

Carlos Augusto Vidotto*

Universidade Federal Fluminense
Niterói, Rio de Janeiro, Brasil

Oswaldo Preiss**

Universidad Nacional de Comahue
Neuquén, Argentina



Brasil: bancos públicos e de desenvolvimento e a mobilização financeira das reservas internacionais

Recebido em: 31 ago. 2023 **Aprovado em:** 08 abr. 2024 **Publicado em:** 27 set. 2024

DOI: <https://doi.org/10.29327/2148384.18.35-6>

Os autores agradecem as críticas e sugestões de Luiz Fernando de Paula a uma versão anterior do artigo, isentando-o de qualquer responsabilidade pelo mesmo. Cabe também reconhecer as observações e retificações dos(as) pareceristas anônimos(as).

Esta reflexão é dedicada à memória de Carlos Lagrota, economista do BNDES.

* Professor Associado da Universidade Federal Fluminense, Centro de Estudos Sociais Aplicados, Faculdade de Economia. Doutor e Mestre em Ciência Econômica pela Universidade Estadual de Campinas; graduado em Ciências Econômicas pela Universidade de São Paulo. E-mail: vidotto@economia.uff.br

 <http://lattes.cnpq.br/5606289759697324>  <https://orcid.org/0009-0003-9577-7794>

** Professor Adjunto da Universidade Nacional del Comahue, Argentina, Departamento de Administração e Economia. Mestre em Economia pela Universidade Estadual de Campinas; graduado em Economia pela Universidade Nacional de La Plata, Argentina. E-mail: osvaldopreiss@yahoo.com

 <https://orcid.org/0000-0001-6380-0978>

Resumo

O presente artigo aborda o tema dos novos recursos com que os bancos públicos e de desenvolvimento nacionais poderiam contar para apoiar uma retomada sustentável da economia brasileira, face à premência de transformações estruturais que incorporem inovações técnicas e organizacionais, além de critérios ambientais e de relações trabalhistas. Feito um breve exame da perda de relevância sistêmica dessas instituições no âmbito do sistema financeiro brasileiro e no contexto da política econômica, recoloca-se em discussão a possibilidade de mobilização financeira das reservas internacionais do país para capacitar essas instituições a renovar seu papel estratégico e, assim, criar condições para aquela retomada.

Palavras-chave: Intermediação Financeira. Bancos Públicos. Economia Brasileira.

Classificação JEL: E44, G21, H21.

Carlos Augusto Vidotto*
Fluminense Federal University
Niterói, Rio de Janeiro, Brazil

Oswaldo Preiss**
National University of Comahue
Neuquén, Argentina



Brazil: public and development banks and the financial mobilization of the foreign exchange reserves

Received: 31st Aug. 2023

Approved: 08st Apr. 2024

Published: 27th Sept. 2024.

DOI: <https://doi.org/10.29327/2148384.18.35-6>

* Associate Professor at the Fluminense Federal University, Center for Applied Social Studies, School of Economics. PhD and MSc in Economics from the State University of Campinas; BSc in Economics from the University of São Paulo. E-mail: vidotto@economia.uff.br

 <http://lattes.cnpq.br/5606289759697324>

 <https://orcid.org/0009-0003-9577-7794>

** Professor at the National University of Comahue, Argentina, Department of Administration and Economics. MSc in Economics from the State University of Campinas; BSc in Economics from the National University of La Plata, Argentina. E-mail: osvaldopreiss@yahoo.com

 <https://orcid.org/0000-0001-6380-0978>

Abstract

After the enactment of the 1988 Federal Constitution, the Workers' Support Fund (FAT [Fundo de Amparo ao Trabalhador]) became the main Brazilian National Bank for Economic and Social Development (BNDES) source of funding. However, due to its characteristics, this source of funds is only compatible with a pattern of low output growth rates and investment. After 2004, when the Brazilian economy took on a trajectory of low product and investment growth rates, the FAT proved to be exhausted and unable to act as the BNDES' main source of funding, in the context of a capital market still concentrated on the short term and, therefore, an economy still dependent on its main development bank. The solution created in 2009 were loans from the National Treasury (TN) to the BNDES, constituting a subsidy but it was dismantled before 2016, and the BNDES once again became dependent on the FAT as its main source of funding. However, the conditions of FAT exhaustion occurred until 2008 persist. The BNDES is therefore once again dependent on an exhausted source of funding, compatible only with a low-growth economy, but incapable of sustaining sustained growth in investment.

Keywords: *Workers' Assistance Fund. Brazilian National Bank for Economic and Social Development. National Treasury. Funding. Investment Financing.*

JEL Classification: *E44, G21, H21.*

1. Introdução

O processo de industrialização da economia brasileira empreendeu notável arrancada a partir dos anos trinta do século passado, quando a rentabilidade urbano-industrial ultrapassou a das demais atividades. Esse momento foi fixado na obra magna de Celso Furtado, *Formação Econômica do Brasil*, e permanece de pé em seus traços essenciais. O mesmo, porém, não se pode dizer de seu objeto. Ao final do século, após vários ciclos de diferenciação produtiva e tendo constituído um importante setor de bens de capital, o ímpeto daquele processo já havia arrefecido. Em décadas recentes, a despeito de alguns ensaios de revitalização, a indústria brasileira cedeu terreno – tanto em termos relativos, ao não acompanhar o avanço técnico-produtivo verificado no plano mundial, como em termos absolutos, ao perder elos das cadeias produtivas domésticas – descrevendo um movimento de especialização regressiva, como suspeitava Coutinho (1997) e se confirma na análise de Sarti e Hiratuka (2017).

Em brevíssimo retrospecto, de fins dos anos quarenta ao início dos sessenta a industrialização experimentou uma intensa etapa de substituição de importações, estancou momentaneamente, passou pela modernização institucional e financeira dos primeiros anos do regime militar, chegou a retomar o passo nos anos setenta (a um custo financeiro externo e doméstico crescente) para, então, começar a perder seu ímpeto. Sobreveio, enfim, nos anos oitenta, a crise da dívida externa, do financiamento do setor público e do padrão monetário, quando a economia brasileira deixou patente haver perdido o rumo do desenvolvimento.

Nos anos noventa a resposta àquela crise não foi favorável ao reencontro com o desenvolvimento, seja em sua dimensão produtiva, seja na dos padrões socioeconômicos. A abertura comercial e a financeira do final do século pautaram uma reinserção subordinada da economia brasileira no contexto da globalização. A rigor, trocou-se a instabilidade inflacionária pela vulnerabilidade externa e baixo dinamismo, deixando a economia sujeita à fragilização financeira e um nível de competitividade industrial declinante, conforme exposto em Tavares e Belluzzo (2002).

A herança deixada para o século XXI, além do aparato produtivo limitado quanto à capacidade endógena de inovação,¹ plasmou-se em um marco de políticas macroeconômicas adversas à sustentação da retomada industrial. Numa vertente, a estabilidade monetária dependeu por muito tempo da valorização cambial, em cuja raiz encontra-se o nível de juros cronicamente elevado. Em outra, o mesmo nível da taxa de juros ainda tolheu o alcance da última experiência de diversificação produtiva e da infraestrutura, nos governos Lula, minando a derradeira tentativa de revitalizar a industrialização, sob o governo Dilma Rousseff.

Nessa ampla trajetória, seria de se esperar que a configuração, hierarquia e potência dos instrumentos de política econômica mudassem sensivelmente. O câmbio valorizado (e com taxas múltiplas) constituiu a principal das políticas de desenvolvimento nos anos cinquenta, por exemplo (Orenstein; Sochaczewski, 2014). No século atual o câmbio valorizado (em função da taxa de juros cronicamente elevadas, corolário do regime de metas de inflação) opera como freio à demanda da produção industrial doméstica e ao desenvolvimento, como sustenta Bresser-Pereira (2022). O papel estratégico que o setor produtivo estatal passara a desempenhar no ciclo de investimento doméstico desde meados do século, apontado em Coutinho e Reichstul (1983), entre outros, foi reduzido com a onda de privatizações. Além disso, nos dias de hoje, o arcabouço que rege o comércio internacional, embora questionado pelo crescente protecionismo entre as potências, veio para limitar políticas e práticas comerciais pró-desenvolvimento antes aceitas ou toleradas.

Os instrumentos de crédito, naturalmente, não passariam incólumes por transformações de tamanho alcance; seu peso e forma diante das tarefas do desenvolvimento haveriam de mudar. Da perspectiva neoliberal, as transformações monetárias e nos instrumentos de crédito inscrevem-se numa

1 As limitações à capacidade de inovação técnica não foram superadas neste século, como expõem Coutinho e Muallem (2016), além dos demais autores nessa mesma coletânea, reunida em homenagem à obra de Luciano Coutinho.

trajetória de modernização do capitalismo brasileiro, na linha em que Franco (2018) aborda a moeda. Sem deixar de sê-lo, há um outro lado nessa história – o crescente cerceamento à capacidade de apoiar a transformação produtiva, a despeito de novos instrumentos e fontes de recursos institucionais ou de mercado que surgiram. Não se trata de contradição exclusiva da experiência brasileira; com especificidades, ela se inscreve na progressiva consolidação dos direitos do capital financeiro, incentivando em escala global essa forma fictícia de acumulação (Durand, 2017).

