

**Universidade Estadual de Campinas  
Instituto de Economia**

**Nicolas Regis Fonseca Cabral**

**A atuação do BNDES como mecanismo de  
financiamento de longo prazo no Brasil entre 2006-  
2010**

**Campinas  
2012**



## **Agradecimentos**

Aos meus pais, irmãos e avó, por sempre me apoiarem em todas as minhas decisões e acreditarem em mim.

Aos meus amigos de faculdade, que tornaram os cinco anos de estudos mais leves e divertidos.

A professora Daniela, pela orientação e tempo dedicado para realização desse trabalho.

**Nicolas Regis Fonseca Cabral**

**A atuação do BNDES como mecanismo de financiamento de longo prazo no Brasil  
entre 2006 – 2010.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Graduação do Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas para obtenção do título de  
Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do(a)  
Prof.(a) Dr.(a) Daniela Magalhães Prates

Campinas  
2012

Campinas  
2012

CABRAL, Nicolas Regis Fonseca. A atuação do BNDES como mecanismo de financiamento de longo prazo no Brasil entre 2006 – 2010. 2012.45. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

### **RESUMO**

O presente trabalho tem como objetivo analisar a atuação do BNDES como financiador de longo prazo da economia brasileiro entre os anos de 2006-2010. Uma análise do mercado de crédito corporativo e do mercado de capitais nacional são realizadas para depois, citar as principais ações do banco para o desenvolvimento desses duas vias de financiamento de longo prazo.

**Palavras-Chaves:** BNDES, financiamento de longo prazo, mercado de capitais, BNDESPar, mercado de crédito brasileiro, financiamento das empresas nacionais.

## SUMÁRIO

<b>Introdução.....</b>	<b>1</b>
<b>BNDES de sua criação aos anos 2000.....</b>	<b>5</b>
Anos 1950.....	5
Anos 1960.....	8
Anos 1970.....	10
Anos 1980.....	12
Anos 1990.....	15
Anos 2000.....	16
<b>Mercado de Crédito Corporativo no período 2006 – 2010 e a atuação do BNDES....</b>	<b>19</b>
Introdução.....	19
2006-2007: A consolidação da expansão do mercado de crédito no Brasil.....	21
2008: BNDES e sua atuação anticíclica.....	24
2009- 2010: BNDES e os reflexos da crise no mercado de crédito nacional.....	27
<b>Mercado de Capitais Brasileiro entre 2006 – 2010.....</b>	<b>31</b>
Introdução.....	31
2006 - 2008 Pré-Crise : A explosão do mercado de capitais nacional.....	32
A atuação do BNDES no mercado de capitais entre 2006 e 2008.....	35
O efeito- contágio da crise financeira global.....	36
2009-2010 : A recuperação do mercado e a atuação do BNDES.....	38
<b>Conclusão.....</b>	<b>42</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>43</b>





## **Introdução**

Historicamente, no Brasil, uma das maiores deficiências do sistema financeiro brasileiro foi a falta de mecanismos de financiamento de longo prazo para as empresas nacionais. Por mais que uma tendência de crescimento forte, principalmente entre os anos de 1950 e 1980, tenha acontecido, o mercado de crédito de longo prazo do sistema bancário privado, assim como o mercado de capitais, não se desenvolveram o suficiente para suprir as necessidades de recursos que as empresas nacionais passariam a ter após a fase de “substituição das importações” dos anos 50 e 60.

Para Coutinho & Borges (2009:1-2), embora fosse esperado a consolidação do sistema financeiro – e o desenvolvimento do financiamento privado de longo prazo - com a estabilidade macroeconômica dos anos 1990, ela não aconteceu. Com a abertura financeira, comercial e a estabilização dos preços trazida pelo Plano Real, era esperado que tanto o mercado de crédito bancário doméstico quanto o mercado de capitais tivesse um desempenho bastante promissor no período que se seguia. Isto porque, como destacam Carneiro et al. (2009:4-5), em um ambiente de instabilidade macroeconômica os mecanismos de financiamento de longo prazo não conseguem se desenvolver, uma vez que “a corrosão do valor dos investimentos, para os proprietários da riqueza financeira, ou quando da sua indexação, a incerteza quanto aos encargos por parte dos tomadores, constituíam obstáculos de monta ao desenvolvimento financeiro.”.

A principal razão para esse bloqueio no desenvolvimento dos mecanismos privados de financiamento de longo prazo no Brasil ainda estava na conjuntura econômica do país. Assim, a estabilização alcançada após o Plano Real não pode ser considerada uma estabilização completa.

“Entendemos por estabilização a obtenção, de forma sustentada, de taxas de inflação baixas, pouco voláteis e razoavelmente previsíveis (esta última característica está intimamente relacionada às duas anteriores). É possível demonstrar que esses requisitos somente foram alcançados pela economia a partir de meados de 2005. Até então, a incerteza inflacionária ainda era muito elevada, como decorrência da grande vulnerabilidade externa da economia. O principal reflexo dessa situação era uma taxa de câmbio nominal extremamente suscetível a mudanças no humor nos mercados, com impactos desestabilizadores sobre a inflação doméstica.” Coutinho & Borges (2009:3).

Assim, embora autores como Arida (2005) defendam que existem certas normas de direcionamento do crédito e dos mecanismos de poupança compulsória que criam empecilhos ao desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, em especial do mercado de capitais, tal idéia não corresponde aos fatos históricos. Cintra (2009) deixa claro que o que impediu o referido desenvolvimento foi a precariedade do processo de estabilização até meados de 2005.

Para Ricardo et all (2009), quando se trata de investimento de longo prazo, as empresas nacionais contam em geral, com a geração própria de recursos, fontes externas de crédito ou empréstimos de bancos públicos com base em fundos de poupança compulsórios. A geração própria de recursos tem seus limites e depende do tamanho da empresa. Empresas grandes, geralmente conseguem se autofinanciar sem grandes problemas, já as pequenas e médias empresas, nem sempre podem contar com essa opção. A obtenção de crédito externo se dá em condições bastante favoráveis com juros mais baixos e prazos de amortização mais longos. No entanto, as pequenas e médias empresas não têm a estrutura de capital necessária para obter empréstimos fora do país e as grandes empresas, quando conseguem, tem que lidar com o problema do descasamento de moeda. Assim, os financiamentos concedidos pelos bancos públicos (a partir, sobretudo, de recursos de fundos públicos, como o Fundo de Amparo ao Trabalhador - FAT e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS) constituem a principal forma de financiamento de longo prazo no Brasil. (Prates, 2008).

Nesse contexto, destaca-se a atuação do BNDES. Criado em 1952, o banco público em questão sempre atuou como uma instituição financeira de fomento, direcionando crédito de longo prazo a setores prioritários e estratégicos. Como mostra Curraleiro (1998), o BNDES foi, desde a sua criação, uma instituição financeira de desenvolvimento e sempre teve suas metas e ações fortemente ligadas aos planos de desenvolvimento do país. Das décadas de 1950 a 80, quando os governos federais defendiam uma forte intervenção estatal na economia, o BNDES teve como principal objetivo o desenvolvimento de uma infraestrutura capaz de favorecer o crescimento do parque industrial brasileiro.

“Historicamente, o financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro dependeu dos fundos de poupança compulsória, administrados pelo BNDES (Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT) e pela Caixa Econômica Federal – CEF – (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS), e da captação de recursos externos, uma vez

que não se desenvolveu no país um sistema de financiamento de longo prazo.” (Prates et all, 2009: 86)

Entender a origem dos recursos direcionados ao BNDES é de extrema importância para analisar como o banco conseguiu, mesmo com todas as alterações sofridas em sua estrutura, se manter como a principal fonte de financiamento de longo prazo no país. Teixeira (2009) explica bem as funções do FAT, sua fonte de “funding” e desenvolvimento:

“No Brasil, ademais do FGTS, outro importante mecanismo direto de alocação de recursos do setor público é o sistema FAT/BNDES. O Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) tem por objetivo financiar as despesas com o seguro-desemprego. Sua principal fonte é uma contribuição fiscal feita pelas empresas – o Programa de Integração Social (PIS). A esses recursos se somam os ganhos financeiros obtidos com as aplicações dos excedentes de arrecadação acumulados em exercícios anteriores. Desde sua criação em 1988, as receitas com o PIS superaram os gastos correntes do FAT, o que permitiu que o fundo acumulasse, até dezembro de 2007, um patrimônio de R\$ 189 bilhões, ou seja, mais de US\$ 108 bilhões. Desse montante, a quase totalidade está aplicada em bancos públicos, particularmente no BNDES.” Teixeira (2009:18).

Em meados dos anos 1990, o governo FHC adotou um conjunto de reformas neoliberais no país, fazendo com que o papel dos bancos públicos na economia nacional fosse alterado. Para Cintra (2009) o BNDES, com a implantação do arcabouço neoliberal no país “passou a atuar no desmonte do velho Estado nacional-desenvolvimentista, à frente do programa de privatizações das empresas estatais”.

Todavia, é importante deixar claro que, mesmo com o novo direcionamento do BNDES, este manteve sua função tradicional : a de principal prestador de crédito de longo prazo no país. Assim, mesmo com todas as mudanças pelas quais a conjuntura do país passou desde o início da industrialização, o mercado privado de crédito bancário doméstico e o mercado de capitais não se desenvolveram de forma suficiente para mudar o padrão de financiamento das empresas no país. Por isso, uma questão relevante é avaliar se a forte atuação do BNDES como maior prestador de longo prazo do país – se colocando como um dos maiores bancos do gênero no mundo –, é complementar

ou concorrente à ação do mercado financeiro privado, nos seus dois segmentos (de crédito e de capitais).

Novaes (2007) e Pinheiro (2007) são defensores de uma atuação limitada dos bancos públicos, para que assim o mercado de crédito bancário e o de capitais nacionais possam tomar o lugar deles e assim se desenvolver. Para eles, a atuação dos bancos públicos não só limita o desenvolvimento de novas formas de financiamento, como também cria um importante entrave ao desenvolvimento econômico no longo prazo.

Por outro lado, Torres (2007) tem uma visão completamente oposta. Para ele, os ditos bancos de desenvolvimento como o BNDES tem um papel importantíssimo na estratégia de crescimento das economias emergentes. Tais bancos seriam os principais responsáveis pelo financiamento de setores da economia que não são atrativos a iniciativa privada por características como longo prazo de investimento, maturação e riscos elevados.

É importante deixar claro que, muito embora o sistema atual através de instituições públicas de crédito, com destaque ao BNDES, venha diminuindo as lacunas do financiamento de longo prazo no país, a grande evolução do investimento nacional iniciada em 2004, não deixa dúvida de que há séria limitação de fontes de recursos voluntários para financiar o desenvolvimento econômico.

O período aqui analisado (2006-2010) foi escolhido, pois engloba o fim do ciclo de crescimento iniciado em 2004, a crise financeira global de 2008 – e a consequente ação anticíclica dos bancos públicos – e o período de recuperação econômica do país (2009-2010). A proposta é analisar a atuação do BNDES como mecanismo de financiamento de longo prazo no país e que impactos suas ações tiveram nos três subperíodos selecionados (2006-07, 2008, 2009-10).

O primeiro capítulo mostra a trajetória do banco desde seu nascimento até meados dos anos 2000. Assim, no primeiro capítulo são pontuados as principais características do banco de acordo com a década analisada. O segundo capítulo analisa o mercado de crédito brasileiro entre os anos 2006-2010 e mostra o final do ciclo de forte crescimento desse mercado, o impacto da crise de 2008 e as principais ações do bndes para conter assim como o bienio 2009-2010, quando o mercado de crédito no país começava a mostrar sinais de recuperação. Por fim, o terceiro capítulo apresenta o mercado de capitais brasileiro no mesmo período analisado para o mercado de crédito e define as principais ações do banco no mercado de renda variável e fixa.

## **1. BNDES de sua criação aos anos 2000<sup>1</sup>**

O BNDES sofreu muitas alterações em sua estrutura organizacional, direcionamento político e atuação desde sua criação nos anos 1950. O objetivo deste capítulo é entender como essas transformações contribuíram para tornar o que o banco é hoje. Desde agora, é importante apontar para duas características principais que nunca mudaram ao longo dos anos: a) o banco sempre esteve estreitamente atrelado a política governamental do momento e b) sempre se manteve como o principal financiador de longo prazo no país.

### **1.1 Anos 1950**

A década de 50 foi marcada por um otimismo nunca antes visto na sociedade brasileira moderna. Conhecidos como os “Anos Dourados”, o período que vai do fim da década de 40 até o início do governo Jânio Quadros, apresentou um cenário extremamente favorável para o desenvolvimento econômico do país. A segunda guerra mundial, ao comprometer os tradicionais fornecedores de produtos manufaturados, aprofundou o processo de substituição de importações e assim acabou estimulando o desenvolvimento da indústria brasileira.

