

**GUILHERME MENDES AVILEZ**

**ESTUDO COMPARATIVO SOBRE A ATUAÇÃO DO BNDES NA ECONOMIA  
BRASILEIRA DOS ANOS 50 COM O PERÍODO DE 2003 A 2014**

Monografia apresentada ao Curso de Economia, Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Grandi

**SÃO PAULO**

**2021**

## FICHA CATALOGRÁFICA

Mendes Avilez, Guilherme

Estudo comparativo sobre a atuação do BNDES na economia brasileira dos anos 50 com o período de 2003 a 2014 – São Paulo, 2021.

40 páginas

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Grandi.

Monografia – Faculdade de Administração, Economia, Contabilidade da Universidade de São Paulo, Departamento de Economia.

1.BNDES; 2. Crédito; 3. Desenvolvimento

Aos meus pais, Ângela e Daniel, aos meus irmãos Vítor, Maira e Gabriel e aos  
meus amigos

Dedico

## Sumário

<b>Lista de figuras e tabelas .....</b>	<b>5</b>
<b>RESUMO .....</b>	<b>6</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>7</b>
<b>Introdução .....</b>	<b>8</b>
<b>Metodologia .....</b>	<b>10</b>
<b>Teoria Econômica de um Banco de Desenvolvimento.....</b>	<b>12</b>
<b>Criação do BNDE nos anos 50 .....</b>	<b>18</b>
<b>Economia brasileira e BNDES de 2003 a 2006.....</b>	<b>23</b>
<b>Economia brasileira e BNDES de 2007 a 2010.....</b>	<b>27</b>
<b>Economia brasileira e BNDES de 2011 a 2014.....</b>	<b>33</b>
<b>Conclusão.....</b>	<b>36</b>
<b>Referências .....</b>	<b>39</b>

**Lista de figuras e tabelas**

<b>Figura 1 – Ciclo de Vida dos Bancos de Desenvolvimento.....</b>	<b>12</b>
<b>Figura 2 – Crédito total em porcentagem do PIB .....</b>	<b>25</b>
<b>Tabela 1 – Evolução dos desembolsos do BNDES de 2003 a 2014</b>	
.....	<b>30</b>

## RESUMO

### ESTUDO COMPARATIVO SOBRE A ATUAÇÃO DO BNDES NA ECONOMIA BRASILEIRA DOS ANOS 50 COM O PERÍODO DE 2003 A 2014

O BNDE nasce dentro de um projeto desenvolvimentista para ser um instrumento importante de política industrial e de desenvolvimento de infraestrutura do país. Com importantes avanços institucionais, o banco desde cedo assume uma postura protagonista dentro do projeto nacional de desenvolvimento nos anos 50. Tal atuação é então retomada durante os governos petistas, em um novo contexto histórico. No início do período de 2003, quando o mercado de capitais brasileiro era mais reduzido do que é atualmente, os bancos privados assumiram a liderança do crescimento do Crédito/PIB, viabilizados por um bom aparato institucional e expansão das rendas das famílias. Nesse ínterim, coube ao BNDES um papel de coadjuvante. A participação do Banco em relação ao PIB se manteve constante e, a partir de 2008, com a transformação do sistema financeiro mundial após a quebra do banco Lehman Brothers, o BNDES assumiu o protagonismo na expansão do crédito no país. Além disso, o banco passou por uma transformação das suas fontes de recursos, indicando maior presença do Estado na economia. A literatura econômica apresenta considerações controvertidas acerca dos benefícios do banco sobre a economia brasileira.

*Palavras-chave:* BNDES; crédito; desenvolvimento;

## ABSTRACT

### COMPARATIVE STUDY ON THE PERFORMANCE OF BNDES IN THE BRAZILIAN ECONOMY FROM THE 50'S WITH THE PERIOD FROM 2003 TO 2014

The BNDE was born within a developmental project to be an important instrument of industrial policy and infrastructure development in the country. With important institutional advances, the bank started off taking a leading role within the national development project in the 1950s. This role was then resumed during the PT governments, in a new historical context. At the beginning of the period of 2003, when the Brazilian capital market was smaller than it is today, private banks took the lead in the growth of Credit/GDP, which was possible due to a good institutional apparatus and expansion of family income. In the meantime, the BNDES played a supporting role. The Bank's share of GDP remained constant and, as of 2008, with the transformation of the world financial system after the bankruptcy of the Lehman Brothers bank, the BNDES assumed the leading role in the expansion of credit in the country. In addition, the bank underwent a transformation of its sources of funds, indicating a greater presence of the State in the economy. The economic literature presents controversial considerations about the benefits of the bank on the Brazilian economy.

*Keywords:* BNDES; credit; development;

## Introdução

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) foi fundado em 1952 pelo governo de Getúlio Vargas, que visou utilizar o Banco como importante instrumento para a promoção da industrialização e do desenvolvimento do país. Em 1982, o Banco do Estado passou a ter a atual nomenclatura, quando se instituiu o Fundo de Investimento Social, tal qual Lundberg (2011) menciona.

O BNDES possui três subsidiárias, o BNDES Participações S/A (BNDESPar), que tem o objetivo de administrar as participações acionárias e as compras de debêntures do conglomerado, a Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame), que se destina ao *apoio de programas, projetos e obras que se relacionem com o desenvolvimento econômico do setor industrial* (Estatuto da FINAME, Art 7º) e o BNDES Limited, que oferece assistência às empresas multinacionais brasileiras em suas operações externas.

As principais fontes de financiamento ao longo do período descrito se alteraram. Tais alterações serão explicitadas ao longo deste trabalho, mas, em suma, o BNDES conta com recursos do FAT, PIS/PASEP, Tesouro Nacional, Recursos Externos, além de seu Patrimônio Líquido (cf. Lundberg 2011).

Mais recentemente, uma das propostas de campanha do governo Bolsonaro era a abertura da caixa-preta do BNDES. Alvo de muitas críticas, o BNDES foi um dos instrumentos de intervenção estatal na economia do país dos governos petistas, cuja literatura apresenta a esse respeito ampla divergência.

Figuras como o engenheiro Sérgio Lazzarini ganharam bastante espaço na mídia conforme o clima de descontentamento sobre a estatal crescia. Sob nova direção, o BNDES se tornou mais transparente a partir de 2016 e contratos, como a do aeroporto de Moçambique, Nacala, se tornaram disponíveis ao público. Políticos à direita comentavam que o BNDES teria sido usado para financiar governos no exterior sem alguma contrapartida (cf. Rossi, 2018). Em nota sobre esse caso, o banco reafirmou que os projetos financiados serviram para a geração de empregos no Brasil, derivados da prestação de serviços de uma empresa brasileira de infraestrutura no exterior (BNDES institucional, 2017).

