Ensaio FEE, 1991.
- COSTA, F. N.; TORRES FILHO, E. T. BNDES e o financiamento do desenvolvimento. **Economia e Sociedade**. Campinas, dez.2012. V.21, Número Especial, p. 975-1009.
- CORREA, A. S. **Diferenças e Semelhanças entre Países da América Latina: Uma Análise de Markov Switching para os Ciclos Econômicos de Brasil e Argentina**. Texto para Discussão nº. 80. Banco Central do Brasil, 2003.
- COUTINHO, L. A crise e as múltiplas oportunidades de retomada do desenvolvimento industrial no Brasil. **Estratégia de Desenvolvimento, Política Industrial e Inovação: ensaios em memória de Fabio Erber**. BNDES. Brasília, 2014. p. 81-101. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2539>>

CRUZ, P. R. D. C. Endividamento Externo e a Transferência de Recursos Reais ao Exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. **Nova Economia**. Belo Horizonte, v.5, n.1, p. 121-143, 1995.

CURRALERO, C. R. B. **A Atuação do Sistema BNDES como Instituição Financeira no Período 1952/96**. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). Campinas, 1998.

DINIZ, A. N. **BNDES: de agente desenvolvimentista a gestor da privatização – 1952-2002**. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). Campinas, 2004.

GIAMBIAGI, Fabio; RIECHE, Fernando; AMORIM, Manoel. As finanças do BNDES: evolução recente e tendências. **Revista do BNDES**, v. 16, n. 31, p. 3-40, 2009.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L. B.; HERMANN, J. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945 – 2010**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GOLDFELD, S. M.; QUANDT, R. E. The Estimation of Structural Shifts by Switching Regressions. **Annals of Economic and Social Measurement**, v. 2, n. 4, 1973.

GURLEY, J. G.; SHAW, E. S. Financial aspects of economic development. **The American Economic Review**, v. 55, n. 4, 1955.

HAMILTON, J. D. A new approach to the economic analysis of nonstationary time series and the business cycle. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 357-384, 1989.

HERMANN, J. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Economia & Sociedade**. Campinas, v. 19, n. 2, p. 257-290, 2010a.

_____ Los bancos de desarrollo en la “era de la liberalización financiera”: el caso del BNDES en Brasil. **Revista Cepal 100**. p. 193-208, Abril 2010b.

_____ Bancos Públicos em Sistemas Financeiros Maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. **Revista de Economia Política**. São Paulo: v. 31, n. 3, p. 397-414, 2011.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

KRAYCHETE, E. S.; CRISTALDO, R. C. The National Bank of Economic and Social Development on the Brazilian Development Strategies: from internal articulation to expansion to Latin America. **Geopolítica(s)**. V. 4, n. 1, p. 63-86, 2013. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5209/rev_GEOP.2013.v4.n1.41123>

KROLZIG, H.; SENSIER, M. A Disaggregated Markov-Switching Model of the Business Cycle in UK Manufacturing. **The Manchester School**. Manchester, v. 68, n. 4, p. 442-460, 2000.

PESSOA, S. A. BNDES sobrecarregado? Bancos privados podem ajudar. **Ponto de Vista**. FGV: São Paulo, p 10-11, abril 2013.

_____ As “campeãs nacionais” e os determinantes do sucesso do Leste Asiático. **Ponto de Vista**. FGV: São Paulo, p 10-11, maio 2013.

PORTUGAL, M.; MORAES, I. Business cycle in the industrial production of Brazilian States. **Revista Análise Econômica**. Porto Alegre, ano 26, n.50, p. 27-56, 2008.

RIBEIRO, M. B.; TEIXEIRA, J. R. **Sistema Financeiro Brasileiro, Poupança e Investimento**: análise para o período 1947-2004 com o uso dos modelos Markov Switching. Texto para Discussão nº 327. UnB: Brasília, 2006.

STIGLITZ, J. **The Role of the State in financial markets**. Washington, DC: The World Bank, Annual Bank Conference on Development Economics, 1993.

TAVARES, M. C.; MELO, H. P.; CAPUTO, A. C.; COSTA, G. M. M.; ARAÚJO, V. L. O Papel do BNDE na Industrialização do Brasil: Os anos dourados do desenvolvimentismo,

1952 – 1980. **Memórias do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, ano 1, n.1, 2010.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. M. Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil. In: **Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise**. Campinas: Universidade Estadual de Campinas, v.1, 4ª ed., p. 139-160, 1998.