Curraleiro (1998) mostra que a valorização das matérias-primas nacionais também contribuiu para uma situação financeira saudável do Brasil, reservas cambiais significativas foram atingidas e parte delas foi usada para ampliação e modernização do parque industrial nacional. No entanto, para que a indústria pesada se consolidasse, eram necessárias inversões gigantes de capital e as reservas atingidas nos anos anteriores, não dariam conta.

Ao mesmo tempo, o crédito oferecido por países estrangeiros em guerra – principalmente EUA – começou a diminuir. O fim da guerra fez com que EUA voltassem a focar na reestruturação de sua economia e na interferência em regiões que pudessem ser mais facilmente influenciadas por movimentos socialistas, deixando os investimentos no Brasil, em segundo plano. Outros fatores como: mercado consumidor de baixa renda, gargalos de infraestrutura e peso na política internacional pequeno, também fizeram com que os EUA não tivesse mais prioridade em investir no Brasil.

---

<sup>1</sup> Esse capítulo foi baseado em BNDES (2002).

Mesmo assim, algumas tentativas foram feitas, a principal delas foi a Comissão Técnica Brasil-Estados Unidos (ou Comissão Abbink, devido ao nome do principal responsável americano dentro da comissão). Criada em 1947, a Missão Abbink não trouxe resultados significativos para a economia brasileira, a não ser a eficiência em algumas análises sobre precondições para o desenvolvimento. Ao mesmo tempo, o governo brasileiro trabalhava em seu próprio plano do desenvolvimento: o Plano Salte. Aumentando a disponibilidade de crédito na economia (principalmente a setores industriais), Dutra conseguiu acelerar o crescimento do Brasil, mas sem estruturar um programa de escala nacional.

Foi em 1951, com a volta de Getúlio Vargas ao poder, que o estado tomou para si, a responsabilidade de direcionar o crescimento econômico brasileiro. O capital nacional era escasso e por isso, a presença de capital estrangeiro era defendido pelo presidente. Antes mesmo de sua eleição, uma nova comissão foi criada: Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU). A ideia era basicamente a mesma da Comissão Técnica criada em 1947, só que dessa vez, o governo brasileiro se comprometeria mais no financiamento dos projetos. Assim, ficou definido que o governo brasileiro criaria um fundo paralelo, que também serviria aos financiamentos que fossem selecionados pela CMBEU. Foi a partir desse fundo, que a ideia da criação de um banco público que coordenasse e administrasse esse dinheiro surgiu.

“ A fim de administrar esse fundo, mais os recursos oriundos do Ministério da Fazenda e os outros montantes externos dirigidos ao país, propôs-se estabelecer um banco especial. Sua tarefa seria estudar e sugerir medidas destinadas a criar condições para eliminar os obstáculos ao fluxo de investimentos, públicos e particulares, estrangeiros e nacionais, necessários a promover o desenvolvimento econômico.” (BNDES, 2002: 231).

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico foi assim criado em 20 de junho de 1952 e desde o início se mostrou como principal instrumento do governo para implementar políticas e projetos essenciais ao desenvolvimento e expansão da infraestrutura e da indústria nacional. A criação do BNDE foi um marco para a política industrial brasileira, sua atuação como mecanismo de financiamento de longo prazo foi de fundamental importância, devido a debilidade do sistema financeiro nacional nesse

segmento. Diniz (2004) explica o otimismo que existia em torno do banco nos primeiros anos de sua atuação:

“Havia grandes expectativas em torno do BNDE, pois as experiências da Nacional Financeira do México e da Corporacion de Fomento no Chile demonstram que o banco de desenvolvimento era o mais importante instrumento de política de industrialização em países subdesenvolvidos’. (Diniz, 2004: 16)

Os primeiros setores a serem beneficiados pelo banco foram os de transportes e energia. Setores chave da infraestrutura nacional, a urgência de investimentos era tanta, que nos primeiros dois anos de atuação o banco teve como principal objetivo a elevação do potencial elétrico nacional assim como o reaparelhamento de portos, ferrovias e rodovias. Ainda no primeiro ano de existência, a aprovação do financiamento à Estrada de Ferro Central do Brasil mostrava essa preocupação. Os setores de transporte e energia absorveram 60% dos financiamentos do banco na década de 50, setores da indústria nacional como papel e metalurgia respondiam pelo restante.

“Os setores prioritários em que o banco passou a atuar foram o reequipamento dos portos, ferrovias, projetos de expansão de energia hidroelétrica e siderurgia. No primeiro quinquênio da década de 50, o BNDES ficou conhecido como o Banco da Eletricidade” (Diniz, 2004:18).

A agilidade na liberação de recursos para setores estratégicos da economia era algo nunca visto antes no país. É importante destacar aqui, que o financiamento estrangeiro, previsto na CMBEU, não chegou nem à 50% do esperado. A política nacionalista e populista de Getúlio Vargas (nacionalizando o petróleo e mudando as regras sobre as remessas de lucros) não agradou as autoridades internacionais e o banco mundial cortou relações com o Brasil em 1953. Assim, novos fundos tiveram de ser destinados ao BNDES.

Em 1956, Juscelino Kubistchek assumiu a presidência tendo como principal plataforma de campanha o Plano de Metas, a ideia de avançar “50 anos em 5”. O BNDES teve um papel de destaque na política econômica de Kubistchek ajustando-se as suas metas, além disso o investimento anteriormente feito pelo banco, começou a ser sentido pela população. Com a invasão dos eletrodomésticos (televisores, máquinas de

lavar, geladeiras), a necessidade de um sistema de energia elétrica era maior do que nunca, os investimentos em energia feitos nos anos anteriores assim, deram resultado. A indústria automotiva, símbolo maior da economia de JK, também recebeu incentivos do banco. Dentro do Plano de Metas, o banco ainda assumiu outras funções:

“Nesse sentido, o BNDES cumpria seu papel financiando usinas hidrelétricas, linhas de transmissão e siderúrgicas, para produzir o aço com que se fabricavam os eletrodomésticos e automóveis. Novas estradas faziam circular mais facilmente pessoas e produtos”. (BNDES, 2002: 32)

Por fim, a construção da cidade de Brasília – em tempo recorde – deixava claro que o país passava por um bom momento econômico. O BNDES terminava a década de 50 como o principal planejador e financiador dessa nova fase da economia nacional.

## **1.2 Anos 1960**

Os anos 1960 mostraram os efeitos da conclusão do Plano de Metas, assim o país apresentava um complexo industrial muito mais moderno que na década anterior. Ao mesmo tempo, o país continuava a enfrentar problemas como a sua precária estrutura financeira, que nesse período passou a ser mais necessitada, uma vez que o setor industrial exigia uma demanda que os bancos nacionais privados ainda não estavam prontos para oferecer.

O início da década ainda trouxe a herança dos anos 50 : o déficit público era crescente e a balança de pagamentos estava desequilibrada. O ambiente político, por sua vez, também não contribuía. A renúncia de Jânio Quadros, a posse de João Goulart e a tomada do poder pelos militares refletiam o cenário de instabilidade do país e agravavam a situação financeira nacional.

“A crise econômica dos anos 60, relacionava-se com o esgotamento do dinamismo industrial derivado do “pacote” de investimentos do Plano de Metas e revelava também a impossibilidade de prosseguir o crescimento com base nas mesmas formas de financiamento”. (Currello, 1998: 24).

Apesar de uma política de forte repressão, o governo militar conseguiu resultados expressivos na economia brasileira. Foi no governo de Castelo Branco que se deu início a uma redefinição do planejamento estratégico econômico nacional. Os principais desafios eram o déficit público, a alta da inflação e a precária estrutura financeira/bancária do país. Medidas como redução do crédito e da emissão de moeda, assim como a elevação de tarifas e a instituição da correção monetária, que se tornou um dos principais instrumentos da economia brasileira a partir dos anos 60, foram tomadas.

O BNDES, como peça fundamental do planejamento nacional, sofreu mudanças com a nova estratégia governamental. O controle passou do Ministério da Fazenda para o do Planejamento e a presença do banco em projetos do setor energético, ferroviário e siderúrgico foi reforçada através da criação de empresas como a Rede Ferroviária Federal, as Centrais Elétricas Brasileiras e a Siderurgia Brasileira. Essas novas empresas, ao planejar seus projetos específicos, acabaram liberando o BNDES para o investimento em outros setores, muitas vezes, em conjunto com a iniciativa privada. A criação do Banco Central em 1965 também impactou, profundamente, o BNDES. Com a fixação das taxas de juros e regras para a concessão de crédito pelo Banco Central, o BNDES teve que passar por uma forte reformulação interna, a criação de diversos fundos com objetivos de prover áreas diferentes da economia, foi a principal mudança.

O Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos Industriais (FINAME) e o Fundo de Desenvolvimento Técnico e Científico (Funtec) são expressões dessa reformulação. O objetivo do primeiro era o de aumentar a competitividade da indústria nacional, oferecendo recursos com volume, prazo e taxa de juros compatíveis com a importação dos principais bens de capital necessário ao desenvolvimento do parque industrial brasileiro. Já o FUNTEC mostrava a preocupação do BNDES em incentivar o desenvolvimento tecnológico das empresas.

“In this context, FINAME was created in order to finance the purchase of machinery and industrial equipment (1964), as well as the first initiatives emerged in order to support small and medium-sized enterprises in formation via FIPENE, in 1965 – Financing Program for Small and Medium-sized Enterprises. In 1966, BNDESPAR was created with the aim of promoting the capital market expansion and ensuring an alternative form of support to private companies with use of capitalization. It is worth

mentioning that the BNDES, even before BNDESPAR, began to take part in a number of companies, particularly in situations of deceleration, when part of the granted loans, considering the difficult and late return, were exchanged for equities of the benefited companies” (Ferreira & Nunes, 2012:11)

A atuação de uma forma nacional também era uma nova preocupação do banco, que na década de 60, deu seus primeiros passos para uma descentralização operacional. O maior exemplo dessa descentralização operacional e atuação territorialmente mais ampla é o surgimento de linhas de crédito específicas para as regiões mais deficientes em infraestrutura do país.

“O fim da década trouxe números positivos para a economia. Em 1968, o crescimento chegou a 9,3%, puxado fortemente pelo crescimento industrial (15%). Foi em 1968 também que o BNDES, pela primeira vez, aprovou mais créditos ao setor privado que ao público.” (BNDES, 2002:132)

A década de 60, deixou claro a nova forma de atuação do BNDES, que passou a dar maior apoio as empresas privadas que as públicas, para que estas por sua vez, pudessem ter mais flexibilidade para contratar pessoal, dispor de mais liberdade nas operações de captação e sofrer menos interferência política.

### **1.3 Anos 1970**

A década de 70 foi a época de maior crescimento econômico no Brasil. Curraleiro (1998) explica que logo no início da década, já foi desenhado a base de sustentação da economia nacional : Estado, multinacionais e o grande capital nacional. O BNDES também continuaria sendo peça fundamental como força de indução ao desenvolvimento, só que agora com foco no apoio a empresa privada nacional.

A maior força do BNDES nos anos 70 veio de uma reorganização financeira do banco. Isso porque, a partir de 1974, o banco passou a gerenciar os recursos do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Publico (Pasep).

De acordo com Tavares (1999), a criação do PIS-PASEP<sup>2</sup> tinha como principal objetivo o financiamento da grande empresa nacional através do BNDE. Assim, grande parte dos financiamentos providos do BNDE para o setor privado, tiveram origem em recursos de trabalhadores, mobilizados através de fundos pelo governo.

Foi em 1974 também, que o BNDES deu os primeiros passos para auxiliar o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Com a criação de três subsidiárias: Mecânica Brasileira SA (Embramec), Insumos Básicos SA (Fibase) e a Investimentos Brasileiros SA (Ibrasa), o banco demonstrou sua preocupação em manter e desenvolver um mercado de capitais sólido no país. A união destas três subsidiárias aconteceria nos anos 80 e daria origem a BNDES Participações SA (BNDESPar), que teria como principal objetivo a participação minoritária no capital das empresas privadas.

Com isso, o BNDES acompanhava o processo de intensa transformação que os mercados de capitais e crédito sofriam desde os anos 60. No entanto, é importante lembrar que o aumento da oferta de financiamentos privados de longo prazo, não aconteceu. A instabilidade macroeconômica do país, representada principalmente pela alta inflação, pode ser considerada o principal obstáculo a esse desenvolvimento.

“A economia brasileira operava, no final de 1973, à plena utilização da capacidade produtiva em vários setores. O enorme aumento no gasto com a importação de petróleo e insumos básicos e o menor dinamismo no comércio internacional constituíram obstáculos à manutenção do equilíbrio em conta corrente do balanço de pagamentos e, por consequência, a manutenção do crescimento. Submetido a esses desafios, o governo autoritário considerou fundamental preservar o crescimento e a estabilidade econômica.” (Diniz, 2004:35)

Para fechar o ano de 1974, o governo Geisel lançou o II Plano Nacional de Desenvolvimento, com o objetivo de estimular a produção de insumos básicos, bens de capital, alimentos e energia. O sucesso do II PND dependia principalmente de um grande volume de recursos e de financiamento de longo prazo. Grande parte destes financiamentos foi conseguida com recursos externos. Outra parte veio das linhas públicas de crédito, oferecidas pelo próprio BNDES.