Em favor da redução da atuação dos bancos públicos, Loyola (2016) ressalta um estudo do FMI que prevê um efeito negativo da existência de bancos controlados pela autoridade fiscal do governo do ponto de vista das finanças públicas. Quando a situação fiscal se agrava a ponto da trajetória da dívida se tornar insustentável, o Banco Central perde autonomia na busca pela meta operacional e reduz a taxa de juros para evitar o aumento demasiado do custo da dívida. Outra interferência dos bancos públicos sobre a taxa básica de juros (Selic) é o enfraquecimento do elo entre esta e a taxa de juros real observada pela economia, uma vez que o crédito direcionado não segue a taxa Selic e teve trajetória ascendente mais veloz do que a dos créditos livres, entre 2008 e 2015, ao representarem 49% do crédito total no final desse período. Dentre o crédito direcionado a pessoas jurídicas, o BNDES representou mais de 50% do total em 2010 e se estabilizou em 40% em 2014, Lundberg (2011).

## Metodologia

Para descrever o impacto do BNDES de forma mais precisa, optamos por dividir este estudo em cinco seções, além da conclusão. A primeira seção aborda a teoria econômica de um Banco de Desenvolvimento a partir de uma hipótese acerca do ciclo de vida de um Banco de Desenvolvimento. A segunda discorre acerca da criação do BNDE e sua função inicial, nos anos 50, de contribuir para a superação dos gargalos do desenvolvimento do país, como o energético e de infraestrutura, bem como a construção autônoma de seu arcabouço institucional. A terceira, a quarta e a quinta seções se voltam à análise da atuação do BNDES no decorrer do período petista, que retomou em alguma medida sua função de agente promotor do desenvolvimento. A terceira seção apresenta e avalia a atuação do banco no primeiro mandato do presidente Lula. A quarta seção, o segundo mandato de Lula. A quinta seção, o primeiro mandato da presidente Dilma Roussef. Por fim, a conclusão pauta-se por uma retomada das evidências encontradas e por uma caracterização da transformação da atuação do BNDES na economia brasileira de um período ao outro.

Para a realização deste trabalho, levantou-se uma literatura que procura explicar, de forma empírica e teórica, o impacto do BNDES sobre os diferentes aspectos da economia, como a presença do crédito de longo prazo, contas públicas e a taxa de juros de mercado. Ademais, a análise dos dados divulgados pelo BNDES, Banco Central, IPEA, entre outras instituições foi significativo para que o trabalho adquirisse a forma presente e pudesse ser concluído. É possível observar, por exemplo a partir das séries temporais divulgadas pelo Banco Central do Brasil em seu endereço eletrônico oficial, o crescimento do crédito no

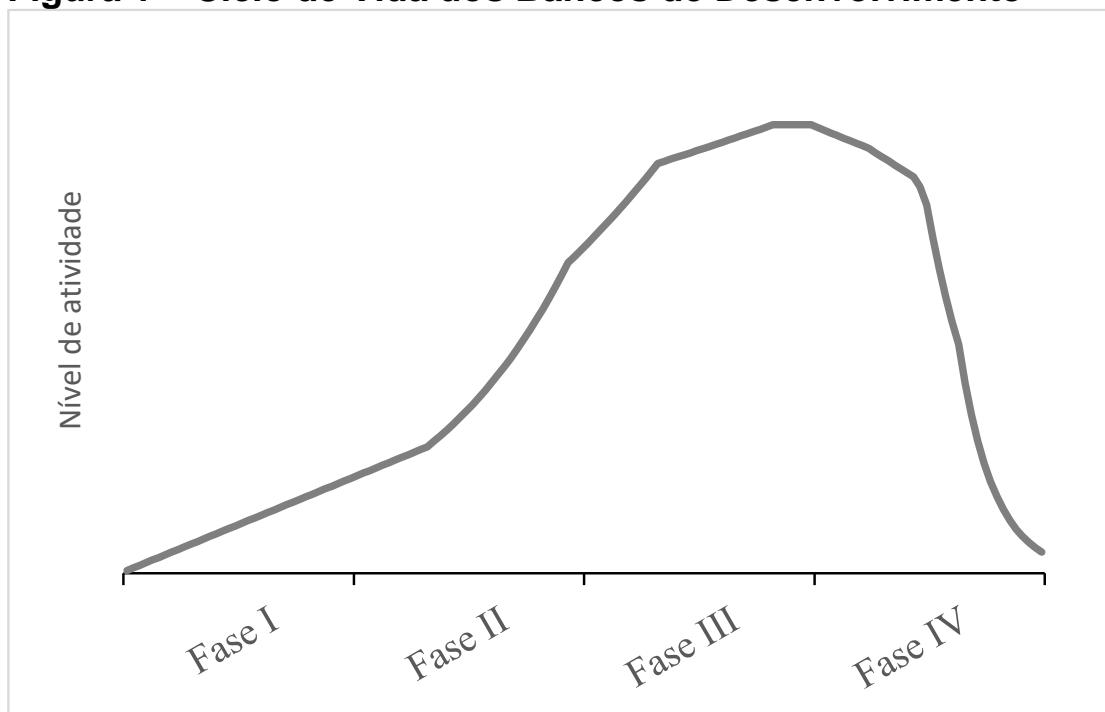
período mais recente subdividido por controlador do capital. Com isso, podemos verificar que houve dois momentos no período mais recente discutido em que o crédito controlado pelo poder público superou o crédito privado nacional. O primeiro, no período entre junho de 2001 e junho de 2004 e, o segundo, a partir de novembro de 2009, quando o crédito público atingiu a marca de aproximadamente 570 milhões de reais.

## Teoria Econômica de um Banco de Desenvolvimento

Ao longo da história econômica, inúmeros países utilizaram Bancos de Desenvolvimento como instrumento de suas políticas econômicas. Tal recurso possui uma explicação econômica, a qual pretende-se discutir ao longo desta sessão.

Torres e Zeidan (2016), em seu artigo, aponta que os Bancos Nacionais de Desenvolvimento tiveram sua era de ouro nos anos 1950, quando muitos países ingressaram na rápida industrialização, e sua utilização decaiu posteriormente com a sequência de privatizações seguidas do Consenso de Washington. Em seguida, os autores subdividem o ciclo de um Banco de Desenvolvimento em 4 fases: Estabelecimento, Desenvolvimento, Motor de Crescimento e Mercado Financeiro Desenvolvido.

**Figura 1 – Ciclo de Vida dos Bancos de Desenvolvimento**



*Elaboração própria.  
Replicação de figura 1 de Torres e Zeidan (2016)*

Em geral, bancos de desenvolvimento surgem quando o sistema financeiro de um país é incipiente e ineficiente. Sua participação na economia progride conforme se dá o processo de industrialização no país e o sistema financeiro se desenvolve. E decai quando ele passa a ter um efeito de competidor com o investimento privado, quando o sistema financeiro já está bem desenvolvido.

Na primeira fase, o banco de desenvolvimento opera como um instrumento de provisão de crédito, especialmente o de longo prazo. Uma das formas de atuação do Banco é através do financiamento, principalmente em casos cujos meios de financiamento privado são caros ou escassos. Nessa fase, o banco pode incorrer no risco de falta de escala, de problemas de gerência e de ineficiências de mercado, relacionado à alocação ótima de recursos.