Passando ao largo das controvérsias globais, cumpre resgatar a evidência da qual parte este artigo. Se é fato que diversos governos de orientação neoliberal conseguiram levar o setor produtivo estatal a seu quase desaparecimento, o mesmo não aconteceu com os bancos públicos de desenvolvimento (doravante, BPDs). Em que pesem ameaças periódicas, esses bancos sobreviveram – até aqui – ao cerco empreendido pelo neoliberalismo em seu momento de auge e pelas recaídas tardias nessa trilha, conseguindo até a desempenhar papel inédito na última década e meia.

O presente artigo aborda esse tema, em particular os novos recursos com que os BPDs no Brasil poderiam contar para apoiar uma nova retomada da economia e, mais especificamente, discute a possibilidade de mobilização financeira das reservas internacionais do país para esse fim. Ao invés de enveredar por algum tipo de design técnico de medidas, entretanto, a opção foi dar um passo atrás e reunir elementos que sublinhem a pertinência de trazer esse ponto à agenda de discussão.

Sua pertinência amplifica-se sob a hipótese que uma eventual retomada venha a depender, mais do que em outros momentos históricos, de diretrizes de política e medidas de desenvolvimento adotadas internamente, dado que uma providencial ascensão do ciclo econômico internacional se afigura por ora improvável. Que retomada seria essa, em que projeto político estaria inserido, quais suas diretrizes, que política industrial que nortearia seu rumo, isso tudo constitui um conjunto crucial de questões que extrapola o escopo do artigo.

Duas diretrizes genéricas apenas merecem menção, no que toca à retomada. A neointustrialização impõe-se como candidata a eixo central de

tal programa, repelindo a crença de que a economia dos recursos naturais e setores derivados possam alicerçar uma estrutura produtiva e ocupacional que atenda às aspirações da sociedade brasileira. Uma nova política neointustrial suscita, por seu turno, desdobramentos relacionados à imperiosa articulação entre fomento às exportações, ênfase sob aspecto setorial e regional, projetos estruturantes, horizonte vislumbrado, inserção nas cadeias globais de valor e preenchimento dos elos ausentes no âmbito doméstico, políticas de inovação e competitividade e tantos outros temas conexos. E envolve, desde logo, oportunidades associadas à “transição verde”, no sentido anotado em Feijó *et al.* (2021) sugerindo conectar a ênfase de política externa do atual governo nessa transição com a nova versão do programa de investimentos oficial, o chamado PAC 3.

O contraste entre a grandiosidade de tais desafios e as expectativas diminuídas quanto aos instrumentos estatais, os BPDs incluídos, só é comparável à complexidade desse tema e as restrições editoriais (de espaço) para tratá-lo aqui. De qualquer modo, esse descompasso é a principal razão para o artigo preocupar-se com o fortalecimento da estrutura de passivos dos BPDs. Cabe, a respeito, antecipar que o artigo não se propõe a aprofundar a problemática dos BPDs, exceto quanto ao ponto específico de sua capitalização, e ainda assim em caráter exploratório – daí o caráter panorâmico das seções iniciais.

O artigo é composto de quatro seções, além desta Introdução. A seção seguinte seleciona aspectos da evolução econômica brasileira nas últimas décadas para destacar a sobrevivência dos BPDs. A segunda seção traz algumas ponderações de ordem tática para o encaminhamento do debate sobre essas instituições. A terceira organiza um conjunto restrito de evidências para caracterizar o paradoxo entre a centralidade mantida pelos BPDs, devido a seu papel específico na economia, e a crescente perda de relevância sistêmica face aos demais bancos. A quarta retoma as propostas de uso das reservas internacionais do país para financiar a retomada e financiar desenvolvimento. A última traz as considerações finais.

2. A importância inédita dos BPDs no Brasil

Uma dupla constatação – a de que a economia brasileira se colocou à margem das cadeias globais de valor e a de que, no plano doméstico, experimenta um processo de desindustrialização – não sofre objeções de monta na literatura econômica. Essa constatação lança um véu de pessimismo sobre o futuro de nossa economia e sobre a qualidade de sua inserção internacional, renovando a validade de algumas graves reflexões – a começar do receio de que a industrialização se reduza a apenas mais um dos largos ciclos que marcaram a história econômica brasileira, como na perspectiva de Caio Prado Jr. Em diapasão mais otimista, Bresser-Pereira (2012; 2016) entende que estaria esgotado o último dos três grandes ciclos em que a história recente do país se divide. Seja como for, a depender da resposta que se dê a estas e outras reflexões dessa envergadura, fica delimitado o campo de possibilidades para renovar o papel dos BPDs na quadra atual da economia brasileira.

Note-se que não há uma relação biunívoca entre o reconhecimento de limitações da industrialização brasileira e a atribuição, aos BPDs, da missão de contribuir para superá-las. Num extremo, por exemplo, a visão de que a indústria brasileira estaria condenada ao perecimento, tendo marcado presença no debate do início dos anos oitenta, prescindiria da existência daquelas instituições. Os dois, instrumentos de fomento e industrialização, seriam jogados ao mar.²

Nos anos noventa revigorou-se o consenso, apenas aparente, sobre a necessidade de imprimir novo rumo à industrialização brasileira. No fundo ele comportava divergências inconciliáveis sobre as políticas macroeconômicas e

2 Como relatam Carneiro e Modiano (2014, p. 274): “No final de 1983, segmentos mais conservadores da sociedade defendiam o sucateamento do parque industrial brasileiro. Baseados em estimativas grosseiras de proteção efetiva, argumentavam que a industrialização durante o final da década de 1970 fora promovida artificialmente pela tecnocracia brasileira sem qualquer consideração por preços relativos ou vantagens comparativas [...] [e que] a economia brasileira se deparava, não com uma depressão, mas com a purificação, deflagrada pelas forças do mercado, de uma indústria ineficiente”.

a pertinência de uma política industrial e de inovação, bem como sobre os recursos e instrumentos a serem mobilizados para esse fim. O projeto neoliberal, delineado em Franco (1998), ao excomungar (tardiamente) o processo de industrialização por substituição de importações, ambicionava nada menos que uma mudança de paradigma do crescimento e respectivas políticas, no Brasil. Fracassado o desígnio de (re)industrialização liberal-periférica nos marcos da globalização, na segunda metade dos 90s, sua herança foi exposta criticamente em Tavares e Belluzzo (2002), entre outros.

Foi em meados dos anos noventa que o governo empreendeu uma abrangente reforma dos bancos públicos federais, mas não no sentido de um desmonte (exceto nas intenções dirigidas aos bancos regionais – Banco da Amazônia e Banco do Nordeste). Segundo (Vidotto, 2005, p. 81), no que se refere aos três grandes bancos nacionais do governo, BNDES, Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF),

A reestruturação dos bancos federais [...] rompeu [...] com a hipótese da eficiência dos mercados financeiros. Seu programa atribuiu caráter estratégico à existência de bancos públicos, concebendo-os como instrumentais às políticas de direcionamento de crédito. Assim, pode-se identificar uma relação entre a condução do processo e uma vertente da abordagem novo-keynesiana, à luz de uma tese implícita aqui chamada de “intervenção eficiente”.

Uma década mais tarde, entretanto, a crítica ao sistema público de financiamento de longo prazo subiu de tom com a proposta de Arida (2005), que pretendeu substituí-lo por mecanismos do mercado de capitais privados. Em resposta, Torres Filho (2005) avaliou que: “Sua visão [...] é a de que o BNDES é hoje uma instituição que, em lugar de contribuir, inibe o desenvolvimento do mercado de crédito doméstico de longo prazo e, portanto, o crescimento da economia nacional”. Ou seja, para salvar a indústria, os bancos públicos e de desenvolvimento deveriam ser jogados ao mar. Mas a partir de 2006 a orientação da política econômica rumou firme

em outra direção.

Até àquela altura, o debate pretendia responder ao esgotamento da industrialização substitutiva de importações num contexto que, consolidada a globalização financeira, passaria logo adiante por transformações ainda mais profundas na divisão internacional do trabalho. A China dava somente seus primeiros passos para tornar-se a “oficina do mundo”. Também não havia tomado impulso, no Brasil, o processo de desindustrialização e a especialização regressiva.

A ênfase do debate viria deslocar-se ao final da década e na década seguinte, à medida em que pioravam os indicadores da performance industrial e do comércio exterior do país – o que se deu sob o predomínio das políticas keynesianas, de expansão da infraestrutura e de estímulo à industrialização, nos governos Lula e Dilma – deixando patente a inserção desfavorável do Brasil na nova divisão do trabalho. Coube à agenda liberal desenvolver a crítica, afinal politicamente vitoriosa, sobre os limites daquela experiência de governo.

Afora esposar receituário macroeconômico ortodoxo, a nova investida situou o desafio crucial da indústria brasileira pelo lado dos custos, em particular a elevação do salário real médio. Segundo Pastore *et al.* (2013), a inflação de serviços (não comercializáveis) teria contaminado os salários praticados na indústria (comercializáveis, sujeitos à concorrência internacional). Esse o fator que, combinado com o declínio da produtividade do trabalho, teria levado a indústria brasileira à estagnação. E sem competitividade nos mercados domésticos e internacional, segue a análise, a produção industrial não pode retomar o crescimento. A expansão dessa interpretação sublinha que o aumento de custos do trabalho entra em conflito com as margens de lucro, levando pela via do *profit squeeze* ao declínio do investimento industrial e daí à desaceleração (Rocca; Santos Junior, 2014).