---

<sup>2</sup> PIS/PASEP : são contribuições sociais de natureza tributária, devidas pelas pessoas jurídicas, com objetivo de financiar o pagamento do seguro-desemprego, abonos e participação na receita dos órgãos e entidades para os trabalhadores públicos e privados.

O final da década trouxe a criação de uma secretaria executiva no BNDES para cuidar de desestatizar empresas sob controle acionário do Banco e vender ações que a instituição controlava em sete empresas. Ficava claro que o BNDES passava a se preocupar com uma questão nova na economia brasileira: a privatização.

“Houve, durante a década de setenta, um intenso crescimento econômico e de segmentos industriais fundamentais para a consolidação da indústria nacional, como os de bens de capital e de bens intermediários. O BNDES, sem dúvida, contribuiu em grande parte para esse desempenho da indústria nacional, porém, sua atuação nesse período, traduziu-se numa expressiva privatização dos recursos públicos, o que certamente contribuiu para o agravamento da crise do setor público explicitada no início dos oitenta.” (Currello, 1998:43).

A década de 70 fechava um ciclo de ações do BNDES. A partir dos anos 80, o direcionamento do banco incorporaria uma nova diretriz: a privatização de empresas estatais.

“In short, BNDES’s actions between 1950 and 1980, can be presented as follows: In late 1940s and early 1950s, the transport infrastructure and electricity issues showed to be a major obstacle to the country. There were clear signs of limitations for the operation of the existing industries. The very advancement of "restricted industrialization" – within the process of import substitution logic, since the years 1930s – promoted a strong expansion of productive activity, especially the industrial sector, in such a way that the industry expansion itself would depend on a still inexistent basic infrastructure, compatible with the growing relevance of the industrial sector. This became increasingly clear facing the need to set up entirely new sectors in the economy, as would occur with the Target Plan.” (Ferreira & Rosa, 2012:12)

#### **1.4 Anos 1980**

Conhecida como a década perdida, os anos 80 se iniciaram com a volta da democracia na política e com o ambiente econômico mais frágil que nunca. A inflação, que parecia invencível, se mostrava como o maior obstáculo ao desenvolvimento do

país. Nesse contexto, o BNDES ainda tinha muitas de suas atividades atreladas ao II PND, plano econômico lançado na década anterior.

“O BNDES centrou suas ações exclusivamente para atender as exigências do II PND. Em verdade, a década de 80 trouxe desafios para os quais o Banco não estava preparado : economia estagnada, altas taxas de inflação, falta de programas e políticas industriais” (Curraleiro, 1998:55)

No início da década, o BNDE se tornou Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o que mostrava a preocupação do governo com o desenvolvimento social do país. Em 25 de maio de 1982, foi criado assim o Fundo de Investimento Social (Finsocial). O objetivo era apoiar programas de alimentação, habitação popular, saúde, educação e amparo ao pequeno agricultor. Caberia ao BNDES incentivar o desenvolvimento econômico em paralelo com o desenvolvimento social. No mercado de capitais, o BNDES inovou ao unificar suas três subsidiárias em 1982. A publicação BNDES 50 anos (2002) relata que a Fibase, a Embramec e a Ibrasa se uniram e transformaram-se na Bndespar, com o objetivo de apoiar de forma mais centralizada a capitalização da empresa nacional.

A situação econômica era ruim: Em 1983, o PIB caiu 5%, o pior desempenho da história. Como resultado, houve um declínio de 7,3% na renda per capita brasileira e a taxa de desemprego também aumentou. Para Diniz (2002), o setor mais atingido foi o industrial e dentro dele, o mais afetado foi o segmento de bens de capital, área tradicionalmente apoiada pelo BNDES. Essa tendência se prolongaria por mais alguns anos. Agravando ainda mais o cenário, a queda na arrecadação do PIS-Pasep (cuja fonte era o faturamento das empresas) diminuiu o potencial do Banco para financiar projetos.

Nesse cenário, o BNDES definiu três metas para os anos seguintes: convergir para um esforço de economia de reservas em moeda estrangeira; preservar o parque industrial nacional (já que não era possível falar em fazê-lo crescer); e agir de forma decisiva sobre os problemas sociais mais urgentes.

“No entanto, a principal ação do banco na década, aconteceu em 1985. Entre novembro e dezembro daquele ano, o BNDES promoveu o que seria a primeira grande oferta pública de ações já realizada no Brasil, com a venda pulverizada, a prazo, de papéis da Petrobras. Com a operação, arrecadou-se cerca de US\$ 400 milhões.

Aproximadamente 320 mil brasileiros que nunca tinham comprado ações participaram dessa forma de investimento. Foi um marco na história do esforço do Banco para desenvolver e fortalecer o mercado de capitais no país.” (BNDES, 2002: 178).

Em 1986, o Brasil implantou o Plano Cruzado, um programa heterodoxo de combate à inflação, que estava mais descontrolada que nunca. Com o Plano Cruzado, o governo congelou os preços, fazendo a inflação cessar de um dia para o outro. O primeiro impacto sentido pela população foi o ganho real do poder de compra. Assim, o consumo que antes estava reprimido, explodiu. Foi necessário impor o racionamento de diversos produtos, na tentativa de dividir a oferta para atender à procura.

“A realidade era que o país não estava preparado para vestir e alimentar seus habitantes num padrão de consumo mais elevado: levaria algum tempo até que a indústria e a agricultura pudessem suprir esse aumento repentino. Durante algum tempo, enquanto houve estoques de matérias-primas, as coisas permaneceram dentro do previsto. Mas, no final do ano, a pressão era tanta que já não se podia manter o congelamento. Ele foi suspenso.” (BNDES, 2002:181)

Para Curraleiro (1998) o início de um forte e extenso processo de privatização das empresas sob o controle do BNDES também aconteceu nessa época. Foram leiloados nas Bolsas de Valores os controles da Companhia de Tecidos Nova América (junho de 1987), da Máquinas Piratininga do Nordeste e da Máquinas Piratininga SA. Depois, foi a vez da Caraíba Metais, da Sibra, da Celpag e da Siderúrgica Nossa Senhora Aparecida. O BNDES concretizava assim uma estratégia que seria seguida pelo governo nos anos posteriores, mas que remontava a 1981, quando se criara a Comissão Especial de Privatização, primeiro passo concreto para reduzir o tamanho do Estado dentro da economia. Nos anos 90, a experiência do BNDES o transformaria no agente governamental desse processo sensível para o país.

Em 1988, foi promulgada a nova Constituição, que, apesar das críticas, ratificou em definitivo o estado de direito no país. E, em 1989, realizou-se a primeira eleição direta para presidente da República em quase trinta anos, vencida por Fernando Collor de Mello. Diniz (2002) explica que para o BNDES, a principal mudança vinda com a Consituição de 1988 foi a criação do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). Extinto na Constituição de 1988, o PIS-Pasep foi substituído pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), mas sua fonte continuava a ser uma parte da receita de todas as

empresas do país. Como determinou a Constituição, pelo menos 40% dos recursos carreados ao FAT passaram a ser direcionados para as aplicações do BNDES, em projetos que devem gerar emprego e renda.

### **1.5 Anos 1990**

Um novo plano antiinflacionário ainda mais radical e heterodoxo que todos os que o precederam foi implantada pelo Governo Collor em 1990. A idéia agora não era mais congelar os preços para conter os aumentos, mas simplesmente cortar a oferta da moeda pelo confisco monetário de aplicações financeiras, inclusive poupanças e contacorrentes. Fernando Collor, eleito com 53% dos votos em 1989, tinha toda a nação contra si em 1992 e foi levado a renunciar, acusado de corrupção.

“The 1989 elections brought to power Fernando Collor de Mello, representative of the national bourgeoisie, brandishing the Brazilian neoliberalism flag. Trade and financial liberalization, deregulation, and a pervasive privatization process would be the marks of what was supposed to be a new development alternative.” (Ferreira & Nunes, 2012; 19)

Ainda em 1990, o governo federal designou o BNDES como gestor do Fundo Nacional de Desestatização, tornando-se o órgão responsável pelo suporte administrativo, financeiro e técnico do Programa Nacional de Desestatização. Em 1991, acontecia o primeiro grande leilão coordenado pelo banco, o da Usiminas.

A partir daí, o BNDES passou os primeiros anos da década de 1990 coordenando a privatização de diversos setores da economia como da siderurgia, da energia elétrica, da petroquímica, dos portos, das rodovias e das telecomunicações. Em 1993, por exemplo, já encerrara a privatização de todas as oito grandes empresas siderúrgicas, com o leilão da CSN, da Cosipa, da Companhia Siderúrgica de Tubarão, da Piratini, da Acesita, da Cosinor e da Açominas e com o início do processo de liquidação da Siderbrás, a holding que controlava o setor.

“Nos anos 90, o BNDES passou por profundas mudanças, associadas à emergência de uma “nova estratégia de desenvolvimento”. A redefinição do seu papel começou quando se tornou a instituição gestora do Plano Nacional de Desestatização (PND), elemento central da redefinição do papel do Estado e um dos pilares do novo modelo de

desenvolvimento, ao lado da abertura econômica e da estabilização” (Prates et al, 2009:86).

Um novo plano de estabilização começou a ser desenhado no governo de Itamar Franco em 1993. A estratégia original previa uma fase de transição entre o período hiperinflacionário e a estabilidade monetária. Durante essa transição, todos os valores seriam convertidos segundo uma moeda transitória, a Unidade Real de Valor (URV). Em 1994, o programa, conhecido como “Plano FHC” finalmente conseguiu controlar a inflação, livrando o país de um mal crônico.

A partir de 1997, o Banco também se reestruturou para ampliar as operações de apoio ao exportador. O Programa de Financiamento à Exportações de Máquinas e Equipamentos (Finamex), criado em 1991, transformou-se em BNDES-Exim, que também ficou disponível para operações destinadas a pequenas e médias empresas em todos os setores da economia.

O Banco passou a financiar também o comércio e os serviços. Veículos, embarcações de lazer, atacadistas de bebidas, parques de entretenimento, locações de bens e shopping centers foram alguns dos segmentos beneficiados. Outro aspecto marcante da atuação do BNDES nos anos 90 foi a criação de uma linha de microcrédito, o Programa de Crédito Produtivo Popular. Tratava-se de financiamentos de pequenos valores, oferecidos a microempreendedores de baixa renda.

## **1.6 Anos 2000**

A década de 2000 começou com desembolsos recordes pelo BNDES e em 2001 o investimento possibilitou criar ou manter 2,7 milhões de empregos efetivos (os diretos, os indiretos e os gerados pelo chamado “efeito-renda”), calculados com base num modelo de geração de empregos desenvolvido pelo BNDES. Foram liberados R\$ 6 bilhões (US\$ 2,6 bilhões) para financiar as exportações, o que representa 23% do total de liberações do BNDES.

O BNDES também participou ativamente do esforço governamental para enfrentar e superar a crise de oferta de energia elétrica do início da década. Foi criado dentro do banco, uma área de energia e programas específicos para apoiar investimentos em

projetos de pequenas centrais hidrelétricas, de cogeração a gás, de fontes alternativas de energia e de conservação. O banco também promoveu mudanças operacionais para melhorar as condições de apoio e dar agilidade à tramitação dos projetos.

“Nos anos 2000, diante de eventos que afetaram o mercado de crédito e consequentemente o financiamento da economia brasileira, o BNDES teve oportunidade de agir de modo anticíclico. Por exemplo, devido ao aumento do risco Brasil e da crise de confiança político-eleitoral que afetou o país em 2002, os bancos estrangeiros suspenderam suas linhas de crédito para o financiamento das exportações. O Banco Central e o BNDES agiram para fornecer os recursos para que os bancos brasileiros concedessem os empréstimos necessários às empresas e reduzissem assim os efeitos da redução da liquidez.”(Couto & Trintim, 2012:14)

No âmbito da privatização, o BNDES seguiu o trabalho feito na década de 1990 e foi peça chave na conclusão do processo de privatização da Companhia Vale do Rio Doce, realizando a oferta pública que pulverizou 27,4% do capital votante da empresa. Foi a segunda operação em que os trabalhadores puderam usar seu FGTS: 729 mil deles adquiriram ações com esse recurso. A operação gerou receita de R\$ 4,5 bilhões. (BNDES, 2002).

A “missão” do BNDES foi reformulada e, pela primeira vez, incorporou de forma explícita a prioridade ao social, ao desenvolvimento regional e à geração de emprego, com a meta de promover o desenvolvimento do país, elevando a competitividade da economia brasileira, priorizando tanto a redução de desigualdades sociais e regionais quanto a manutenção e geração de emprego. No entanto, é importante deixar claro que essa direção tomada pelo banco não foi unanime dentro do governo Lula.