Sobre o primeiro risco, para Torres e Zeidan (2016), um projeto de Governo que inclua um Banco de Desenvolvimento deve ser capaz de incentivar grandes projetos de infraestrutura e/ou industrialização, a depender das metas e gargalos do país. Tais projetos geralmente são aqueles tomados por grandes empresas e que possuem um retorno social acima do retorno privado, ou corrigir falhas de mercado. A incapacidade de auferir ganhos de escala é um grande risco para um Banco de Desenvolvimento, especialmente quando a realização do projeto não promove ganhos de produtividade.

Problemas de gerências são outra fonte de risco para um Banco de Desenvolvimento. Uma análise muito criteriosa é necessária para evitar que uma determinada política escolha perdedores. Ainda de acordo com Torres e Zeidan (2016), um Banco de Desenvolvimento deve visar projetos de longo prazo, cujos riscos e custos presentes sejam razoáveis. É necessário que o Banco seja

transparente e siga regras que garantam credibilidade à Instituição, como um Acordo de Basileia ou outras regulações correlatas. Evidentemente, tais regras são importantes enquanto parâmetros que amenizem o acúmulo de ineficiências ao longo de um ciclo de um Banco de Desenvolvimento.

O risco de ineficiência de mercado é parcialmente explicado pelos riscos de gerência. É verdade que quanto pior for a qualidade institucional de um Banco de Desenvolvimento, maior a probabilidade de interferência na alocação eficiente de recursos. Entretanto, uma medida pouca criteriosa de um Banco de Desenvolvimento pode, *per se*, gerar peso morto no mercado, sob uma ótica microeconômica.

Na segunda fase, à medida que o banco se estabelece e sua relevância cresce, tais riscos apresentados anteriormente podem se potencializar. Quanto maior o empreendimento, maior a possibilidade de ele ser tomado de interesses escusos (i.e. interferência política). Carvalho (2014) observa que em um cenário de aumento de interferência política em um Banco de Desenvolvimento, maior é a probabilidade de os projetos serem direcionados não sob a ótica da melhor provisão de recursos, mas na direção do aumento de poder de barganha. Políticos utilizam-se do Banco para direcionarem o crédito e aumentar o emprego em áreas politicamente mais atrativas, cujo custo de oportunidade é o crédito que seria direcionado às áreas de maior retorno social.

Na terceira fase, um Banco Nacional alcança o auge de sua atividade. Neste período, de motor do crescimento, da oferta de crédito de longo prazo e de mecanismos diretos de provisão, o Banco passa, segundo Torres e Zeidan

(2016), a adotar mecanismos indiretos de crédito, como garantias, equalização e penalidades.

As garantias são um mecanismo de conferir maior segurança às operações. Elas estabelecem que, caso o tomador de crédito não consiga arcar com o saldo devedor, os Bancos assumem o passivo da operação. A contrapartida da garantia é a comissão ou o prêmio de seguro pago pelas operações que não vão a *default*.

As equalizações se dão em operações de alto risco e/ou custo. Os agentes privados envolvidos não conseguem realizar a operação ou a realiza em quantidade socialmente sub ótima. Neste cenário, os Bancos de Desenvolvimento assumem integralmente ou parcialmente os riscos de tais operações. Tal movimentação pode reduzir a taxa de juros das operações aos tomadores de empréstimo.

As penalidades, por sua vez, são um mecanismo que o Banco Central do país pode adotar mais do que o Banco de Desenvolvimento. Elas consistem em taxas e cobranças que o Governo pode impor aos bancos privados, seguradoras ou outras instituições financeiras caso elas não atendam a determinados parâmetros previamente estabelecidos, como parâmetros de eficiência, de *spread* ou de alavancagem.

Ainda de acordo com Torres e Zeidan (2016), a última fase do ciclo de um Banco de Desenvolvimento compreende justamente o seu desuso. É marcada, principalmente, pela queda da atuação do Banco no Economia. Seus mecanismos de atuação seguem de forma indireta e a sua própria existência

tende a impor elevados custos à economia de um país, seja através dos custos de gerência ou através dos efeitos de *crowding out*.

Nesta fase, aquela em que o mercado financeiro se encontra desenvolvido, o crédito ou qualquer outro serviço ofertado pelo Banco de Desenvolvimento passa a competir com o restante da indústria. Sua atuação deixa de estimular a entrada de novos competidores ou a elevar o crédito no país e começa a competir com o restante do mercado. Neste contexto, é possível que a atuação do Banco de Desenvolvimento, a partir de sua posição privilegiada (e.g. possibilidade de praticar juro mais baixo que o do mercado), tenda a deteriorar a carteira dos bancos ou outras instituições financeiras privadas.

Em suma, a curva de atuação de um Banco de Desenvolvimento tende a seguir uma tendência crescente exponencial nas primeiras duas fases, quando os benefícios do Banco de Desenvolvimento superam seus riscos; atinge um platô na terceira fase, quando os benefícios do Banco de Desenvolvimento igualam os riscos; e tende a cair quando os riscos superam os benefícios.

Musacchio e Lazzarini (2015), ao estudar o fenômeno do capitalismo de Estado, por meio do qual determinados Estados têm em menor ou maior grau participado ativamente na economia de seus países, seja através da intervenção direta por meio de estatais, ou por meio de mecanismo indiretos como financiamento de projetos e incentivos ao setor privado, se debruçaram sobre a atuação do BNDES na economia brasileira, especialmente a atuação do BNDESPar em participar da estrutura de capital de empresas privadas para aumentar suas fontes de recursos.

Tomando em consideração pontos benignos que um banco de desenvolvimento pode ter através de uma visão de política industrial, o banco de desenvolvimento participaria de projetos os quais não encontrariam outro mecanismo de financiamento. Além disso, a participação do banco de desenvolvimento seria justificada pela identificação de um retorno social maior do que o retorno privado, ou retorno não compreendido pelo setor privado. Ademais, a participação do banco de desenvolvimento como fonte de financiamento a empresas e/ou projetos poderia ser sujeita ao cumprimento de metas de produtividade e investimento, os quais poderiam guiar companhias a um aumento da lucratividade e à inovação.

Entretanto, o banco de desenvolvimento pode causar malefícios à economia do país. Se um banco de desenvolvimento financiar uma empresa grande, que tem acesso a outros mecanismos de crédito, o banco de desenvolvimento não estaria cumprindo nenhum de seus objetivos descritos anteriormente. Estaria ocorrendo apenas uma transferência de recursos à empresa, sem qualquer contrapartida. Além disso, o banco de desenvolvimento poderia artificialmente apoiar empresas que, do contrário, não se sustentariam.

## Criação do BNDE nos anos 50

A ideia de um banco de desenvolvimento no Brasil nasceu com o objetivo desenvolvimentista de fomentar a industrialização por meio da substituição de importações através do financiamento de projetos que contribuissem para superação dos gargalos do país, segundo Bachiller (2016).

Lima (2006) ressalta que em 1942, ainda no governo estado unidense Roosevelt, é enviada ao Brasil uma missão colaborativa entre os dois países, a Missão Cooke, onde é afirmado que a industrialização brasileira deveria ser um objetivo a ser alcançado pelo país, e que tal processo não competiria com o desenvolvimento dos Estados Unidos. Ainda nessa missão, ter-se-ia mencionado a necessidade da criação de um banco de desenvolvimento para financiar o processo de industrialização brasileiro.