Quanto à atividade de fomento creditícia e os BPDs, a agenda liberal pautou-se na década passada pela negatividade. A crítica aos programas sociais geridos pela Caixa Econômica Federal, como se sabe, forneceu elementos que levaram ao impedimento presidencial em 2016. Os programas de investimento do BNDES e, principalmente, os aportes de recursos pelo

Tesouro Nacional foram colocados sob fogo cerrado, sendo comparados a um “plano Marshall”. Borça Junior e Souza (2023) refutam esse mito com uma mensuração precisa dos custos financeiros ao Tesouro e dos retornos proporcionados pelo Banco.³

A visão neoliberal convergiu para uma agenda mais ampla que galvanizou os setores empresariais, inspirou a reorientação da política fiscal e deu, em 2016, uma racionalidade econômica para o impedimento da presidenta Dilma Rousseff. A desregulamentação do mercado de trabalho com perda de direitos, novas etapas da reforma previdenciária, e uma versão canhestra da “contração fiscal expansionista” tiveram lugar no Brasil.⁴ O período 2016-2022 representou o teste da realidade para essa linha de reforma econômica, em nosso caso. O que se constata, ao cabo, é que também ela não foi expansionista, deixando a economia ainda distante da prometida a retomada industrial e, mais ainda, de uma nova onda de diversificação estrutural.

Ao longo da última década, centros de pesquisa e autores sob a égide do desenvolvimentismo e adjacências deram suas contribuições na arena pública e ao debate acadêmico, nem sempre isentando a política econômica pela desaceleração. Uma variante lança toda a carga dessa responsabilidade sobre o corte dos investimentos públicos no primeiro ano do governo Dilma (Serrano; Summa, 2015). Um conjunto ponderável de contribuições, por seu turno, reconhece limites à continuidade do modelo do segundo governo Lula e preferem um arco explicativo mais amplo, que contempla a combinação de fatores externos e internos (Paula, 2022; Carvalho, 2018; Dweck; Teixeira, 2017; Carneiro, 2018). Dweck e Teixeira (2017) partem de que a política

3 Além de alertar sobre o óbvio: que o que esse tipo de avaliação não contabiliza os benefícios diretos (atividade e emprego) e indiretos (arrecadação) dos investimentos financiados, para não dizer ainda que o Plano Marshall se constitui de recursos a fundo perdido, enquanto os empréstimos ao BNDES já foram majoritariamente ressarcidos ao Tesouro.

4 Barbosa (2017) disponibiliza uma crítica certeira à orientação de política econômica prevalente a partir de 2016, mas já presente na guinada de 2015.

fiscal não teria sido contracionista de 2012 a 2014; Carneiro sublinha que a inflexão na taxa de investimentos veio a ocorrer somente em 2013. Mas nenhum chegou ao tipo de conclusão apresentada por este último.

Carneiro (2018) procura lançar luz e, ao mesmo tempo, oferecer uma racionalização do fracasso do ensaio desenvolvimentista, voltado para a expansão da infraestrutura e competitividade da indústria. Para isso resgata a análise de Tavares e Belluzzo (2002) acerca das dificuldades ao início do século e a atualiza para explicar a debacle do governo Dilma. Invoca especialmente as condições financeiras internacionais (pós-crise de 2008) e domésticas (financeirização), bem como as produtivas e concorrenciais e ainda a internacionalização assimétrica das empresas brasileiras, que estreitaram as chances de sucesso do experimento desenvolvimentista. Até aí, com nuances, os demais autores mantêm razoável intersecção com o autor – exceto Serrano e Summa (2015).

Surge uma distinção crucial, porém, quando Carneiro recorda que restaram apenas a Petrobrás e a Eletrobrás como representantes do antigo setor produtivo estatal,⁵ o que se traduziu na perda da capacidade de indução do investimento público sobre o investimento privado. E prossegue:

Diante de tantos constrangimentos [...] os desafios da política econômica eram imensos. Eles exigiam desde logo uma nova coalizão social capaz de dar suporte ao projeto. [...] *Não há mais, tout court, Estado desenvolvimentista no Brasil* e muito menos uma classe empresarial cujos interesses estejam atrelados ao destino do país [...] Por sua vez [...] a classe média [...] define seus apoios e preferências políticas de forma muito pragmática e baseada em critérios de curto prazo” (Carneiro, 2018, p. 50-51. Grifos nossos).

5 Em 2023, nem a Eletrobrás integra mais esse conjunto que deteve caráter estratégico em etapas anteriores da industrialização substitutiva de importações.

Ao extrair essa lição ele tanto exime de culpa o governo Dilma pelo próprio fracasso quanto o denuncia por carecer de aderência à realidade. Quanto ao futuro, o corolário da conclusão é mais fácil de perceber do que aceitar, talvez porque o autor não desenvolva as consequências lógicas desse ceticismo. Mas se ele tiver razão, uma das respostas seria tentar ganhar tempo até a próxima janela de oportunidade que as condições externas talvez ofereçam. Outra seria construir um processo político onde uma coalizão ainda mais avançada que a do governo Dilma consiga impor às classes recalcitrantes – e dominantes – seu projeto desenvolvimentista, nas condições da democracia brasileira (ou para além delas). Assim o pêndulo parece oscilar entre um certo imobilismo e um voluntarismo ainda maior do que o insinuado sobre o governo Dilma.

Esse ceticismo soa como um eco mitigado do estagnacionismo de Celso Furtado – superado nos anos setenta, como se sabe, pelo impulso decorrente da expansão de empresas transnacionais para a periferia do sistema. Mas supor que a história se repete agora com base na expansão de capitais chineses no setor automobilístico brasileiro, na era do carro elétrico e da transição verde, seria precipitação. Certo é que, fora do imobilismo e do voluntarismo aludidos, é difícil vislumbrar estradas pavimentadas.

O segundo alerta implícito na conclusão de Carneiro (2018) refere-se ao papel dos bancos públicos e de desenvolvimento no suporte ao programa do governo Dilma. O autor aponta a pulverização de recursos do BNDES e certa perda de foco como grandes problemas, e acrescenta:

É duvidoso se o BNDES teria autonomia para, isoladamente, fazer avançar os dois eixos estratégicos [investimento em logística e competitividade da empresa nacional]. Talvez por essa razão sua atuação tenha parcialmente perdido sentido estratégico” (Carneiro, 2018, p. 40).

Não é uma consideração inócua. Supor que a excelência de um corpo burocrático possa suprir aquilo que nem o próprio governo conseguiu prover diante da sociedade implica um voluntarismo ainda maior do que os da

espécie anterior.

Por fim, faltou reconhecer a relevância da sobrevivência dos BPDs em si mesma. E nisso consiste a importância inédita dessas instituições: o Estado desenvolvimentista teve seu braço produtivo quase todo privatizado, exceto a Petrobrás, restando-lhe contar com o braço crédito-financeiro. Anteriores análises no marco do capitalismo monopolista de Estado terão de ser (novamente) atualizadas, como o entendimento de que na periferia “O Estado constitui formas superiores de organização capitalista, consubstanciadas num sistema financeiro público e em grandes empresas estatais” (Coutinho; Belluzzo, 1982, p. 23). O papel de capital financeiro que o Estado exerceria no desenvolvimento periférico, hoje, mais do nunca, está restrito ao lado dos passivos, à reunião de grandes massas de “capital dinheiro” para tentar canalizá-las a formas de acumulação produtiva.

Se é dessa novidade histórica que se parte, a primeira preocupação no âmbito específico dos BPDs deve convergir para aumentar sua capacidade de atuação de conjunto. É o que se procura sublinhar mais adiante.

3. Uma pausa tática

O atual formato do conjunto dos bancos públicos e de desenvolvimento federais – entidades estatais e de economia mista que atuam no fomento bancário, crédito e financeiro mais geral – ganhou nitidez a partir da segunda guerra mundial, embora os antecedentes históricos do Banco do Brasil (BB) e da Caixa Econômica Federal (CEF) remontem ao Império. Durante a guerra, os governos norte-americano e brasileiro criaram um banco da borracha, que se desdobrou no atual Banco da Amazônia (BASA). Na década seguinte, a prometida cooperação do governo dos EUA com o desenvolvimento do Brasil esboroou-se, levando o governo Vargas a criar um instrumento bancário para financiar e conferir racionalidade econômica a projetos de longo prazo na área energética, inicialmente – o BNDE. Ao mesmo tempo o governo iniciava a criação do atual Banco do Nordeste. No bojo de amplas reformas financeiras dos anos sessenta, quando o regime militar

instalou o Banco Central do Brasil (BCB) como uma autarquia, restou ao BB assumir um caráter comercial, de fomento à atividade agropecuária e à exportadora, permanecendo ainda como agente do Tesouro. A CEF, que já era um dos principais agentes bancários do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, consolidou-se como sua administradora após a incorporação do Banco Nacional da Habitação, nos anos oitenta.