It was seen, at that time, an open conflict between the least prestigious (within the Government and the Bank) "developmental" side, who believed that the Bank should have a "structuring role" as played in previous times, and the one that favored the vision of this institution as something like an Investment Bank, with private profitability criteria. In this period, a bombardment began among various authors who argued in favor of the end of contributions to the Worker's Aid Fund (Fundo de Amparo ao Trabalhador - FAT) from BNDES, modification of compensation of credits criteria granted by BNDES (the remuneration based on long-term interest rate - TJLP – would

be very low and would tend to cause distortions in monetary policy), besides the need to suit Basel rules regarding risk management.” (Ferreira & Rosa, 2012: 24)

## **2.Mercado de crédito corporativo no período 2006 – 2010 e a atuação do BNDES**

### **2.1 Introdução**

Este capítulo tem como objetivo analisar o mercado de crédito corporativo entre 2006-2010 e a atuação do BNDES nesse segmento. Para isso, ele se divide em três subseções. A primeira foca nos anos 2006/2007 quando o crédito bancário privado mostrava uma forte expansão, principalmente no segmento pessoa física. A segunda, no ano de 2008, quando as operações destinadas à pessoas jurídicas superava as operações às pessoas físicas, foi subidamente interrompida pela crise mundial iniciada com a quebra do Lehman Brothers. Finalmente os anos de 2009/2010, mostrando os esforços dos bancos públicos, em especial, o BNDES para a manutenção e ,ao mesmo tempo, expansão do crédito bancário em todos seus segmentos.

O desenvolvimento econômico está fortemente relacionado a ampliação crédito, uma vez que só com mais crédito as pessoas conseguem consumir mais, as empresas, podem investirem mais e assim darem um caráter mais estável ao crescimento econômico. No Brasil, o desenvolvimento do mercado de crédito privado sempre esbarrou nos altos níveis de inflação e na forte instabilidade macroeconômica que o país apresentava até meados de 1990.

“O longo período de inflação sofrida pelo Brasil inibiu o desenvolvimento do mercado de crédito no país, uma vez que os grandes bancos comerciais preferiam financiar a dívida interna do país, que possuía maior liquidez e era percebida como tendo menor risco, ao mesmo tempo em que tinha ainda taxas de juros substancialmente mais altas.

A estabilidade econômica resultante do Plano Real estimulou uma avaliação do risco do crédito e de sistemas de gestão mais sofisticados. Vários grandes bancos de varejo começaram a organizar bases de dados contendo séries temporais de crédito e pontuação de comportamento, bem como estatísticas de pagamentos em atraso, perdas e recuperações” Arcoverde (2008:7)

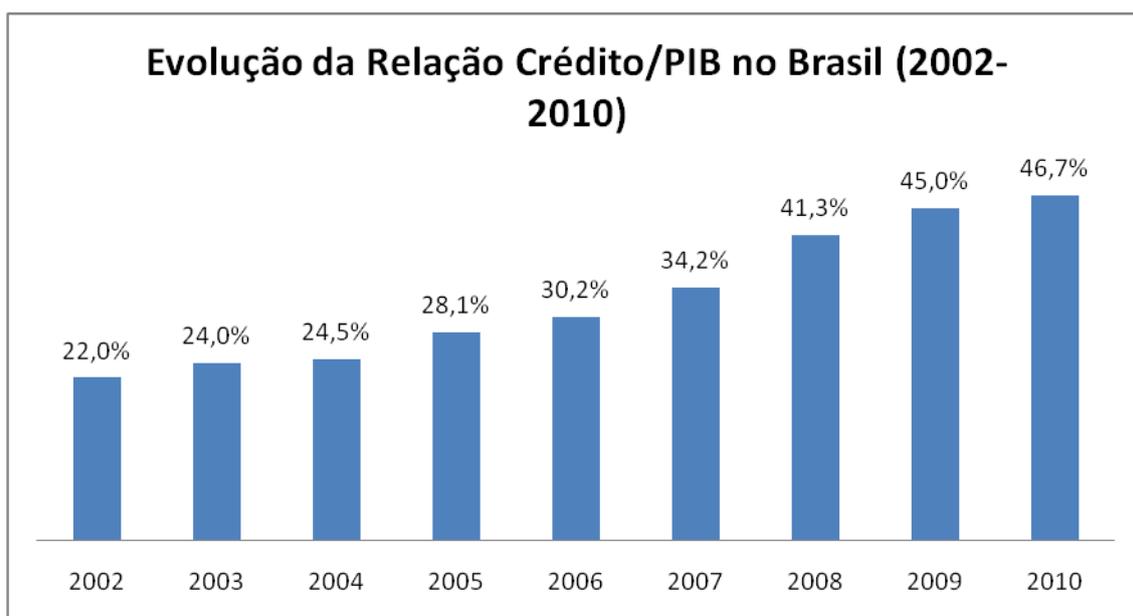
Dessa forma, desde a implantação do Plano Real, O Brasil tem assistido a um processo de ampliação do crédito em suas diferentes formas, principalmente, após os primeiros anos da década de 2000. Nesse cenário, o ano de 2005 é considerado um

marco para diversos pesquisadores contemporâneos, entre eles, Coutinho e Borges (2009).

“Entendemos por estabilização a obtenção, de forma sustentada, de taxas de inflação baixas, pouco voláteis e razoavelmente previsíveis (esta última característica está intimamente relacionada às duas anteriores). É possível demonstrar que esses requisitos somente foram alcançados pela economia a partir de meados de 2005. Até então, a incerteza inflacionária ainda era muito elevada, como decorrência da grande vulnerabilidade externa da economia. O principal reflexo dessa situação era uma taxa de câmbio nominal extremamente suscetível a mudanças no humor nos mercados, com impactos desestabilizadores sobre a inflação doméstica.” (Coutinho & Borges, 2009: 3).

A afirmação de Coutinho e Borges é reforçada pelos indicadores de crédito/PIB do país. O Gráfico 1 mostra como se deu a evolução da relação crédito/PIB no Brasil entre os anos 2002 e 2010. Fica claro que o ano de 2005 deve ser visto como um divisor de águas, pois a partir deste ano, a expansão do crédito em relação ao PIB mostrou uma tendência mais agressiva. Enquanto o ritmo de crescimento de 2002 para 2003 foi de 9%, o de 2004 para 2005 chegou a 14,7%, os anos de 2007, 2008 e 2009 confirmaram essa nova tendência de expansão mais agressiva.

Gráfico 1

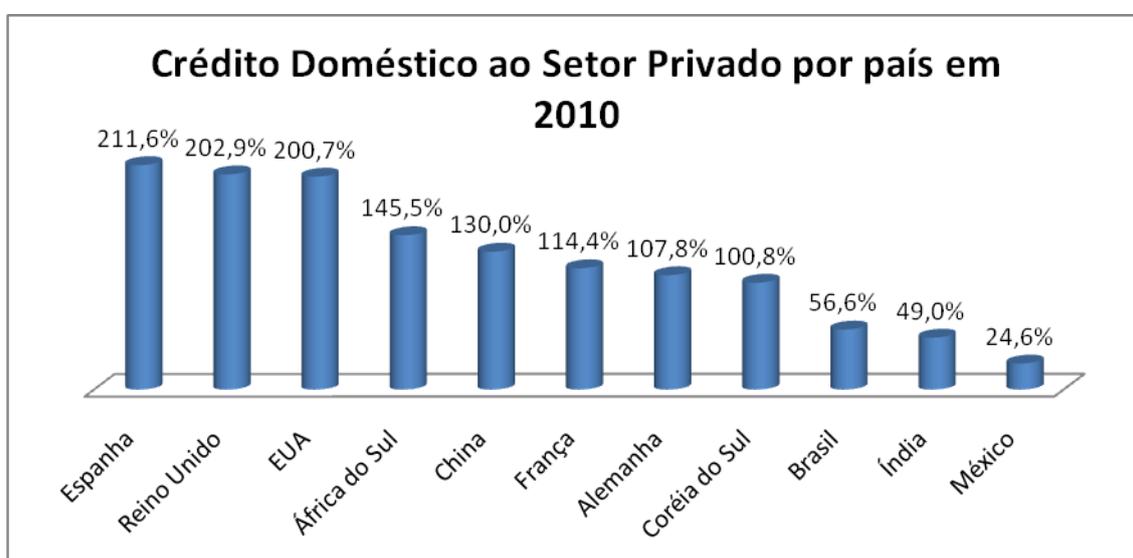


Fonte: BCB.

No entanto, mesmo que mais que duplicando sua relação crédito/PIB em menos de 10 anos, os índices brasileiros ainda estão longe dos de economias desenvolvidas como EUA e Reino Unido e até mesmo, dos de economias emergentes como China e Coreia do Sul.

O Gráfico 2 mostra os níveis de crédito doméstico ao setor privado para alguns países selecionados no ano de 2010 e prova que ainda há um longo caminho a se percorrer para que um nível de crescimento sustentado com base no crédito doméstico seja atingido.

Gráfico 2



Fonte: Banco Mundial

## 2.2 2006-2007: A consolidação da expansão do mercado de crédito no Brasil

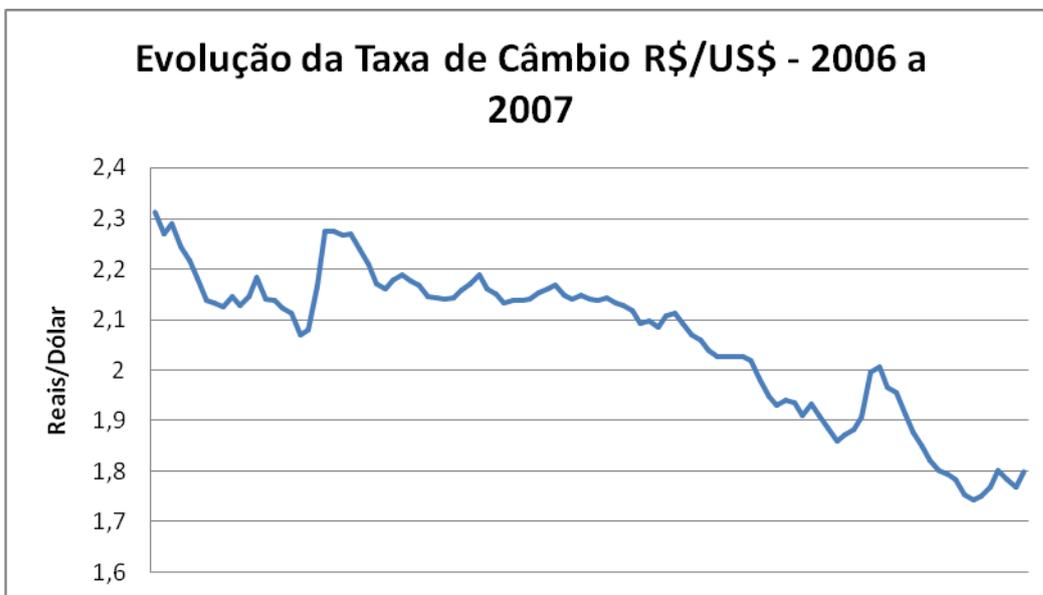
O biênio 2006-2007 segue a tendência de crescimento das operações de crédito no país iniciada em meados de 2003. O ambiente internacional favorável (alta liquidez, baixa aversão ao risco) aliado a componentes macroeconômicos internos (taxa de juros em queda, apreciação do real e política monetária expansionista) fizeram com que o mercado de crédito privado doméstico tivesse seu melhor resultado em anos. Como destacam Carneiro et al (2009):

“O pano de fundo mais geral deste movimento foi a progressiva melhora no ambiente macroeconômico doméstico, associada, por sua vez, aos determinantes de

ordem externa, especialmente a emergência de uma nova fase de abundância de fluxos de capitais para os países emergentes e de baixa aversão aos riscos, que resulta numa tendência ininterrupta de apreciação do real de 2003 até agosto de 2008” (Carneiro et al, 2009:29)

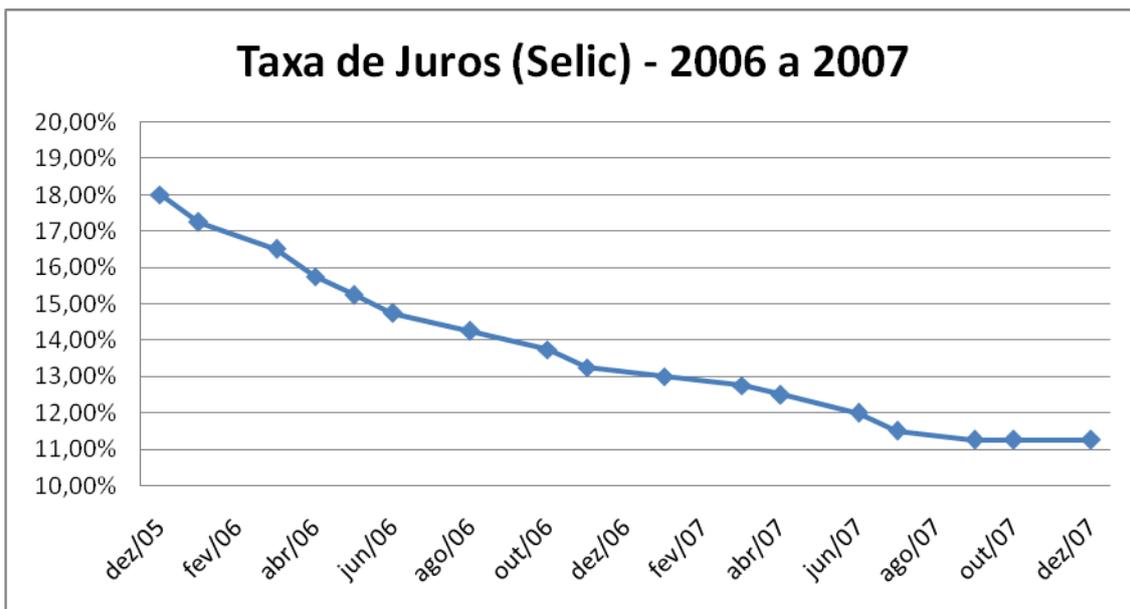
De fato, os indicadores econômicos mais relevantes para a ampliação do crédito – assim como a expansão do mercado de capitais – mostram uma melhora expressiva no dois anos anteriores à crise. O Gráfico 3 mostra a tendência de apreciação do real no biênio 2006/2007, movimento que possibilitou a queda da taxa de juros básica (Selic) entre os mesmos anos, condição primordial para a expansão do crédito bancário.