Em 1948, nasce a CEPAL, que aproxima Celso Furtado de Raul Prebisch, ex-presidente do Banco Central Argentino, dentro do órgão das Nações Unidas, ainda segundo Lima (2006), seguindo uma perspectiva estruturalista, que não definia o desenvolvimento como uma certeza no processo histórico de um país, isto é, uma economia periférica não elevaria de sua condição de subdesenvolvimento naturalmente. Esta filosofia exigia que houvesse coordenação em um país para que este pudesse retomar o atraso dos países centrais.

Um país periférico, exportador de matéria-prima, estaria estrangulado em seu crescimento uma vez que os produtos primários seriam inelásticos a renda, ao contrário dos industriais, cuja demanda aumenta com o aumento de renda.

Este efeito impediria um país periférico de seguir produzindo e crescendo uma vez que seus bens deixariam de serem demandados internamente, ao passo que uma economia central observaria seus bens mais demandados à medida que sua renda crescesse, e teriam oportunidade de atendê-los uma vez que têm acesso aos bens de capital.

Além disso, as trocas no comércio internacional entre os países centrais e periféricos transfeririam renda dos países periféricos para os países centrais, através da deterioração dos termos de troca. Se em um primeiro momento, por exemplo, a produção de bens primários fosse capaz de importar uma determinada quantia de bens industriais, em um segundo momento, esta produção primária teria de crescer para atender a mesma demanda de bens industriais, como aponta Lima (2006).

A Cepal então surge através do entendimento de que as economias da América Latina, dadas suas especificidades, deveriam assumir um projeto de desenvolvimento autônomo e próprio.

No início dos anos 50, a economia brasileira era marcada pela alta inflacionária, descontrole das finanças públicas, e mudança da política estado unidense acerca de investimentos em projetos de desenvolvimento no Brasil, segundo Vianna (1990).

A ideia do governo de Getúlio Vargas inicialmente seria dividida em duas fases, uma inicial marcada pelo ajuste fiscal e contração monetária, cujo objetivo principal seria de acabar com a inflação, e uma segunda marcada pela expansão dos investimentos e superação de gargalos. Tal dinâmica é referida por Vianna

(1990) como projeto Campos Sales-Rodrigues Alves. A segunda parte do governo, das realizações, seriam viabilizadas pelo investimento externo, que permitiria ao país que se realizassem projetos sem que o governo deixasse de fazer seu ajuste.

Tais investimentos externos estariam previstos no projeto de comissão mista Brasil-Estados Unidos, os quais seriam financiados através do Banco Mundial e do Eximbank.

Da necessidade de garantia desse projeto, como aponta Lima (2006), nasce o BNDE, em 1952, substituindo a posição do Banco do Brasil. Certos atores creem que desenvolvimentistas “não nacionalistas” seriam contra a ideia do Banco do Brasil atuar em condição monopolista, e por isso teriam optado pela criação de uma nova instituição para ser a garantidora dos empréstimos.

O diagnóstico da inflação no período, de acordo com Vianna (1990), viria de uma expansão monetária sem uma contrapartida na oferta. Para que a inflação cedesse, o país teria que achar alternativas para esse excesso de moeda, o qual poderia ocorrer através da esterilização monetária ou do aumento das importações.

A crise cambial de 1952 frustrou os planos de ajuste pois, no período, as exportações cresceram muito menos do que o necessário para sustentar o avanço das importações, gerando atrasos comerciais. Além disso, segundo Vianna (1990), gastos extraordinários públicos impossibilitaram que o ajuste fiscal fosse realizado.

Para além de tais fracassos, é eleito nos Estados Unidos um presidente republicano, que redireciona a política externa para o combate do comunismo no Mundo e abandona os projetos de desenvolvimento com os parceiros na América Latina.

Tal giro faz com que os saldos destinados pelos bancos americanos aos projetos de superação de gargalos e do desenvolvimento no país, dos quais a maior parte era focada no transporte e na produção de energia, perdem seus financiamentos. Os projetos então são assumidos pelo BNDE, que surge com aparatos institucionais inovadores.

Em primeiro lugar, a criação do BNDE pode ser caracterizada por dois avanços institucionais, segundo Eliza (1995). O primeiro é a separação política de seu corpo técnico, que possuía liberdade para as análises dos projetos em questão. A segunda era a definição da meritocracia. Logo na primeira década, instituem, quando ainda não era comum em todos os órgãos públicos, a seleção através de concursos públicos.

O BNDE seria composto por áreas técnicas de engenheiros, economistas e advogados, que trabalhariam juntos em projetos para que os técnicos contribuíssem entre si dentro de cada projeto. Segundo Eliza (1995), a independência tecno-burocrática foi extremamente importante para que o banco tomasse boas decisões de escolha e assegurasse a manutenção de projetos.

Além disso, segundo Lima (2006), o BNDE também traz a avaliação dos projetos que estão sendo implementados, para que seus resultados sejam avaliados, o que refletiria nas novas decisões de projetos.

Segundo Lima (2006), também se forma dentro da direção do BNDE uma aliança entre figuras ortodoxas, como Roberto Campos, que acreditavam que o banco de desenvolvimento devesse ocupar o vago de estruturas de financiamento de longo prazo e que o Estado acelerasse a industrialização, com figuras nacionais desenvolvimentistas, como Celso Furtado, que traziam a visão cepalina também para dentro do banco.

Os diagnósticos do BNDE e os pontos que haviam sido levantados nas missões anteriores foram carregados e, em grande medida, fizeram parte das ações adotadas no Plano de Metas de Juscelino Kubitschek. Após um primeiro momento de maior preferência para projetos de infraestrutura, com destaque para o setor de transporte ferroviário, o banco também passou a dar importância para o fomento das indústrias de base, mais especificamente as siderúrgicas. No período, o país figurou entre um dos maiores crescimentos industriais e econômicos no Mundo, também acompanhado de altas taxas de inflação, ainda de acordo com Lima (2006)

## Economia brasileira e BNDES de 2003 a 2006

O primeiro governo Lula foi marcado por um ajuste macroeconômico em decorrência da situação “herdada”. A inflação de 2002 fora de 12,53%. A Selic estava em 25% e aumentou durante o ano seguinte para 26,5%. Além do aumento da taxa básica de juros, o governo fez um ajuste fiscal para controlar os gastos do governo. O superávit primário médio dos quatro anos anteriores havia sido em torno de 1,9% do PIB a.a. (cálculo a partir de dados do BCB). No campo da arrecadação, o governo aumentou a carga tributária com uma reforma tributária e outra previdenciária, aumentando o teto de contribuição. Segundo Giambiagi (2006), o governo passou a seguir uma trajetória de financiamento denominada *spend-tax*, em que o governo responde ao aumento dos gastos com sucessivos aumentos da carga tributária, gerando ineficiências, dificuldades de contratação de mão de obra e perda de competitividade das firmas brasileiras no cenário mundial.