Nota-se com isso que o conjunto dos BPDs brasileiros não compõe a rigor um sistema. Organizam-se como empresa pública ou sociedade de economia mista sob diferentes ministérios, possuem grau limitado de coesão, além de mandatos e escopo variados. De forma geral, desenvolvem a intermediação financeira amparados na fiscalidade (fundos fiscais e parafiscais) e recursos mobilizados nos mercados financeiros e de capitais domésticos e internacionais.

Para além do plano descritivo, os BPDs constituem um conjunto heterogêneo de empresas nas quais o setor público se transfigura para apoiar a acumulação de capital em diferentes setores da economia brasileira. Desse ângulo, a expressão “bancos públicos e de desenvolvimento” representa uma justaposição de subsistemas, cada qual referente a um circuito financeiro específico no interior do qual sobressai um desses bancos. Entre eles, pode-se mencionar o Sistema Nacional de Crédito Rural, o Sistema Financeiro da Habitação, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, o sistema de financiamento de longo prazo e de crédito industrial e outros. Em que pese a modernização institucional de muitas décadas, a matriz básica dessa estrutura de fomento creditício ainda é hoje a dos “fundos e programas”, que se combina com os mecanismos de direcionamento de crédito relativos a cada um dos subsistemas.

Decorre desse sumário apontamento a constatação da complexidade que se antepõe a qualquer pretensão propositiva geral para os BPDs, que tende a esbarrar em dificuldades setoriais, federativas, partidárias e outras dessa ordem – o que também explica a tendência à fragmentação e especialização desse tipo de esforço, muitas vezes concentrado em seu momento analítico. Isso posto, e dada a multiplicidade de centros decisórios envolvidos em qualquer medida que afete algum aspecto do “sistema”, não

decorre a maior ou menor factibilidade de uma proposta a partir somente de seu grau de generalidade. Mas assume-se aqui, como hipótese, que uma proposta dirigida ao conjunto dessas instituições agrega maior potencial de êxito do que uma iniciativa pontual. Vale dizer, assume-se mais oportuno um avanço ao longo de toda a linha do que um ataque concentrado em um ponto específico (sem perder de vista, contudo, a centralidade de convergir para a neointustrialização).

Outra sugestão interpretativa desse brevíssimo apontamento histórico é que o surgimento ou definição do perfil dessas instituições pertencem a momentos políticos e econômicos singulares, de aguçamento de tensões ou de resposta a grandes desafios, e não em períodos rotineiros. O atual governo, pelo menos, parece inscrever-se neste segundo tipo de período, o que sugere cogitar de um avanço incremental, contornando ou mitigando os principais obstáculos conhecidos desse caminho.

O primeiro obstáculo a um papel mais ativo dos bancos públicos reside na ortodoxia monetária entronizada no BCB e instrumentalizada pelo regime de metas de inflação. Essa vertente tem acusado a expansão do crédito direcionado de ser um percalço ao atingimento das metas de inflação perseguidas. Por conseguinte, ela deve se opor a qualquer medida que aumente a capacidade financeira dos BPDs, seja pelo lado dos ativos, seja pelo dos passivos. Essa controvérsia comporta na prática soluções de compromisso muito rarefeitas.

O segundo obstáculo reside no fiscalismo hoje dominante no Ministério da Fazenda. Numa apreciação mais justa, cabe reconhecer que a equipe econômica tem buscado espaço de gasto no contexto das negociações sobre o novo marco fiscal com o Congresso brasileiro. Não obstante, persistirão em anos vindouros sérias restrições ao exercício fiscal que poderão ser invocadas perante inovações que fortaleçam os BPDs; lição eloquente reside na renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional (Lei n.º 13.483/2017). Todavia, aqui não cabe descartar *a priori* soluções de compromisso, visto que os interesses representados no Congresso e no Executivo podem ser contemplados num contexto negocial apropriado.

Como terceira força de resistência perfilam os interesses financeiros

privados. A rigor, os interesses estratégicos da acumulação financeira no Brasil estão na raiz dos obstáculos mencionados acima (que seriam, juntos, o mesmo obstáculo manifestado em três *fronts*). Muitas vezes, entretanto, em mercados financeiros específicos, configuram-se disputas concorrenciais na interface entre bancos públicos e o capital financeiro privado que merecem atenção. Em sentido oposto, há exemplos de medidas macroeconômicas, regulatórias ou mesmo de apoio aos BPDs que são bem recebidas ou não combatidas tanto por uns como pelo outro.

Assim, vistos esses três obstáculos, resta claro ser desejável conceber uma via de ampliação ou fortalecimento do papel dos BPDs que minimize ou anule os dois últimos obstáculos com vistas a acumular forças perante o primeiro. Junto com as ponderações sobre as restrições históricas colocadas à estratégia desenvolvimentista, na seção anterior, e a opção por um avanço incremental para o conjunto dos BPDs, as seções seguintes se detêm sobre aspectos da estrutura de ativos e passivos desses bancos.

4. *Funding* dos BPDs e a restrição fiscal

O fenômeno dos bancos públicos e a controvérsia sobre eles na literatura econômica não é recente e nem restrita a um tipo específico de experiência, como já demonstrava o *survey* disponível em Porta *et al.* (2000). Essa controvérsia e seus aspectos teóricos não recaem no escopo deste artigo. Feil e Feijó (2019) disponibilizam uma resenha elaborada da perspectiva keynesiana, pondo em relevo seu papel como braço de política econômica. Esta seção detém-se na perda de relevância sistêmica dos BPDs a partir de meados da última década e algumas tentativas ainda incipientes de superar essa herança.

A estrutura do mercado bancário e o ciclo de expansão do crédito na primeira década deste século estão amplamente detalhados em Paula *et al.* (2013, p. 474), onde os autores salientam o notável salto à frente dos BPDs: "entre janeiro de 2003 e fevereiro de 2010, as operações totais de crédito do sistema financeiro público subiram 415,5% contra um aumento de 348,1%

do sistema financeiro privado”. Notadamente dirigido ao setor industrial e o rural. Esse recorte temporal privilegia o auge da crise econômica, quando os bancos públicos aprofundaram o exercício de seu papel contracíclico.

A performance dos bancos privados também foi importante na década, pelo menos até antes da crise de 2008. Em termos estruturais, isso decorreu da abertura bancária após o plano Real, discutida em Carvalho e Vidotto (2007), e um grau de concentração cada vez maior do crédito nos conglomerados privados líderes. Em termos dinâmicos, o caráter pró-cíclico dos bancos privados responde pelo seu desempenho inicial, sendo que “somente no que se refere às operações às pessoas físicas e rurais, a expansão do crédito do setor privado supera a performance de crescimento do crédito público”, como apontam Paula *et al.* (2013, p. 474). O Gráfico 1 mostra a trajetória dessas componentes até dezembro de 2012.

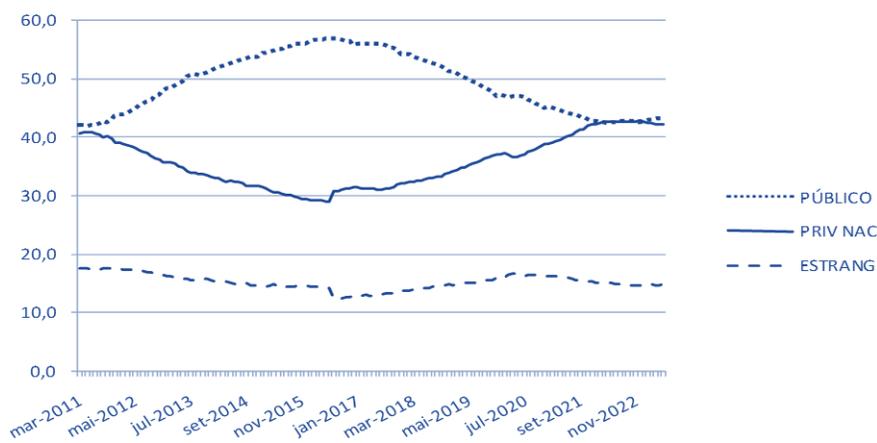
Gráfico 1 – Brasil, oferta de crédito por origem de capital (% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pelos autores, 2023.

É visível que de meados de 2004 até o segundo semestre de 2008 os privados nacionais constituem o grupo mais dinâmico do conjunto, o que começa a se alterar com a desaceleração e impactos da crise internacional. A segunda fase da crise, no governo Dilma Rousseff, mostra o saldo de crédito dos BPDs em rota de ultrapassagem do saldo dos privados. O Gráfico 2, a seguir, registra a ascensão nesse momento e o posterior declínio dos bancos públicos.

Gráfico 2 – Brasil, Oferta de crédito do sistema financeiro por origem de capital (% do total)



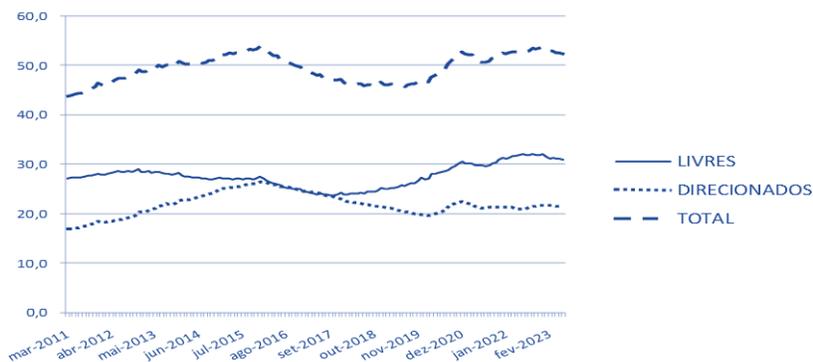
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pelos autores, 2023.

Essas evidências patenteiam o caráter estratégico assumido pelo crédito dos BPDs para a economia brasileira – acentuado desde o abandono da orientação ortodoxa do palocismo e, mais ainda, durante o período do “ensaio desenvolvimentista”. Também fica visível que, depois da guinada ortodoxa do segundo governo Dilma, a participação dos BPDs começa a perder relevância até ter alcançada pelos privados nacionais, num movimento que se projeta nos governos posteriores. Apenas não fica explícito que o BNDES se mantém ao longo de todo o período como a principal fonte de recursos de longo prazo e nem que a CEF lidera o financiamento imobiliário e do saneamento urbano. Vale dizer, o recuo das instituições controladas pelo setor público na oferta total de crédito decorrente da desativação parcial daqueles programas atenua, mas não suprime a centralidade por elas exercida no sistema. Agora, também essa atenuante também deve ser vista com cautela.

A trajetória do crédito fica mais clara quando os saldos do sistema bancário são desagregados entre recursos de livre aplicação e os recursos direcionados (*earmaked*). Os recursos sujeitos ao direcionamento alocativo são muito díspares quanto à origem, envolvendo fundos fiscais, parafiscais e a mobilização concorrencial em mercado (depósitos variados). O mesmo vale para a alocação, onde a regulação pública quanto à finalidade e condições de aplicação atende a critérios de prioridade.

Dado o peso amplamente majoritário dos BPDs no crédito direcionado, Torres (2006, p. 45) afirma que “a estatística de crédito direcionado publicada pelo Banco Central nada mais é do que um eufemismo para o crédito do setor público ao setor privado”. Note-se, entretanto, a diferença: no Gráfico 2 a situação atual (2023) é de igualdade entre oferta pública e privada, enquanto no Gráfico 3 os recursos livres superam em aproximadamente 10% do PIB os direcionados (e isso se explica porque uma pequena parte dos recursos dos bancos privados é direcionada, enquanto uma pequena parte dos recursos dos bancos públicos é livre). Tal descompasso é sintoma de que a dificuldade para o setor público prover suporte creditício ao desenvolvimento econômico é ainda maior do que parece à primeira vista. Acrescido o fato de que os créditos direcionados têm em média prazos muito maiores que os livres, essa retração de estoques em termos relativos se deu às custas de uma retração de fluxos muito mais pronunciada, deixando inequívoca a recente perda de relevância sistêmica dos BPDs.

Gráfico 3 - Consultas ao BNDES, receitas e saldo do FAT (índice real: 2002 = 100)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pelos autores, 2023.

O quadro atual, portanto, retrata um progressivo afastamento – e não aproximação – de uma posição de centralidade dos BPDs. O BNDES constitui o caso por excelência desse distanciamento. Diante da escala gigantesca de recursos que, inclusive, deu margem a críticas desinformadas, Borça e Souza (2023) esclarecem que, de 2008 a 2014, “os valores que o Tesouro injetou no BNDES [...] totalizaram R\$ 441 bilhões [...] perfazendo uma média anual de 1,5% do PIB”, associado ao Programa de Sustentação do Investimento (PSI), e que “os pré-pagamentos iniciados em 2015 foram de R\$ 544 bilhões” até 2022.

O ano de 2018 marcou um aperto ainda maior nos pré-pagamentos. O Tesouro não só suspendeu aportes para cobrir insuficiência do FAT em honrar compromissos com abono salarial e segundo desemprego (exigindo que esse Fundo resgatasse haveres com o BNDES) como ainda encareceu os empréstimos do Banco e impôs um encurtamento do prazo de devolução dos

recursos.⁶ A elevação dos custos dos empréstimos também carrega implicações fiscais, na medida em que o uso da antiga TJLP acarretava maiores subsídios à atividade creditícia do Banco. A racionalidade desses arranjos é simples. A desaceleração econômica e o aumento dos custos dos empréstimos com a nova TLP concorreram para acentuar uma ociosidade parcial dos recursos disponíveis na instituição, e aí radica a lógica de acelerar os retornos. É perceptível, de todo modo, que essa racionalidade não se sustenta frente ao imperativo de retomada da atividade econômica.

Assim, os arranjos de 2015 e 2018 não autorizam vislumbrar com otimismo qualquer espaço fiscal que proporcione folga ao BNDES. As chances dessa ampliação equivalem às chances de se reabrir uma (re)renegociação do assunto. O ponto frágil desses arranjos, de um ângulo lógico, é o custo dos recursos: intensificar a discussão sobre a TLP cria condições para levar o debate para fora do governo e acena com o aumento da demanda por recursos. Essa frente de (potencial) negociação envolve ainda a política de dividendos do Banco; o repasse de todo o limite (de 60%) dos lucros ao Tesouro, como está desenhado atualmente, constitui um conflito intragoverno pela repartição do bolo fiscal, sendo análoga desse ângulo à dos retornos e dos custos dos empréstimos, embora se trate uma negociação em tese de rotina e, portanto, menos improvável.

Cercado por ora nesse flanco fundamental, a iniciativa do BNDES tem se desdobrado em outras direções. O aumento de concessão de garantias, que foi ampliado na pandemia (para as MEI, micro, pequenas e médias empresas), tem um caráter contracíclico moderado e o redirecionamento para o setor público municipal e estadual pode contribuir para reciclar eventuais recursos disponíveis.

A cogitada emissão de letras de crédito de desenvolvimento (LCDs) tem

6 A Lei n.º 13.483/2017 autorizou aquela repactuação, na medida em que encareceu os recursos do Banco ao instituir a taxa de longo prazo (TLP) – mais sensível à taxa básica de juros e, portanto, no raio de alcance da política monetária restritiva – no lugar da taxa de juros de longo prazo (TJLP) como referência para seus empréstimos. Para detalhes, ver Pereira e Miterhof (2018).

potencial de captação. Porém, por ser concebida como isenta de tributação, não afeta o Tesouro somente no caso de seu eventual crescimento não atingir os depósitos a prazo (tributados). Se ela crescesse às custas do *market share* das atuais letras de crédito imobiliário e letras de crédito do agronegócio, por outro lado, seria natural a oposição das instituições financeiras, o que significa que essa alternativa é limitada ou pela restrição fiscal ou pelo marco da concorrência bancária.⁷ Talvez essas duas dificuldades expliquem a morosidade do Tesouro e do BCB para sua regulamentação. A Tabela 1 mostra a evolução dos instrumentos existentes, que sinalizam o potencial e limites de crescimento da captação por meio de novas letras.

7 Em 2022 a evolução das carteiras de Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) foi de 26% e de Letra de Crédito Imobiliário (LCI) atingiu 33%, “instrumentos que são atrativos para os clientes pela rentabilidade e isenção tributária, e representam custos de captação menores para os bancos” (BCB, 2023).

Tabela 1 – Brasil, perfil de captação por instrumento, sistema bancário (R\$ em bilhões)

Data	Depósitos a Prazo	Poupança	Captações Externas	LCA	LCI	Outros*	Total
Dez/17	717,2	719,6	388,3	143,8	182,6	1.611,3	3.762,8
Jun/18	805,6	743,8	450,3	145,0	166,9	1.539,1	3.850,7
Dez/18	875,4	791,6	464,7	144,0	155,4	1.503,9	3.935,0
Jun/19	872,2	795,1	503,3	153,7	147,1	1.527,8	3.999,2
Dez/19	953,4	839,7	533,5	148,1	141,0	1.603,7	4.219,4
Jun/20	1.332,7	937,3	660,4	152,7	131,3	1.669,8	4.884,2
Dez/20	1.490,2	1.028,4	637,5	147,1	120,3	1.740,8	5.164,3
Jun/21	1.517,8	1.022,5	603,0	146,0	113,7	1.770,4	5.173,4
Dez/21	1.614,0	1.022,9	696,8	182,7	135,4	1.853,8	5.505,6
Jun/22	1.730,6	1.006,3	661,1	252,0	169,2	2.012,2	5.831,4
Dez/22	1.917,9	991,4	622,0	316,7	2.225,4	2.187,7	8.261,1

Fonte: Banco Central do Brasil, 2023. Elaboração dos autores, 2023.

* Inclui empréstimos e repasses, letras financeiras, despesas judiciais, à vista e interfinanciamentos, compromissos com títulos privados e outros.

No contexto do ajuste fiscal, a Caixa também devolveu ao Tesouro recursos referentes a instrumentos híbridos de capital e dívida (IHCD). A escala foi naturalmente muito menor que a do BNDES; R\$ 3 bilhões em 2019, com autorização da autoridade supervisora, sem impacto significativo nos níveis de capitalização. Importa mais, no caso, a direção da medida.

Afora o suporte continuado à atividade agropecuária e agroindustrial, assim como ao comércio exterior, não foi atribuída ao Banco do Brasil a

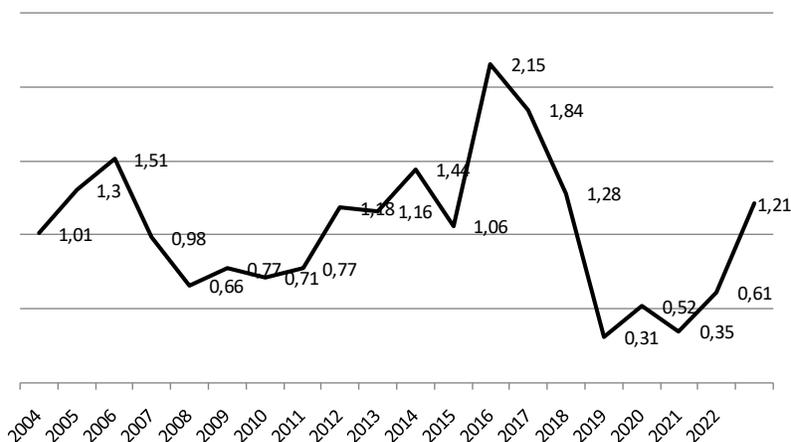
gestão de nenhum novo programa específico, mas o conglomerado não passou ao largo da relevância compartilhada pelos BPDs no último período. O BB, assim como a CEF, recebeu a missão de impulsionar a participação do crédito na economia e, em particular, de bancarização (inclusão ao consumo de serviços financeiros e absorção de crédito), a partir da mudança de governo em 2003. A criação do Banco Popular do Brasil malogrou. Não obstante, o aumento do crédito às famílias e ao consumo, bem como a bancarização, não constituíram objetivo menor de política econômica. Ao avaliar o desempenho desses dois bancos como instrumento de políticas públicas, deve-se ter em mente o papel decisivo que o consumo e o crédito à pessoa física representaram na expansão da demanda agregada e, daí, na indução do investimento, ao longo do ciclo de crescimento verificado neste século (Serrano; Summa, 2015; Carvalho, 2018; Carneiro, 2018).

Como visto, parcela preponderante da atuação creditícia dos BPDs refere-se a recursos direcionados. No BNDES a maioria dos recursos provêm de fundos fiscais e parafiscais; o FAT e Tesouro Nacional representam 58% e 7,1%, respectivamente, de suas fontes de recursos, e o “saldo do fundo com o BNDES em 31 de março de 2023 foi de R\$ 378,9 bilhões” (BNDES, 2023). Diante dessa relação estrutural entre o Banco e o Fundo, impõe-se atentar para dificuldades recentes de liquidez do FAT, fruto de um movimento em pinça: de um lado, pressão das despesas como seguro desemprego e abono salarial, efeito da recessão e baixo crescimento; de outro, uma gestão fiscal que envolveu, além das desonerações tributárias, maiores transferências do PIS-PASEP, principal fonte do FAT, para o Tesouro Nacional, a título de Desvinculação de Receitas Orçamentárias, (DRU).

O BB e a CEF não enfrentam esse prospecto tão desafiador, à primeira vista, uma vez que operam com recursos predominantemente mobilizados em segmentos dos mercados financeiros. Entretanto, como estão sujeitos à regulação alocativa própria dos subsistemas de crédito direcionado, dependem de aportes fiscais para não incorrerem em operação gravosa. Tais recursos, por sua vez, os subsídios financeiros e creditícios, também descrevem uma trajetória de franco declínio desde o início do ajuste fiscal, embora tenham se recuperado parcialmente no ano eleitoral de 2022.

Entre os motivos para a redução nos subsídios financeiros e creditícios de 2015 a 2020 incluem-se a descontinuação de programas como o Programa de Sustentação do Investimento, a redução de outros como o Programa Minha Casa, Minha Vida e, como pano de fundo, o declínio das taxas de juros. A elevação do custo de emissão da dívida do Tesouro desde então impactou os subsídios creditícios (custo de oportunidade) e a elevação das taxas de mercado aumentaram os subsídios financeiros (devido à equalização de juros). Em termos absolutos houve um salto expressivo no total de subsídios, que alcançou R\$ 581,5 bilhões em 2022, vindo de R\$ 425,2 bilhões no ano anterior, liderado pelos subsídios tributários (Ministério do Planejamento, 2023). Em razoável medida, essa trajetória ela sugere um aumento na restrição ao papel dos BPDs como instrumento de política econômica, uma vez que a sustentação desses níveis de gastos encontra-se desamparada na atual direção dessa política.

Gráfico 4 – Brasil, total de subsídios financeiros e creditícios (% PIB)



Fonte: Ministério da Fazenda, 2023. Elaboração dos autores, 2023.

Daí que não cabe descartar da agenda *a priori* uma negociação mais ampla das condições de atuação dos BPDs envolvendo atores políticos interessados na retomada econômica, ainda que sejam pequenas suas chances reais a curto prazo no contexto do novo marco fiscal e da reforma tributária, ao qual se acrescenta o “orçamento equilibrado” contemplado na Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2024 – compondo uma formidável muralha fiscalista.

Em retrospecto, os BPDs sobreviveram ao profundo recuo da presença do setor público na economia ao final do século passado, mas sua sobrevivência ao longo do século atual atravessou momentos díspares. O último ciclo de crescimento abrigou o auge e declínio dessas instituições como instrumentos de política econômica. A retomada de uma posição de centralidade sistêmica se afigura incerta ou até improvável, no horizonte atual, à medida em que sua capacidade de mobilizar recursos internamente se apoia em bases fiscais cada vez mais restritivas. Assim, por exclusão, aumenta o apelo exercido pela possibilidade de recurso às (literalmente) reservas de última instância do país.

5. Uso das reservas internacionais e os BPDs

A certa altura do mergulho da economia brasileira no processo recessivo de 2015-16, quando a fragilização financeira de faixas crescentes de agentes econômicos ameaçava ganhar dinâmica própria, veio à baila a possibilidade do país lançar mão de suas reservas internacionais para reverter o movimento de recessão com fragilização. Em fevereiro de 2016, por exemplo, no auge da crise econômica e política a Executiva Nacional do PT aprovou uma proposta emergencial para a política econômica cuja novidade foi sugerir sumariamente o uso das reservas internacionais do país para abastecer um fundo de desenvolvimento não especificado (PT, 2016).

Mais adiante, após a área técnica do Congresso Nacional entrar na discussão, Carneiro e Mello (2017) retrucaram perguntando “se não seria melhor, de um lado, reduzir o custo fiscal de carregamento das reservas e,

de outro, trocar o financiamento do Tesouro norte-americano pelo financiamento do desenvolvimento doméstico?” Ao responderem afirmativamente à questão, explicitaram a condição de que deveria haver “comprovadamente um excedente de reservas”.

Os autores forneceram algumas definições da proposta de constituição de um fundo de desenvolvimento que viesse a carregar papéis “públicos ou, preferencialmente, privados”. As reservas seriam convertidas em reais para subscrição de debêntures de infraestrutura do setor privado, entre outras disposições. Uma das vantagens do esquema proposto seria a alavancagem: “um programa de financiamento de infraestrutura com um *funding* de 50% (BNDES); 30% (debêntures de infraestrutura subscritos pelo novo fundo) e 20% de capital próprio, poderia financiar obras no valor de 90 bilhões de dólares ou de cerca de 300 bilhões”.

Para sugerir tais números os autores partiram de um excesso de reservas estimado conservadoramente pela área técnica do Congresso em US\$ 27 bilhões na pior das hipóteses. A rigor, esse seria o único valor adicional do esquema acima. É razoável supor que o BNDES entraria com recursos que, se estivessem disponíveis, já estariam sendo destinados a investimentos de longo prazo. O mesmo poderia ser dito do capital próprio. E os mesmos R\$ 300 bilhões seriam hoje correspondentes a US\$ 60 bilhões, aproximadamente (o que reduziria o requerimento de conversão de reservas, no desenho proposto acima, a US\$ 18 bilhões).

Outra proposta com o mesmo ponto de partida, mas visando uma “trégua financeira” ao setor produtivo para deter o processo de fragilização e recessão, foi apresentado em Vidotto (2017). Ela envolvia uma ampla reciclagem de dívidas (com postergação do serviço por um ano), a partir da solicitação dos devedores, que o sistema bancário estaria compelido a aceitar, podendo então recorrer a empréstimo originado da “mobilização financeira” das reservas internacionais. Nesse desenho o empréstimo das reservas aos bancos teria características que o tornaria elegível para capital, todo o esquema sendo plausível, em dado horizonte, em função do diferencial entre a (baixa) remuneração das reservas e o (elevado) custo do crédito doméstico. Na estimativa do autor, caso a totalidade dos beneficiários em potencial

ativassem o pedido, o impacto nos lucros do sistema bancário seria de R\$ 87 bilhões (no ano), requerendo para sua compensação o empréstimo de US\$ 16,7 bilhões para fundar essa postergação de juros e, portanto, de lucros.

Tratava-se, é claro, de uma moratória em favor dos agentes endividados e sobre o crédito do sistema bancário, a ser efetivada numa conjuntura recessiva. Ademais, proposta em um cenário de marcha para a deposição da Presidente constitucionalmente eleita, ela implicava um efeito político imediato a seu lançamento. O autor preocupou-se em criar um veículo de recursos pelo qual os bancos públicos e desenvolvimento, bem como os demais, pudessem contornar suas restrições pela via das estruturas de capital. Convém sublinhar que a experiência de capitalização não é estranha à experiência dos BPDs.⁸ Descartado o suposto impacto de uma moratória, entretanto, os três grandes bancos federais exibem níveis de capitalização até elevados, variando o índice de Basileia de 16,7% no BB a 37,8% no BNDES.⁹

Restaria considerar então a possibilidade de converter as reservas, ou mobilizá-las financeiramente por meio de algum veículo específico, para alimentar o *funding* dos BPDs. Em tese, há espaço para essa alternativa. Para o conjunto do sistema, o *Relatório de Estabilidade Financeira* (BCB, 2023, p. 8) registra que “Diante da reduzida exposição cambial e da pequena dependência de *funding* externo, a exposição do SFN a flutuações financeiras originadas no exterior é baixa”. De fato, olhando agora um caso específico, o

8 Em 1996 o BB recebeu um aporte de R\$ 8,3 bilhões do Tesouro. O Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (MP 2196, de 28.06.2001) representa uma continuidade ao saneamento e capitalização do BB, bem como às medidas de saneamento do Sistema Financeiro da Habitação e da própria CEF, na segunda metade da década, envolvendo R\$ 9,3 bilhões em créditos do BC junto à CEF, comprados pelo Tesouro Nacional e convertido em capital. Ao amparo desse programa o Banco do Nordeste recebeu um aporte de R\$ 2,1 bilhões e o BASA uma autorização para capitalização em até R\$ 1,05 bilhão.

9 Conforme respectivos demonstrativos, o BB exibe um índice de Basileia (IB) de 16,65% (nível I 14,74 %, com 12,01% de principal). A CEF exibe um IB de 18,6% (nível I de 15,2% e principal de 15,0%). E IB do BNDES alcança 37,8% (nível I, 36% e principal 28,7%).

passivo junto aos organismos internacionais e detentores de títulos externos do BNDES totaliza R\$ 26,3 bilhões, segundo recente apresentação aos investidores (BNDES, 2023).

Naturalmente, qualquer alternativa para reorientar os recursos posicionados nas reservas internacionais enfrenta um conjunto de críticas da ótica convencional – que cogita parcialmente da ideia apenas para redução do endividamento do setor público. A área técnica do Congresso Nacional acolhe essa perspectiva, como se vê em Pellegrini (2017). De início, esse autor examina minuciosamente a adequação do volume de reservas sob várias métricas (em relação ao número de meses de importação, em relação à dívida externa de curto prazo e ao saldo da conta corrente do balanço de pagamentos, em relação aos meios de pagamento ampliados e à dívida externa de curto prazo e, ainda, nos termos da metodologia do FMI). O extensivo exame apresenta 24 resultados (que, comparados à Dívida Bruta do Governo Geral, variaram de 9% a 237%), o que leva o autor a afirmar que:

Percebe-se que as diferentes métricas fornecem números bastante distintos para o nível adequado de reservas do País. Descartando-se a métrica correspondente a três meses de importação, as demais indicam que as reservas atuais correspondem a algo entre 1,1 e 4,5 vezes o nível adequado. (Pellegrini, 2017, p. 15)

Pellegrini fez suas estimativas em 2017 quando o volume de reservas era de US\$ 369 bilhões. Esse volume caiu para US\$ 324,7 bilhões, ao final de 2022, queda quase toda concentrada neste último ano. Fosse adotado a métrica mais extrema, o país estaria tocando no piso do nível adequado de reservas, ensejando preocupação dos mercados financeiros e reações da autoridade monetária. Não é o que se verifica. Feita a análise, Pellegrini (2017, p. 28) faz uma ponderação de bom senso: “Um possível modo de encarar a dívida quanto à métrica apropriada é experimentar a venda de montante moderado de reservas para, em seguida, avaliar as consequências”. E sugere como apropriado o montante de US\$ 60 bilhões,

tido como compatível com todas essas métricas (exceto as duas extremas, do FMI). Como as reservas diminuíram em US\$ 44 bilhões desde então, 2017, pode-se dizer que restariam US\$ 16 bilhões daquele montante,

Esse montante de US\$ 16 bilhões, ou meros 5% das reservas, seria adequado para uma estratégia gradual com o horizonte de um ano. Representaria em si mesmo um acréscimo limitado de recursos para os BPDs, mas não é negligível. Para efeito de comparação com as captações do sistema bancário (Tabela 1), seria equivalente em reais a 12,6% de toda a captação externa do sistema ou 14,5% da soma de todas as LCAs e LCIs já emitidas. De qualquer forma, convém recordar que a maioria das métricas analisadas comportaria um montante várias vezes maior do que esse.

O objetivo dessa seção resume-se a resgatar o potencial associado ao uso das reservas internacionais, em um cenário de esgotamento de alternativas, e não avançar algum desenho específico. O problema geral de propostas como as duas acima mencionadas não é a do anacronismo, porque o dilema entre carregar reservas que financiam o déficit do governo norte-americano e financiar internamente o desenvolvimento (ou mesmo abater o endividamento público), ele persiste. O problema é outro. Na premência em que surgiram, foi necessário dar às propostas algum formato que concretizasse sua ideia central. Hoje sua formulação (ou formulações) pode e deve seguir um caminho mais promissor.

Desse ângulo, uma questão necessária à proposta do PT e do detalhamento oferecido em Carneiro e Mello (2017) diz respeito à governança. Ela pressupõe constituir um novo ente com o formato de um Fundo, ao qual o BNDES deveria aportar recursos – ele próprio uma instituição com desafios regulatórios de monta (Cf. Martins; Torres Filho, 2022). De forma análoga, em relação à proposta da trégua financeira, caberia questionar que veículo e estratégias financeiros poderiam amparar a mobilização das reservas de forma a reforçar o *funding* dos BPDs. São questões tecnicamente intrincadas e politicamente complexas, as quais não há como abordar neste artigo. Mas que podem ser incluídas na agenda de prospecção que aos bancos e respectivos corpos técnicos compete considerar.

6. Considerações finais

Foram desastrosos, no Brasil, os efeitos das políticas neoliberais adotadas nos anos noventa em resposta às transformações financeiras, produtivas e concorrenciais ocorridas a nível global. Neste século, o ciclo de crescimento econômico brasileiro foi acompanhado de ganhos sociais inéditos; ele terminou, porém, na derrota das políticas desenvolvimentistas ensaiadas na última década. Fracassaram, em larga medida, as políticas que visavam a uma grande expansão da infraestrutura e a um salto tecnológico, industrial e competitivo. Esse fracasso foi consolidado pela rendição ao ajuste fiscal de corte ortodoxo, que contribuiu para o maior mergulho recessivo da economia brasileira. Ganhos sociais e trabalhistas, inclusive, foram mantidos até o ponto em que precisaram ser golpeados, quando sobreveio o intento de restauração neoliberal, a partir de 2016.

Após tudo isso, é necessária forte dose de otimismo para seguir preconizando uma inserção externa soberana do país e uma política econômica desenvolvimentista, no Brasil. Não obstante, a recente vitória sobre o projeto assentado na versão bruta do neoliberalismo constitui um alento – o que não garante, por si só, uma mudança de rumos exitosa. Além do baixo crescimento, a herança daquele projeto inclui um Congresso privatista e mandatos fixos para a direção do Banco Central, fortalecendo os interesses e políticas rentistas dentro do Estado.

A importância inédita dos bancos públicos e de desenvolvimento foi aqui delineada em contraste com esse quadro adverso. O virtual desaparecimento do setor produtivo estatal, que teve papel estratégico em outros ciclos de crescimento e diversificação produtiva e hoje se reduz à Petrobrás, restringe a capacidade do Estado induzir um novo ciclo naquela direção. Assim, que opções restariam à política econômica de longo prazo? Num extremo, ganhar tempo esperando a abertura milagrosa de uma janela de oportunidade. Em outro, exercitar uma pedestre utopia que abstraia as condições políticas para sua concretização. Entre um e outro ponto talvez se possa insinuar uma agenda de pequenos avanços incrementais. Seja como

for, a simples sobrevivência dos BPDs é o dado novo do qual cumpre partir.

Conforme visto no artigo, os BPDs vivenciam hoje uma condição que pode ser entendida como paradoxal. Ao mesmo tempo que preservam sua centralidade no financiamento das atividades econômicas, razão última pela qual não foram descartados pelas duas ondas neoliberais, eles atravessam há mais de meia década um período de contínua perda de relevância sistêmica. E na raiz dos obstáculos para reverter essa trajetória encontra-se, por ora inamovível, a muralha de um fiscalismo restritivo (que em outros episódios do desenvolvimento brasileiro foi possível contornar, senão mesmo enfrentar).

Isso posto, procurou-se tatear fora das alternativas já aventadas e, assim pareceu, não tão promissoras. O veio encontrado foi resgatar uma possibilidade discutida no auge da recessão e da crise da última década – o redirecionamento de parte das reservas internacionais para o financiamento interno, em especial das atividades de mais longo prazo. O uso de recursos públicos posicionados hoje em reservas para constituir um fundo de desenvolvimento ou, alternativamente, como recursos de empréstimo aos BPDs não traria novidade radical (pelo menos, não teria nem de longe a radicalidade de soluções como as construídas pelo Federal Reserve e pelo Tesouro dos EUA em 2009).

Por fim, não se tentou aqui apontar que desenho institucional seria preferível nas circunstâncias atuais, bastante distintas daquelas em que circularam as propostas anteriores. Na ocasião, elas eram excêntricas ao campo decisório da política econômica, o que explica alguns traços voluntaristas em sua formulação, e não tiveram consequência. Se hoje essa possibilidade ganhar uma linha na agenda de prospecção dos BPDs em sua busca de saídas, talvez haja outro desfecho.

Referências

ARIDA, P. Mecanismos Compulsórios e Mercados de Capitais: Propostas de Política Econômica. *Texto para Discussão*, Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, n. 8, maio 2005.

BARBOSA, N. E a contração fiscal é... contracionista! *Blog do IBRE*. Publicado em: out. 2017. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/e-contracao-fiscal-e-contracionista#:~:text=A%20contra%C3%A7%C3%A3o%20fiscal%20%C3%A9%20normalmente%20contracionista%20e%20ainda%20assim%20ela,fiscal%20quando%20ele%20%C3%A9%20necess%C3%A1rio>. Acesso: 3 jul. 2023.

BCB (Banco Central do Brasil). *Relatório de Estabilidade Financeira*. Vol. 22, n.º 1, maio 2023. Disponível: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/202304/RELESTAB202304-refPub.pdf>. Acesso: 3 jul. 2023.

BELLUZZO, L. G. M.; COUTINHO, R. (Orgs.). *Desenvolvimento Capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise*. Vol. 1. São Paulo: Brasiliense, 1982.

BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). *Apresentação para Investidores*. BNDES, dez. 2022. Disponível: <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/apresentacoes-para-investidores/>. Acesso: 3 jul. 2023.

BORÇA JUNIOR, G.; SOUZA, J. A. P. Mito e realidade sobre os empréstimos do Tesouro ao BNDES. *Blog do IBRE*. Publicado em: maio 2023. Disponível: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/mito-e-realidade-sobre-os-emprestimos-do-tesouro-ao-bndes>. Acesso: 3 jul. 2023.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Os três ciclos da sociedade e do estado. *Texto para Discussão*, EAESP/FGV, São Paulo, nº. 308, abr. 2012.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Quase estagnação no Brasil e o novo desenvolvimentismo. *Revista de Economia Política*, v. 42, n. 2, p. 503-531, abr.-jun. 2022.

CARNEIRO, D. D.; MODIANO, E. M. Ajuste externo e desequilíbrio interno, 1980-1984. In: ABREU, M. P. (Org.). *A Ordem do Progresso*. Dois séculos de política econômica no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

CARNEIRO, R.; MELLO, G. O Colchão do Crescimento. Como as reservas podem ser usadas para sustentar a recuperação da economia. *Carta Capital*, 20 abr. 2017. Disponível: <https://www.cartacapital.com.br/economia/o-colchao-do-crescimento>. Acesso: 3 jul. 2023.

- CARNEIRO, R. Navegando a contravenuto: Uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do governo Dilma Rousseff. In: RICARDO, R.; BALTAR, P.; SARTI F. (Orgs.). *Para além da política econômica*. São Paulo: Ed. Unesp, 2018.
- CARVALHO, C. E.; VIDOTTO, C. A. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: os objetivos e o discurso do governo e dos banqueiros. *Nova Economia*, v. 17, n. 3, p. 395-425, 2009.
- CARVALHO, L. *Valsa brasileira: do boom ao caos econômico*. São Paulo: Todavia. 2018.
- COUTINHO, D. R.; MOUALLEM, P. S. B. O Direito contra a inovação? A persistência dos gargalos à inovação no Brasil. In: LASTRES, H. M. M.; et al. (Orgs.). *O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho*. Campinas, SP: IE/Unicamp, 2016.
- COUTINHO, L. A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilização. In: VELOSO, J. P. dos R. (Ed.). *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1997.
- COUTINHO, L. G.; REICHSTUL, H. P. Investimento estatal 1974/80: ciclo e crise. In: BELLUZZO, L. G.; COUTINHO, R. (Orgs.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. Vol. 2. Campinas, SP: Unicamp, 1983.
- DURAND, C. *Fictitious capital: how finance is appropriating our future*. London; New York: Verso, 2017.
- DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. *Texto para Discussão*, IE/Unicamp, n. 303, jun. 2017.
- FEIJÓ, C.; et al. Convenção para o Desenvolvimento Sustentável: uma reflexão. *Boletim FINDE*, v. 2, n. 1, jan.-abr. 2021.
- FEIL, F.; FEIJÓ, C. Bancos de desenvolvimento como 'braço de política econômica': uma interpretação Minskiana aplicada ao caso do BNDES. *Texto Para Discussão*, FINDE, n. 01, 2019.
- FRANCO, G. H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 18, n. 3 (71), p. 120-47, jul.-set. 1998.
- FRANCO, G. H. B. *A Moeda e a Lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)*. Rio de Janeiro: Zahar, 2018.
- MARTINS, N. M.; TORRES FILHO, E. T. Regulating development banks: a case study of the Brazilian

Development Bank (BNDES) (1952-2019). *Cadernos do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, Centro Celso Furtado, v. 17, n. 32, p. 50-78, maio-ago. 2022.

MINISTÉRIO do Planejamento. *Orçamento de Subsídios da União*. 7.^a ed., jun. 2023. Disponível: <https://www.gov.br/planejamento/pt-br/assuntos/avaliacao-de-politicas-publicas-1/arquivos/orcamento-de-subsidios-da-uniao/orcamento-de-subsidios-da-uniao-7a-edicao.pdf>. Acesso: 3 jul. 2023.

ORENSTEIN, L.; SOCHACZEWSKI, A. C. Democracia com desenvolvimento, 1856-1961. In: ABREU, M. P. (Org.). *A Ordem do Progresso*. Dois séculos de política econômica no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PASTORE, A. C.; GAZZANO, M.; PINOTTI, M. C. Por que a produção industrial não cresce desde 2010? In: BACHA, E.; BOLLE, M. B. (Orgs.). *O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2013.

PAULA, L. F. *Economia Brasileira na Encruzilhada*. Ensaios sobre macroeconomia, desenvolvimento econômico e economia bancária. Curitiba: Appris, 2022.

PAULA, L. F.; OREIRO, J. L.; BASILIO, F. A. C. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: O papel dos bancos públicos federais. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 23 n. 3, p. 473-520, set.-dez. 2013.

PEREIRA, T. R.; MITERHOF, M. T. O papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP. *Economia e Sociedade*, Campinas (SP), v. 27, n. 3 (64), p. 875-908, set.-dez. 2018.

PT (Partido dos Trabalhadores). *O Futuro está na Retomada das Mudanças*. 2016. Disponível em: <https://www.pt.org.br/wp-content/uploads/2016/02/O-futuro-est---na-retomada-das-mudancas.pdf>. Acesso em: 21 set. 2023.

ROCCA, C. A.; SANTOS JUNIOR, L. M. *Redução da taxa de poupança e o financiamento dos investimentos no Brasil – 2010-2013*. Rio de Janeiro: CEMEC, Centro de Estudos do IBMEC, 2014.

SARTI, F.; HIRATUKA, C. *Evolução da estrutura produtiva e do investimento no Brasil no período recente*. Campinas, SP: IE/Unicamp, 2017.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Aggregate Demand and the Slowdown of the Brazilian Economic Growth from 2011-2014. *CEPR*, ago.2015. Disponível: <https://cepr.net/documents/Brazil-2015-08.pdf>. Acesso em: 3 jul. 2023.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento no Brasil – Lembrando um Velho Tema.

In: BIELSCHOWSKY, R.; MUSSI, C. (Orgs.). *Políticas para a Retomada do Crescimento – Reflexões de Economistas Brasileiros*. Brasília: IPEA; CEPAL, 2002.

TORRES FILHO, E. T. A Reforma do Sistema FAT-BNDES: Críticas à Proposta Árida. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 31-42, dez. 2005.

VIDOTTO, C. A. Reestruturação patrimonial e financeira dos bancos federais e trajetória econômica nos anos noventa. *Anais do [...] Congresso Brasileiro de História Econômica*, V. Caxambu, MG: ABPHE, set. 2003.

VIDOTTO, C. A. Reforma dos bancos federais brasileiros: programa, base doutrinária e afinidades teóricas. *Economia e Sociedade*, Campinas (SP), v. 14, n. 1 (24), p. 57-84, jan.-jun. 2005.

VIDOTTO, C. A. Reativação emergencial da economia brasileira: Uma “trégua financeira ao setor produtivo” fundada no empréstimo de reservas internacionais. *Textos para Discussão*, FCE/UFF, n. 328, jul. 2017.