Gráfico 3



Fonte: BCB

Gráfico 4

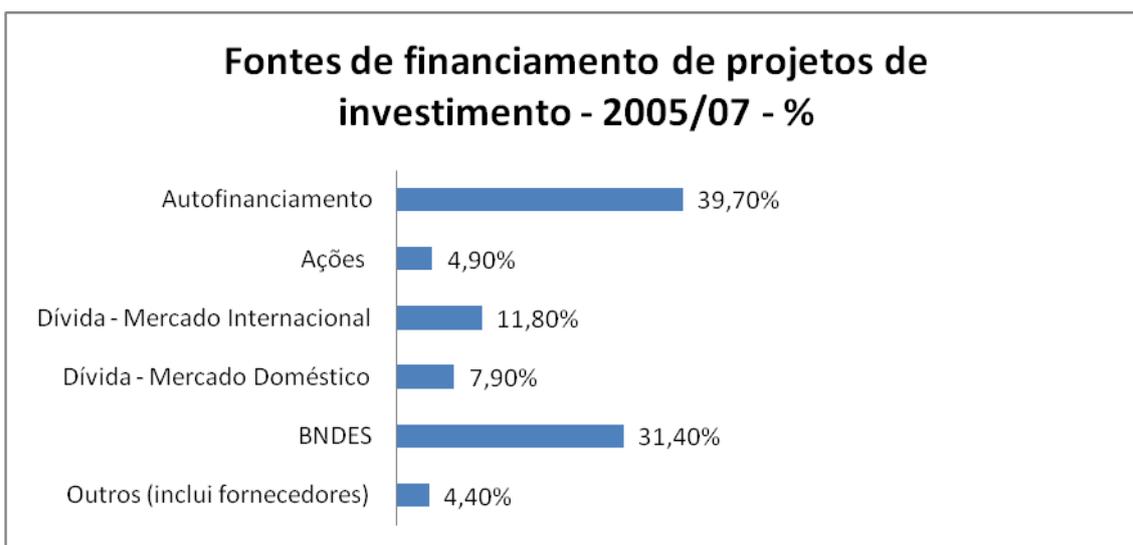


Fonte: BCB

A queda da taxa de juros provocou uma nova estratégia para os bancos em geral. Ativos que antes tinham maior liquidez e baixo risco se tornaram menos rentáveis com a estabilidade econômica. O crédito se mostrava cada vez mais como uma boa opção para ampliação das margens. Os anos analisados nessa subseção caracterizavam-se por uma forte concentração na concessão de crédito a pessoas físicas. As razões para tal movimento são claras: esse mercado é mais fácil de ser supervisionado e opera com taxas de juros mais altas e assim de maior lucratividade às instituições financeiras. Inovações financeiras como a do crédito consignado (que teve uma forte expansão após 2006) e a ampliação dos financiamentos a automóveis também contribuíram para o crescimento do crédito a pessoa física nesse período. (Carneiro et all, 2009).

Nesse contexto, o BNDES manteve sua posição central, provedor de financiamento de longo prazo das empresas, que até meados de 2008, não foram beneficiadas de forma eficiente pela expansão do crédito privado doméstico. A facilidade e alta rentabilidade na concessão de crédito as famílias teve prioridade nas estratégias dos bancos privados nacionais e estrangeiros, deixando mais uma vez, o financiamento produtivo de longo prazo nas mãos de bancos estatais. De acordo com Carneiro et all (2009), o financiamento das empresas não financeiras no Brasil entre 2005-2007 baseou-se nas fontes de financiamento apresentadas no Gráfico 5.

Gráfico 5



Fonte: Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira – Relatório Síntese (2009)

Isso demonstra que mesmo em um cenário macroeconômico de relativa estabilidade, as empresas ainda optavam muito mais por recursos do banco de desenvolvimento que o mercado de crédito bancário. Tal preferência se dá também pelo lado da oferta. É importante destacar também que os próprios bancos privados, focados em operações de curto prazo e alto ganhos, dificilmente embarcam em financiamento de longo prazo das empresas e quando o fazem, o realizam com funding do próprio BNDES.

Dessa forma, a tradicional divisão de trabalho entre bancos privados e estatais se manteve no período analisado. Enquanto as instituições públicas respondiam pelo financiamento de longo prazo com recursos direcionados, os bancos privados, com recursos de tesouraria, focavam no crédito de curto prazo, fundamentalmente para capital de giro. (Carneiro et al, 2009).

### 2.3 2008: BNDES e sua atuação anticíclica

O ano de 2008 começou com boas perspectivas para o mercado de crédito nacional. Os indicadores econômicos continuavam positivos, o crescimento do PIB em 2007 alcançou 5,4%, o real seguia sua tendência de apreciação, a taxa de juros selic continuava a cair e a agência internacional de ratings Standard & Poors finalmente elevava o país a “*investment grade*”.

Pela primeira vez, a expansão dos empréstimos a pessoa jurídica foi maior que o às famílias. Antes do efeito- contágio da crise, o crédito dos bancos privados às empresas também crescia a taxas mais elevadas que o crédito a pessoa física. No entanto, a explicação desse movimento deve ser associada à forte atuação anticíclica dos bancos estatais – notadamente BNDES – frente à crise financeira mundial.

“Esse quadro (crédito as famílias maior que o às empresas) alterou-se em 2008, quando o crédito as empresas (indústria, comércio e outros serviços) apresentou uma taxa de crescimento superior à do crédito às famílias. Além disso, o crédito industrial foi o principal responsável pelos novos empréstimos efetuados, contribuindo 29,2% da variação do saldo das operações do crédito privado no ano. Grande parte desse resultado pode ser atribuída à ação dos bancos públicos para sustentar o crédito produtivo diante da crise financeira internacional” (Sant’anna et all, 2009:48).

Com a quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008, o mercado financeiro global se desestabilizou. Como era esperado, a aversão ao risco se tornou a ordem da vez. Os bancos privados nacionais e estrangeiros, interromperam, assim que puderam, a expansão do crédito. Foi nesse momento que os bancos públicos, notadamente o BNDES, sustentaram os investimentos produtivos através da ampliação dos empréstimos.

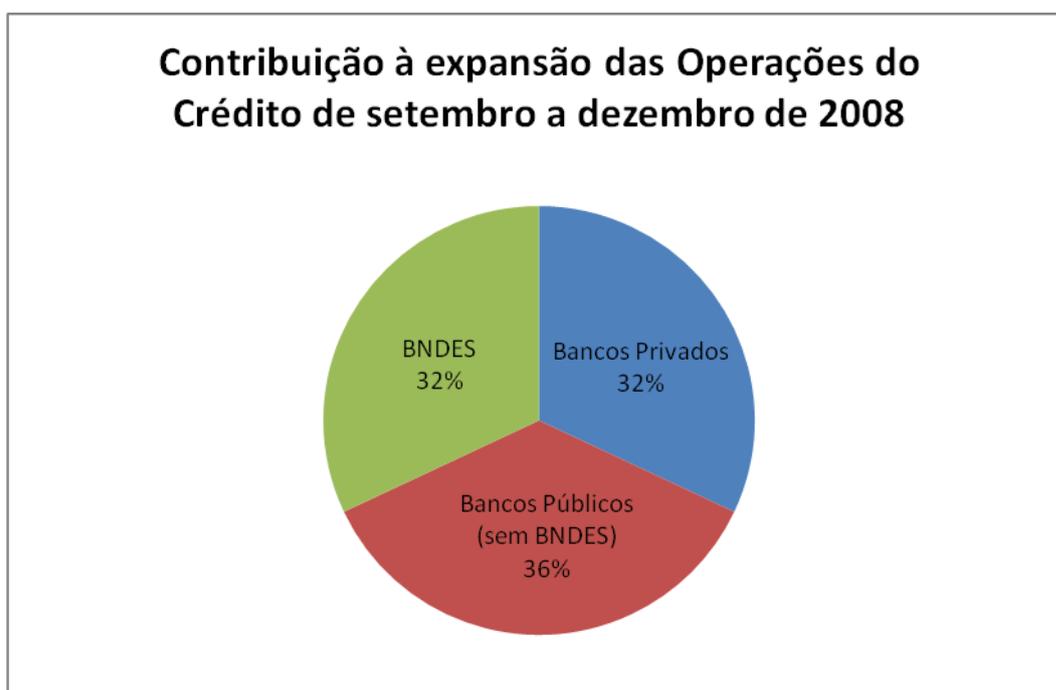
Enquanto o papel de principal mecanismo de financiamento de longo prazo nacional sempre foi conhecido, um papel menos evidente, mas de forma alguma, menos importante é o papel que os bancos públicos tem de agente anticíclico na economia, compensando a contração do crédito pelos bancos privados. Em todo o mundo, os mercados de crédito são voláteis e tendem a acompanhar o ciclo econômico. Assim, os empréstimos tendem a crescer mais que a renda, nos períodos de aceleração, mas também se desaceleram mais rapidamente que o nível de atividade nos momentos de crise. Isto decorre da natureza dos riscos que as instituições financeiras são obrigadas a gerenciar, entre os quais: o crédito – não pagamento pelo credor; o de liquidez – descasamento de prazos entre ativos e passivos; o de taxas de juros; e o de taxa de câmbio.

Teixeira (2006) defende que a capacidade de atuação anticíclica do BNDES no mercado de crédito está diretamente relacionada a dois fatores: a) a origem dos recursos da instituição e b) a capacidade de avaliação de risco. Os recursos administrados pelo

banco vem basicamente de fundos para-fiscais, especialmente, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). Tal recurso pode ser considerado relativamente estável que não sofre com os riscos da volatilidade do mercado. A capacidade de o banco avaliar o risco de longo prazo das empresas de forma mais eficiente que os bancos privados é essencial para o seu papel anticíclico, uma vez que tais empresas são geralmente clientes tradicionais da instituição.

Dessa forma, a atuação anticíclica do BNDES elevou substancialmente a expansão da participação dos empréstimos ativos do BNDES no PIB. O gráfico 6 mostra claramente a importância do BNDES no combate imediato aos efeitos da crise. O Banco, sozinho, foi responsável por 32% da expansão das operações de crédito entre setembro e dezembro de 2008, considerado o período mais sensível da crise.

Gráfico 6



Fonte: BCB

Aliado aos outros bancos públicos, o valor chega a 68%. Assim, é fácil concluir que a sustentação do nível de crédito bancário no Brasil durante a crise teve como base o sistema de bancos públicos nacionais. Para investigar melhor essa atuação, é importante distinguir as duas dimensões do crédito dirigido dos bancos públicos no Brasil.

“Enquanto as exigibilidades sobre os depósitos – que se traduzem em recursos obrigatoriamente destinado ao crédito rural, habitacional e microcrédito - , que produzem certa “inércia” em parte deste segmento, funcionando como uma espécie de estabilizador automático. Em relação a essa parcela dos passivos, os bancos (privados e públicos atuando enquanto bancos comerciais) exercem de maneira muito menos intensa a sua preferência pela liquidez. De outro lado, a política anticíclica propriamente dita, exercida pelos grandes bancos públicos, a partir de recursos direcionados (caso do BNDES) e de recursos livres e direcionados (caso da CEF e BB)”. (Carneiro et all, 2009: 32)

A atuação do BNDES foi, dessa forma, crucial na minimização dos impactos da crise financeira global. Em janeiro de 2009, um comunicado do Banco Central do Brasil informou que liberação de novos empréstimos para pessoas físicas e empresas ficou praticamente estável no último trimestre de 2008. No entanto o volume de crédito na economia terminou o ano em patamares recordes. O valor final chegou a R\$ 1,227 trilhão no final de dezembro, aumento de 31,1% no ano. Em 2007, o crédito havia registrado expansão de 27,8%. Também foi recorde na comparação com o PIB, passando de 40,4% em novembro de 2008 para 41,3% em dezembro. No final de 2007, o nível registrado era de 34,2%. De acordo com o BC, os números positivos se deveram, principalmente, à liberação de recursos subsidiados por meio do BNDES.