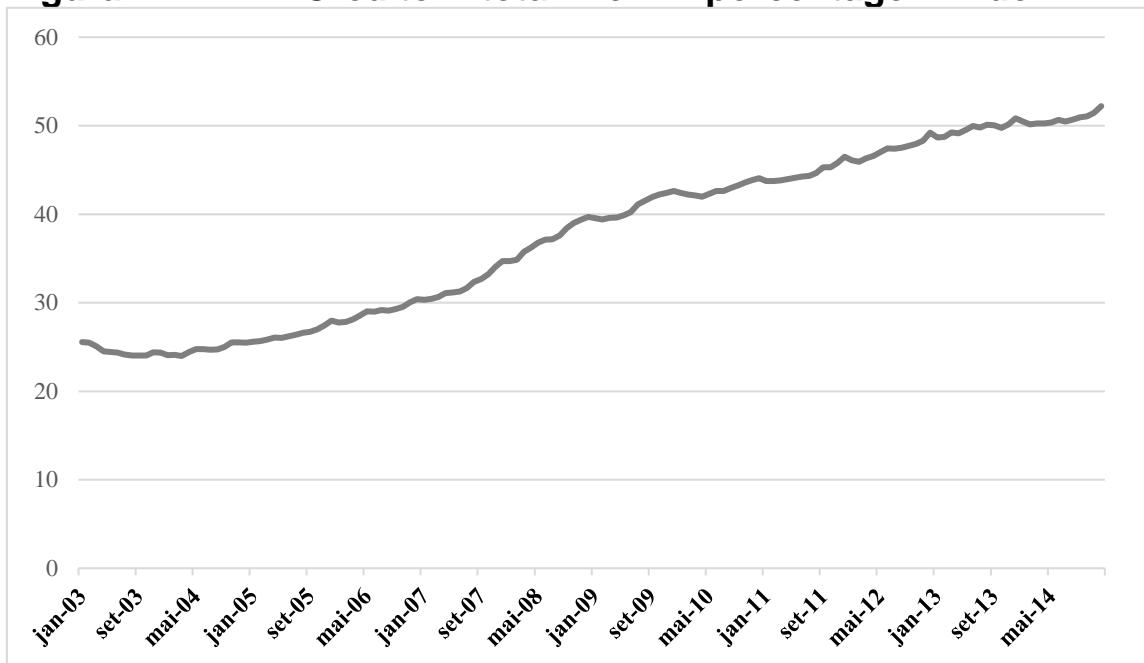
Nesse período, o país cresceu mais que os quatro anos anteriores, ao mesmo tempo em que se derrubou a inflação por conta dos seguintes motivos segundo Barbosa (2013): crescimento impulsionado pela crescente demanda chinesa; apreciação cambial, que tem efeito expansivo no curto prazo ao ampliar o poder de consumo das famílias e tem efeito positivo sobre investimento; e redução das despesas do governo, uma vez que boa parte destas estavam indexada ao câmbio. Ademais, em 2005, o Brasil zeraria sua dívida com FMI.

No último ano da série, a inflação é de 3,14%. O superávit primário médio do período foi de 2,4% do PIB a.a. Giambiagi (2006) nota que no período o governo ampliou os gastos governamentais, principalmente o previdenciário, sem

aumentar na mesma proporção o investimento público, evidenciando a baixa qualidade do ajuste fiscal no Brasil.

O BNDES teve atuação mais discreta nesse período comparado com os períodos posteriores, embora viesse de um período de baixa atuação no sentido de promoção de um projeto de desenvolvimento do país, conforme compara Bachiller (2016). O crescimento da taxa de crédito no período no SFN foi liderado pelos bancos comerciais privados e a participação do crédito direcionado/PIB foi constante. A participação do BNDES no SFN era de 13,1% em 2002 (no texto do relatório de efetividade do BNDES, esse valor em 2002 está em 30% e cai no período até abaixo de 20%, quando voltaria a aumentar em 2007 até se estabilizar em 21% em 2013). A receita média do BNDES com operações de crédito e repasses no período foi de aproximadamente R\$13,36 bilhões de reais, enquanto no segundo mandato de Lula esse valor cresceria anualmente até chegar a cerca de R\$ 25,33 bilhões.

**Figura 2 – Crédito total em porcentagem do PIB**



Elaboração própria.

Fonte: Banco Central do Brasil, 2020.

O mercado financeiro brasileiro, no início do período, era marcado por quatro características principais, segundo Torres (2012): *relativa escassez em face da demanda potencial, evolução sujeita a grande volatilidade, custos elevados em relação aos praticados em economias desenvolvidas e curtos prazos*.

Nesse primeiro período, houve um crescimento do crédito no país especialmente liderado pelos bancos privados, que deixaram de ter tal protagonismo em 2008. A facilitação institucional na obtenção de crédito, como o crédito consignado, aliado ao aumento da renda das famílias, viabilizou tal expansão de crédito dos bancos privados que se adaptaram mais rapidamente às inovações. Durante o período, o crédito livre aumentou sua participação relativa no crédito nacional. A despeito do crescimento, a relação Crédito/PIB não atingiu o mesmo patamar elevado dos países desenvolvidos.

No período, a participação do BNDES no crédito disponível na economia caiu de 24,4% para 19,1%. Tal trajetória descente se manteve até 2008 e a participação relativa do Saldo das operações do BNDES frente ao PIB se manteve relativamente constante.

## Economia brasileira e BNDES de 2007 a 2010

O novo período esteve marcado pela atuação do governo visando a expansão do crescimento da economia. Segundo Barbosa (2013), o primeiro biênio foi marcado por política fiscal e monetária expansivas. Houve o aumento real do salário-mínimo em 14% e a valorização do funcionalismo público. Além disso, o governo também ampliou o investimento público com programas voltados à superação dos gargalos do país no período. O primeiro programa havia sido a operação tapa buracos e o segundo o PAC.

Outro motor para o crescimento foi a ampliação do crédito. O aumento na oferta de crédito, segundo Barbosa (2013), foi de 40%. Em paralelo, os incrementos dos salários reais e dos lucros, ao mesmo tempo em que caía a taxa de juros, foram fortes incentivos para sua expansão. Além disso, a difusão do crédito consignado foi essencial para que reduzissem os riscos de crédito para as novas classes sociais que ascenderam no período. Esse crescimento do crédito possibilitou o aumento do consumo das famílias.

Para Serrano e Suma (2015), o crescimento do consumo das famílias no período depende do aumento da renda disponível, da disponibilidade de crédito ao consumidor, das taxas de juros das linhas de crédito e da despesa salarial no setor público. A expansão do consumo baseado no crédito, em um contexto de crescimento da renda menor do que a taxa de juros do crédito, fez com que as famílias se endividassem e, para que a continuada ampliação do consumo das famílias fosse possível de forma agregada, foi necessário que novas famílias tivessem acesso ao mercado de trabalho formal. Assim, individualmente as famílias estavam se endividando ao passo que em termos agregados, as famílias

ampliaram o crédito e, por conseguinte, o consumo. Esse ritmo se traduziu em uma trajetória insustentável de ampliação de crédito no longo prazo.