TORRES FILHO, E. T. Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES. In: **Ensaio sobre Economia Financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 11-56

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria: uma abordagem moderna**. (Tradução da 2ª Edição *Introductory Econometrics: a modern approach*). Pioneira, 2006.

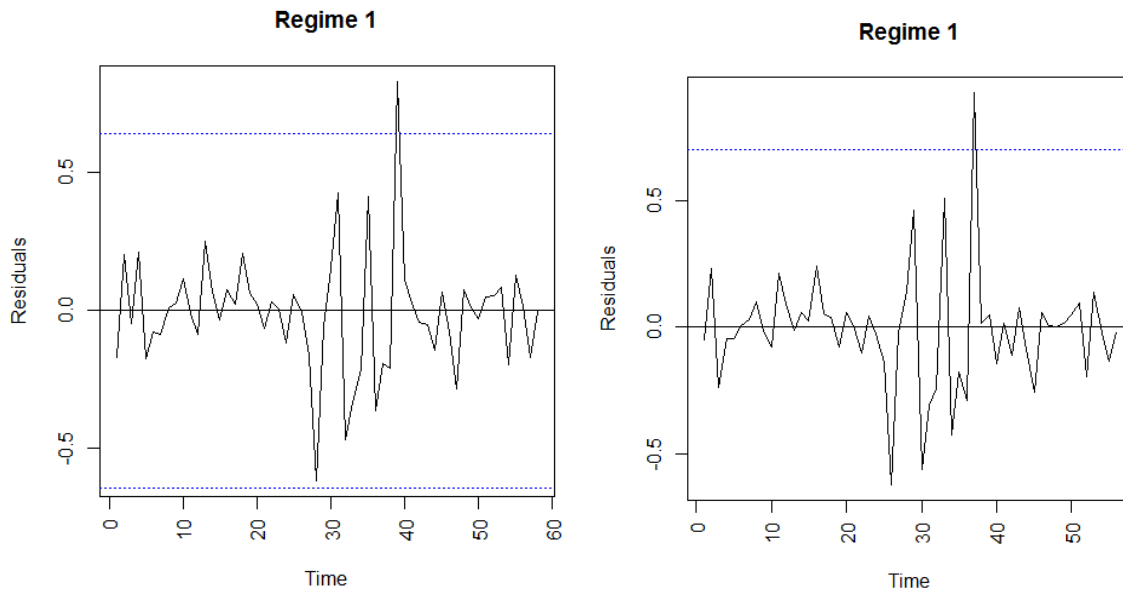
ANEXO - 1

	BNDES	FBCF ¹¹			
			1995	33145,89	565987,47
1953	290,47	49634,88	1996	40849,76	585841,65
1954	399,87	62202,13	1997	69738,64	622427,12
1955	589,60	61406,99	1998	71704,05	622754,05
1956	1024,20	58321,16	1999	60413,77	543220,90
1957	1578,90	80773,85	2000	65541,04	612178,73
1958	1592,17	83445,88	2001	65058,90	605667,83
1959	1662,20	102296,08	2002	75624,97	483732,38
1960	1563,67	88860,85	2003	63370,16	506632,98
1961	1013,72	76611,23	2004	67286,14	561366,27
1962	3420,62	93546,84	2005	78245,45	579553,02
1963	2248,20	94049,65	2006	82467,18	638015,66
1964	1786,80	92374,87	2007	96383,88	724472,16
1965	3204,38	120764,18	2008	124326,26	858452,37
1966	3591,12	129804,34	2009	188315,41	798036,20
1967	3675,19	121426,79	2010	209016,96	946917,89
1968	3160,34	158309,62	2011	164697,49	969233,28
1969	5808,06	202805,41	2012	171135,77	844317,85
1970	6775,26	203313,00			
1971	8872,99	234074,16			
1972	12485,25	270742,40			
1973	15536,48	357447,89			
1974	25239,74	427981,17			
1975	39442,40	490536,45			
1976	40717,01	466756,29			
1977	42996,80	493563,44			
1978	46497,71	528716,89			
1979	45699,13	487834,21			
1980	35795,85	504209,89			
1981	28110,41	506138,45			
1982	36075,02	469254,99			
1983	41944,71	274436,34			
1984	37229,81	255273,30			
1985	34668,78	323864,18			
1986	36558,38	529664,90			
1987	39707,22	364961,95			
1988	33497,19	228867,53			
1989	20469,27	173335,00			
1990	16205,84	268136,22			
1991	18034,71	229930,87			
1992	19411,93	184777,65			
1993	17373,01	151602,45			
1994	26039,46	395774,91			