#### **2.4 2009 e 2010: BNDES e os reflexos da crise no mercado de crédito nacional**

O ano de 2009 iniciou com uma nova etapa de políticas anticíclicas comandadas pelo BNDES, dessa vez mais agressivas. A principal foi uma capitalização de R\$ 100 bilhões no banco para ampliação do crédito. A ampliação do programa REFIN, assim como a criação do BNDES PSI (Programa de Sustentação do Investimento) e a ampliação dos setores que podem se beneficiar dos financiamentos do BNDES PROCER, foram outras medidas notáveis.

Todas as medidas foram tomadas de forma a manter a expansão do crédito produtivo, aquele que traz benefícios de longo prazo para a economia. Dessa forma, a contração do crédito esperada com a crise, não aconteceu. O BNDES foi crucial nesse movimento, e encerrou o ano de 2009 com desembolsos recordes.

“O BNDES registrou em 2009 o maior volume de desembolsos de sua história, com liberações de R\$ 137,3 bilhões. O crescimento foi de 49% em relação aos desembolsos de 2008. Se incluirmos repasses para operações de giro a bancos federais, o valor ascende a R\$ 139,7 bilhões.” (Valor Economico, 2010).

Infraestrutura e indústria, historicamente os setores mais beneficiados com recursos do BNDES, responderam pela maior parte dos desembolsos no ano de 2009 e 2010. Apenas o setor industrial chegou a marca de R\$ 60,1 bilhões, um valor 54% maior em relação a 2008. Os desembolsos para infraestrutura totalizaram R\$ 46,5 bilhões, um aumento de 32% em relação ao ano anterior. Tais valores mostram o desempenho excepcional do banco, confirmando que o BNDES foi um instrumento importante na estratégia do governo de combater os efeitos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira.

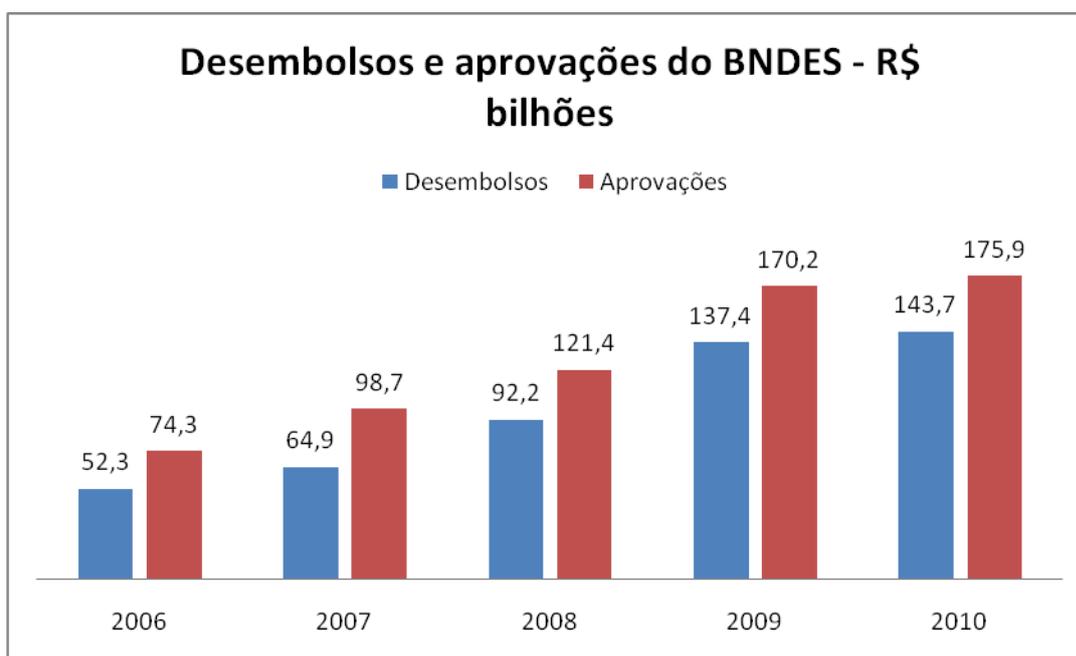
Além das medidas gerais mencionadas o banco reduziu as taxas cobradas em seus financiamentos, estimulando especialmente os setores de bens de capital, inovação e intensificando seu apoio às micro, pequenas e médias empresas. Também ampliou sua atuação no financiamento à exportação e capital de giro, em função da retração do crédito observada a partir do quarto trimestre de 2008.

“As medidas tomadas pelo BNDES, em coordenação com outros bancos públicos e demais esferas do governo federal, ajudaram o país a superar a fase mais aguda da crise e a retomar a trajetória de crescimento do PIB, do emprego e do investimento. Os sinais de saída da crise começaram a aparecer nos indicadores do BNDES a partir do terceiro trimestre deste ano, que culminou com desembolsos de mais de R\$ 20 bilhões em dezembro de 2009.” (Carneiro et al, 2009:78)

Um dos destaques de 2009 foi a criação, em julho, do BNDES PSI (Programa BNDES de Sustentação do Investimento), que reduziu os juros para o setor de bens de capital. Até o final de dezembro, o programa contratou R\$ 22,4 bilhões em operações de venda de máquinas, equipamentos, ônibus e caminhões. O BNDES PSI também ajudou na expansão dos desembolsos para micro e pequenas empresas, que atingiram R\$ 16,5 bilhões em 2009, aumento de 23,8% em relação a 2008. Para essas empresas, o destaque foi o desempenho excepcional do Cartão BNDES, que até novembro de 2009 havia desembolsado R\$ 2,2 bilhões, um crescimento de 299% em relação aos R\$ 736

milhões desembolsados nos 11 primeiros meses de 2008. No mesmo período, o número de operações realizadas quase triplicou, passando de 52.984 para 152.074. Além do desembolso recorde de 2009, os outros indicadores referentes à carteira do banco sinalizam que a demanda por investimentos deve seguir forte nos próximos anos. As aprovações chegaram a R\$ 158,0 bilhões, o que representa expansão de 30% em relação a 2008. Já os enquadramentos e as consultas cresceram, respectivamente, 17% e 23% (R\$ 182,3 bilhões e R\$ 216,4 bilhões).

Gráfico 7



Em 2010, as operações de crédito do sistema financeiro continuaram com sua tendência de expansão após a superação dos efeitos imediatos da crise de 2008. A expansão em 2010 mostrou-se condizente com a evolução da demanda doméstica, impulsionada principalmente, pela recuperação do mercado de trabalho. No entanto, o crescimento do crédito se mostrou muito mais forte no segmento de recursos direcionais pela CEF, impulsionado pelas ações do BNDES e também pela expansão do crédito habitacional.

Tabela 1 - Evolução do Crédito Total \*

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Total</b>	1.227	1.414	1.705
Recursos Livres	871	954	1.116
Recursos Direcionados	356	459	589
<b>Participação %</b>			
Total/PIB	40,50%	44,40%	46,40%
Recursos Livres/PIB	28,70%	30%	30,40%
Recursos Direcionados/PIB	11,70%	14,40%	16%

\*R\$ bilhões

Fonte: Banco Central

A tabela 1 mostra a evolução da relação crédito/pib entre 2008 e 2010. Fica claro que os recursos direcionados (segmento onde o BNDES mais atua) teve um peso muito maior no crescimento do crédito que o de recursos livres. Entre 2008 e 2010 a relação de recursos direcionados/pib foi de 11,7% para 16%. Na tabela 2, o peso da atuação do BNDES é visto com mais clareza.

Tabela 2 - Evolução do crédito com recursos direcionados\*

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Total</b>	356	459	589
<b>BNDES</b>	209	283	357
Direto	107	158	178
Repasses	101	124	179
Rural	78	79	86
Habitação	59	87	131
Outros	9	10	13

\*R\$ bilhões

Fonte: Banco Central

Os financiamentos com recursos direcionados atingiram R\$ 589 bilhões em 2010. A carteira do BNDES com saldo de R\$ 357 bilhões, respondeu em 2010 por 60,7% do segmento. O ano de 2010 termina com o recorde histórico no valor absoluto de empréstimos por ano no Brasil.

### **3.Mercado de Capitais Brasileiro entre 2006 – 2010**

#### **3.1 Introdução**

Os mercados de capitais são, historicamente em países mais desenvolvidos, os mecanismos mais importantes de financiamento de longo prazo das empresas. Países como Estados Unidos e Inglaterra se utilizam largamente dessa forma de financiamento em seus investimentos. Nas últimas décadas, essa modalidade de financiamento das empresas tem adquirido ainda mais importância. Sant'Anna (2009) defende que alguns fatores contribuíram para esse movimento, como a revolução nas telecomunicações; as mudanças no marco regulatório das finanças globais, o aumento da liquidez global; as baixas taxas de juros internacionais; a redução das margens de risco (spread) e a busca de ativos mais rentáveis pelos investidores.

O Brasil não fugiu desse movimento e o mercado de capitais no país teve um desenvolvimento bastante positivo entre os anos de 2006 e 2008, tanto pelo cenário externo favorável quanto pela melhora nas condições internas da economia brasileira (queda da taxa de juros, crescimento mais acelerado e estável). Caballero (2006) defende que há uma escassez de ativos de qualidade no mundo e por isso, a partir de 2005, o Brasil deixou de ser uma das exceções a esse movimento de expansão.

O biênio 2006 – 2007 é marcado por resultados extraordinários do mercado de capitais brasileiro. Tanto o mercado de ações quanto o mercado de títulos apresentaram resultados recordes no período.

“Além da elevada taxa de crescimento, uma segunda característica do mercado de capitais, nesse período, foi o fato de sua expansão ter sido um fenômeno geral, afetando todos os segmentos supervisionados pela CVM. Em 2005, o crescimento esteve centrado em debêntures e, em menor escala, nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). A partir de 2006 e, sobretudo, em 2007 ganharam destaque as emissões de ações.” Sant'anna et all (2009: 25).

Esse movimento de forte expansão do mercado de capitais é o resultado de um cenário externo extremamente favorável (baixa aversão ao risco, taxas de juros menores e alta liquidez), economia doméstica estável (controle da dívida pública, inflação sob controle e crescimento econômico acentuado a partir de 2004) e mudanças relevantes no

marco regulatório do mercado de capitais nacional (iniciadas com a abertura econômica dos anos 1990 e aprofundadas nos anos 2000). No entanto, é importante deixar claro o perfil pró-cíclico do mercado de capitais brasileiro, ou seja, seguindo os ciclos de liquidez internacional.

Neste capítulo, uma análise do mercado de capitais nacional para o quinquênio 2006-2010 será realizada. A ideia é mostrar os principais determinantes dos movimentos do mercado financeiro nacional e listar as principais ações do BNDES para auxiliar no desenvolvimento deste mercado.

### **3.2 2006 a 2008 Pré-Crise : A explosão do mercado de capitais nacional**

O cenário econômico internacional em 2006 e 2007 foi marcado por uma conjuntura favorável ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional como mencionado anteriormente. A economia doméstica também apresentava números positivos e assim, recordes nos números do mercado de capitais nacional foram atingidos.

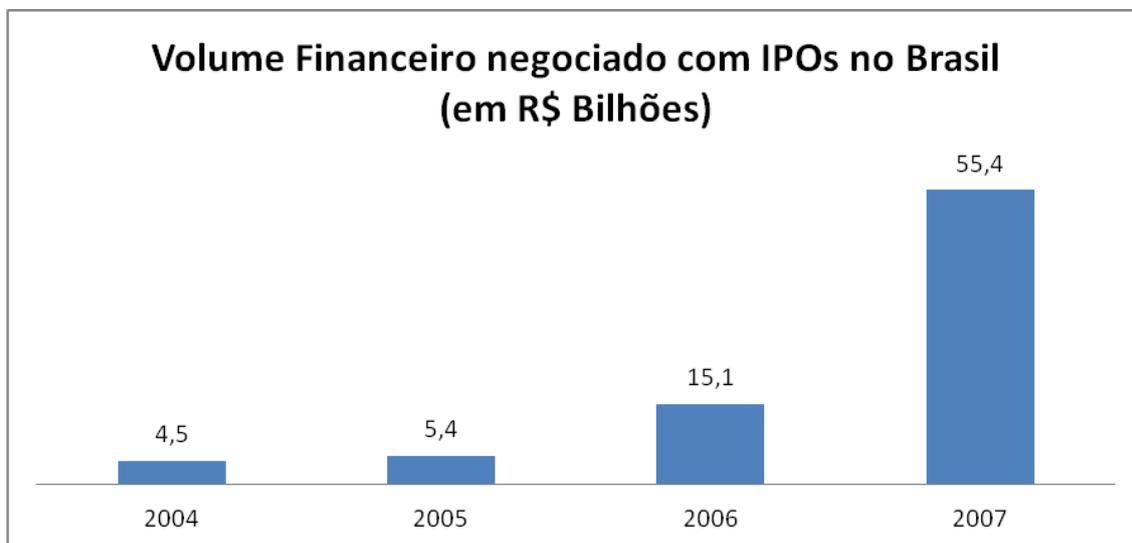
O lançamento de ações como forma de financiamento de longo prazo das empresas apresentou um movimento crescente entre os anos de 2006 e 2008 nunca visto anteriormente. Um dado importante a ser analisado é o número de ofertas públicas iniciais ocorridas no período.

“De acordo com a CVM, sem contar a estréia das ações da Tempo Participações, empresa de serviços da GP Investments e da família Moreira Salles, ocorrida no dia 19 de dezembro, em 2007 aconteceram 63 ofertas públicas iniciais, número 142% maior do que o total de operações dessa natureza ocorridas em 2006. Nos dois anos anteriores, 2004 e 2005, o total de IPOs foi de sete e nove, respectivamente.” (Uol Economia, 2008).

O volume financeiro negociado com as ofertas públicas iniciais também registraram valores recordes. Em 2007, foram negociados R\$ 55,1 bilhões, um valor que chega a ser 258% maior do que o de 2006, ano em que foram movimentados R\$ 15,4 bilhões. Do mesmo modo, nos dois anos anteriores, o volume financeiro que os negócios de IPO promoveram foi de R\$ 5,4 bilhões e R\$ 4,5 bilhões, respectivamente. As razões por trás do sucesso das IPOs se encontram nas próprias condições macroeconômicas que o

Brasil passou a apresentar a partir de 2005 (crescimento da atividade econômica, inflação sob controle, taxas de juros em declínio e expansão do crédito).

Gráfico 8



Fonte: CVM

No entanto, as ofertas públicas primárias de ações no período apresentaram um perfil bastante específico, caracterizado principalmente pela forte concentração em alguns poucos setores e sendo originados principalemtno de empresas de grande porte. Além disso, como defendido por Ricardo et al (2009: 47), “menos de 50% dos recursos destinaram-se ao financiamento da atividade produtiva (investimento e capital de giro) e o restante dividiu-se basicamente, entre a reestruturação do passivo e aquisições de participações societárias”. Outra característica levantada por Freitas (2008) é a de que esse crescimento nas emissões primárias de ações, como um todo, tem uma forte influência da atuação de investidores estrangeiros.

“A presença cada vez maior de investidores estrangeiros na Bovespa está estreitamente associada aos sucessivos recordes de valorização das ações, de volumes negociados e da capitalização total das empresas listadas em bolsa. Todos esses elementos constituem incentivos ao lançamento de ações por empresas já listadas e à abertura de capital (oferta inicial). Ao mesmo tempo em que, do lado da demanda, contribuíram para atrair investidores individuais e fundos mútuos de investimento em ações, que vêm oferecendo maior retorno que os fundos referenciados aos títulos públicos.” (Freitas 2008:128)

De acordo com a CVM, a entrada líquida de recursos estrangeiros no mercado de ações atingiu US\$ 26 bilhões em 2007. Em particular, nas operações de abertura de capital, a participação dos investidores estrangeiros subiu de 60%, em 2005, para 73%, em 2007. Em consequência, o volume de ações de empresas brasileiras transacionadas por investidores estrangeiros passou de US\$ 18 bilhões, em 2003, para US\$ 95 bilhões, em 2006, e atingiu US\$ 115 bilhões de janeiro a setembro de 2007.

O papel dos investidores nacionais foi menor, mas importante. Para explicar o movimento geral do mercado de ações no período, Neto (2007) traz algumas explicações para o aumento na demanda por ações:

- I. a estabilidade econômica, que garante maior previsibilidade ao cálculo econômico;
- II. a mudança de hábito e mentalidade dos agentes econômicos— de um lado, as empresas passaram a preferir captar por meio de emissão de ações e, de outro, os investidores institucionais e pessoas físicas migraram de aplicações de renda fixa para renda variável;
- III. um aprimoramento institucional adotado pela CVM e a Bovespa em direção a regras mais rígidas de governança corporativa, sobretudo no Novo Mercado, que reduzem os custos de informação e protegem os direitos do minoritários.

No período estudado também é importante atentar para a atuação das empresas de leasing como emissoras de debêntures no mercado. Isso porque, entre 2005 e 2007 esse setor chegou a responder por mais de 70% das emissões de debêntures no país, as causas para esse desenvolvimento extraordinário se encontram na trajetória de queda taxa básica de juros, nos incentivos fiscais ao alongamento de prazos dos fundos de investimento e em menor grau, os esforços feitos pelo governo para conferir maior transparência ao mercado (Sant'Anna, 2007).

Esse extraordinário aumento na emissão de debêntures deve, contudo, ser interpretado com cautela e não como sinal inequívoco de pujança do mercado de capitais. Como quase dois terços dessas emissões foram realizadas pelas empresas de *leasing* que pertencem aos grandes conglomerados financeiros, a idéia é que essas empresas fizeram esses lançamentos para escapar do recolhimento de depósitos compulsórios e contribuições para o fundo garantidor de crédito (FGC), que incidem

sobre os recursos captados via certificado de depósito bancário (CDB). Assim os bancos utilizaram suas empresas de *leasing* para captar recursos via emissão de debêntures (Cintra, 2006), assim tal movimento não pode ser considerado uma operação típica de mercado de capital e deve ser classificado como uma captação bancária disfarçada (Santos, 2007; Lopes, 2007).

Outra característica das emissões de debentures do período é a de que elas foram realizadas, principalmente, por grandes empresas. Tendo em vista que a emissão de debêntures envolve custos elevados, na prática apenas empresas de grande porte envolvidas em emissões vultosas fazem uso desse tipo de captação. Além de concentradas em um número relativamente pequeno de empresas, as debêntures mantêm-se pouco atrativas para emissores que queiram comprometer-se com investimentos de longo prazo. Isso porque 95% das emissões em 2006 foram indexadas à taxa de depósitos interbancários (DI). Embora seja interessante para o comprador, a indexação à taxa DI torna esse tipo de financiamento mais arriscado para investimentos de longo prazo, já que o risco de variações da taxa de juros é integralmente assumido pelo emissor (Cintra 2006).

### **3.3 A atuação do BNDES no mercado de capitais entre 2006 e 2008**

O BNDES atua no mercado de capitais com objetivos claros: fortalecer o mercado de capitais por meio de operações no novo mercado<sup>3</sup>; difundir o conceito e incentivar a governança corporativa pelas empresas; ampliar a demanda e liquidez em valores mobiliários; contribuir para a democratização e o fortalecimento da estrutura de capital das empresas; desenvolver produtos que tornem o mercado de capitais mais atrativo para o pequeno investidor; desenvolver a indústria de fundos fechados e apoiar as pequenas e médias empresas inovadoras. Nesse contexto, o período de 2006-2008 apresenta uma das iniciativas mais ambiciosas do BNDES visando o desenvolvimento do mercado de capitais no país.

Acompanhando a evolução recente do mercado de debentures, o BNDES lançou em dezembro de 2006 a primeira oferta pública de debentures simples não-conversíveis

---

<sup>3</sup> Novo mercado: Trata-se do mais elevado padrão de Governança Corporativa. As companhias listadas no Novo Mercado só podem emitir ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON). Fonte: [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_novo-mercado.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp)

em ações no âmbito de um programa de distribuição pública de debêntures da BNDESPar.

“A operação, a primeira a utilizar o IPCA como indexador no mercado de debêntures, distribuiu 600 mil debêntures simples, com valor nominal de R\$ 600 milhões e vencimento em janeiro de 2012. Inicialmente estabelecida em 500 mil debêntures, a oferta foi ampliada em 20%, por conta da elevada demanda apresentada por investidores de varejo e institucionais, que atingiu 1,8 milhão de debêntures. O preço de subscrição de cada debênture foi definido em R\$ 898,33, correspondendo a uma taxa de remuneração real ao investidor de 8,525% ao ano.

(...) O principal objetivo dessa oferta, no entanto, foi contribuir para o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos, e, assim, estimular as empresas a acessar, cada vez mais, esse mercado para financiar projetos de investimento. A partir do diagnóstico dos desafios a serem enfrentados no mercado de debêntures, foi delineado um título com características que pudessem contribuir para o desenvolvimento desse mercado”. (Sant’Anna, 2007: 7).

Entre 2006-2008, antes dos efeitos da crise, o BNDES manteve sua atuação no mercado de capitais brasileiro como subscritor de valores mobiliários, seguindo sua tradição histórica de apoio ao desenvolvimento desse mercado. Houve também um esforço por parte do banco em aumentar a atratividade do investimento em bolsa de valores para pessoas físicas através de iniciativas como o PIBB (Papéis de Índice Brasil Bovespa), um fundo de investimento em ações que busca refletir o desempenho de um dos principais índices de referência para o mercado de ações brasileiro, o IBRX-50. Com tal iniciativa, o BNDES pretendeu contribuir para o aumento da transparência e da atratividade do investimento em bolsa de valores para os investidores pessoas físicas. (BNDES, 2008).

### **3.4 O efeito- contágio da crise financeira global**

O ano de 2008 iniciou com uma expectativa positiva para o mercado financeiro como um todo. Os números da economia brasileira ao final de 2007 eram bastante promissores e delineavam um ambiente de crescimento para o país. No entanto, o quarto

trimestre do ano foi marcado pela mais profunda crise da economia mundial desde os anos 1930.

“A partir de então o mundo começou a presenciar a queda das bolsas e desvalorização das ações em todos os continentes a cada novo evento durante a crise mundial, como foi o caso, por exemplo, da falência do banco Lehman Brothers em setembro de 2008.” (NETO, 2008: 36).

Ao mesmo tempo em que no Brasil a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) acabara de passar por uma fusão com a Bolsa de Mercadorias & Futuros, que a tornaria a terceira maior Bolsa do mundo em volume de negócios, e o bom desempenho dos papéis brasileiros a faria atingir números históricos em maio de 2008; a economia global traria as conseqüências do baixo controle nas operações de crédito no mercado imobiliário dos Estados Unidos. Este quadro passou a ser presente no Brasil a partir do mês de maio de 2008, quando investidores externos passaram a retirar capital do mercado financeiro brasileiro.

Assim como as demais bolsas do mundo, a Bovespa possui um indicador capaz de medir o desempenho médio dos preços de uma suposta carteira de ações, medindo o comportamento do mercado em um determinado período de tempo. O valor absoluto do índice da carteira expressa o valor de mercado da carteira de ações negociada na Bolsa de Valores, sendo as variações verificadas de um período para o outro entendidas como sua lucratividade. (Assaf, 1999)

“O Índice BOVESPA foi criado em 2 de janeiro de 1968 e é o indicador brasileiro de maior representatividade, uma vez que nunca sofreu variação em sua metodologia de cálculo, bem como pelo fato de no Brasil a BOVESPA realiza o volume total de transações no mercado de valores; basicamente ele indica o comportamento do mercado acionário brasileiro, desta forma em sua composição busca-se chegar o mais próximo possível do real negociado na BOVESPA”. (Pinheiro, 2005: 215)

De acordo com dados da Bovespa, antes de ter início o efeito contágio da crise econômica pode se considerar que o mercado brasileiro estava empolgado e o IBOVESPA ultrapassou os 73.000 pontos em maio de 2008, um número histórico dentro do mercado de capitais brasileiro. A partir deste ponto, começou a se perceber a

influência do pessimismo vindo de outras economias. O primeiro indício que a crise incidiria no otimismo pelo qual o país vinha passando foi no final do primeiro semestre de 2008, quando deu início a retirada de investimentos estrangeiros da BOVESPA; a partir de então o volume de negociações entrou em decadência, e em novembro de 2008 o índice chegou abaixo dos 32.000 pontos, como apontado no gráfico 10.

Gráfico 10



Fonte: Bovespa

Com o encerramento das operações no ano, o índice Ibovespa, acumulou perdas de 41,2% no ano, como reflexo da crise econômica internacional. A queda foi a maior desde 1972.

### 3.4 2009-2010 : A recuperação do mercado e a atuação do BNDES

O mercado de capitais brasileiro voltou a registrar grande dinamismo em 2009, em particular no segundo semestre. O retorno dos investimentos estrangeiros em portfólio e a recuperação da atividade econômica a partir do segundo trimestre favoreceram o clima de otimismo e a retomada de planos de negócios interrompidos pela crise global. Com o mercado de crédito privado às pessoas jurídicas ainda retraído, as empresas buscaram financiar-se mediante a emissão de títulos de dívida e de ações.

Esse movimento intensificou-se no segundo semestre. No mercado de títulos de dívida privada, a redução da meta da Selic, que em setembro atingiu o seu patamar mais

baixo (8,75%), favoreceu o aumento da demanda por debêntures e notas promissórias por parte dos investidores dispostos a assumir maior risco em troca de maior retorno. Já no mercado acionário, a forte valorização da Bovespa, associada à ampliação da entrada dos investidores estrangeiros, estimulou as ofertas de ações por empresas de diferentes setores, dentre as quais a subsidiária brasileira do banco Santander que, em outubro, realizou a maior captação do ano (US\$ 14 bilhões) mediante a distribuição pública de certificados de ações, em simultâneo no Brasil e nos Estados Unidos.

Dentre os instrumentos de renda fixa, as debêntures figuraram como exceção, com aumento no volume captado da ordem de 14,4% em relação ao ano de 2008. Todavia, se for excluída a captação das empresas de leasing em 2008, o volume de recursos captados via debêntures de 2009 superou em 186,4% o montante registrado no mesmo período de 2008 .

“Esse crescimento expressivo das debêntures pode ser reflexo da combinação de dois fatores. De um lado, o mercado de títulos de dívida privada tornou-se uma alternativa atraente para as empresas ante as condições desfavoráveis do mercado de crédito bancário com recursos livres às pessoas jurídicas, expressa, sobretudo, na redução dos prazos ao longo da maior parte do ano de 2009 e nos patamares elevados de juros e spreads, mesmo em um contexto de redução da meta da taxa Selic. De outro lado, o corte de taxa básica de juros aumentou a atratividade das debêntures para os investidores, em particular, para os investidores institucionais, com metas atuariais a cumprir”. (FUNDAP, 2009)

A análise da evolução do mercado de capitais brasileiro ao longo de 2009 mostra como seu dinamismo é fortemente condicionado pelo ciclo econômico e pelas condições internacionais de liquidez. No primeiro semestre, quando o setor produtivo brasileiro e o mercado de crédito bancário ressentiam dos fortes impactos da crise global pelos canais do comércio, fluxos financeiros e expectativas, esse mercado foi pouco acessado pelas empresas. A partir da melhoria nos mercados financeiros internacionais e da reativação da atividade econômica no Brasil, impulsionada pelo mercado interno e pelas medidas de política anticíclica, o mercado de capitais e o mercado acionário em particular voltaram a ser procurados pelas empresas, as quais retomaram seus planos de negócios interrompidos pela crise.

O ano de 2010, consolidou esse movimento de recuperação do mercado financeira nacional. As operações no mercado de capitais brasileiro, em 2010, chegaram a quase R\$ 300 bilhões no ano, o que significa um crescimento superior a 100%, considerando o mesmo período de 2009. É um recorde histórico, como afirma a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

Pela via da oferta pública inicial de ações (IPO) foram captados mais de R\$ 11 bilhões, num aumento de aproximadamente 10% em relação ao mesmo período do ano interior, conforme dados da Anbima, embora ainda muito abaixo do recorde histórico de R\$ 55 bilhões em 2007.

Outra conquista para o Brasil é a consolidação, em 2010, da migração do padrão de contabilidade para o modelo internacional IFRS, usado em mais de 120 países, o que facilitará a avaliação de desempenho de empresas brasileiras em comparação com as estrangeiras, integrantes do mesmo setor.

No ano de 2010, a CVM também cuidou diversos projetos com o objetivo de atualizar e aperfeiçoar a regulamentação referente a :

- a) ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário;
- b) constituição e funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios;
- c) elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board (IASB);
- d) aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários.

Fica claro que a abertura de capital e a conseqüente captação de recursos no mercado tornaram-se fundamentais para o desenvolvimento de empresas em diversos segmentos da economia. As companhias passaram a adotar e aperfeiçoar seus padrões de governança corporativa, de modo a tornarem-se mais competitivas em seus setores e mais atraentes aos investidores.

O bienio 2009-2010, marcou uma sutil mudança na atuação do BNDES dentro do mercado de capitais. O ano de 2009, ainda fortemente marcado pelas conseqüencia da quebra do Lehman Brothers, precisou de uma atuação muito mais intensa do banco de desenvolvimento do que o ano de 2010.

Os números do ano de 2009, mostram como as atividades do banco, através da BNDESPar, o principal braço do BNDES no mercado de capitais, afetou tanto o mercado de renda fixa como o de renda variável.

“Em relação à BNDESPAR, o valor de mercado da carteira de investimentos em 31 de dezembro de 2009 somou R\$ 92,9 bilhões, representando 174,7% do seu valor contábil. A cifra é superior em 148,9% à registrada nos nove primeiros meses de 2009 e de 109,6% em relação a 2008, o que demonstra a recuperação progressiva do mercado acionário.” (BNDES,2009: 89)

O ano de 2010 marcou a gradual redução dos estímulos dados como resposta a crise de 2008. Com um mercado de capitais um pouco mais estável, o BNDES pode “desacelerar” sua atividade e concentra-la em outros setores. O crescimento da atividade do BNDESPar foi bem menos agressivo que o ano anterior.

“Em dezembro, a BNDESPAR concluiu a sua quinta e maior oferta pública de debêntures simples com foco na distribuição pulverizada, inclusive com pequenos investidores (varejo). A emissão teve volume de R\$ 2,025 bilhões e alcançou a expressiva demanda de R\$ 5,5 bilhões pelos papéis, dos quais mais de R\$ 3 bilhões foram direcionados para a grande inovação da oferta: a série flutuante estruturada como operação piloto da “Libor brasileira”. (BNDES,2010: 120).

## Conclusão

Fica claro que o BNDES teve um papel essencial no desenvolvimento industrial brasileiro. Ainda hoje ele se posiciona como a mais importante instituição fornecedora de financiamento de longo prazo no país. Oferecendo financiamento com um com taxas de juros consideravelmente mais controladas e muito abaixo daquelas praticadas pelo sistema bancário privado brasileiro . É importante deixar claro também que com o BNDES, Governo Federal tem em suas mãos importante instrumento de política econômica, tendo assim uma fonte de financiamento do direcionamento da economia.

Desde sua criação, seu objetivo foi o de qualquer outra instituição de fomento : a de estimular o desenvolvimento de setores que ainda não existiam no país ou setores que, devido a debilidade do sistema financeira brasileiro, não se desenvolveram da forma que deveriam. Um segundo objetivo do banco, que acabou se tornando seu principal após da década de 80 foi o de atuar complementando o sistema de financiamento, visto que a operacionalização de alguns segmentos da atividade econômica pedia por empréstimos de longo prazo, que o setor privado não estava preparado para oferecer. Como o setor financeiro privado é mais avesso ao risco e, de modo geral, não tem interesse em atuar nestes segmentos,o governo, com o BNDES preencheu essa lacuna.

É fácil concluir que na ausência do BNDES, diversos setores não teriam obtido os recursos necessários para a realização dos seus investimentos, o que teria impactado negativamente sobre o desenvolvimento da economia brasileira como um todo. Isso porque, ao longo de sua história, o banco foi ampliando sua base de atuação. Foi assim, crucial no processo de industrialização do país nos anos 1950 e 1960, apoiando os investimentos em infra-estrutura, indústrias de base, máquinas e equipamentos. Atuou no financiamento da privatização entre as décadas de 1980 e 1990 e constituiu-se numa importante fonte de recursos para o financiamento de longo prazo das grandes empresas após esse período.

Entre os anos de 2006 – 2010 , percebemos que toda atuação do banco, seja no mercado de crédito como no mercado de capitais foi complementar. Isso porque, no período pré-crise, os mercados apresentavam um desenvolvimento nunca visto anteriormente.

A atuação do banco foi ainda mais importante, quando o Brasil sofreu com os efeitos da crise mundial de 2008. Foi através do BNDES, que o Tesouro Nacional

conseguiu atender da forma mais rápida e efetiva os problemas da economia nacional. Isso porque, com o esgotamento dos recursos do banco, na crise de 2008 - 2010, o Tesouro Nacional se posicionou como uma nova fonte de funding do banco. Muitas críticas aconteceram na época sobre a relação Tesouro-BNDES e dos subsídios por trás dessa relação, mas, passado a crise e a recuperação de 2009 - 2010 fica claro que os benefícios em subsidiar os investimentos (que geram emprego, renda e maior arrecadação tributária) superaram os custos fiscais trazidos pela capitalização.

Dessa forma, podemos considerar o BNDES um agente estratégico no desenvolvimento e na manutenção da saúde do sistema financeiro nacional. O BNDES tem cumprido de forma eficiente seu papel no estímulo ao desenvolvimento do país, uma vez que apesar dos avanços recentes (principalmente entre os anos de 2003 –2007), o crédito de longo prazo oferecido pelo sistema bancário privado ainda é insuficiente e oferecido em condições não competitivas.

## Referências Bibliográficas

COUTINHO, L. & BORGES, B. A Consolidação da Estabilização e o Desenvolvimento Financeiro do Brasil. In Ensaio sobre Economia Financeira. Rio de Janeiro Ed: Imprinta Express Gráfica e Editora, 2009.

CARNEIRO, R. M. , CARVALHO, F. C. , PRATES, D. M. & HERMANN, J. Relatório Síntese . In 2008 -2009: Perspectivas da indústria financeira brasileira. Campinas. Ed: Unicamp, 2009.

ARIDA, P. Mecanismos compulsórios e mercados de capitais: propostas de política econômica. Washington: Instituto de Estudos de Política Econômica. Ed : Casa das Garças, 2005 (Texto para Discussão, 8).

CINTRA, M. A. M. Crédito Público e Desenvolvimento Econômico : A Experiência Brasileira. In Ensaio sobre Economia Financeira. Rio de Janeiro Ed: Imprinta Express Gráfica e Editora, 2009.

CURRALEIRO, Cláudia Regina B. A atuação do Sistema BNDES como Instituição financeira de Fomento no Período 1952/1996. Campinas, SP : Faculdade de Ciências Econômicas da UNICAMP, 1998. (Tese, Mestrado).

\_\_\_\_\_ ; PRATES, D.M., CINTRA M. A. M. & FREITAS, M. C. P. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. Economia e Sociedade, Campinas, v.??, 2000.

TORRES, E. Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES. In Ensaio sobre Economia Financeira. Rio de Janeiro Ed: Imprinta Express Gráfica e Editora, 2009.

NOVAES, A. “Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional”. In: PINHEIRO, A. C. & OLIVEIRA FILHO, L. C. (org.)  *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

PINHEIRO, A. C. “Bancos públicos no Brasil: para onde ir?” In: PINHEIRO, A. C. & OLIVEIRA FILHO, L. C. (org.).  *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

TORRES, E. “O papel anticíclico do BNDES sobre o crédito”. BNDES,  *Visão do Desenvolvimento*, n. 7, 2006.

ARCOVERDE, Guilherme. Ensaio de Economia Financeira. BNDES, 2009.

SANT’ANNA, A. et al. “Bancos públicos sustentam crédito bancário no Brasil”. BNDES,  *Visão do Desenvolvimento*, n. 63, 2009.

DJANKOV, McLiesh & SHLEIFER, A. "Private credit in 129 countries". *Journal of Financial Economics*, maio de 2007.

CABALLERO, Ricardo J. *On the macroeconomics of asset shortages*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 2006.

BNDES, Relatório Anual, 2007.

BNDES, Relatório Anual 2008.

BNDES, Relatório Anual, 2009.

BNDES. Relatório Anual 2010.

BNDES. BNDES 50 Anos de Desenvolvimento, 2002.

FREITAS, M. Cristina P. de & CINTRA, Marcos A. M. "Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano". *Revista de Economia Política*, v. 28, n. 3 (111), São Paulo, Editora 34, 2008.

COSTA NETO, Yttrio C. da. Bancos oficiais no Brasil: origem e aspectos de seu desenvolvimento. Brasília: Banco Central, 2004.

SANT'ANNA, A. et al. "Crédito privado pode chegar a 41% do PIB até 2009". BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 37, 2007.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *As transformações no sistema financeiro brasileiro entre 1995 e 2006*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2006 (Trabalho Não-Publicado).

NETO, Epaminondas. Bovespa fecha em queda de 7,59%, o pior tombo desde o 11 de Setembro. Folha Online: 15 set 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. Fundamentos e técnicas. 3.ed. São Paulo:Atlas,2005.

PRATES, D. et al. “Mercado de crédito Bancário”, Relatório do Subprojeto II do *Projeto de Estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Instituto de Economia/Unicamp, 2009. Available in <http://www.iececon.net/pesquisa.htm>

FERREIRA & ROSA, Adriana Nunes Ferreira e Everton Rosa. The Role of BNDES (Brazilian Development Bank) in the Brazilian Development Policy. Unicamp, Campinas, 2012

Valor Economico Online ,03/01/2010.

Uol online, 02/01/2008