No campo monetário, o BCB, que vinha praticando uma taxa Selic de 13,19% a.a., passou a reduzi-la a 11,18%, em 2008, quando o cenário mundial impôs uma mudança de política. Neste ano, com a quebra do banco Lehman Brothers, o cenário mundial se alterou. Houve um aumento na demanda externa por liquidez e por papéis mais seguros. Com isso, parte significativa do crédito no Brasil, cerca de 20% segundo Barbosa (2013) se contraiu. Nesse contexto, o BCB voltou a baixar a taxa de juros. Em 2009, a taxa de juros saiu de 13,66% a.a. para 8,65% a.a.

Para tanto, os bancos públicos assumiram um papel anticíclico, tomando a liderança na composição de crédito no país. Para Barbosa (2013), com a quebra do banco Lehman Brothers, houve uma fuga para qualidade, o que ampliou os depósitos em bancos públicos. O BNDES tomou o papel de financiar o crédito de longo prazo (especialmente em capital e giro e infraestrutura) a taxas de juros subsidiadas.

Para enfrentar a crise, o país ampliou também as redes de proteção e segurança fiscal, aumentou o investimento público em residência, realizou desonerações fiscais momentâneas e permanentes segundo Barbosa.

Os desembolsos do BNDES aumentaram no período, saindo de R\$96 bilhões em 2007 até alcançar R\$214 bilhões em 2010, valores IPCA dez/2014. Esse aumento, em primeiro lugar, deveu-se a política de expansão de crédito para investimento no período com o PAC e, depois, o BNDES atuou de forma

anticíclica para atenuar os efeitos do choque internacional. Esse movimento não só do BNDES, mas dos bancos oficiais, resultou em uma dominância do crédito/PIB pelos bancos estatais.

Segundo BNDES (2015), a participação do BNDES na formação bruta de capital fixo foi de 11,8% em 2007 e 12,5% em 2008. Em 2009 e 2010, devido à atuação anticíclica do banco, esse valor elevou-se a 20,7% e 18,1%, respectivamente. Em outras palavras, praticamente um quinto da formação bruta de capital fixo do país respondia a incentivos do BNDES no último biênio do período analisado.

A dimensão e participação do BNDES na sustentação do investimento privado foram instrumentos da política econômica de sustentação do nível de emprego e renda no país. Tal manobra se evidência nos relatórios anuais do BNDES no período, onde o presidente da instituição exalta a participação do banco para a manutenção de emprego no Brasil (cf. RELATÓRIO ANUAL BNDES 2009, 2010, 2011).

Segundo Lundberg (2011), ao longo do período, os desembolsos do BNDES à Indústria subiram de R\$26,4 bilhões em 2007 para R\$78,8 bilhões em 2010. Os desembolsos à infraestrutura também mais que dobraram no período. De R\$25,6 bilhões em 2007, eram R\$15,8 bilhões em 2006, passaram a ser desembolsados R\$52,4 bilhões.

**Tabela 1 – Evolução dos desembolsos do BNDES de 2003 a 2014**

Em bilhões de reais	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Agropecuária</b>	4,6	6,9	4,1	3,4	5,0	5,6	6,9	10,1	9,8	11,4	18,7	16,8
<b>Indústria</b>	16,1	15,8	23,4	27,1	26,4	39,0	63,5	78,8	43,8	47,7	58,0	50,1
Extrativa	0,2	0,2	0,3	1,5	1,1	3,3	3,2	1,5	3,6	1,8	4,1	3,0
Alimento e bebida	2,0	1,9	2,9	3,6	4,8	10,1	8,8	13,5	6,8	6,1	7,9	7,3
Têxtil e vestuário	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	1,3	0,6	2,2	2,6	2,7	1,9	1,2
Celulose e papel	0,4	1,1	1,4	2,3	1,8	0,9	3,6	1,6	1,5	4,2	3,8	4,0
Química e petroquímica	1,2	0,6	1,3	2,6	4,3	5,6	25,6	33,8	7,1	8,5	11,2	9,3
Metalurgia e produtos	1,3	1,0	1,8	2,5	3,6	3,7	5,3	4,9	3,8	3,9	4,1	4,1
Mecânica	0,8	1,2	3,3	3,2	3,4	3,4	4,2	5,3	4,5	5,6	6,7	4,6
Material de transporte	8,4	8,5	10,8	9,4	4,8	7,5	8,8	10,2	8,2	7,0	10,3	11,5
Outras	1,4	1,0	1,3	1,7	2,3	3,1	3,3	5,7	5,8	7,8	8,1	5,1
<b>Infraestrutura</b>	9,6	14,3	15,9	15,8	25,6	35,1	48,7	52,4	56,1	52,9	62,2	69,0
Energia elétrica	5,0	6,5	4,6	3,2	6,4	8,6	14,2	13,6	16,0	18,9	19,9	19,0
Construção	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	2,0	1,3	0,7	0,9	1,5	2,8
Transporte rodoviário	2,7	4,3	5,2	5,9	9,9	13,8	13,7	25,9	26,0	15,5	21,2	21,0
Transporte ferroviário	0,2	0,2	0,6	0,9	1,5	1,2	1,8	1,2	1,4	2,4	2,7	4,1
Outros transportes	0,7	0,9	2,1	2,2	1,9	3,2	9,7	3,4	3,5	3,7	4,1	4,0
Atv. aux. transportes	0,2	0,3	0,8	0,5	1,0	0,6	2,1	3,0	3,5	4,7	7,8	10,4
Serv. utilidade pública	0,3	0,3	0,7	0,8	1,2	1,1	1,5	1,9	1,9	2,0	2,1	2,4
Telecomunicações	0,3	1,6	1,7	2,1	3,4	6,2	3,8	2,1	3,1	4,8	2,7	5,3
Outros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Comércio e serviços</b>	3,3	2,9	3,7	5,0	7,8	11,2	17,3	27,1	29,2	44,0	51,6	52,0
<b>Total</b>	33,5	39,8	47,0	51,3	64,9	90,9	136,4	168,4	138,9	156,0	190,4	187,8

*Elaboração própria.*

*Fonte: BNDES – transparência (<https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia>).*

Além disso, outra forma de perceber a relevância do BNDES na política econômica do país pode ser observada através da ampliação dos recursos do BNDES e da alteração de sua estrutura. Conforme mencionado na sessão anterior, o Fundo de Amparo do Trabalhador foi a principal fonte de recurso do banco de desenvolvimento brasileiro até 2008. Após a quebra do banco Lehman Brothers e a súbita alteração nas preferências de liquidez dos bancos privados, o FAT, que destinava 40% de seus recursos ao financiamento da instituição, foi substituído pelo Tesouro Nacional como a principal fonte de recurso.

As fontes totais se expandiram de R\$202,7 bilhões em 2007 para R\$549 bilhões em 2010, enquanto o FAT deixou de representar 52,3% da fonte de recursos do BNDES para representar 24,1%. Concomitante, o Tesouro Nacional, que representava 10,7% da fonte de recursos do BNDES em 2007 passou a representar 46,1% da fonte de recursos (cf. Lundberg, 2011).

Com o aumento da participação do Tesouro Nacional no BNDES, aumenta-se o risco de deterioração das contas públicas. A despeito do aumento dos gastos do governo, o crescimento econômico no período permitiu a realização de *superávits primários*.

Musacchio e Lazzarini (2015) observaram em seu livro que o BNDES, sobretudo entre 2004 e 2011, quando a participação do banco aumentou progressivamente, apresentou taxas de lucro elevadas comparadas com seus pares internacionais. O baixo custo de financiamento do Banco, a direção de crédito e a alocação em grandes companhias sustentaram os grandes lucros do banco no período.

Ao avaliar entre empréstimos e investimento no período, Musacchio e Lazzarini (2015) encontram que os empréstimos estão correlacionados com desempenho no sentido desempenho-empréstimos, mas não no contrário.

As empresas parecem, segundo os autores, serem atraídas mais pelo subsídio dos empréstimos do BNDES do que por uma restrição creditícia. Em outras palavras, o crédito oferecido pelo BNDES não parece promover novos investimentos e grandes projetos. Eles acabam funcionando como uma transferência de recursos do Governo às empresas.

Em geral, as companhias que mais receberam empréstimos foram majoritariamente grandes produtores de produtos primários como a Vale, Petrobras e JBS.

Para Bachiller (2016), o BNDES se reaproximou durante os governos de Lula para a função à qual foi desenhada nos anos 50. A mudança na postura da

instituição já estava na clara nos discursos de Carlos Lessa, primeiro presidente do BNDES no governo de Lula e, posteriormente, de Guido Mantega, que reafirmavam o objetivo que o BNDES retomaria de sustentar um projeto de desenvolvimento do país, através do apoio a projetos de infraestrutura e incentivos à indústria, os quais ficaram claros com o apoio do BNDES ao PAC, bem como a sustentação da formação bruta de capital fixo no país, especialmente após a crise de 2008.

Ainda nas palavras de Bachiller (2016), a nova retomada da ação do BNDES seria tal que superassem as afirmativas neoliberais do Consenso de Washington, que pregava o fim de qualquer tipo de intervenção e reduções dos bancos de desenvolvimentos, como foi observado em seus pares ao redor do Mundo, mas que também tal retomada não fosse uma volta à política clássica de intervenção Estatal. A nova diretriz, ainda de acordo com Bachiller (2016, p.18), seria a de “*resgate da ação do Estado, mas mediante uma sinergia com as forças de mercado, em prol de políticas de inovação e aumento da competitividade, e sempre dentro das margens impostas pela disciplina fiscal*”.

## Economia brasileira e BNDES de 2011 a 2014

Em 2010, a inflação havia sido de 5,91% a.a. O superávit primário médio nos quatro anos anteriores havia sido de 1,93% do PIB a.a. Após um período em que o crescimento havia sido liderado pela expansão do consumo, dos gastos públicos e das exportações de commodities, o país espontaneamente passa por uma inflexão em sua postura de política econômica.

Segundo Serrano e Suma (2015), o governo optou por passar a responsabilidade de dirigente do crescimento econômico para o setor privado e reduzir os gastos a fim de alcançar a meta de superávit primário. Para realizar essa estratégia, o governo acabou por reduzir o investimento público, gastos esses que não eram tão rígidos e assegurados pela constituição. Procurando estimular o investimento, o governo desonerou determinados grupos esperando que estes ampliassem o investimento privado, o qual não foi verificado.

Segundo Carvalho (2018), não havia sentido para a expansão do investimento privado uma vez que o nível de utilização da capacidade da indústria caía enquanto os estoques acumulavam. Além disso, as empresas, que estavam em geral endividadas, utilizaram as desonerações tributárias para compor seus lucros, não para realizarem novos investimentos.

De acordo com Serrano e Suma (2015), outra forma de estimular o investimento privado foi o de reduzir a taxa de juros real do BNDES e desvalorizar o real. Além disso, a desoneração de alguns impostos sobre importação de bens de capital foi colocada em prática (a qual tem efeito duplo de tanto estimular a produção

nacional de bens de capital como a de aumentar a demanda pelos bens de capital externos, o que desestimula os produtores de bens de capital nacionais).

As firmas não responderam da forma prevista, o que aliado ao baixo crescimento econômico levou a um déficit primário em 2014 de -0,4% do PIB.

Os desembolsos do BNDES no período listado saem de R\$166 bilhões em 2011, com um pico de R\$203 bilhões em 2013 e uma retração para R\$188 bilhões em 2014, segundo valores IPCA dez/2014. A participação do BNDES na formação bruta de capital fixo (FBKF) do país manteve-se em aproximadamente um quinto do total de FBKF do país.

Apesar das grandes empresas passarem a receber proporcionalmente menos desembolsos a partir de 2010 do que vinham recebendo antes, esse valor ainda seguiu na casa de 50%.

Segundo Musacchio e Lazzarini (2015), o BNDES incorre em prejuízos em 2011 pela sua exposição com os ditos campeões nacionais. O valor da ação da Petrobras despencou no período tal qual como de outras empresas. No relatório anual de 2011, o BNDES comunicou que o desempenho do banco no período apresentou um resultado regular, desconsiderando o prejuízo com a Petrobras.

Para Salvador (2017), ao analisar os resultados da atuação do BNDES sobre o aumento de capital investido, chega-se a um efeito nulo. Já para o financiamento através do mercado, foi observado um efeito positivo com o ativo das empresas. Ademais, o artigo observa uma correlação positiva entre o BNDES e os juros de mercado, o que poderia indicar que o banco não conseguiu, através da taxa de juro de longo prazo (TJLP) reduzir o juro de mercado, mas deteriorou a carteira

dos bancos privados ao emprestar aos melhores clientes, enquanto o mercado enfrentado pelos bancos possuiria um risco de crédito maior. Esse efeito poderia estar relacionado não a possibilidade de aumento da quantidade de crédito ofertada, oriunda de crescente demanda atendida, mas a um efeito competitivo sobre o *market share* das instituições financeiras.

Torres (2018), por outro lado, argumenta que o papel do BNDES no período foi fundamental para a expansão do mercado de capitais. Seria importante, no entanto, que o BNDES caminhasse para uma desvinculação financeira em relação ao Tesouro Nacional, focasse seus esforços em investimentos e ganhos de produtividade e reconstruísse os marcos financeiros da instituição alinhados com a realidade do mercado doméstico.

## Conclusão

Este projeto visa facilitar o entendimento do papel de um banco de desenvolvimento em um país, sobretudo do BNDES, mostrando seu desenho institucional e comparando seus objetivos e atuações no país dos anos 50 com o período entre 2003 e 2014. Para tanto, esta pesquisa começa discutindo qual é a teoria econômica de um banco de desenvolvimento.

Torres e Zeidan (2016) argumentam que um banco de desenvolvimento possui um ciclo de vida. No início, quando o mercado financeiro no país é incipiente e incapaz de atender as demandas de financiamento de uma economia, o banco de desenvolvimento nasce e fornece crédito de longo prazo.

À medida que o mercado financeiro progride, o banco vai reduzindo sua participação e alterando seus mecanismos de financiamento de diretos para indiretos. Além disso, conforme o sistema financeiro nacional progride, maiores se tornam os riscos de o banco de desenvolvimento competir com o setor privado e desestimular a entrada de novos entrantes.

Ainda para Torres e Zeidan (2016), uma das grandes dificuldades para um banco de desenvolvimento é a falta de escala no financiamento de projetos. Os grandes projetos são aqueles tomados por grandes empresas e que possuem um retorno social acima do retorno privado.

Musacchio e Lazzarini (2015) elencam alguns malefícios que um banco de desenvolvimento pode causar na economia. Sua escolha alocativa é comprometida por um risco de interferência política na instituição. Além disso, como grandes empresas são as mais seguras e as com maior facilidade de obter

financiamento no setor privado, quando um banco de desenvolvimento empresta a uma empresa dessas, ele apenas compete com os bancos do setor privado e fornece recursos sem qualquer contrapartida. Outro risco é o de o banco sustentar empresas artificialmente, sem o qual estas não existiriam.

Progredindo no debate proposto, esta pesquisa se dispôs a uma revisão da atuação do BNDES na economia brasileira. Nos anos 50, o BNDES se formou com um aparato tecno-burocrático bastante autônomo e capacitado segundo Eliza (1995), com o objetivo de promover a industrialização através da superação dos gargalos econômicos, conforme discorre Lima (2006), em uma aliança de idealizadores de um projeto de desenvolvimento para o país nacionalistas e não nacionalistas. O próprio banco já se torna um dos protagonistas dos projetos de desenvolvimento nos anos 50, com participação notória no Plano de Metas de Juscelino.

Já entre os anos de 2003 e 2007, quando a participação do BNDES estava minguada, a expansão do crédito no país era liderada pelos bancos privados. O BNDES passou a aumentar sua participação na economia durante o governo Lula, mas a ter protagonismo indiscutível na economia após 2008, à semelhança de sua vocação inicial, conforme argumenta Bachiller (2016). A partir de sua atuação anticíclica, o BNDES viabilizou um alto nível de investimento em formação de capital bruto, infraestrutura e nível de emprego, segundo BNDES (2015).

Outro fato relevante é a alteração da estrutura de capital do banco. Os recursos oriundos do Tesouro passaram a preencher uma maior parcela da composição

de recursos do banco. Isso aumentou os custos da atuação dos bancos às contas públicas.

Segundo Musacchio e Lazzarini (2015), a direção da correlação entre os bancos e o desempenho das empresas foi no sentido desempenho-empréstimo, não o inverso. Os autores avaliam que a atuação do banco no país não foi relevante para a promoção de grandes projetos.

Salvador (2017) avaliou que o crédito do BNDES no período gerou um efeito de *crowding-out*, isto é, competiu com os bancos privados ao invés de atender a uma demanda crescente por crédito.

Já Torres (2018) observa que o banco possuiu uma atuação anticíclica fundamental, além de ter promovido o mercado de capitais. Contrário da política de desmonte do banco promovida pelo Ministro da Economia Paulo Guedes, Torres (2018) defende uma reforma no banco para alterar sua forma de atuação em um novo cenário de mercado financeiro mais consolidado.

## Referências

- BACHILLER, J. V. **Das Privatizações à Nova Estratégia de Desenvolvimento.** A Trajetória do BNDES entre 1990 e 2010. *Desenvolvimento Em Questão*, 14(36), 5–30. 2016
- Banco Central do Brasil (BCB). SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais – v2.1, maio de 2019. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>.
- BARBOSA, N. H. Dez anos de política econômica. In: SADER, E. (Org.). **10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma.** São Paulo, Boitempo, FLACSO Brasil, 2013.
- BNDES – Relatório de efetividade 2007-2014.** A contribuição do BNDES para o desenvolvimento nacional. 2ª edição. 2015.
- BNDES institucional. (2017). BNDES – Nota à imprensa: **BNDES aciona seguro de crédito para operações com Moçambique.** BNDES, Exportações, Institucional. 24 de jun. de 2017. Disponível em: <<https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-aciona-seguro-de-credito-para-operacoes-com-mocambique>>. Acesso em: 20 de jan. de 2020.
- CARVALHO, D. **The Real Effects of Government-Owned Banks: Evidence from an Emerging Market.** *The Journal of Finance*, 69(2), 577–609, 2014
- CARVALHO, Laura Barbosa de. **Valsa brasileira: do boom ao caos econômico.** [S.l: s.n.], 2018.
- ELIZA J. W. **Explaining Bureaucratic Independence in Brazil: The Experience of the National Economic Development Bank.** *Journal of Latin American Studies*, 27, pp 625-661, 1995.
- GIAMBIAGI, F. **A Política Fiscal do Governo Lula em Perspectiva Histórica: Qual é o Limite para o Aumento do Gasto Público?** Texto para discussão nº 1169. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). Rio de Janeiro, março de 2006.
- LIMA, Marco Antonio Albuquerque de Araujo. **O desenvolvimento inacabado do Brasil: o BNDE e a convenção do desenvolvimento de 1952 a 1978.** 2006. 140 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Sociais em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade) - Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Seropédica - RJ, 2006.
- LOYOLA, G. **As relações entre a política fiscal e a política monetária no Brasil – diagnóstico e propostas.** In: Salto, F., Almeida, M. (orgs.). *Finanças públicas*. Rio de Janeiro: Record, 2016.

LUNDBERG, E. **Bancos oficiais e crédito direcionado – O que diferencia o mercado de crédito brasileiro.** In: Banco Central do Brasil, Trabalhos para discussão n°258, 2011

MUSACCHIO, A; LAZZARINI, S. G. Reinventando o capitalismo de estado. *O Leviatã nos negócios: Brasil e outros países*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015.

RELATÓRIO ANUAL BNDES. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1983-. Anual. Continuação de Relatório das Atividades BNDE, 2009.

RELATÓRIO ANUAL BNDES. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1983-. Anual. Continuação de Relatório das Atividades BNDE, 2010.

RELATÓRIO ANUAL BNDES. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1983-. Anual. Continuação de Relatório das Atividades BNDE, 2011.

ROSSI, Amanda. **Existe uma caixa-preta no BNDES, como diz Bolsonaro?** BBC News Brasil, São Paulo, 27 de nov. de 2018. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/brasil-46267698>>. Acesso em: 20 de jan de 2020.

SALVADOR, P. I. C. A. **O Efeito Crowding-Out via BNDES no Mercado Brasileiro, no Século XXI.** Revista Espacios 38 (61): 8–27. 2017

SERRANO, F.; SUMMA, R. **Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014.** Center for Economic and Policy Research, p. 1–42, 2015.

TORRES, F. E. **Por que ainda não temos crédito privado de longo prazo no Brasil?,** in Luiz Carlos D. Prado (org.). Desenvolvimento econômico e crise: ensaios em comemoração aos 80 anos de Maria da Conceição Tavares. Rio de Janeiro: Contraponto; Centro Internacional Celso Furtado, 2012.

TORRES F, E. ZEIDAN, R. M., **The Life-Cycle of National Development Banks: The Experience of Brazil's BNDES.** Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 62, 2016

TORRES F, ERNANI, T. **O BNDES em uma encruzilhada: como evitar sua desmontagem.** BNDES, 2018.

VIANNA, Sérgio Besserman. **Duas tentativas de estabilização, 1951-1954.** In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.), *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889/1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990. p. 121-142.