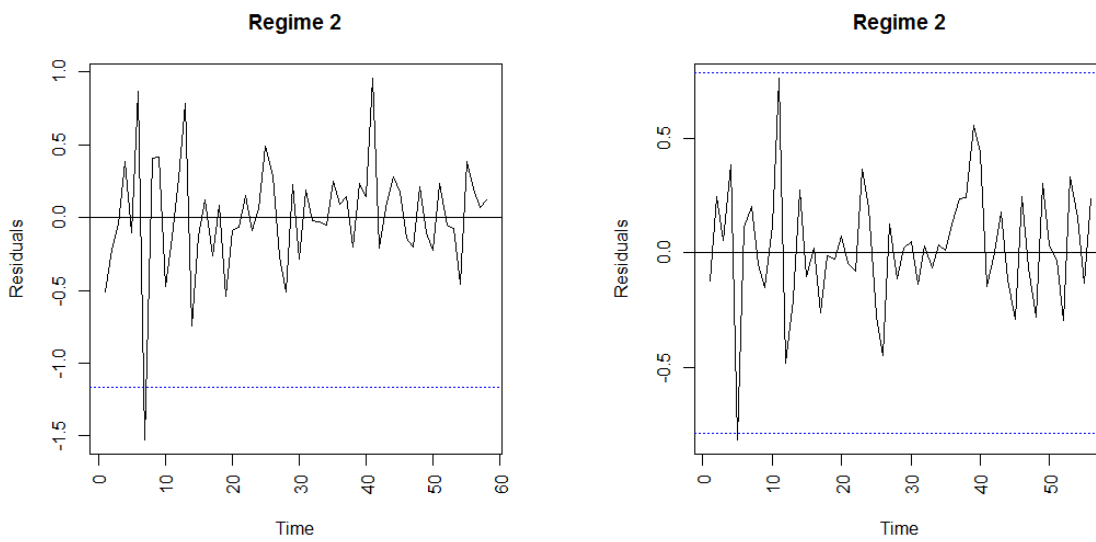
¹¹ Os dados estão em milhões de reais

ANEXO – 2

Anexo 2.1 – Gráfico dos resíduos dos modelos 1 e 2, respectivamente, para os regime 1:

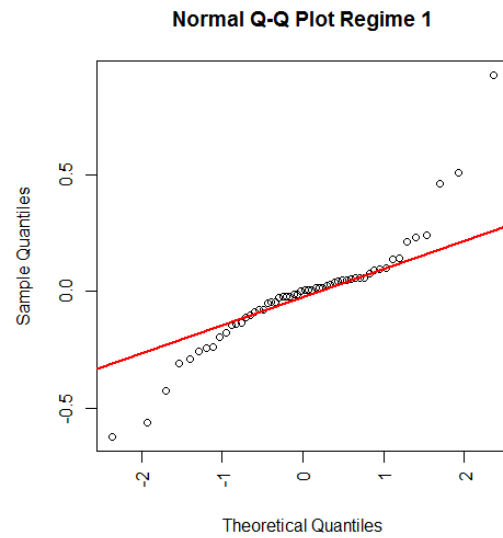
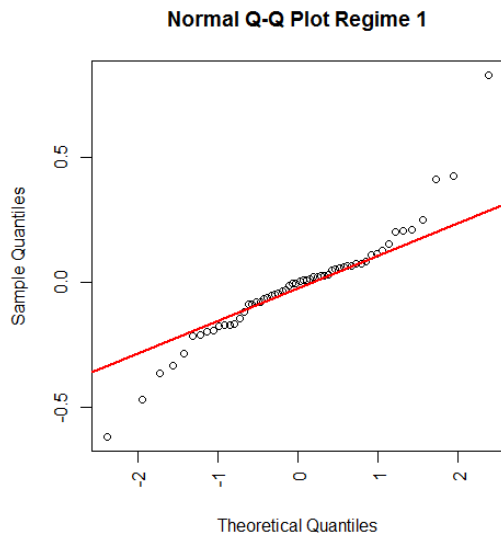


Anexo 2.2 – Gráfico dos resíduos dos modelos 1 e 2, respectivamente, para os regime 2



ANEXO – 3

Anexo 3.1 – Gráfico Q-Q Normal dos resíduos dos modelos 1 e 2, respectivamente, para os regime 1:



Anexo 3.2 – Gráfico Q-Q Normal dos resíduos dos modelos 1 e 2, respectivamente, para o regime 2:

