

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

LARISSA MARROCOS RESENDE VILLAR

A PARTICIPAÇÃO DO BNDES NO MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

Belo Horizonte
2020

LARISSA MARROCOS RESENDE VILLAR

A PARTICIPAÇÃO DO BNDES NO MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

Monografia apresentada ao programa de Pós Graduação em Gestão de Negócios da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) como requisito parcial para obtenção do título de pós-graduação em Gestão de Negócios.

Orientadora: Me. Simone Evangelista Fonseca

Belo Horizonte
2020

Ficha catalográfica

V719p Villar, Larissa Marrocos Resende.

2020 A participação do BNDES no mercado de crédito brasileiro
[manuscrito] / Larissa Marrocos Resende Villar. – 2020.
71 f. il.

Orientadora: Simone Evangelista Fonseca.

Monografia (especialização) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.

Inclui bibliografia (f. 67-69) e anexos.

1. Economia – Brasil. I. Fonseca, Simone Evangelista. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração. III. Título.

CDD: 330.981

Elaborado por Leonardo Vasconcelos Renault CRB-6/2211

Biblioteca da FACE/UFMG. – LVR/113/2020



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração
Curso de Especialização em Gestão Estratégica

ATA DA DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO da Senhora **LARISSA MARROCOS RESENDE VILLAR**, REGISTRO Nº 2018744377. No dia 30/09/2020 às 19:00 horas, reuniu-se em sala virtual, a Comissão Examinadora de Trabalho de Conclusão de Curso - TCC, indicada pela Coordenação do Curso de Especialização em Gestão Estratégica - CEGE, para julgar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado "**A PARTICIPAÇÃO DO BNDES NO MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO**", requisito para a obtenção do Título de Especialista. Abrindo a sessão, a orientadora e Presidente da Comissão, Professora Prof^a. Simone Evangelista Fonseca, após dar conhecimento aos presentes do teor das Normas Regulamentares de apresentação do TCC, passou a palavra à aluna para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores, seguido das respostas da aluna. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença da aluna e do público, para avaliação do TCC, que foi considerado:

(X) APROVADO

() NÃO APROVADO

91 pontos (noventa e um) trabalhos com nota maior ou igual a 60 serão considerados aprovados.

O resultado final foi comunicado publicamente a aluna pela orientadora e Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, a Senhora Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 30/09/2020.

Prof^a. Simone Evangelista Fonseca
(UFMG - Orientadora)

Simone E. Fonseca

Prof^a. Daniele Oliveira Xavier
(UFMG)

Daniele Oliveira Xavier

Prof^a. Sabrina Espinele da Silva
(UFMG)

Sabrina Espinele da Silva

RESUMO

Esse trabalho tem como objetivo elencar os principais fatores que influenciaram na queda de *market share* do BNDES no mercado de crédito brasileiro ao longo dos anos. O banco estatal foi fundado em 1952 e se destacava na concessão de financiamentos desde a sua criação. De 1995 até 2010, o banco obteve um crescimento superior a 2000% na sua base de concessão de financiamentos. Porém esse movimento foi revertido nos anos posteriores, uma vez que de 2011 até 2019, o BNDES apresentou uma queda de mais de 50% em seus volumes desembolsados. Para análise da pesquisa se mostrou necessário uma revisão literária da história do banco e do mercado de crédito brasileiro. Em seguida, através do método de regressão linear múltipla foram desenvolvidos dois modelos com variáveis atreladas à economia e ao mercado de crédito no período de 12 anos, com o intuito de verificar quais as variáveis que influenciaram na queda dos desembolsos do banco. Além disso, em complemento aos modelos de regressão, foi desenvolvida uma análise longitudinal de dados do mercado de crédito e do BNDES. O resultado comprova que o patrimônio dos fundos de renda fixa, a carteiras de recursos livres e direcionados, a taxa de crescimento do PIB e o número de contas em corretoras exercem influência significativa e negativa sobre os financiamentos do BNDES. Na medida em que há mais investimentos em fundos de renda fixa, aumento dos montantes de carteiras de recursos livres e direcionados, crescimento do PIB e do número de contas em corretoras há uma tendência de menores desembolsos pelo BNDES, menor participação no mercado brasileiro de crédito. Sendo que o comportamento inverso também é válido.

Palavras chaves: BNDES. Mercado de crédito. *Assets*. Economia brasileira.

ABSTRACT

This work aims to list the main factors that influenced the fall of BNDES market share in the Brazilian credit market over the years. The state-owned bank was founded in 1952 and has stood out in granting financing since its creation. From 1995 to 2010, the bank achieved a growth of more than 2000% in its financing grant base. However, this movement was reversed in later years, since from 2011 until 2019; the BNDES presented a drop of more than 50% in its disbursed volumes. For the analysis of the research, a literary review of the history of the bank and the Brazilian credit market was shown to be necessary. Then, using the multiple linear regression method, two models were developed with variables linked to the economy and the credit market over a 12-year period, with the aim of verifying which variables influence the bank's disbursement drop. In addition, in addition to the regression models, a longitudinal analysis of credit market and BNDES data was developed. The result was proof that the equity of fixed income funds, the portfolio of free and targeted resources, the GDP growth rate and the number of accounts in brokerage firms have a negative influence on BNDES financing. As there is more investment in fixed income funds, an increase in the amounts of free and targeted funds' portfolios, GDP growth and the number of accounts in brokerage firms, there is a tendency for lower disbursements by BNDES, less participation in the Brazilian credit market. The reverse behavior is also valid.

Keywords: BNDES (National Bank for Economic and Social Development); Brazilian economy; credit market; assets.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Organização societária do BNDES.....	29
Figura 2- Fonte de captação de recursos	30
Figura 3 - Financiamento FINAME	31
Figura 4 - Atuação BNDESPAR	32
Figura 5 - Desembolsos do BNDES e Investimentos (em R\$ bilhões).....	39
Figura 6 - Volume de ofertas públicas	43
Figura 7 - Volume de ofertas públicas	44
Figura 8 - Composição do passivo das empresas não financeiras brasileiras em % do PIB	45

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Desembolsos anuais BNDES em milhões (R\$)	53
Gráfico 2 - Saldo das operações de crédito por cliente do setor privado	54
Gráfico 3 - Saldo da carteira de recursos livres e direcionados em milhões (R\$).....	55
Gráfico 4 - Emissões mercado de capitais doméstico em milhões (R\$)	55
Gráfico 5 - Emissões mercado domésticos de renda fixa em milhões (R\$).....	56
Gráfico 6 - Evolução anual dos fundos de renda fixa.....	56
Gráfico 7 - BNDES e o mercado de capitais	59
Gráfico 8 - BNDES e o mercado de capitais	59
Gráfico 9 - Patrimônio dos fundos de renda fixa e o saldo da poupança	70
Gráfico 10 - Saldo por tipo de controle	70
Gráfico 11 - Carteira de recursos livres e direcionados.....	70
Gráfico 12 - Número de contas em corretoras e número de fundos de renda fixa	71
Gráfico 13 - Inflação e captação da poupança.....	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - TJLP	36
Tabela 2 - Tabela ANOVA.....	50
Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis	57
Tabela 4 - Correlação	58
Tabela 5: Teste de Multicolinearidade	58
Tabela 6: Resultado da primeira regressão.....	60
Tabela 7: Resultado da segunda regressão	61
Tabela 8: Teste de Normalidade dos resíduos	63
Tabela 9: Teste de Especificação do modelo.....	63
Tabela 10 - Teste de Forma Funcional	64
Tabela 11 - Teste de Heterocedasticidade	64

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Variáveis dos modelos.....	47
--------------------------------------	----

LISTA DE ABREVIATURAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos mercados financeiros e de Capitais
BIRD	Banco Internacional para Reconstrução e o Desenvolvimento
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BONDS	<i>Treasury Bonds</i> (Obrigações do Tesouro)
CCO	Comitê de crédito e operações
CEMEC	Centro de Estudos de Mercados e Capitais
CMBEU	Comissão Mista Brasil-Estados Unidos
CRA	Certificado de Recebíveis do agronegócio
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos das Américas
EXIMBANK	Export & Import Bank
FAT	Fundo de Amparo ao trabalhador
FFE	Fundo Federal de Eletrificação
FHC	Fernando Henrique Cardoso
FIDC	Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios
FINAME	Fundo de Financiamento para aquisição de máquinas e equipamentos
FMI	Fundo Monetário Internacional
FMM	Fundo da marinha mercante
FUNTEC	Fundo de Desenvolvimento Tecnológico e Científico
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IOF	Imposto sobre operações financeiras
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPO	Initial Public Offering
JK	Juscelino Kubitschek
PASEP	Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa Integração Social
RFC	Reconstruction Finance Corporation
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TLP	Taxa de longo prazo
TR	Taxa referencial

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	13
1.1	Contexto.....	13
1.2	Problema	13
1.3	Objetivo	14
1.4	Justificativa	15
1.5	Estrutura da monografia	15
2.	REVISÃO DA LITERATURA	17
2.1	Panorama Histórico e Econômico do BNDES	17
2.2	O BNDES	28
2.2.1	Subsidiárias do Grupo.....	31
2.2.2	Financiamento.....	33
2.2.3	Taxa de Juros das Operações do BNDES.....	34
2.3	Mercado de crédito brasileiro	36
3.	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	46
3.1	Coleta de dados.....	46
3.2	Variáveis utilizadas.....	46
3.3	Regressão linear.....	47
3.4	Modelos utilizados.....	51
4.	ANÁLISE DE RESULTADOS	53
4.1	Análise dos dados	53
4.2	Estatísticas descritivas das variáveis	57
4.3	Resultado dos modelos	60
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	65
	REFERÊNCIAS	67
	ANEXOS	70
	Anexo A – Análise de dados	70

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contexto

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) foi fundado em 1952 pelo Governo Federal com o objetivo de promover o desenvolvimento econômico através da geração de emprego e renda por meio da concessão de financiamento para projetos de longo prazo (ALEM, 1997). Em 1982 foi decretada a Lei número 1940 a qual criou o Fundo de Investimento Social (FINSOCIAL) cujo objetivo era dar suporte financeiro a projetos de caráter social. Uma vez que esse fundo seria administrado pelo BNDE, o banco alterou o seu nome para Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, cuja sigla é BNDES (CASTRO, 2014).

O BNDES é estruturado por uma holding que contempla 2 subsidiárias: BNDESPAR e FINAME. A primeira busca promover o desenvolvimento econômico e social através do mercado de capitais, enquanto a segunda tem por objetivo conceder crédito pra aquisição de maquinas e equipamentos (BNDES, 2020). Atualmente, a principal fonte de captação de recursos do Banco é proveniente do FAT e do PIS-PASEP com representatividade de 43%, seguido do Tesouro Nacional com 27% (BNDES,2020).

Paiva (2012) aponta que no início o banco focou no investimento em infraestrutura, especialmente nos segmentos de energia e transporte, os quais eram considerados como obstáculos para o desenvolvimento da economia brasileira. Posteriormente, o banco ampliou seu portfolio para outras esferas da economia tais como setor de siderurgia, indústria naval e portuária, agropecuária, pequenas e medias empresas, segmento social, entre outros. A partir de então, o banco passou a financiar todos os setores da economia. (BNDES, 2020).

1.2 Problema

De 1995 até 2010, o banco saltou de um montante de recursos desembolsados de R\$ 7 bilhões para R\$ 168 bilhões respectivamente, o que representa um crescimento de 2000% no período. Porém esse movimento de crescimento foi revertido nos anos seguintes. Desde 2011, o banco obteve desaceleração na sua base de comparação anual de desembolsos de recursos em todos os anos, exceto em 2012 e 2013. De 2011 até 2019, o BNDES apresentou uma queda de aproximadamente 60% nos volumes desembolsados (BNDES, 2020).

Martins e Ferraz (2018) dissertam que até os anos 2000 o mercado de crédito brasileiro não obteve desenvolvimento, devido à instabilidade da economia local, assim como, incertezas

relacionadas ao mercado internacional. O crescimento desse mercado só foi possível a partir de 2004, ano em que a economia se estabilizou em função do Plano Real e novos mecanismos institucionais foram criados, tal como a modalidade de crédito consignado. Rosa (2015) expõe que a existência dos bancos públicos se mostra iminente em locais onde o mercado de capitais é pouco desenvolvido e por isso cabe aos bancos de desenvolvimentos suprirem a necessidade de financiamentos almejados pelas empresas.

Mora (2014) pondera que o crédito consignado foi a grande alavanca para o crescimento de crédito na economia brasileira no período de 2003 até 2008. Além disso, Nunes (2009) pondera que a estabilização econômica proveniente do Plano Real desencadeou a reestruturação do sistema bancário brasileiro e conseqüentemente proporcionou o surgimento de gestores de recursos independentes (Assets).

A partir de 2004, após a iminência do Plano Real, o mercado de crédito brasileiro auferiu crescimento, o que impactou de maneira relevante os desembolsos do BNDES. Costa e Filho (2012) afirmam que entre os anos de 2004 e 2008, o forte crescimento do mercado bancário impactou a atuação do BNDES. No ano de 2004, o banco detinha participação de 22% sobre o total de crédito, enquanto ao final de 2006, a participação era de apenas 16%. Nunes e Fernandes (2014) afirmam que desde 2009 é notada uma alteração no financiamento das empresas brasileiras. Os autores ponderam que o mercado de capitais se tornou uma alternativa mais viável, especialmente através da emissão de Debêntures, títulos de crédito que representam um empréstimo das empresas com terceiros. Segundo dados disponibilizados pela CVM, o volume emitido de debêntures saltou de aproximadamente R\$ 10 bilhões em 1995, para aproximadamente R\$ 50 bilhões em 2005 e atingiu seu ápice em 2012 quando superou o patamar de R\$ 120 bilhões.

1.3 Objetivo

O objetivo dessa monografia é analisar a evolução da participação do BNDES no mercado de crédito brasileiro, assim como descrever e entender os principais fatores associados a esse movimento. Para isso foram feitas análises longitudinais de dados desde de 1995 até 2019, assim como dois modelos de regressões lineares múltiplas desde de 2007 até 2019. O período abrangido nos modelos estatísticos corresponde ao lapso temporal da base de dados disponível.

1.4 Justificativa

Estudos do CEMEC (Centro de Estudos de Mercados e Capitais) expõem que há uma correlação inversa entre a desaceleração dos desembolsos do BNDES e o aumento das emissões de dívidas corporativas pelas companhias. Enquanto as emissões de dívidas alcançaram um volume de R\$ 220 bilhões, os desembolsos do BNDES regrediram para o patamar de R\$ 80 bilhões.

Mora (2014) e Nunes (2009) comprovam que nos últimos anos o Banco perdeu participação no mercado de crédito brasileiro. Fatores macroeconômicos, aumento da participação de pessoas físicas no mercado de crédito, o desenvolvimento do mercado de capitais e o conseqüente surgimento de gestores independentes são alguns fatores identificados como causas para a perda de participação no mercado de crédito pelo banco estatal. Nunes (2009) comprovou estaticamente que o aumento dos gestores independentes pode ser explicado em função da redução no número de bancos e da taxa de inflação e pelo aumento do saldo de recursos depositados na poupança. A autora pondera que os gestores independentes tiveram um crescimento de 675% nos últimos anos.

Posto isso, essa monografia busca identificar os motivos do enfraquecimento do banco estatal no mercado de crédito brasileiro, identificando os fatores macroeconômicos associados a esse movimento, o desenvolvimento do mercado de crédito e os novos entrantes no mercado, substitutos e concorrentes do banco. Para isso, foi feita análise de séries históricas de dados relacionados ao BNDES e do mercado de crédito brasileiro, assim como dois modelos de regressão lineares múltiplas. O primeiro modelo foi baseado em um modelo estatístico proposto por Nunes (2009) enquanto o segundo modelo manteve a base de Nunes (2009) combinado com a adição de novas variáveis.

1.5 Estrutura da monografia

O trabalho foi estruturado em cinco seções a partir dessa introdução. Na seção seguinte há uma revisão de literatura, na qual são apresentados os principais trabalhos que descrevem a trajetória da história do BNDES, sua estrutura societária e operacional e a evolução do mercado de crédito brasileiro. Na terceira seção foi apontada a metodologia, as variáveis utilizadas e os procedimentos adotados na coleta e tratamento dos dados utilizados no estudo. Na quarta seção foram apresentados e analisados os resultados auferidos no estudo. E por último, na quinta seção

apresentaram-se as considerações finais da pesquisa, na qual consta um fechamento dos resultados encontrados, as limitações dessa pesquisa e sugestões para pesquisas futuras.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Panorama Histórico e Econômico do BNDES

De acordo com Filho e Costa (2012) os bancos públicos surgiram nos períodos pós-crisis econômicas por meio da perspectiva de necessidade da intervenção estatal para restabelecer a estabilidade econômica e evitar que novas crises no mercado financeiro desestabilizasse a economia mundial. Dessa forma, havia a concepção de que para evitar novas crises era necessário o comando do Sistema Financeiro pelo Governo, de modo que os bancos privados perdessem sua representatividade. Nesse contexto, os bancos públicos começaram a atuar no financiamento de projetos de infraestrutura voltados para o longo prazo. Exemplo disso foi à criação do *Reconstruction Finance Corporation* (RFC) nos Estados Unidos da América (EUA) após o início da Grande Depressão e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no Brasil após a Segunda Guerra Mundial.

Segundo Paiva (2012) desde o momento de sua origem, o BNDES vem concedendo financiamento para diversos projetos que desencadearam o desenvolvimento econômico do Brasil. Por isso, em diversos momentos a trajetória do banco coincide com a narrativa econômica do Brasil. Castro (2014) confirma a afirmação acima e pondera que a própria missão do Banco já determinava sua conexão com a narrativa econômica do país. O seu objetivo é através da concessão de crédito, promover o crescimento econômico brasileiro e ao mesmo tempo garantir a igualdade social e regional.

De acordo com Castro (2014, p.11) os bancos de desenvolvimento são entidades, cujo processo de planejamento e gestão reflete as transformações econômicas e sociais vigentes e o papel do banco naquele momento é determinado em função do nível de necessidade de financiamento que a economia está demandando. Além disso, a autora afirma que o fato do seu controle, total ou parcial estatal, requer que as prioridades determinadas pelo Governo sejam consideradas e seguidas. Isso pode ser observado no BNDES já que ao longo de sua história, o banco “*mudou diversas vezes suas prioridades e formas de atuação*”.

Paiva (2012) menciona que a economia brasileira na década de 1950, período do segundo mandato de Getúlio Vargas, foi caracterizada por ser uma economia predominantemente agrária, sustentada pelas colheitas de café e açúcar. A indústria brasileira era pouco desenvolvida e representativa, o que agravava a dependência em relação à importação de produtos externos. Essa dependência se evidenciou frágil em momentos de crise, tal como em 1929 e posteriormente na Segunda Guerra Mundial. Nesse último evento, o Brasil se

favoreceu da devastação do território europeu para fornecer insumos aos países, especialmente para os EUA, cuja aproximação resultou em parcerias técnicas-econômicas.

As parcerias foram firmadas conciliando interesses de ambas às partes. Em 1951, durante a iminência da Guerra da Coreia, os EUA tinham uma demanda incessante no desenvolvimento do seu arsenal militar. Ao mesmo tempo, os países da América Latina queriam resolver seus problemas sociais e econômicos. Nesse contexto Brasil e EUA firmaram parceria em que o Brasil se comprometeu em auxiliar o Governo americano na Guerra Fria, fornecendo matérias primas e minerais e em contrapartida recebeu o auxílio financeiro do Banco Internacional para Reconstrução e o Desenvolvimento (BIRD) e do Eximbank (Export & Import Bank) (DALIO; MIYAMOTO, 2010).

O resultado da parceria firmada foi estruturação da Comissão Mista Brasil – Estados Unidos (CMBEU), na qual, equipes técnicas de ambos os países diagnosticaram os problemas existentes na economia brasileira e definiram um plano, denominado Plano Nacional de Reparcelamento Econômico, cujo objetivo era analisar e solucionar os problemas econômicos brasileiros (PAIVA, 2012).

Em 1951, para executar o Plano de Reparcelamento, a comissão determinou a criação de um banco de desenvolvimento, para que o Brasil conseguisse crescer através da concessão de subsídios. Logo, em 1952, a Lei nº 1628 determinou a criação do BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico). O banco tinha como objetivo o financiamento de projetos de infraestrutura, a fim de conciliar o desenvolvimento industrial e econômico do país com o desenvolvimento social através da geração de emprego e renda. Desde sua criação, o BNDES teve participação ativa em todas as etapas de desenvolvimento do Brasil (ALEM, 1997).

No primeiro momento, o BNDE focou no investimento em infraestrutura, especialmente nos segmentos de energia e transporte. De acordo com Paiva (2012, p.17) o foco nesses setores foi devido ao fato de serem considerados os entraves para a industrialização brasileira. O primeiro financiamento do banco foi da estrada de ferro Central do Brasil, a qual ligava os estados de São Paulo, Rio de Janeiro e a cidade de Belo Horizonte. Depois disso, ainda em 1954, o banco já havia assinado 17 contratos de financiamentos ligados ao setor de energia. Esses contratos eram referentes à construção de usinas hidrelétricas e/ou à ampliação de instalações já existentes (BNDES, 2020).

O período compreendido entre 1954 e 1955, foi caracterizado por uma agressiva crise econômica e política, a qual culminou em diversas manifestações nas ruas brasileiras. O quadro político atingiu seu ápice em 1955 com o suicídio de Getúlio Vargas (PAIVA, 2012).

Em 1955, após novas eleições, Juscelino Kubitschek assumiu a presidência da República e instaurou seu plano de Governo denominado “cinquenta anos em cinco”. Para isso, foi criado o Conselho Nacional de Desenvolvimento, cujo executivo responsável era o presidente do banco de desenvolvimento nacional. O Conselho tinha a função de decidir sobre os projetos. Durante o Governo JK, o BNDE teve papel fundamental como financiador de diversos projetos de distintos setores econômicos. O principal destaque permaneceu sendo o setor elétrico, no qual apenas o BNDE financiou 46 projetos, entre eles, a Usina de Furnas, em Minas Gerais (BNDES, 2020).

Em 1958 tiveram origem o FMM (Fundo da Marinha Mercante) e o Fundo Portuário Nacional, ambos geridos e financiados pelo BNDE. O FMM é destinado à indústria naval do país enquanto o Fundo Portuário, às atividades dos portos brasileiros. Em 1959, o portfólio do banco iniciou o investimento no setor de papel e celulose, sendo o primeiro investimento na empresa Suzano. Além dessa Companhia, o banco também concedeu financiamento para a construção da Usiminas e da Cosipa (Companhia Siderúrgica Paulista S.A) (BNDES, 2020).

Bernardino (2005) complementa que no período de 1958 à 1967, 50% do montante desembolsado pelo banco foram destinados ao setor de siderurgia, motivo pelo qual o Brasil se tornou destaque na exportação de produtos siderúrgicos. O resultado macroeconômico do Plano de Metas de JK foi o aquecimento da economia brasileira, a qual teve um avanço de aproximadamente 5% ao ano, tendo como principal instrumento a industrialização cujo crescimento foi de 80% em todo o período. Em função disso, as importações reduziram em 6% e a inflação superou as expectativas e alcançou o patamar de 25% ao ano no período de 1957 e 1960 (PAIVA, 2012).

Vale ressaltar que de acordo com Paiva (2012), ao fim da década de 50, a economia brasileira já apresentava uma nova configuração. A predominância agrícola perdeu representatividade, ao passo que a indústria ganhou relevância. Segundo dados do IBGE, apud Paiva (2012), em 1950 a participação da atividade agrícola e da indústria na economia brasileira eram de aproximadamente 24% cada uma. Em 1960, a agropecuária representava 17%, enquanto a indústria 32%.

Em 1960, Jânio Quadros assumiu a presidência da República. Nesse ano a economia brasileira estava muito fragilizada com alta retração, inflação elevada, déficit no balanço de pagamentos e arrocho salarial. Por isso, o novo presidente tinha o mandato de estruturar a política interna e estabilizar a economia. Em 1961, Jânio Quadros renunciou, fazendo com que seu vice, Joao Goulart, assumisse o cargo. No ano seguinte, em 1962, foi elaborado o Plano Trienal de Desenvolvimento, o qual traçava metas para reequilibrar a economia nos próximos

anos. Porém o plano não obteve o sucesso desejado e a inflação continuou em movimento crescente (PAIVA, 2012).

A crise econômica dos anos 60 influenciou de forma significativa os negócios do Banco. O elevado processo inflacionário impactou o banco de duas maneiras: (i) reduziu a demanda por investimentos, provocando queda nas concessões de crédito pelo BNDES e (ii) reduziu a receita da instituição uma vez que houve redução do Adicional do Imposto de Renda, e esse representava um terço dos rendimentos do banco (PAIVA, 2012).

Diante desse contexto, a partir dos anos 60, o banco expandiu seu portfólio para outros setores, tal como a agropecuária e começou a conceder crédito para pequenas e médias empresas. Nesse momento, o banco transformou seu portfólio, alterando o seu foco de concessão de empréstimo: diminuiu infraestrutura e atentou ao setor industrial. De acordo com as estatísticas disponibilizadas pelo banco, em 1962 aproximadamente 72% dos repasses foi para o setor industrial, enquanto o restante foi para a infraestrutura. Essa tendência continuou nos anos seguintes. Diante disso, em 1964, foi criado o FINAME (Fundo de Financiamento para aquisição de máquinas e equipamentos industriais) e o FUNTEC (Fundo de Desenvolvimento Tecnológico e Científico). O primeiro era destinado a apoiar a indústria nacional através do financiamento para aquisição de máquinas e equipamentos. Já o segundo, buscava incentivar a pesquisa e a especialização da mão de obra, através de planos de ensino de pós-graduação (BNDES, 2020).

Segundo Paiva (2012) a criação da Eletrobrás (Centrais Elétricas Brasileiras) em 1961 foi o motivo principal, o catalizador, para que o BNDES diminuísse seus investimentos em infraestrutura. Isso já que a nova Companhia assumiu a responsabilidade de realizar toda a gestão, desde o projeto até a construção e operação comercial, de todos os empreendimentos relacionados ao setor elétrico. Nos anos de 1963 e 1964, período comandado pelo regime militar, a economia brasileira sofreu com inflação elevada, queda na produção industrial e baixo crescimento econômico. No ano de 1964, durante o Governo de Castelo Branco foi criado um Plano, denominado PAEG, que almejava a recuperação econômica. Porém o Plano não obteve o sucesso desejado (PAIVA, 2012).

Em 1966 o banco se viu em situação de contingência quando foi extinto o imposto de renda como fonte básica de recursos do banco. Até então 99% dos recursos do BNDE eram provenientes do imposto de renda. A carteira de investimento ainda era pequena e de longo prazo e, portanto, ainda não entregava rentabilidade para o banco. A partir desse momento, os recursos destinados ao Banco passaram a ser limitados anualmente pelo Orçamento do Governo (SOARES, 1982 apud PAIVA, 2012).

Em 1968, o Fungiro, fundo gerido pelo BNDE, foi criado com o objetivo de fornecer capital de giro para as empresas brasileiras (BNDES, 2020). Nesse mesmo ano foi definido o Programa Estratégico de Desenvolvimento (PED) o qual buscava a recuperação econômica, através do controle da inflação e exacerbado crescimento do PIB, cuja meta era de um crescimento anual de 6%. O resultado foi em linha com o desejado: nesse ano a economia brasileira cresceu 9% (PAIVA, 2012).

Por fim, ao decorrer dos anos 60, vale ressaltar que o Banco abriu escritório em Washington (EUA) para facilitar o acesso ao crédito no mercado internacional (BNDES, 2020). Nos anos 1970, em linha com o Plano Econômico de Desenvolvimento (PND), o qual almejava crescimento do PIB e redução da inflação, o BNDE foi protagonista. Esse agiu de forma incisiva no investimento de diversos setores, capacitando às empresas, o que proporcionou o crescimento do parque industrial brasileiro de modo agressivo. O resultado do PND foi o período denominado como Milagre Econômico (BNDES, 2020).

De acordo com Paiva (2012), a fase do milagre econômico coincidiu com o momento em que o cenário internacional estava favorável, visto que as principais potências econômicas se encontravam em fase de expansão econômica. Esse quadro foi revertido em 1973 com o Primeiro Choque do Petróleo, em que a Organização dos Países Produtores de Petróleo (Opep) elevou o preço do barril de petróleo. O Brasil era dependente da importação de insumos industriais, inclusive do petróleo. Como resultado, a balança comercial sofreu um forte desequilíbrio. Por isso, o governo reagiu através do incentivo ao programa de substituição das importações.

Em 1974, durante o Governo de Ernesto Geisel, o banco assumiu a gestão dos recursos do PIS e do PASEP. Com os novos recursos, o banco conseguiu ampliar suas aplicações em pequenas e médias empresas. Ainda nesse ano, buscando atuar no mercado de capitais através da capitalização de empresas, três subsidiárias foram criadas. Essas se fundiram em 1982, criando o BNDESPAR (BNDES, 2020). Nos anos de 1979 e 1980, ocorreu o segundo Choque do Petróleo, o qual abalou diversas potências mundiais, dentre elas, EUA e Japão. Com o Brasil, não foi diferente: o preço do petróleo aumentou de forma significativa, o que provocou elevação nos custos de importação desse insumo. A crise mundial interrompeu o ciclo de crescimento da economia brasileira. Em função do segundo choque do Petróleo, a economia brasileira enfrentou um árduo processo de estagnação, elevada inflação e instabilidade no balanço de pagamentos (PAIVA, 2012).

Como consequência, em 1981, o PIB apresentou queda de 3%, influenciado pela queda na produção industrial. A economia enfrentava um quadro recessivo acompanhado de inflação

elevada, o qual perdurou até o ano de 1983. Esse quadro se agravou quando o México solicitou moratória. Os bancos internacionais cancelaram a concessão de crédito para países endividados. Nesse sentido, o Brasil foi prejudicado. Como alternativa, o país precisou da ajuda do FMI o qual impôs *covenants* (restrições impostas em acordos) de endividamento público como condicionantes para obtenção do crédito (PAIVA, 2012).

De acordo com o BNDES (2020), apesar da crise econômica, o período compreendido entre 1978-1981 foi caracterizado pelo Plano de Ação que priorizava o investimento em insumos básicos e bens de capital, assim como o apoio a programas sociais, os quais buscavam a redução das disparidades sociais através do investimento na produção de insumos de bens essenciais e na melhoria do bem-estar social.

Com isso a década de 80 iniciou com o Governo concentrando seus esforços para melhorar a economia através da redução da inflação e queda no déficit das contas externas. Não obstante, permaneceu a tentativa de diminuir a dependência externa através do ganho de vantagem competitiva das empresas brasileiras, principalmente no setor de energia. Dessa maneira, projetos destinados a hidrelétricas e produção de álcool e de carvão foram incentivados. Não obstante, os setores industrial e agropecuário também permaneceram encorajados (CASTRO, 2014).

Em 1982, o banco aderiu de maneira enfática ao caráter social em suas políticas. Para isso houve a criação do Finsocial (Fundo de Investimento Social), instituição criada com o objetivo de solucionar os problemas sociais, tal como a necessidade de criar empregos e fazer melhorias na qualidade dos serviços oferecidos na saúde e na educação. A partir desse momento, a instituição teve seu nome alterado para BNDES, ou seja, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. A partir de agora, o Banco se comprometia de forma mais acentuada com as questões sociais (CASTRO, 2014).

Em 1984, o Banco criou o Proex, programa de incentivo as exportações de produtos nacionais, cujo objetivo era estabilizar a balança comercial. Já em 1985, o banco inaugurou no mercado de capitais através da atuação do BNDESPAR na oferta pública de ações da Petrobras (BNDES, 2020). Vale lembrar que essa subsidiária do Banco, foi criada em um contexto de crise econômica em que o Banco auxiliou as empresas com restrições financeiras através do aumento de capital e conseqüentemente aumento na participação acionária nas mesmas (PAIVA, 2012).

Entre os anos de 1987 e 1989, através do PND (Programa Nacional de Desestatização) o BNDESPAR optou por vender sua participação acionária em diversas empresas. Essa operação tinha como finalidade equilibrar financeiramente o banco de desenvolvimento. Como

resultado, houve 13 privatizações e 27 desinvestimentos, resultando em um montante de aproximadamente US\$ 539 milhões (CASTRO, 2014). Bernardino (2005) aponta que nesse momento o Banco adquiriu forte expertise no processo de privatizações de empresas, e inclusive, auxiliou outras empresas estatais as quais ele não fazia parte do controle.

De acordo com Paiva (2012) nos anos de 1990, durante o Governo de Fernando Collor, o presidente enfatizou seu mandato de combate à inflação. O programa previa desregulamentação e privatização das empresas por meio do PND (Programa Nacional de Desestatização). Além disso, Castro (2014) completa que no que tange a política econômica foi criado o Plano Industrial e de Comércio Exterior (PICE), o qual almejava aumentar a participação das empresas brasileiras no mercado externo através da liberalização comercial e da reestruturação interna das Companhias mediante investimentos na produtividade e no aperfeiçoamento tecnológico, cujo apoio viria do BNDES.

Em relação ao banco, esse passou por uma significativa reestruturação interna. A partir desse momento, o Banco deveria determinar suas metas em termos de clientes e produtos de captação e investimento, assim como estimular a maior participação da iniciativa privada nos projetos. Dessa maneira o plano estratégico se resumia em aumentar o retorno sobre o capital próprio investido através da ampliação nas captações e investimentos de ativos de boa qualidade. (CASTRO, 2014)

Castro (2014) destaca que a prioridade do banco permaneceu sendo os empreendimentos tecnológicos e de infraestrutura, porém o cenário macroeconômico não era favorável para isso. Ainda nesse ano, o banco expandiu sua atuação geográfica, investindo em projetos na Região Norte, Nordeste e Centro-Oeste. Nesse mesmo ano, foi extinto o Finsocial, embora o Banco permanecesse com o emblema de atenção a projetos sociais (BNDES, 2020).

A Herança da era Collor foi uma economia recessiva, inflacionária, com elevado endividamento e índice de desemprego. Em 1992, o Congresso assinou o pedido de impeachment de Fernando Collor e por isso, o vice-presidente, Itamar Franco assumiu a presidência. Em 1994, foi instaurado o Plano Real, cujo objetivo era estabilizar a inflação através da retenção do déficit público (PAIVA, 2012).

O Plano Real teve resultados extremamente positivos na economia brasileira. A inflação recuou de 50% para 2,8% ao final de 2004. A economia recuperou fôlego e auferiu crescimento. Dado os resultados positivos, o fluxo de capital estrangeiro retornou a patamares significativos. Com isso diversos setores foram beneficiados e obtiveram crescimento. Em pouco tempo a indústria brasileira conseguiu se tornar competitiva e por isso, a política de substituição de importação foi deixada para trás (PAIVA, 2012).

No que tange ao Banco, no período de 1994 até 1997, suas atividades tiveram crescimento de aproximadamente 300%, alcançando o montante de R\$ 18 bilhões (PAIVA, 2012). Em 1994, objetivando reduzir os custos do financiamento, o banco substituiu a taxa TR (taxa referencial) pela TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), criada nesse mesmo ano. A nova taxa começou a ser utilizada a partir de 01/12/1994 (BNDES, 2020).

Em outubro de 1994, Fernando Henrique Cardoso (FHC) assumiu a presidência da República e teve como maior responsabilidade manter os resultados positivos auferidos após a implementação do Plano Real. Por isso, o novo presidente persistiu em seu mandato a busca pela inflação em patamar baixo. Porém, como consequência, essa política provocou o aumento do endividamento e instabilidade na balança comercial. Como alternativa para reduzir a dívida pública federal, o Programa Nacional de Desestatização foi adotado como prioritário no governo FHC (PAIVA, 2012).

O cenário da década de 1990 foi caracterizado pela iminência do processo de globalização, o qual facilitou a troca de informações, mercadorias e capitais. Nesse processo, as grandes potências mundiais ganharam força e dominaram o comércio internacional. Por outro lado, países como o Brasil, precisaram se adaptar ao novo cenário de modo a deixar suas empresas mais competitivas diante da abertura comercial (PAIVA, 2012).

No ano de 1995, devido a globalização, a balança comercial se desequilibrou dado que o número de importações era bem superior às exportações. Diante disso, o Governo criou diversas linhas de financiamento para incentivo às exportações e conseguiu ser bem sucedido nesse projeto, uma vez que no ano de 2001 a balança comercial já era superavitária, com as exportações atingindo o patamar de U\$\$ 58,2 bilhões e as importações U\$\$ 55,6 bilhões (PAIVA, 2012). Nesse mesmo ano, o Banco decretou seu apoio a projetos de caráter cultural, tais como filmes e projetos relacionados à preservação do patrimônio histórico e artístico (BNDES, 2020).

O ano de 1999 começou com um Plano Estratégico o qual determinava para os próximos cinco anos que o foco deveria ser o mercado de capitais como multiplicador dos financiamentos do banco, por meio da expansão da captação de recursos de terceiros. Esse planejamento buscava transformar o banco em uma instituição de investimento (CASTRO, 2015). Entretanto, é válido ressaltar a complexidade de agregar mais uma missão no portfólio do BNDES:

O Banco propunha-se a promover uma série de objetivos simultaneamente: a modernização industrial do país, o aumento da competitividade das exportações brasileiras, o desenvolvimento social, a geração de empregos, o desenvolvimento regional, o apoio à micro, pequenas e médias empresas (MPME), o apoio a empresas com potencial competitivo internacional (transformação em competidores globais),

assegurar o processo de abertura da economia nacional, desempenhar o papel de agente de financiamento de longo prazo e, ao mesmo tempo, fortalecer o mercado de capitais. Grande ênfase é dada ao mercado de capitais (CASTRO, 2014, p.26).

Conforme exposto por Castro (2014), é notado que desde 1980 o planejamento estratégico do banco vinha agregando ao seu portfólio novos focos sem excluir nenhum deles ao longo tempo. A partir do ano de 1996, e perpetuado ao longo dos próximos anos, o Banco voltou a estimular os projetos sociais. Para isso, diversos programas foram desenvolvidos, desde o incentivo á capacitação profissional, a eficiência na gestão administrativa de municípios, a estruturação de projetos para modernização de serviços públicos e projetos destinados a melhor bem-estar da população de classe C e D. Além disso, no ano 2000, o BNDES estabeleceu parceria com o Banco do Nordeste e o PNUD (Programa das Nações Unidas para Desenvolvimento) com o objetivo de melhorar a qualidade de vida das populações menos favorecidas (PAIVA, 2012).

Em 1998, durante o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, o cenário internacional era extremamente adverso, o que refletiu na economia brasileira. Nesse mesmo ano, o Brasil precisou tomar empréstimo com o FMI para reequilibrar sua dívida externa. Além disso, para estabilizar a economia, o governo precisou estabelecer diversos parâmetros, tais como regime de câmbio flutuante e meta pra inflação. O resultado foi um singelo crescimento de 1% do PIB nesse ano. Nos anos seguintes, até 2001, o Brasil conseguiu auferir crescimento econômico (BNDES, 2020).

No ano de 1999, o Banco criou a Secretaria de Desenvolvimento Regional com o objetivo de reduzir as disparidades regionais. A Secretaria atuava por meio de duas linhas de negócio: o Programa de Apoio ao Turismo e o Programa Centro- Oeste. O primeiro tinha como objetivo desenvolver e estimular as riquezas do Nordeste. O segundo focava na revitalização econômica das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste. É valido ressaltar que os desembolsos para essas regiões saltaram de 19% em 1999 para 25% ao final dos anos 2000 (PAIVA, 2012).

Em 2001, o Brasil enfrentou uma grave crise energética, também conhecida como “Crise do Apagão”, em função das inúmeras interrupções e falta de energia elétrica, provocada devido à carência de investimentos no setor e em função do aumento da demanda por energia. Por isso o Governo Federal solicitou a ajuda do Banco para financiar projetos de energia elétrica. Nesse contexto, o banco ajustou seu orçamento para projetos de geração e transmissão de energia elétrica, incentivando investimentos nesses setores através de condições financeiras mais atrativas (PAIVA, 2015).

Em 2003, Luís Inácio Lula da Silva, assumiu a presidência em um momento em que a economia brasileira se encontrava em crise. O novo presidente tinha o desafio e compromisso de manter a estabilidade econômica e amenizar as disparidades sociais. Nesse sentido, o BNDES se solidarizou a proposta do governo de promover o “*desenvolvimento com inclusão social*” (PAIVA, 2015, p.153). Em função disso o BNDES passou por uma intensa reestruturação interna, com inclusão de novos departamentos e alteração em alguns já existentes. Foi criado um setor especial para projetos vinculados à inclusão social. Dessa maneira, o banco foi estruturado com as seguintes áreas operacionais: inclusão social, indústria, insumos básicos, infraestrutura e energia, operações indiretas e comércio exterior (BNDES, 2020).

De acordo com Paiva (2012) dentre as áreas operacionais, quatro foram priorizadas no Governo Lula, á saber: inclusão social, infraestrutura e energia, operações indiretas e comércio exterior. Os projetos que eram mais significantes para o desenvolvimento social eram priorizados, alinhando a estratégia do banco com o mandato do Governo. Por isso, nos primeiros meses de 2003 já houve um aumento de 36% nos desembolsos de recursos para projetos sociais se comparado ao mesmo período do ano anterior.

No ano de 2004, a economia apresentou resultados positivos, superior ao que era esperado pelo mercado. O PIB auferiu crescimento de 4,9%, o nível de desemprego diminuiu e a balança comercial obteve um superávit 36% superior ao mesmo período de 2003. Esse cenário proporcionou o aquecimento da economia, em função da recuperação de diversos setores e da entrada de capital estrangeiro (PAIVA, 2012). Nesse mesmo ano, o Planejamento Estratégico foi denominado de SPID (Sistema de Planejamento Integrado para Desenvolvimento), o qual determinou os principais focos de atenção do Banco, culminando na criação do Plano Trienal de 2005 até 2007. O SPID foi desenhado alinhando a estratégia do banco com as políticas econômicas vigentes. Na época, estava em vigor o Plano Plurianual de 2004 até 2007, e o PITCE (Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior) (CASTRO, 2014).

Fiocca (2006), ex-presidente do BNDES, reitera que o ano de 2004 foi o marco de um novo ciclo de desenvolvimento da economia brasileira, proporcionado pelos indicadores econômicos favoráveis, á saber: baixo índice de desemprego, inflação em patamar baixo, redução das contas externas e alta responsabilidade fiscal assumida pelo Governo. No ano de 2006 o banco criou uma linha especial dedicada ao desembolso de recursos para atividades inovadoras, independente do setor econômico (CASTRO, 2014). Paiva (2012) complementa que a criação dessa linha foi em função do entendimento do banco que a inovação era fundamental para o crescimento econômico.

Em 2007, o Brasil vivia um período de grande crescimento econômico, o que favoreceu ao BNDES para fazer consideráveis desembolsos. Além disso, a própria meta estabelecida para o banco já determinada uma atuação mais enxuta. Segundo Castro (2014), o plano estratégico estabelecido para o ano de 2007, foi mais arrojado que o que vinha sendo praticado até então. Era enfatizada uma a necessidade do crescimento econômico aliado à geração de empregos e redução das disparidades sociais. Nesse ano, o governo criou o Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), o qual tinha como objetivo estimular o investimento, tanto da iniciativa privada quanto pública, para que houvesse crescimento da produtividade do Brasil. O BNDES atuou como financiador de parte desse projeto, o que resultou em 183 projetos financiados ao final de 2007 (BNDES, 2020).

Em 2008, a economia brasileira continuou apresentando crescimento até meados de setembro, quando teve seu movimento interrompido pela crise internacional. Apesar do PIB ter retraído nesse ano, a economia havia se preparado nos anos anteriores, o que amenizou o impacto da crise mundial (PAIVA, 2012).

De acordo com BNDES (2020), durante o auge da crise mundial, assim como outros bancos públicos, o banco atuou como estabilizador da economia, buscando atenuar os impactos da recessão e manter a economia ativa. Diante desse cenário, os desembolsos cresceram mais de 40% se comparados a igual período do ano anterior, o que permitiu uma elevada geração de emprego e renda a diversas pessoas (PAIVA, 2012).

Nesse mesmo ano, o banco teve uma grande reestruturação interna, através do plano denominado “Planejamento Corporativo 2009-2014”. Seu time foi renovado agregando pessoas mais qualificadas e, além disso, foi criado o departamento da Área Internacional (AINT) cujo objetivo era captar recursos externos e expandir a atuação das empresas brasileiras no mercado internacional. A AINT expandiu a atuação do banco fora do Brasil. Foi aberta uma unidade do BNDES no Uruguai e posteriormente em Londres (PAIVA, 2012).

Em 2009, o Banco permaneceu se destacando como protagonista do desenvolvimento econômico brasileiro. Segundo Paiva (2012) houve destaque para a área de infraestrutura, a qual teve representatividade de 36% do total desembolsado pelo banco e ampliação das ações destinadas a reduzir as desigualdades sociais. Nesse sentido, vale ressaltar que se comparado ao ano anterior, houve um crescimento de 126% dos desembolsos para região Norte e 189% para o Nordeste.

No ano de 2010, Dilma Rousseff venceu as eleições presidenciais e iniciou seu mandato no ano de 2011, o qual tinha como base duas pautas: combater a pobreza e manter o crescimento econômico obtido no Governo Lula. Com isso, a economia permaneceu entregando bons

resultados, os indicadores sociais continuaram positivos e o Governo manteve o incentivo às parcerias público-privadas, através das concessões (BNDES, 2020).

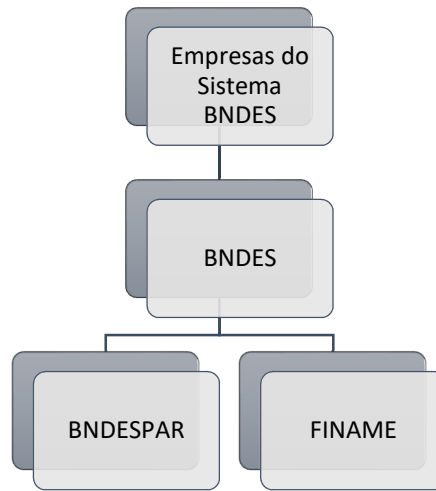
Puga e Gabrielli (2018) apontam que no ano de 2013, o banco alcançou o seu pico de desembolsos, compatível com o período em que a taxa de investimento do Brasil atingiu 20,9% do PIB, patamar mais alto da série histórica. Nos anos seguintes, em função do cenário político e da deterioração das contas nacionais, houve uma reversão nesses indicadores. O nível de investimento atingiu aproximadamente 16% do PIB em 2016, menor nível histórico até então. Esse indicador foi resultado da queda de investimentos pelas empresas, o que implicou na queda dos desembolsos pelo BNDES. Desde 2012, o BNDES permanece como principal associado do Governo na execução de seus projetos. O Banco busca conciliar sua política de gestão de projetos com o cenário econômico doméstico e continua preservando seu objetivo de promover desenvolvimento econômico e social do Brasil de maneira sustentável (PAIVA, 2012).

2.2 O BNDES

O BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) é uma instituição pública, fundada em 1952 pelo Governo Federal cujo objetivo principal é promover o desenvolvimento econômico e social através do financiamento de projetos de médio e longo prazo. Não obstante, incentivar as exportações e promover o fortalecimento do mercado de capitais, também é objetivo do Banco (BNDES, 2020).

Desde a sua criação até hoje, a União Federal permanece como acionista controlador do banco, detendo todo o capital subscrito da Companhia. O Grupo BNDES é estruturado pela *holding* (empresa gestora que detém o controle acionário de outras empresas) do banco e por mais 2 subsidiárias: a Finame e o BNDESPAR (BNDES, 2020).

Figura 1 – Organização societária do BNDES



Fonte: Adaptado BNDES (2020).

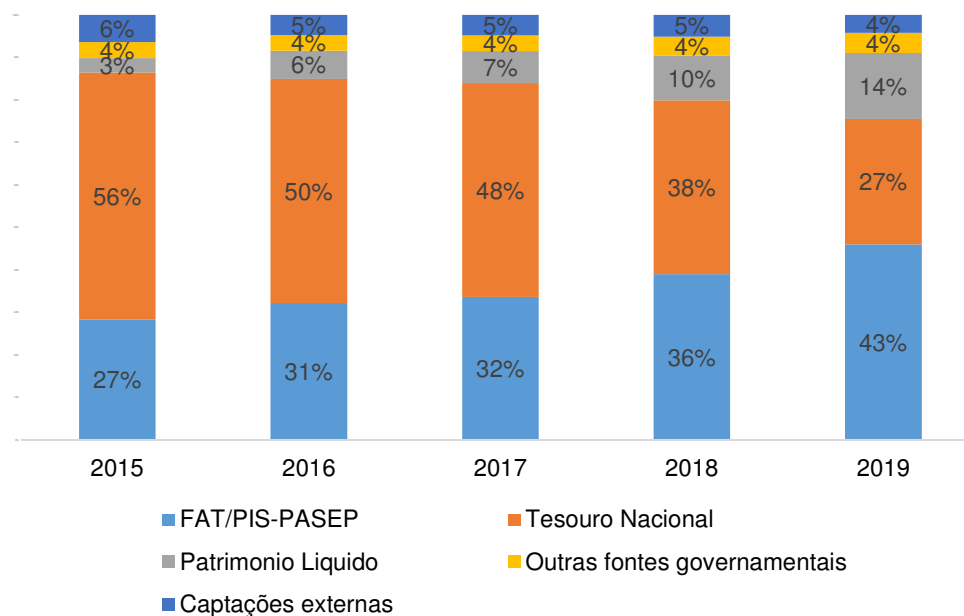
Os principais objetivos do banco são incentivar a iniciativa privada e apoiar todos os projetos que proporcionam o desenvolvimento econômico e social do Brasil. Para isso o banco atua tanto na concessão de empréstimo quanto na subscrição de títulos mobiliários, no investimento não reembolsável em projetos sociais e como fiador de determinados projetos (BNDES, 2020).

Na época de 1952, período da criação do Banco, a sua principal fonte de recursos era provenientes do FRE (Fundo de Reparcelamento Econômico), o qual era constituído através do adicional restituível do imposto de renda. Em 1964, essa modalidade de arrecadação de recursos foi extinta e o Banco começou a receber 20% sobre o Imposto de Renda. No ano de 1966, através do Decreto-Lei 62, o BNDES recebeu o percentual de 10% do Imposto de Renda e em compensação, compartilhou suas ações aos contribuintes. Não obstante, o Banco arrecadava recursos através de fundos específicos de alguns setores, tal como o Fundo Federal de Eletrificação (FFE), constituído através de encargos cobrados nas contas de energia elétrica (BNDES, 2020).

Entre os anos de 1967 e 1973, o Banco recebeu recursos provenientes do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras). Vale ressaltar que após 1968 o BNDES, obteve captação no mercado externo através de empréstimos com Instituições financeiras e/ou lançamento de *bonds* (títulos de crédito emitidos no mercado internacional). A partir de 1974, o Banco passou a receber os recursos provenientes do fundo formado através de contribuições tributárias, PIS e do PASEP (Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público).

Por último em 1988 foi publicada a Carta Constitucional que fixou o limite de no mínimo 40% do total de PIS e PASEP, para o BNDES. Além disso, determinou a criação do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), fundo encarregado de financiar o seguro desemprego e o abono salarial, e destinar os recursos do fundo para o BNDES. De acordo com o artigo 239 da Constituição Federal no mínimo 28% dos recursos do fundo devem ser destinados ao Banco enquanto o restante é destinado para o programa de seguro desemprego e o abono salarial (BNDES, 2020). Até hoje, o banco estatal utiliza os recursos provenientes do FAT, do mercado externo e do fundo do PIS-PASEP do Governo Federal para concessão dos financiamentos (ALEM, 1997, p.7).

Figura 2- Fonte de captação de recursos



Fonte: Adaptado BNDES (2020).

Segundo dados disponibilizados pelo Banco atualmente a principal fonte de recursos do BNDES provem do FAT e do PIS-PASEP (42,6%), seguido do Tesouro Nacional (27,4%). Além disso, o Banco conta com captações no mercado internacional, recursos governamentais de outros fundos do Governo e recursos próprios.

É válido ressaltar que a redução da participação do Tesouro Nacional como fonte de recursos do Banco é em função do acordo pré-pagamento da dívida entre o BNDES e o Tesouro, firmado no final de 2015 (BNDES, 2020).

Tinoco *et al.* (2018, p.5) divide a relação de crédito entre as duas instituições em duas fases. A primeira a qual iniciou em 2008 e perdurou nos anos seguintes, em que o Tesouro

realizou constantes aportes e empréstimos ao banco estatal com o objetivo de auxiliar na política contra cíclica durante a crise mundial. Esse processo explica inclusive os fortes desembolsos que o banco teve nesse período. A segunda fase consiste no pré-pagamento da dívida do BNDES ao Tesouro. Essa fase foi iniciada dada a recessão econômica em 2015, a qual exigiu a realização de um ajuste fiscal pelo Governo Federal. Um das medidas impostas no ajuste fiscal foi à interrupção de novos empréstimos ao banco. Além disso, dado o momento de queda na demanda por financiamentos em função da crise econômica, o BNDES optou por iniciar o pré-pagamento da dívida com o Tesouro. Como reflexo, o estoque de crédito do Tesouro com o BNDES diminuiu consideravelmente (BNDES, 2020).

2.2.1 Subsidiárias do Grupo

2.2.1.1 Finame

A Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) do BNDES foi fundada em 1966 com o objetivo de fazer a gestão do Fundo de Investimento de financiamento para aquisição e produção de máquinas e equipamentos pré-determinados. No site do BNDES é possível verificar a lista completa de equipamentos financiáveis pelo banco (BNDES, 2020).

O grupo tem por objetivo proporcionar, através da concessão do financiamento, a expansão da comercialização e da produção de maquinas e equipamentos, assim como fomentar a importação desses bens que não são produzidos no país e a exportação desses bens de fabricação brasileira. A Agência faz o repasse dos recursos através de agentes financeiros intermediários, podendo ser de iniciativa pública ou privada (BNDES, 2020).

Figura 3 - Financiamento FINAME



Fonte: BNDES (2020).

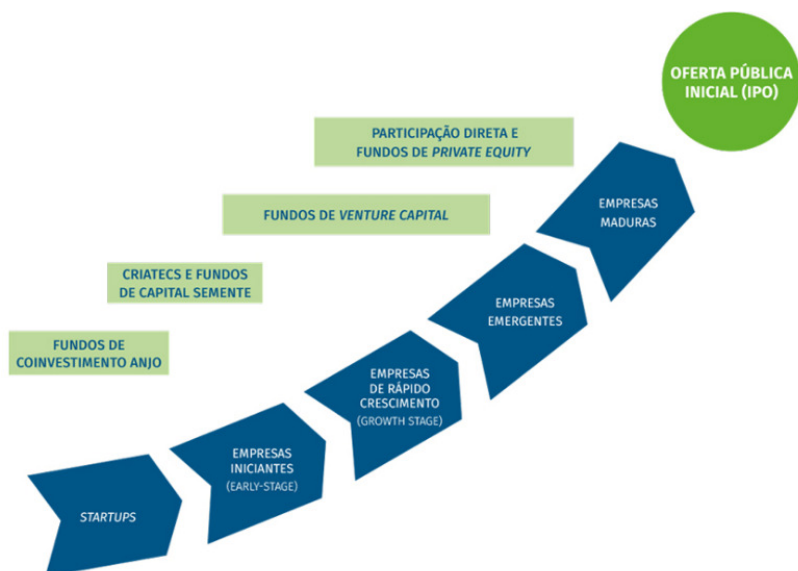
A figura acima demonstra o fluxo do processo para aquisição do Financiamento pela Finame. Nos casos em que o equipamento é financiável pelo banco, os interessados devem procurar o agente financeiro autorizado e fazer a solicitação. Diante do pedido, a instituição analisa a rogativa e a situação financeira do solicitante e em caso de aprovação da operação, encaminha ao BNDES. Se porventura o banco aprova o financiamento, posteriormente mediante ao comprovante de Nota Fiscal, o BNDES repassa os recursos ao agente financeiro, o qual autoriza a entrega do item pelo fabricante/distribuidor (BNDES, 2020).

2.2.1.2 BNDESPAR

O BNDESPAR, empresa subsidiária do BNDES, tem por objetivo promover o desenvolvimento econômico e social através do mercado de capitais. Dessa forma, a empresa promove a capitalização de determinados negócios de origem privada, apoia empresas cujo foco seja inovação tecnológica, faz a administração de carteiras de investimentos e oferta de valores mobiliários (BNDES, 2020).

A instituição atua através de três modalidades: investimento direto em empresas, por meio de fundos de investimentos e através de títulos de dívida corporativa (debêntures). Além disso, o banco atua no incentivo a realização de Ofertas Públicas Iniciais (IPO) (BNDES, 2020).

Figura 4 - Atuação BNDESPAR



Fonte: BNDES (2020).

O grupo não faz distinção do estágio de crescimento das empresas, e por isso, garante apoio desde as empresas nascentes até aquelas que já estão maduras/consolidadas. Para as

empresas nascentes, o apoio vem por meio de fundos de investimentos aprovados no processo de seleção do banco. Por outro lado, para as empresas maduras, o apoio é através de capitalização via participação acionária seja essa através de fundos de *private equity* (capital próprio), ações ou debêntures conversíveis (BNDES, 2020).

2.2.2 Financiamento

Segundo BNDES (2020) a política de concessão de recursos pode ser de maneira direta ou indireta. Na maneira direta o credor recorre diretamente ao banco para obter o crédito, enquanto no modo indireto o credor solicita o crédito á uma instituição financeira credenciada pelo BNDES. A forma de apoio é escolhida em função da finalidade e do valor solicitado de empréstimo.

As operações diretas são destinadas a financiamento superiores ao montante de R\$ 10 milhões. Para solicitação de empréstimo direto no Banco, o processo total engloba cinco etapas, sendo elas: (i) a habilitação, (ii) a solicitação de apoio financeiro, (iii) a análise de crédito do cliente, (iv) a contratação e (v) o acompanhamento (BNDES, 2020).

Na habilitação é feito o cadastro do cliente, analisando previamente os documentos pessoais e dos fiadores. Posteriormente a proposta de habilitação é enviada para análise do Comitê de Crédito e Operações (CCO). A etapa de solicitação de apoio financeiro se inicia com o recebimento do Roteiro de Pedido de Financiamento do projeto já preenchido pelo cliente (BNDES, 2020).

Nos casos em que o projeto adere ás Políticas Operacionais e de Crédito do Banco, o projeto é submetido para a etapa da Análise. Nessa etapa são avaliados diversos fatores tais como: *“projeto, empresa, licenciamento ambiental, viabilidade econômico-financeira, garantias oferecidas, aspectos jurídicos, regularidade fiscal e previdenciária.”* Se o projeto for aprovado ele é submetido ao CCO, o qual delibera sobre a elegibilidade do projeto e já determina se haverá a concessão de financiamento ou não. Nos casos de deliberação positiva, o cliente é comunicado e inicia a etapa de Contratação. Por último a etapa de acompanhamento ocorre ao longo do tempo do projeto para verificar evolução do projeto e o cumprimento das normas estabelecidas no Contrato (BNDES, 2020).

No modo indireto o processo acontece em quatro fases, sendo elas: avaliação e solicitação do pleito ao BNDES, Homologação e Análise da operação, Contratação e Acompanhamento. Nesse modo toda a análise é feita pela Instituição financeira e os parâmetros de concessão são de acordo com Política de Concessão de Crédito do estabelecimento. Dessa

maneira, a instituição financeira assume o risco de crédito de inadimplência do devedor. Se o financiamento for aprovado, a Instituição Financeira encaminha o crédito para homologação no BNDES. Sendo aprovado pelo Banco, esse repassa os recursos a Instituição Financeira, a qual repassa ao cliente (BNDES, 2020).

De acordo com o Banco (2020), são oferecidos três instrumentos de financiamento: os produtos, as linhas de financiamento e os programas. Os produtos estabelecem padrões para a concessão do crédito, tal como o produto BNDES Finame que direciona o crédito para financiamento apenas de máquinas e equipamentos. Já as linhas de financiamento determinam as características do contrato de concessão de crédito. Por último, os programas são temporários e criados para atender a certa demanda ou setor específico. Além disso, para concessão de crédito de pequenas e médias empresas, o banco utiliza o Cartão BNDES, instrumento com limite de crédito pré-aprovado para aquisição de produtos e serviços pré-determinados.

2.2.3 Taxa de Juros das Operações do BNDES

Conforme BNDES (2020), a taxa de juros cobrada nas operações depende do tipo de operação, ou seja, se é uma operação direta ou indireta.

Para operações indiretas, a taxa de juros é composta por um Custo Financeiro acrescido de uma taxa de remuneração do BNDES acrescido da taxa de juros do Agente Financeiro, conforme abaixo:

$$J_i = (CF_i \cdot TB_i \cdot TA_i) - 1 \quad (1)$$

Em que:

- J_i : taxa de juros finais cobrada na operação;
- CF_i : o custo financeiro da operação;
- TB_i : taxa de juros cobrados pelo BNDES;
- TA_i : taxa de juros cobrados pelo agente intermediário.

Por outro lado, para as operações diretas, a taxa de juros é composta pelo Custo Financeiro (CF_i) acrescido da Taxa de Remuneração do BNDES (TB_i), a qual inclui a taxa de risco de crédito da operação, conforme abaixo:

$$J_i = (CF_i \times TB_i) - 1 \quad (2)$$

O custo financeiro reflete o custo de captação de recursos pelo Banco. Esse custo é determinado conforme o produto, a linha de financiamento ou o programa. O principal indexador de custo do Banco é a TLP (Taxa de Longo Prazo), nova taxa que substituiu a TJLP. A taxa de remuneração do BNDES reflete o custo das atividades administrativas e operacionais do banco. Essa taxa é cobrada em cada contrato de financiamento. Por último, a taxa de remuneração da Instituição Financeira Credenciada, inclui o custo de remuneração da instituição assim como o custo de cobrir o risco de crédito da operação. Cada agente financeiro determina o valor da sua remuneração.

2.2.3.1 – Taxa de Longo Prazo – TLP

A TJLP (Taxa de juros de Longo Prazo) foi adotada pelo BNDES como custo básico de suas linhas de financiamento após o Plano Real. Até o final de 1998, essa taxa se igualava a rentabilidade nominal dos títulos de dívida do Governo Federal (PRATES; CINTRA; FREITAS, 2000). O objetivo da TJLP era diminuir o custo dos financiamentos concedidos pelo banco. Porém, o método de cálculo da taxa de financiamento se mostrou fragilizado quando houve a Ecloração da crise da Rússia, e em função de arbitragem dos investidores, a taxa subiu de 11,68% para 18,06%. Esse fato evidenciou a necessidade de revisão do cálculo da taxa e por isso, o Governou optou por alterar a metodologia de modo que a TJLP se tornasse menos sensível a volatilidade.

A TJLP passou a corresponder à média aritmética simples da TJLP registrada nos 12 meses anteriores, multiplicada por 1,1, quando essa média fosse inferior à taxa obtida a partir do método original. Em setembro de 1999, o governo voltou a mudar a metodologia de cálculo da TJLP, que passou a depender das expectativas de inflação e do risco país. A inclusão do risco país no cálculo da TJLP recolocou a questão da sua suscetibilidade às condições de liquidez internacional (PRATES; CINTRA; FREITAS, 2000, p.92).

Até o final de 2018, o BNDES adotava a TJLP como custo financeiro das suas operações. A TJLP era calculada através da multiplicação da expectativa de inflação com o spread de risco- país do Brasil (GIAMBIAGI; PASTORIZA; JUNIOR, 2002).

A partir de janeiro de 2018, os contratos do BNDES aderiram como Custo Financeiro, a TLP (Taxa de Longo Prazo). Essa é composta pela variação da inflação acrescida de uma taxa fixa determinada pelo BNDES, a qual prevalece ao longo de todo o contrato, independente do prazo. Ao final de todo mês, o BACEN divulga o valor da taxa fixa para o mês seguinte. É importante ressaltar que essa taxa fixa é calculada com base na média dos últimos três meses

das taxas de juros reais dos títulos Tesouro IPCA até o prazo de cinco anos. Desse valor é descontado um valor tabelado pelo banco até o ano de 2022, conforme tabela abaixo:

$$TLP = (1 + Inf_i) \cdot (1 + JN_i \cdot FR_i) - 1 \quad (3)$$

Em que Inf_i é a taxa medida pelo IPCA, JN_i é o juro real da NTN-B e FR_i o fator de redução da taxa de juros real da NTN-B de cinco anos.

Tabela 1 - TJLP

J = f (Tesouro IPCA de cinco anos)	
Ano	Desconto
2019	34%
2020	26%
2021	17%
2022	9%

Fonte: Adaptado, BNDES (2020).

Vale ressaltar que para financiamentos destinados á exportação, a taxa de juros cobrada pelo Banco é a Libor (*London Interbank Offered Rate*), a qual é uma taxa de referência diária obtida através de negociações de empréstimos entre os bancos que operam no mercado londrino, acrescida da variação do dólar (BNDES, 2020).

Rosa (2015) pondera que a estrutura de capital do banco lhe permite conceder crédito em custo aquém do setor privado e da taxa de juros básica da economia, a Selic. Segundo o autor, como base comparativa, em 2015, a TJLP era de 5,5% ao ano enquanto a taxa DI era de 11,74% ao ano.

2.3 Mercado de crédito brasileiro

O mercado financeiro anterior ao ano de 1930 era controlado por bancos privados. Com a iminência da crise de 1929, os mercados financeiros enxergaram a necessidade da criação de instituições públicas, capazes de financiador investimentos de longo prazo e que fossem eficientes a ponto de conseguirem manter equilíbrio financeiro e evitar um novo colapso semelhante ao ocorrido e que promovessem a reconstrução do sistema financeiro de maneira eficaz. Nesse contexto, foi criado o FMI e o BNDE (BNDES, 2020).

Paula, Oreiro e Basílio (2013, p.15) reforçam que os bancos públicos são de extrema importância para a economia local. Esses bancos, além de exercerem políticas públicas sociais, concedem financiamentos para projetos considerados com pouca atratividade e lucratividade pelo setor privado. Além disso, em momentos de crise, realizam políticas anticíclicas, as quais além de reaqueceram a economia, induz aos demais bancos uma reação imediata “em decorrência da perda de market share (quota de mercado; percentual de participação de uma Companhia no mercado em que está inserida) que eles estarão sujeitos, caso não acompanhem o movimento de expansão realizado pelos bancos públicos”.

Rosa (2015) expõe que a existência dos bancos públicos se mostra iminente em economias em que o mercado de capitais é pouco desenvolvido e por isso as empresas possuem dificuldades em obter financiamentos, especialmente de longo prazo, e, portanto cabe aos bancos de desenvolvimentos nacionais suprirem essa carência de mercado. Prates, Cintra e Freitas (2000) reforçam que a ausência de instituições privadas capazes de conceder financiamento de longo prazo fez com que o setor público dominasse a concessão de crédito.

De acordo com Bernardino (2005) em 2002 o BNDES desenvolveu dois programas para promover o desenvolvimento do mercado de capitais. O primeiro tinha como objetivo aprimorar as práticas relacionadas à Governança Corporativa das empresas. Já o segundo, denominado “Programa de Apoio à Emissão de Títulos Corporativos” incentivava as empresas a obter recursos por meio de captação através de valores mobiliários. Não obstante, o autor complementa que no ano de 2004, como incentivo ao mercado de crédito, através da captação por pessoas físicas, a BNDESPAR criou um fundo de investimento através do qual vendeu uma parcela do seu portfólio de ações.

Martins e Ferraz (2018) apontam que no período de 1980 até os anos 2000 o mercado de crédito brasileiro não auferiu crescimento, devido as constantes oscilações das variáveis macroeconômicas nacionais, assim como, as incertezas atreladas ao mercado internacional. A trajetória de crescimento desse mercado só foi possível a partir de 2004, em que a economia se estabilizou em função do Plano Real e novos mecanismos institucionais foram criados, tal como o crédito consignado. Além disso, Prates, Cintra e Freitas (2000) expõem que após o Plano Real, o BNDES criou o Comitê de Crédito, o qual tornou o banco mais restritivo na concessão de crédito, tornando a política do banco estatal semelhante a dos bancos privados.

Segundo Sant’Anna, Junior e Araújo (2009) desde 2004 o mercado de crédito brasileiro vem se expandindo consideravelmente. Inclusive, naquele ano o volume de crédito era de 23,6% do PIB, e ao final de 2008, essa mesma proporção já alcançava 41,3%. Costa e Filho (2012) afirmam que entre os anos de 2004 e 2008, o forte crescimento do mercado bancário

impactou a atuação do BNDES. No ano de 2004, o banco detinha participação de 22% sobre o total de crédito, enquanto ao final de 2006, a participação era de apenas 16%. As emissões de títulos bancários e corporativos aumentaram, influenciando a queda na participação do BNDES no mercado total. Esse movimento foi intensificado pela expansão de concessão de empréstimo a pessoas físicas, carteira de crédito que não pertencia ao portfólio do banco público.

Fiocca (2006), confirma que desde 2003 o mercado de crédito vem se expandindo em função do segmento de pessoas físicas, impulsionado pela modalidade de crédito consignado. Segundo o autor, em relação ao % do PIB, esse segmento saltou de 5,8 em 2003 para 10,4 em 2006. Não obstante Mora (2014) aponta que até 2008, o BNDES não estava conseguindo acompanhar o crescimento da demanda, a qual vinha crescendo dado à expansão do mercado de crédito. Diante desse contexto, os bancos privados atuaram para suprir a demanda, tanto de pessoas físicas quanto de pessoas jurídicas.

Oliveira e Wolfer (2016) completam que em função do crescimento da atividade econômica após o Plano Real, a demanda por crédito aumentou especialmente por pessoas físicas. Nesse momento, os bancos privados tiveram um forte período de expansão, o qual se encerrou em 2008, momento no qual os bancos privados optaram por assumir uma postura de cautela perante a crise internacional. Diante desse cenário, os bancos públicos se destacaram.

Mora (2014) afirma que os bancos privados preferiram preservar liquidez e por isso optaram por retrainer a concessão de crédito, em um movimento de aversão ao risco. Segundo Oliveira e Wolf (2016), a partir desse momento o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal e o BNDES lideraram o mercado. Mora (2014) aponta que esses bancos foram utilizados na estratégia anticíclica do Governo Federal para evitar o agravamento da crise econômica no Brasil.

Mora (2014) reforça que nesse período o BNDES atuou tanto através das suas linhas de crédito padrões, assim como expandiu seu portfólio concedendo inclusive financiamento para capital de giro de algumas empresas. Dessa maneira, a ampliação da oferta de crédito permitiu minimizar os impactos da crise, principalmente para aquelas empresas que tinham exposição a derivativos cambiais.

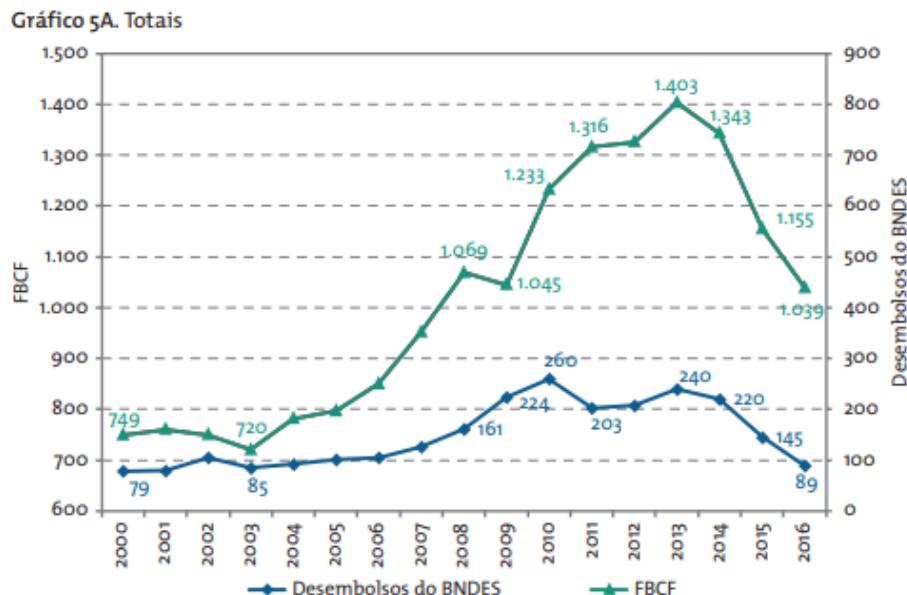
O BNDES atua tanto como financiador de longo prazo como agente estabilizador da economia nos momentos de crises. Em 2008, o banco chamou atenção para sua atuação, em que, por conta do agravamento da crise mundial, enquanto todo o mercado de crédito se contraía, o BNDES expandia suas operações de crédito. Por outro lado, em momentos de expansão do mercado de crédito, o banco atua de maneira mais tímida, permitindo que o setor privado atue para atender a demanda do mercado (SANT'ANNA; JUNIOR; ARAUJO, 2009).

Segundo Oliveira e Wolf (2016) em 2008 o destaque foi à atuação dos bancos públicos na concessão de crédito. Enquanto os bancos privados optaram por não aumentar a exposição de suas carteiras em concessão de crédito, os bancos públicos foram responsáveis pelo crescimento de 43,2% das operações de crédito, significantes para manutenção do crescimento da economia brasileira perante a crise mundial.

Dados divulgados pelo BNDES confirmam que em 2008 houve um destaque para a participação do banco no mercado de crédito. O governo na tentativa de estabilizar a economia aumentou seu endividamento e capitalizou o banco de modo que os investimentos permaneceriam sustentáveis (COSTA; FILHO; 2012). Paula, Oreiro e Basilio (2013) apontam que de 2008 para 2009, os desembolsos do BNDES cresceram 52%, passando do total de R\$ 88 bilhões em 2008 para R\$ 137 bilhões em 2009.

Puga e Gabrielli (2018) mostram a trajetória dos desembolsos do BNDES desde os anos 2000. Os autores definem as fases de desembolsos do banco em cinco etapas sendo elas: (i) dos anos 2000 até 2005 em que houve estabilidade; (ii) de 2006 a 2008, em que teve alto crescimento; (iii) 2009, em que o banco atuou de maneira anticíclica; (iv) de 2010 a 2013, em que o fluxo desembolsado permaneceu em patamares elevados e por último (v) de 2014 até 2016, em que iniciou um processo brusco de queda.

Figura 5 - Desembolsos do BNDES e Investimentos (em R\$ bilhões)



Fonte: Puga e Gabrielli (2018).

Mora (2014) aponta que no período de 2003 até 2010 houve expressivo aumento da participação do crédito em relação ao PIB brasileiro. Em 2003, o crédito representava 23% do

PIB ao passo que em 2010 era 45%. A autora aponta que nesse ano a exposição de instituições públicas já era inferior a instituições privadas. As instituições públicas representavam 18,9% enquanto as instituições privadas 26,3%.

De acordo com Mora (2014) a concessão de crédito para pessoas físicas foi a grande alavanca para o crescimento de crédito na economia brasileira no período de 2003 até 2008. A autora aponta que da totalidade dos recursos livres, grande parte era absorvida pelas pessoas físicas e em uma velocidade muito mais intensa do que as pessoas jurídicas. No ano de 2008, a queda na alíquota de IOF e o aumento no limite permitido de desconto para empréstimos nas folhas de pagamentos de aposentados e pensionistas, foram fatores que provocaram a expansão de crédito para pessoas físicas. A partir desse ano, foi notado um crescimento maior de concessão para pessoas jurídicas.

Por último a autora reforça que o aumento do crédito dos recursos livres á pessoas físicas pode ser atribuído principalmente ao financiamento de veículos e ao incremento no Sistema Financeiro, em 2003, da modalidade de concessão de crédito consignado. Vale ressaltar que mesmo durante a crise financeira internacional de 2008, essa modalidade de crédito não apresentou retração. Além disso, no tocante ao financiamento a pessoas jurídicas, esse era concentrado no financiamento para capital de giro. Apesar de a operação ter crescido no período de 2002 á 2010, a autora reforça que não cresceu tanto quanto o segmento de pessoas físicas, apesar do *spread* de crédito cobrado nessa operação ser inclusive inferior ás do crédito pessoal. Ela identifica que os bancos tinham certa resistência ao risco de crédito das empresas, fato que foi alterado após a promulgação da nova Lei de Falências (MORA, 2014).

A implantação do Plano Real em 2004 provocou uma reestruturação no sistema bancário brasileiro, uma vez que a estabilização econômica provocada pela implementação do Plano Real induziu a queda significativa da inflação, a qual era o principal instrumento utilizado pelos bancos para obter receita. Por isso, todo o estereótipo de rentabilidade, proveniente da receita inflacionária, deixou de existir. Como alternativa, os bancos ampliaram o portfólio de produtos e serviços oferecidos, assim como os valores cobrados nas tarifas. A ampliação da carteira de empréstimos foi à estratégia mais utilizada para auferir ganhos (NUNES, 2009).

É válido ponderar que nesse período, o Ministério da Fazenda incentivou o aumento da participação de capital estrangeiro no sistema financeiro brasileiro, para melhorar a eficiência operacional e financeira do setor, assim como solucionar o problema de liquidez de alguns bancos. Além disso, em 2004 foi implementado o “Acordo de Basileia II”, medida restritiva que impunha um nível de estrutura de capital e de risco para que os bancos permanecessem em funcionamento (NUNES, 2009).

Junior e Schiozer (2015) ponderam que a existência do Acordo de Basileia obriga as Instituições Financeiras a concederem um limite mínimo de financiamento proporcional ao seu Patrimônio Líquido. Tal medida estimula a concessão de crédito pelas Instituições Financeiras. Inclusive, os autores apontam que no período de 2003 á 2012, a proporção de crédito nos ativos dos Balanços Patrimoniais dos Bancos subiu de 40% para 51% respectivamente.

Diversas medidas foram tomadas pelo Governo para reestruturar o sistema bancário brasileiro. De acordo Nunes (2009) um dos impactos da reestruturação foi à incorporação de bancos menores por grandes conglomerados bancários, o que causou redução no número de bancos, aumento da concentração e maior competitividade entre os bancos. Diante desse cenário, os bancos começaram a cobrar tarifas de maneira enfática para exercer sua função de intermediador de recursos. Como consequência desse cenário, houve um crescimento da demanda por empresas especializadas na gestão de recursos.

Diante disso surgiram as empresas especializadas na gestão de recursos de terceiros (*Assets Management* ou gestores de ativos). Segundo Nunes (2009, p.14), esse foi “um nicho de mercado brasileiro que apresentou, em termos de número de instituições autorizadas a funcionar, um crescimento de 675% nos últimos 14 anos”.

Milani e Ceretta (2013, p.3) ponderam que os gestores independentes, através de seus conhecimentos técnicos, constituem fundos de investimentos com carteiras que buscam rentabilidade através do investimento em títulos e valores mobiliários. Segundo os autores os fundos de investimentos podem ser definidos como uma “concentração de recursos na forma de um condomínio, aberto ou fechado, que objetiva o investimento em títulos e valores mobiliários ou qualquer ativo disponível no mercado financeiro.”

Os fundos de investimentos de renda fixa são uma modalidade de investimento, cuja tese é investir em ativos de crédito público (títulos do governo) ou privado (empresas de controle privado). Dessa forma, os fundos são uma ferramenta de financiamento de empresas no mercado de capitais, uma vez que esses compram os títulos de crédito emitidos pelas companhias.

Nunes (2009) aponta que a flexibilidade permitida pelos gestores independentes é um grande diferencial. Muitas das vezes, ao contrário dos grandes bancos, as *assets* criam fundos exclusivos que são construídos com base na necessidade de cada cliente. Não obstante, o atendimento personalizado e a agilidade na resolução de qualquer adversidade, são pontos que agregam valor as *assets*.

Nunes (2009) comprovou estaticamente que o aumento dos gestores independentes pode ser explicado em função da redução no número de bancos e da taxa de inflação e pelo aumento

do saldo de recursos depositados na poupança. À medida que reduz a quantidade de bancos, emerge a necessidade por especialistas na gestão de recursos. Além disso, o aumento do saldo de poupanças induz que os indivíduos têm mais recursos disponíveis para aplicação. E por fim, à medida que a taxa de inflação aumenta, pode haver um incentivo a aumentar a poupança e com isso diminuir a procura por *assets*.

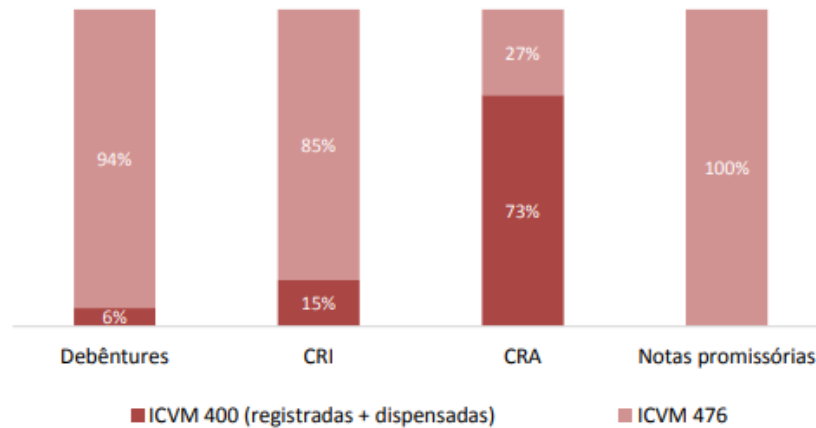
Nunes e Fernandes (2014) afirmam que desde 2009 é notada uma alteração no financiamento das empresas brasileiras. Até então era comum o financiamento através dos bancos, enquanto a partir desse momento, o mercado de capitais se tornou uma alternativa mais viável. Os autores reforçam que o crescimento do mercado de capitais, especialmente o de debêntures, foi fortalecido após o Plano Real, em que a economia brasileira começou a vivenciar estabilidade econômica. Além disso, os autores citam a Instrução 476 da CVM publicada em 2009, como grande alavanca para o crescimento das emissões de debêntures.

A instrução CVM 476 desburocratizou o processo de emissão pública de dívida anteriormente regulado pela instrução CVM 400, permitindo inclusive a dispensa da atribuição de uma classificação de crédito do registro do emissor na CVM. Dessa forma, empresas fechadas passaram a ser elegíveis à emissão desses títulos de crédito (NUNES; FERNANDES, 2014, p.8).

Segundo dados disponibilizados pela CVM (2018) em 1995 o volume emitido de debêntures era de aproximadamente R\$ 10 bilhões, patamar que se manteve até o ano de 2004. Em 2005 o volume saltou para aproximadamente R\$ 50 bilhões e atingiu seu ápice no ano de 2012 quando superou o montante de R\$ 120 bilhões. Além disso, conforme figura abaixo, a CVM destaca a proporção de emissões através da Instrução CVM 476.

Figura 6 - Volume de ofertas públicas

Gráfico 6 – Ofertas públicas (em volume financeiro) por forma de distribuição (2014-2018)

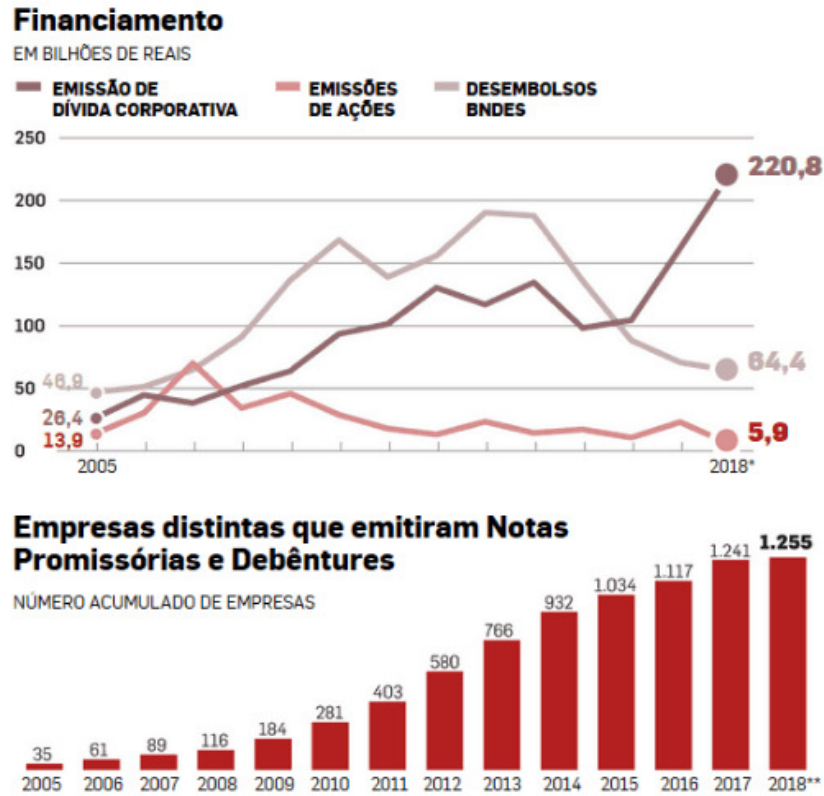


Fonte: CVM

Fonte: CVM (2018).

Nunes e Fernandes (2014) evidenciam que dados da ANBIMA indicam que no período de 1995 até 2009 houve um crescimento de 18% nas emissões de crédito privado, movimento natural dado à melhora na solidez do Sistema Financeiro Brasileiro. Em relação aos instrumentos utilizados no mercado doméstico são destacadas as notas promissórias e as debêntures. Já no mercado internacional, é utilizada a emissão de *bonds*. Um estudo divulgado pelo CEMEC indica que há uma correlação negativa entre o movimento de queda dos desembolsos do BNDES e um forte crescimento da emissão de dívida corporativa pelas empresas.

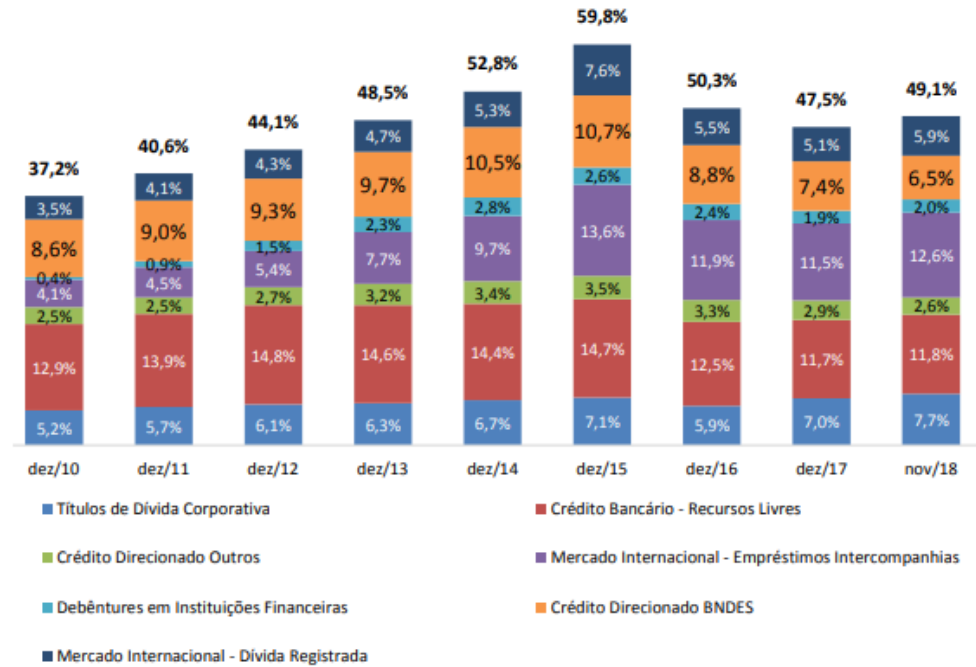
Figura 7 - Volume de ofertas públicas



Fonte: CEMEC (2019).

Não obstante outro estudo da instituição, complementar ao estudo de Nunes e Fernandes (2014), indica que o mercado de capitais vem substituindo o crédito bancário e o crédito direcionado nos últimos anos.

Figura 8 - Composição do passivo das empresas não financeiras brasileiras em % do PIB



Fonte: Centro de Estudos de Mercado de Capitais – Nota CEMEC 01 - Mercado de Dívida Corporativa no Financiamento das Empresas, 2019.

Fonte: CEMEC (2019).

Por fim, de acordo com Costa e Filho (2012) o processo de globalização financeira, alterou as perspectivas de financiamento de longo prazo existentes até então. A partir de agora, os gestores de investimentos se tornam os principais credores dos financiados ao invés dos bancos. Além disso, os autores apontam que o mercado financeiro brasileiro já é maduro o suficiente a ponto de contemplar o contato direto entre os fundos com os investidores. A princípio a barreira se encontrava nas variáveis macroeconômicas, as quais são previsíveis e estabilizadas no cenário atual.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O estudo se dispõe a analisar a atuação do BNDES no mercado de crédito brasileiro ao longo dos anos, de 2007 a 2019. Diante disso, foi avaliado se o Banco persistiu ao longo do tempo como a principal fonte de concessão de crédito para as empresas brasileiras ou se perdeu participação relevante no passar do tempo, o que concede espaço para surgimento de novos agentes financiadores.

Conforme definido por Nunes (2009) esse estudo se classifica como uma pesquisa do tipo explicativa em que se busca identificar os fatores que contribuiram para o evento analisado.

Creswell (2007, p.81) pondera que o determinismo é um aspecto importante para métodos quantitativos já que ele “sugere examinar as relações entre as variáveis é fundamental para responder as questões e hipóteses através de levantamentos e experimentos”.

3.1 Coleta de dados

Os dados utilizados foram coletados nos sites do BNDES, CVM (Comissão de Valores Mobiliários), ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais) e BACEN (Banco Central do Brasil).

De posse dos dados foi desenvolvida uma análise longitudinal de uma amostra aleatória desde o ano de 1994 até o ano de 2019 para identificar a evolução do mercado de crédito e a atuação do BNDES no mesmo.

Não obstante foram estimadas duas regressões lineares múltiplas com dados de 2007 até 2019, o que caracteriza a abordagem quantitativa dessa pesquisa (CRESWELL, 2007). Nas regressões, foram utilizados dados anuais, uma vez que, não foram encontrados dados mensais e/ou trimestrais de todas as variáveis da amostra. Além disso, o período utilizado reflete a disponibilidade de dados das variáveis obtidas na ANBIMA e na CVM.

3.2 Variáveis utilizadas

Nunes (2009) em seu estudo para verificar os motivos do crescimento de gestores independentes após o Plano Real fez uma análise de regressão múltipla com três variáveis sendo elas: expectativa média da inflação em %a.a.; depósitos de poupança (em R\$ milhões) e número de bancos. Uma vez que se busca verificar os fatores que poderiam provocar queda nos

desembolsos do BNDES, com base na revisão da literatura, foram elencadas as seguintes variáveis para análise.

Quadro 1: Variáveis dos modelos

Sigla	Nome	Descrição	Periodicidade	Fonte
Y	Desembolsos BNDES	Volume desembolsado por ano pelo BNDES	anual	BNDES
E	Emissões mercado de capitais por segmento	Volume de emissões no mercado de capitais por segmento (renda fixa e renda variável)	anual	ANBIMA
--	Emissões mercado de capitais brasileiro por modalidade	Volume de ofertas das emissões no mercado de capital brasileiro (debentures, notas promissórias, Letras Financeiras, CRA, CRI, FIDC, IPO'S, Fundo Imobiliário e Follow-ons)	anual	ANBIMA
SC	Controle de capital	Total de crédito sob controle privado	mensal/anual	Banco Central do Brasil
Cpub	Controle de capital	Total de crédito sob controle de capital público	mensal/anual	Banco Central do Brasil
RL	Recursos Livres	Saldo da carteira de crédito de recursos livres	mensal/anual	Banco Central do Brasil
RD	Recursos direcionados	Saldo da carteira de crédito de recursos direcionados	mensal/anual	Banco Central do Brasil
PIB	PIB	Taxa de variação de crescimento do PIB brasileiro	anual	Banco Central do Brasil
PLF	Patrimônio Líquido	Saldo do patrimônio líquido dos fundos de investimentos de renda fixa	anual	ANBIMA
--	Fundos de investimentos	Total do número de fundos de investimentos no mercado de capitais brasileiro	anual	CVM
C	Contas	Número de contas consolidadas nos fundos de investimentos do mercado de capitais brasileiro apuradas através de CPF e CNPJ	anual	ANBIMA
Inf	Inflação	Taxa de inflação anual contabilizada pelo IPCA	anual	Banco Central do Brasil
Poup	Poupança	Saldo depósitos de poupança	anual	Banco Central do Brasil

Fonte: Elaborado pela autora.

3.3 Regressão linear

De modo geral, a regressão linear múltipla é definida como um modelo em que a variável dependente (Y) é explicada através de inúmeras variáveis independentes explicativas (X). Dessa maneira, o objetivo da regressão é definir uma equação que aponte os valores de Y, dado os valores e as variáveis X (CUNHA, 2018):

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k \quad (4)$$

De acordo com Stevenson ((1981, apud Nunes (2009)) a equação da regressão linear múltipla pode ser definida da seguinte maneira:

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k \quad (5)$$

Em que:

y : variável dependente;

α : alfa, intercepto da reta de regressão;

β_1 : beta, parâmetro de variação média da variável independente x_1 ;

x_1 : variável independente x_1 ;

β_2 : beta, parâmetro de variação média da variável independente x_2 ;

x_2 : variável independente x_2 ;

β_k : beta, parâmetro de variação média da variável independente x_k ;

x_k : variável independente x_k .

Em complemento a Stevenson (1981), Cunha (2018) define a equação da conforme abaixo:

$$\hat{y} = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \epsilon \quad (6)$$

Em que:

\hat{y} : estimativa da variável dependente, ou y estimado;

α : intercepto;

β_1 : beta da variável independente x_1 ;

x_1 : variável independente x_1 ;

β_2 : beta da variável independente x_2 ;

x_2 : variável independente x_2 ;

ϵ : erro estimado.

Conforme Cunha (2018) para obter a equação do modelo utiliza-se o Método dos Mínimos Quadrados (MMQ) para minimizar os erros da estimativa. Por isso, temos que:

$$\sum_{i=1}^n \epsilon^2 = \sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - y_i)^2 \quad (7)$$

Em que:

$\sum \epsilon^2$: soma dos quadrados dos resíduos.

Assim, os estimadores β que minimizam os erros é a solução das seguintes equações.

$$\sum y = n\alpha + (\widehat{\beta}_1 \sum x_1 + \widehat{\beta}_2 \sum x_2) \quad (8)$$

$$\sum x_1 y = \alpha \sum x_1 + \widehat{\beta}_1 (\sum x_1)^2 + \widehat{\beta}_2 \sum x_1 x_2 \quad (9)$$

$$\sum x_2 y = \alpha \sum x_2 + \widehat{\beta}_1 \sum x_1 x_2 + \widehat{\beta}_2 (\sum x_2^2) \quad (10)$$

Logo, Cunha (2018) conclui que:

$$\hat{y} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 x_1 + \hat{\beta}_2 x_2 \quad (11)$$

Depois de estimado o modelo, o coeficiente de determinação, R^2 , aponta a proporção de variação da variável independente que é explicada pelas variáveis explicativas (CUNHA, 2018). O indicador é calculado da seguinte maneira:

$$R^2 = \frac{SQReg}{SQtotal} = 1 - \frac{SQReg}{SQTotal} \quad (12)$$

$$SQTotal = \sum y_2 - \frac{(\sum y)^2}{n} \quad (13)$$

$$SQReg = \hat{\beta}_1 \left(\sum x_{1y} - \frac{\sum x_1 \sum y}{n} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\sum x_{2y} - \frac{\sum x_2 \sum y}{n} \right) \quad (14)$$

$$SQres = SQTotal - SQReg \quad (15)$$

Gujarati e Porter (2011) apontam que as formulas acima definem o teste F, utilizado para análise de variância (ANOVA). O teste F pode ser definido da seguinte maneira:

$$F = \frac{MSQ \text{ de } SQE}{MSQ \text{ de } SQR} = \frac{\beta^2 \sum x^2}{\sum u^2 / (n-2)} = \frac{\beta^2 \sum x^2}{\sigma^2} \quad (16)$$

$$\sigma^2 = E(\sigma^2) = E \frac{\sum u^2}{n-2} \quad (17)$$

Associados a qualquer soma de quadrados estão seus graus de liberdade, o número de observações independentes em que se embasa. A STQ tem $n - 1$ gl, porque perdemos um gl ao calcular a média da amostra Y . A SQR tem $n - 2$ gl. (Por quê?) (Nota: isso é verdadeiro apenas para o modelo de regressão com duas variáveis com o intercepto β_1 presente.) A SQE tem 1 gl (novamente, isso é válido apenas no caso de duas variáveis), que resulta do fato de que $SQE = \beta^2 \sum x^2$ é uma função apenas de $\sum x^2$ visto que β^2 é conhecida. (GUJARATI; PORTER, 2011, p.144)

Sendo SQE a soma dos quadrados explicados pela regressão e o SQR a soma dos quadrados dos resíduos. Assim, temos que a soma total dos quadrados (SQT) é explicada pelo SQR e pelo SQE. Um estudo aplicado ao SQT é denominado como análise da variância (ANOVA). A análise de variância ou ANOVA busca decompor a soma dos quadrados para cada variável do modelo, com o objetivo de testar, através do teste F, que qualquer variação na regressão do modelo tende a zero. A tabela ANOVA para um modelo de regressão de duas variáveis é exemplificada abaixo: (GUJARATI; PORTER, 2011).

Tabela 2 - Tabela ANOVA

Fonte da variação	SQ ¹	gl ²	MSQ ³
Devido á regressão (SQE)	$\sum y_i^2 = \beta_2^2 \sum x_i^2$	1	$\beta_2^2 \sum x_i^2$
Devido aos resíduos (SQR)	$\sum u_i^2$	$n-2$	$\frac{\sum u_i^2}{n-2} = \sigma^2$
STQ	$\sum y_i^2$	$n-1$	

Nota: ¹ SQ significa soma dos quadrados,

² Graus de liberdade,

³ Media da soma dos quadrados, obtida dividindo-se SQ pelos graus de liberdade correspondente.

Fonte: Adaptado de Gujarati e Porter (2011).

Gujarati e Porter (2011) expõem que se β_2 for igual à zero, a equação (18) resultará em um valor idêntico ao verdadeiro. Nesse caso a variável explicativa X tem coeficiente angular nulo e por isso não influencia nenhuma variação na variável independente Y. Logo, Y é explicado por variações nos erros. Por outro lado, se β_2 for diferente de zero, ela explica parte

da variação de Y. Por isso, a razão do teste F nos proporciona um teste de hipótese com duas possibilidades. Dessa forma, temos que:

$$H_0: \beta_2 = \dots = \beta_K = 0 \quad (18)$$

$$H_1: \beta_2 \neq 0 \quad (19)$$

Portanto se validarmos H_1 , concluímos que pelo menos uma variável contribui na explicação da variável independente Y. Gujarati e Porter (2011, p.144) conclui que é necessário “calcular a razão F e compará-la com o valor crítico de F apresentado nas tabelas F ao nível de significância escolhido ou obter o valor p da estatística F calculada”.

Nunes (2009) conclui que a regressão linear múltipla permite explorar a variável dependente em função das variáveis independentes. Para desenvolvimento da pesquisa foram utilizados dados mensais e anuais desde 1994 até 2019, obtidos nos sites do Banco Central do Brasil, do BNDES, da ANBIMA e da CVM. Os dados disponibilizados pela ANBIMA e CVM utilizados nessa pesquisa só foram encontrados na base anual.

A análise dessa pesquisa foi realizada utilizando Microsoft Excel. Através dessa ferramenta, foi possível analisar a consistência dos dados e elaborar gráficos que facilitam a leitura das informações. Além disso, dois modelos de regressão linear múltipla foram estimados, com dados do período de 2007 até 2019.

3.4 Modelos utilizados

Na primeira regressão replicando o modelo proposto por Nunes (2009) foi utilizado como variáveis a taxa de inflação, o saldo de depósitos na poupança e o patrimônio líquido dos fundos de investimentos de renda fixa, como *proxy* de crescimento dos gestores independentes.

$$BNDES_t = \alpha + \beta_1 Inf_t + \beta_2 Poupt + \beta_3 PLF_t \quad (20)$$

Em que:

$BNDES$: estimativa da variável dependente, no caso, os desembolsos do BNDES;

α : intercepto;

β_1 : beta da variável independente;

Inf : taxa de inflação (IPCA);

β_2 : beta da variável independente x_2 ;

Poup: saldo de depósitos na poupança;

β_3 : beta da variável independente x_3 ;

PLF: patrimônio líquido de fundos de investimentos de renda fixa (em milhões de reais);

Na segunda regressão foram mantidas as variáveis utilizadas na primeira regressão e novas variáveis apontadas na revisão de literatura que poderiam influenciar nos desembolsos do banco estatal foram adicionadas na estimação.

$$BNDES_t = \alpha + \beta_1 Inf_t + \beta_2 Poup_t + \beta_3 PLF_t + \beta_4 RD_t + \beta_5 RL_t + \beta_6 PIB_t + \beta_7 C_t + \beta_8 E_t + \beta_9 SC_t + \beta_{10} C_{pub} + \varepsilon \quad (21)$$

Em que:

BNDES: estimativa da variável dependente, no caso, gestores independentes;

α : intercepto;

Inf = taxa de inflação apurada através do IPCA;

Poup = Saldo de depósitos na poupança;

PLF = Patrimônio Líquido de Fundos de Renda Fixa (em milhões de reais);

RD = Carteira consolidada de recursos direcionados;

RL = Carteira consolidada de recursos livres;

PIB = PIB Brasileiro (em milhões de reais);

C = Número de contas de clientes nos fundos de investimentos na indústria brasileira;

E = total de emissões no mercado doméstico de renda fixa e renda variável;

SC = Saldo da carteira de crédito sob controle privado;

C_{pub} = Saldo da carteira de crédito sob controle público.

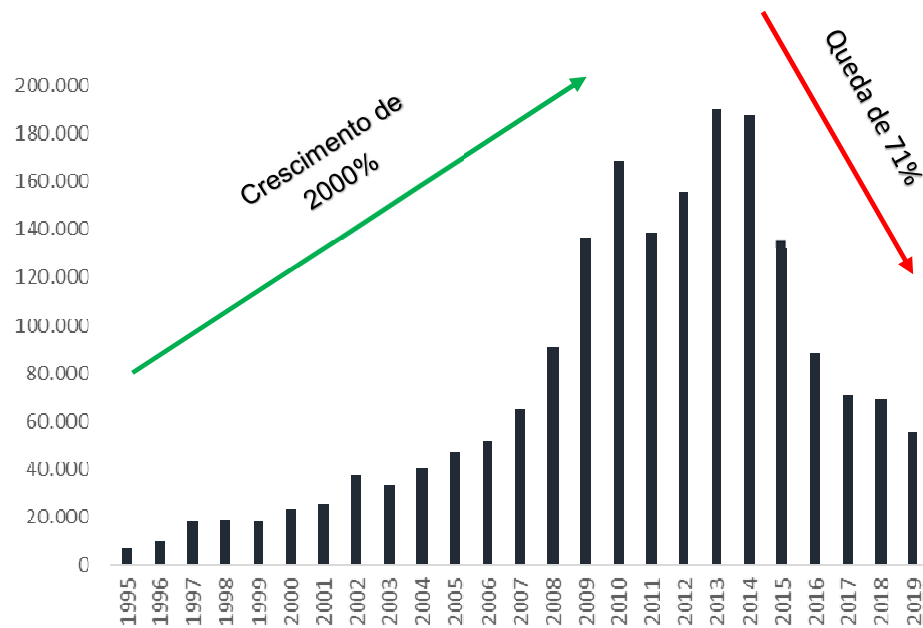
Visando alcançar os objetivos propostos foram estimados dois modelos de regressão lineares múltiplas. O primeiro foi estimado conforme o modelo de Nunes (2009) denominado nesse trabalho de modelo restrito. O segundo modelo, denominado de modelo irrestrito, agrega variáveis não contempladas no modelo de Nunes (2009) e identificadas na revisão da literatura como possíveis fatores para queda dos desembolsos do banco estatal.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 Análise dos dados

Entre os anos de 1995 até 2010, o BNDES apresentou crescimento exponencial em sua base de concessão de recursos, acumulando um crescimento de 2273% no período. Esse movimento foi revertido a partir de 2014, em que após esse ano, em todos os anos houve decréscimo no montante concedido pelo banco, atingindo uma queda acumulada de 71% no volume concedido nesse período.

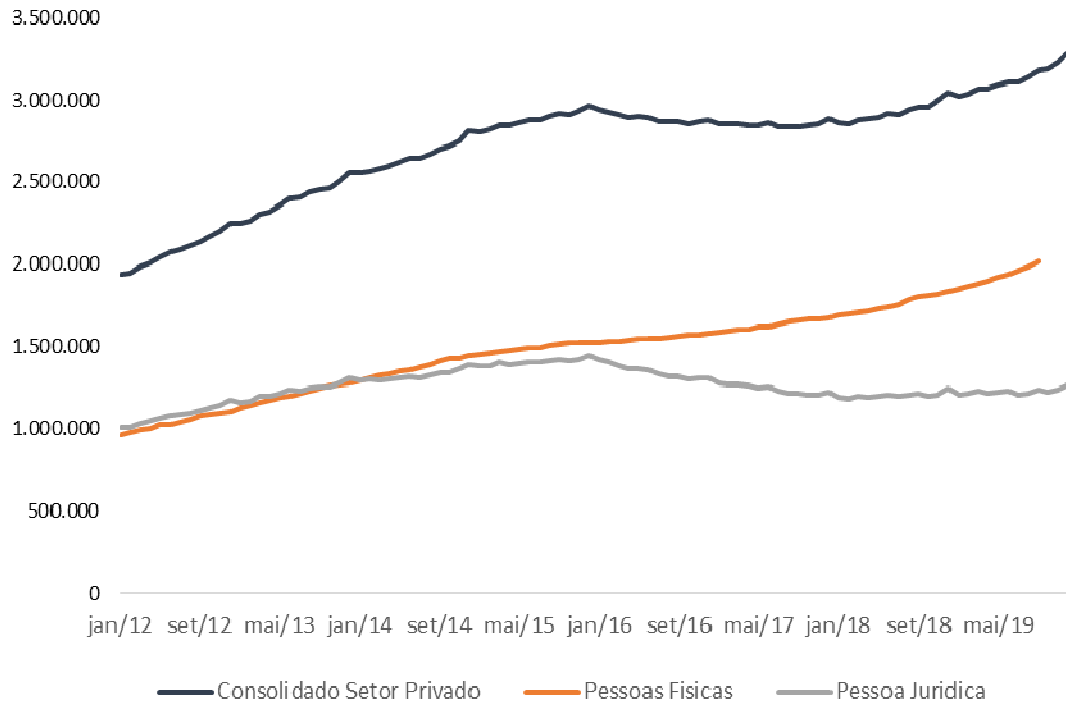
Gráfico 1 - Desembolsos anuais BNDES em milhões (R\$)



Fonte: Elaborada pela autora.

Por outro lado, desde 2012, as concessões feitas por instituições privadas, obtiveram um crescimento de 33%, tendo como alavanca a concessão de crédito para pessoas físicas. Isso pode justificar, em partes, a queda nos desembolsos do BNDES.

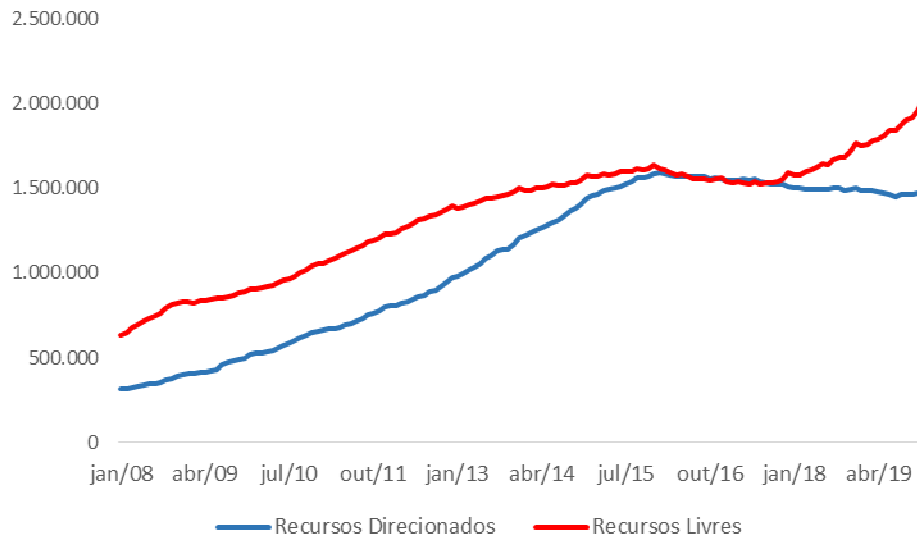
Gráfico 2 - Saldo das operações de crédito por tipo de cliente do setor privado em milhões (R\$)



Fonte: Elaborada pela autora.

Consequentemente, analisando do ponto de vista consolidado a partir de 2015 a carteira consolidada de recursos direcionados apresentou queda de 8% até o fechamento de 2019, enquanto a carteira de recursos livres apresentou crescimento de 23% no mesmo período.

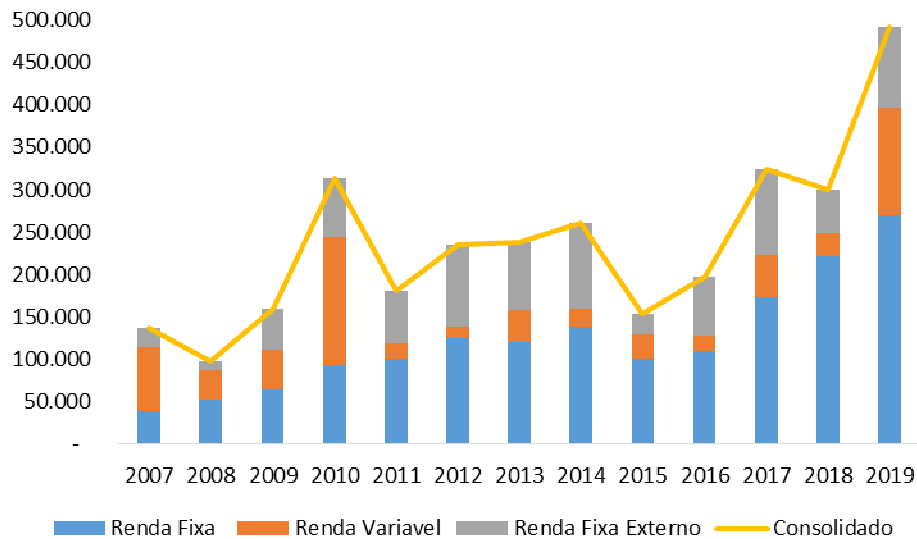
Gráfico 3 - Saldo da carteira de recursos livres e direcionados em milhões (R\$)



Fonte: Elaborada pela autora.

Do ponto de vista do mercado de capitais, nota-se um forte crescimento das ofertas de renda variável e de renda fixa no mercado doméstico, sobretudo desse último. Esses fatos nos indicam que as Companhias tiveram e tem acesso de forma mais acentuada ao mercado de capitais para obter financiamento, seja através do crédito ou do *equity*.

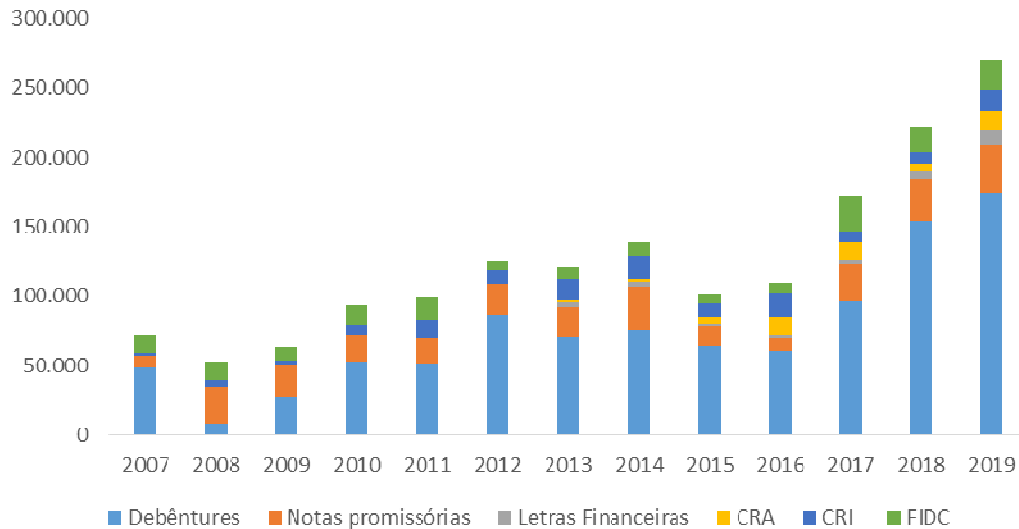
Gráfico 4 - Emissões mercado de capitais doméstico em milhões (R\$)



Fonte: Elaborada pela autora.

Dado que o presente estudo tem foco na evolução do mercado de crédito, podemos perceber um crescimento de 605% desde 2007 até 2019, tendo como destaque o crescimento das emissões de debêntures.

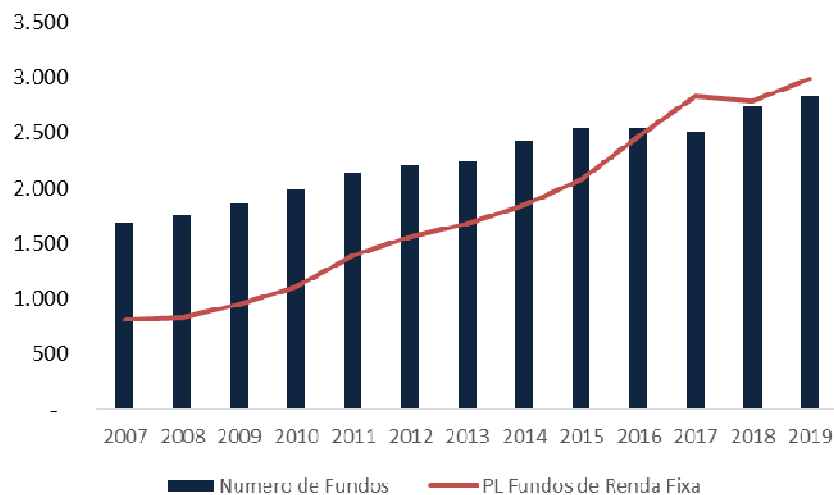
Gráfico 5 - Emissões mercado domésticos de renda fixa em milhões (R\$)



Fonte: Elaborada pela autora.

Não obstante, de acordo com a CVM, a indústria dos fundos de renda fixa cresceu consideravelmente desde 2007. Em termos de quantidade de fundos, houve um crescimento de aproximadamente 68% de 2007 até 2019, enquanto, nesse mesmo período, o montante de Patrimônio Líquido dos fundos de renda fixa saltou de R\$ 574 bilhões para R\$ 2.132 bilhões, ou seja, um crescimento de aproximadamente 271%.

Gráfico 6 - Evolução anual dos fundos de renda fixa



Fonte: Elaborada pela autora.

Os dados acima são condizentes com o estudo divulgado pelo CEMEC (2019). Conforme exposto pela Instituição, é notado um movimento de queda dos desembolsos do BNDES ao mesmo tempo em que há um forte crescimento da emissão de dívida corporativa pelas empresas. Esse movimento foi possível dado o desenvolvimento do mercado de capitais cujo um dos catalisadores foi o crescimento da indústria de fundos, os quais são responsáveis por substituírem o banco estatal no papel de credor das empresas (NUNES, 2009).

4.2 Estatísticas descritivas das variáveis

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis do modelo. Vale destaque as variáveis que tiveram o coeficiente de variação acima de 0,40: *BNDES*, *E*, *RD*, *PLF* e *Cpub*. Esse nível de coeficiente é considerado elevado e significa que as variáveis possuem volatilidade maior ao longo do período analisado.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis

Variável	Média	Desvio-padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Mediana	Máximo	Intervalo
<i>BNDES (R\$)</i>	119.479,75	48.431,96	0,41	55.313,84	135.942,05	190.419,04	135.105,19
<i>E (R\$)</i>	237.781,98	104.127,86	0,44	98.137,00	234.896,00	491.656,29	393.519,29
<i>Poup (R\$)</i>	543.807,46	203.644,39	0,37	235.262,00	597.943,00	845.465,00	610.203,00
<i>RL (R\$)</i>	1.361.632,69	404.726,98	0,30	627.514,00	1.505.304,00	2.013.755,00	1.386.241,00
<i>RD (R\$)</i>	1.072.072,38	480.632,23	0,45	316.407,00	1.206.067,00	1.588.251,00	1.271.844,00
<i>PLF (R\$)</i>	1.309.276,81	607.601,06	0,46	574.022,23	1.198.917,29	2.339.877,91	1.765.855,68
<i>F (qtd)</i>	13.008,08	3.556,34	0,27	7.892,00	13.882,00	19.423,00	11.531,00
<i>PIB (R\$)</i>	5.103.477,08	1.515.565,86	0,30	2.720.262,94	5.331.619,00	7.256.925,59	4.536.662,65
<i>C (R\$)</i>	12.403.624,69	3.004.352,01	0,24	10.195.650,00	11.092.178,00	21.036.423,00	10.840.773,00
<i>SC (R\$)</i>	13.959.579,31	4.032.998,67	0,29	6.445.521,00	15.180.195,00	20.254.684,00	13.809.163,00
<i>Cpub (R\$)</i>	13.735.931,46	6.778.303,10	0,49	3.475.880,00	15.147.299,00	21.335.948,00	17.860.068,00
<i>Inf (%)</i>	5,63	1,89	0,34	2,95	5,90	10,67	7,72

Fonte: Elaborada pela autora.

Das variáveis apresentadas na tabela 3, observa-se que exceto a inflação, as demais apresentaram uma correlação negativa em relação aos desembolsos do BNDES, o que implica auferir em que à medida que essas variáveis aumentam, os desembolsos do banco reduzem. Por outro lado, a inflação impacta positivamente os desembolsos do Banco Estatal.

Tabela 4 - Correlação

Variável	BNDES	E	Poup	RL	RD	PLF	F	PIB	C	SC	Cpub	Inf
BNDES	1,00											
E	-0,19	1,00										
Poup	-0,19	0,70	1,00									
RL	-0,08	0,70	0,98	1,00								
RD	-0,06	0,51	0,96	0,94	1,00							
PLF	-0,43	0,72	0,96	0,92	0,88	1,00						
F	-0,23	0,75	0,99	0,98	0,92	0,97	1,00					
PIB	-0,21	0,68	1,00	0,98	0,96	0,97	0,99	1,00				
C	-0,58	0,83	0,74	0,72	0,54	0,83	0,80	0,73	1,00			
SC	-0,08	0,68	0,98	1,00	0,95	0,92	0,98	0,98	0,70	1,00		
Cpub	-0,13	0,52	0,96	0,93	1,00	0,90	0,92	0,97	0,56	0,94	1,00	
Inf	0,47	-0,41	-0,04	0,07	0,17	-0,20	-0,07	-0,02	-0,35	0,08	0,13	1,00

Fonte: Elaborada pela autora.

As variáveis apresentam correlação elevada. Por isso foi desenvolvido o teste de multicolinearidade (teste *Vif*) e o resultado se encontra na tabela 5.

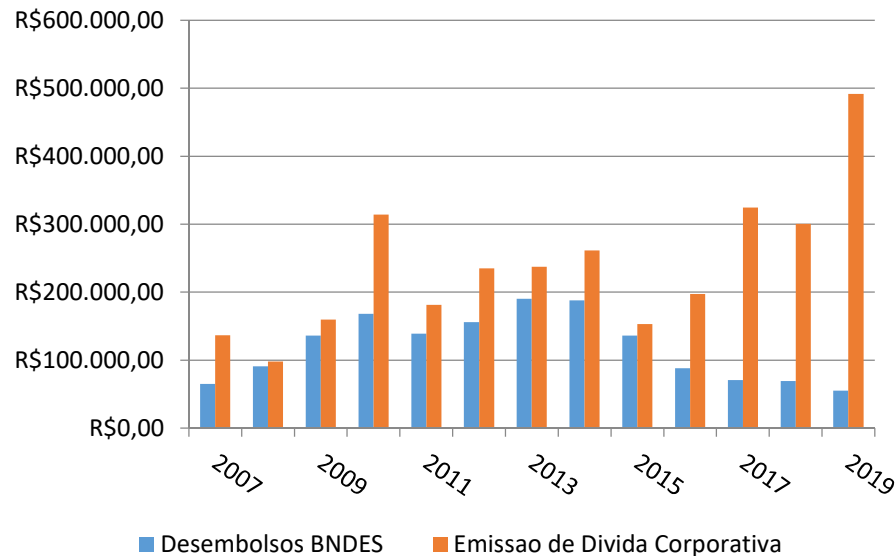
Tabela 5: Teste de Multicolinearidade

VIF (Multicolinearidade)		
Modelo restrito	VIF	Análise de resultado
Poup	19,05	VIF's elevados, ou seja, há variáveis que afetam a estabilidade dos parâmetros e inflam os betas do modelo.
PLF	19,77	
Inf	1,49	
VIF (Multicolinearidade)		
Modelo irrestrito	VIF	Análise de resultado
E	7,77	VIF's elevados, ou seja, há variáveis que afetam a estabilidade dos parâmetros e inflam os betas do modelo.
Poup	870,08	
RL	2.253,44	
RD	2.005,39	
PLF	492,21	
PIB	2.297,94	
C	41,13	
SC	1.779,97	
Cpub	1.194,39	
Inf	12,71	

Fonte: Elaborada pela autora.

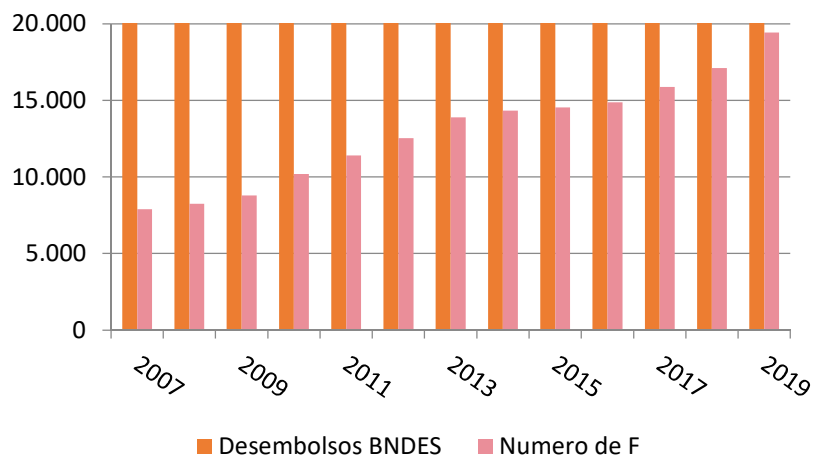
Nunes (2009) aponta que o surgimento dos gestores independentes é um fator de causa para a queda dos desembolsos do BNDES. A correlação negativa apresentada pelas variáveis acima corroboram para essa conclusão especialmente as variáveis *E* e *F*, as quais são indícios mais evidentes do desenvolvimento do mercado de capitais. Por isso essas variáveis serão exploradas abaixo. No anexo dessa monografia consta os gráficos das demais variáveis.

Gráfico 7 - BNDES e o mercado de capitais



Fonte: Elaborada pela autora.

Gráfico 8 - BNDES e o mercado de capitais



Fonte: Elaborada pela autora.

De acordo com o Gráfico 7, analisando-se o período de 2007 até 2019, há um movimento inverso entre o crescimento das emissões de dívidas corporativas no mercado de capitais brasileiro e os desembolsos do BNDES. É perceptível que à medida que aumenta o

número de emissões, há uma queda nos desembolsos do banco. Ademais, o Gráfico 8, exemplifica que na medida em que cresceu o número de fundos de renda fixa, houve uma queda nos desembolsos do BNDES.

Os gráficos acima reiteram os apontamentos presentes no estudo de Nunes (2009) o qual confirmou que o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e, conseqüentemente, o surgimento das *Assets*, influenciou na queda da participação de mercado do banco estatal. Além disso, esse resultado condiz com o estudo apresentado em 2019 pelo CEMEC.

4.3 Resultado dos modelos

Os resultados do primeiro modelo de regressão, respaldado na proposta de Nunes (2009) foram apresentados na tabela 4. O modelo foi denominado restrito para que pudesse então ser comparado à modelagem adiante, denominado o modelo irrestrito por conter outras variáveis cujas influências sobre o desembolso do BNDES são testadas nesta pesquisa.

Tabela 6: Resultado da primeira regressão

Modelo restrito				
	Coefficientes	Desvio	Estatística T	P-valor
<i>Intercepto</i>	86891,4927	24746,1208	3,5113	0,0066
<i>Poup</i>	0,7537	0,1262	5,9709	0,0002 **
<i>PLF</i>	-0,2785	0,0431	-6,4617	0,0001 **
<i>Inf</i>	-2238,7387	3799,5893	-0,5892	0,5702 **
Soma dos quadrados dos tratamentos	24.401.253.786,3798			
Soma dos quadrados dos resíduos	3.746.608.289,8938			
R-quadrado	0,86690			
R-quadrado ajustado	0,82253			
Estatística F	19,5387		p-valor	0,0003 **

Fonte: Elaborada pela autora.

Notas: ** significância estatística a 5%.

De acordo com os dados, mantendo *PLF* e *Inf* constantes, a variável *Poup* influência de forma significativa e positiva os desembolsos do BNDES. Assim, a cada milhão de reais depositados na poupança, há um incremento de aproximadamente 0,7537 milhões de reais nos desembolsos do banco.

Por outro lado, *PLF* e *Inf* influenciam de forma negativa os desembolsos do banco estatal. O aumento do patrimônio líquido dos fundos de renda fixa implica na redução dos desembolsos do banco. Esse fato faz sentido, uma vez que as Companhias acessando o mercado

de capitais e se financiando via os instrumentos de títulos diminuem a demanda por recursos do banco, implicando na queda dos seus desembolsos.

Em relação a variável de inflação, essa apresenta impacto negativo nos desembolsos do banco, na medida em que, quando a inflação aumenta, os desembolsos diminuem.

O R^2 ajustado é de 0,822, o que significa dizer que 82% da variação no volume desembolsado pelo BNDES são explicadas pelas variações do conjunto de variáveis do modelo sugerido por Nunes (2009).

Pelo método do teste F através da tabela ANOVA temos que na hipótese nula, H_0 , todas as variáveis são insignificantes, isto é, possuem coeficiente angular igual a zero e por isso não explicam o modelo. Por outro lado, a hipótese alternativa, H_1 , pressupõe que pelo menos uma das variáveis possuem coeficientes significativos. Dado que foi utilizada a significância de 95%, para rejeitarmos H_0 precisamos de alfa inferior a 5%. Conforme exposto na tabela ANOVA do modelo, a significância do teste foi de aproximadamente 0,0002. Logo, rejeitamos a hipótese nula, H_0 , e concluímos que ao menos uma das variáveis possui correlação com os desembolsos do Banco.

No segundo modelo, foram acrescentadas variáveis apontadas na literatura julgadas como influenciadoras na queda dos desembolsos do BNDES. Os resultados da segunda modelagem são apresentados na tabela 6.

Tabela 7: Resultado da segunda regressão

Modelo irrestrito					
	Coeficientes	Desvio	Estatística T	P-valor	
<i>Intercepto</i>	178844,0322	33698,7329	5,3071	0,0337	
<i>E</i>	0,2247	0,0215	10,4500	0,0090	**
<i>Poup</i>	0,9027	0,1163	7,7602	0,0162	**
<i>RL</i>	-0,3270	0,0942	-3,4720	0,0739	**
<i>RD</i>	-0,2076	0,0748	-2,7742	0,1091	**
<i>PLF</i>	-0,1314	0,0293	-4,4807	0,0464	**
<i>PIB</i>	-0,0546	0,0254	-2,1477	0,1648	**
<i>C</i>	-0,0191	0,0017	-11,1155	0,0080	**
<i>SC</i>	0,0469	0,0084	5,5833	0,0306	**
<i>Cpub</i>	0,0050	0,0041	1,2189	0,3471	**
<i>Inf</i>	4904,1196	1511,3532	3,2449	0,0833	**
Soma dos quadrados dos tratamentos	28.132.383.669,4617				
Soma dos quadrados dos resíduos	15.478.406,8118				
R-quadrado	0,9995				
R-quadrado ajustado	0,9967				
Estatística F	363,5049		p-valor	0,0027	***

Fonte: Elaborada pela autora.

Notas: ** significância estatística a 5%.

De acordo com os resultados as variáveis com coeficientes negativos indicam quedas dos desembolsos anuais do BNDES, dado o aumento das variáveis, sendo elas: o crescimento do PIB, a carteira dos recursos livres e direcionados, o patrimônio líquido dos fundos de renda fixa e o número de contas nos fundos de investimento. Por outro lado, as variáveis com coeficientes angulares positivos indicam o aumento dos desembolsos do BNDES também mediante aumento das variáveis, sendo elas: a emissão de dívida corporativa, o saldo das carteiras sob controle público e privado, o saldo da poupança e a taxa de inflação.

Com relação às emissões no mercado de capitais, à medida que essas aumentam, há o aumento dos desembolsos do BNDES. Esse fato pode ser explicado pelo fato do banco servir como instituição de suporte para muitas dessas operações.

À medida que o PIB brasileiro cresce, o modelo indica uma tendência de queda nos desembolsos do BNDES. Isso pode ser relacionado ao fato de que o desenvolvimento econômico está correlacionado ao desenvolvimento do mercado de crédito, e conseqüentemente, quando esse evolui há a tendência de queda nos desembolsos do banco.

O aumento da carteira de recursos livres indica aumento nos financiamentos pelo Sistema Financeiro Nacional, o que implica uma desaceleração na concessão de crédito pelo BNDES. Ao mesmo tempo, o crescimento da carteira de recursos direcionados provoca queda nos volumes de recursos do BNDES, já que o crescimento dessa carteira pode ser em função de maior demanda das pessoas físicas e jurídicas em crédito em outras instituições públicas, afetando o BNDES.

Os fundos de investimentos captam recursos de investidores que almejam uma remuneração financeira em contrapartida aos recursos aportados. Cada investidor ao aplicar nos fundos, automaticamente está comprando um percentual de cotas e por isso se torna cotistas daquele fundo. Conforme há um maior número de cotistas, ou seja, mais recursos aplicados, o patrimônio desses fundos tende a aumentar. Na medida em que há o crescimento do patrimônio líquido dos fundos de investimentos de renda fixa, os gestores conseguem financiar mais empresas e proporcionar o crescimento do mercado de crédito e a menor dependência por recursos do BNDES.

Uma vez que o BNDES é um agente financiador público, faz sentido aumentar os desembolsos do banco na medida em que está havendo crescimento da carteira de crédito sob controle público. Já o fato do crescimento da carteira de crédito sob controle privado aumentar os desembolsos do BNDES, pode ser explicado como um crescimento do mercado de crédito como um todo, em que as pessoas estão recorrendo a financiamentos públicos e privados.

O aumento do saldo da poupança induz que as pessoas estão guardando seus recursos e isso pode implicar em um mercado de capitais com menos recursos provenientes de investidores representados por pessoas físicas e por consequência a necessidade do banco atuar como financiador das empresas.

Quanto ao crescimento da inflação provocar aumento nos desembolsos do banco podemos inferir que a economia possa estar desequilibrada, e por isso, o banco ser o principal agente de concessão de crédito.

Através do teste ANOVA, conforme resultado da estatística F da tabela 6, utilizando a significância de 95%, a significância do teste foi de aproximadamente 0,0027. Logo, rejeitamos H_0 e concluímos que ao menos uma das variáveis possui correlação com os desembolsos do Banco.

O R^2 do modelo é de aproximadamente 99%, o que significa que 99% das variações dos desembolsos do BNDES podem ser explicadas pelas variações das variáveis explicativas, mostrando maior precisão do modelo se comparado à primeira regressão.

Uma análise adicional foi desenvolvida a partir de pressupostos levantados por Gujarati e Porter (2011) em que foi testada a normalidade dos resíduos, a especificação dos modelos, a variância ou quebra estrutural dos resíduos, o teste de forma funcional dos modelos e de multicolinearidade e linearidade das variáveis, e pôr fim a homocedasticidade dos resíduos. Os resultados estão disponíveis a seguir:

A normalidade dos resíduos foi testada com Shapiro-Wilk conforme a tabela 8.

Tabela 8: Teste de Normalidade dos resíduos

Shapiro test (normalidade de resíduos)			
Modelo	Estatística W	p-valor	Análise do resultado
Modelo restrito	0,96	0,89	Resíduos tendem a seguir distribuição normal.
Modelo irrestrito	0,97	0,91	

Fonte: Elaborada pela autora.

A especificação dos modelos foi testada pelo *Reset test* conforme a tabela 9.

Tabela 9: Teste de Especificação do modelo

Reset Test (especificação do modelo)			
Modelo	Reset	p-valor	Análise do resultado
Modelo restrito	5,66	0,04	No modelo restrito se rejeita H_0 enquanto no modelo irrestrito não se rejeita H_0 , indicando que o modelo possui uma boa especificação.
Modelo irrestrito	0,69	0,56	

Fonte: Elaborada pela autora.

A quebra estrutural dos modelos foi verificada através da tabela ANOVA, a qual apresentou estatística F de 68,87 e Pr (>F) de 0,01. Nesse caso se rejeita H0 de que há quebra estrutural dos resíduos dos modelos. O teste de forma funcional dos modelos foi testado pelo teste T, conforme a tabela 10.

Tabela 10 - Teste de Forma Funcional

Coefstest (Teste dos coeficientes)			
Modelo restrito	Estatística T	p-valor	Análise do resultado
Intercepto	4,08	0,00	Apresenta significância
Poup	7,53	0,00	Apresenta significância
PLF	-9,28	0,00	Apresenta significância
Inf	-1,13	0,29	Não apresenta significância
Coefstest (Teste dos coeficientes)			
Modelo irrestrito	Estatística T	p-valor	Análise do resultado
Intercepto	14,52	0,00	Apresenta significância
E	30,84	0,00	Apresenta significância
Poup	22,00	0,00	Apresenta significância
RL	-7,04	0,02	Apresenta significância
RD	-5,96	0,03	Apresenta significância
PLF	-11,15	0,00	Apresenta significância
PIB	-6,62	0,02	Apresenta significância
C	-34,51	0,00	Apresenta significância
SC	13,20	0,00	Apresenta significância
Cpub	2,39	0,14	Não apresenta significância
Inf	8,75	0,01	Não apresenta significância

Fonte: Elaborada pela autora.

O teste de linearidade das variáveis dos modelos (teste de Wald) apresentou estatística F de 68,87 e Pr (>F) de 0,01. Nesse caso se rejeita H0 de que há linearidade entre as variáveis. O teste de heterocedasticidade dos resíduos foi testado pelo teste de *Breusch-Pagan* e o resultado se encontra na tabela 11.

Tabela 11 - Teste de Heterocedasticidade

Breusch-Pagan (Heterocedasticidade)			
Modelo	BP	p-valor	Análise do resultado
Modelo restrito	6,54	0,09	Em ambos os modelos, não se rejeita H0 de homocedasticidade.
Modelo irrestrito	10,87	0,37	

Fonte: Elaborada pela autora.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) foi fundado em 1952 com o objetivo de promover o desenvolvimento econômico e social da economia brasileira através da concessão de recursos para financiamentos e investimentos de longo prazo. Durante os anos de 1952 até os anos 2000, o cenário macroeconômico brasileiro foi caracterizado por alto nível de incerteza atrelado á instabilidades no cenário internacional. As oscilações na economia brasileira só foram controladas após a instauração do Plano Real em 1994. Após 10 anos de vigência do plano econômico, a economia brasileira conseguiu reverter o quadro inflacionário de 50% ao ano em 1994 para 2,8% ao ano ao final de 2004.

Esse período econômico conturbado, principalmente entre 1980 até os anos 2000, foi classificado como um impedimento para o desenvolvimento do mercado de crédito brasileiro. A partir de 2004, esse mercado engrenou em uma trajetória de crescimento a qual foi alavancada em função da estabilização das variáveis macroeconômicas brasileiras e pela criação de novos mecanismos institucionais, tal como, o crédito consignado. Em conjunto, esses fatores provocaram a entrada de pessoas físicas no mercado de crédito assim como o surgimento de gestores independentes. O que resultou em um mercado de crédito mais maduro e desenvolvido, facilitando o fácil acesso entre os credores e os financiados. Isso pode ser exemplificado pelo crescimento de 140% nas emissões de debêntures entre 2005 até 2012.

Em contrapartida, o forte crescimento e desenvolvimento do mercado de crédito impactou a atuação do BNDES, provocando uma queda significativa nos desembolsos do banco estatal. De 1995 até 2010, o banco apresentou crescimento superior a 2000% em sua base de concessão de financiamentos. Por outro lado, de 2014 até 2019, o banco obteve uma queda superior a 70% em sua base de desembolsos.

O presente estudo teve como objetivo identificar os principais fatores que influenciaram nos desembolsos do BNDES ao longo dos anos. Para isso, foi percorrida a trajetória histórica do banco assim como a evolução do mercado de crédito brasileiro.

Os principais resultados encontrados nas análises de dados foi uma correlação negativa entre o crescimento das emissões no mercado de capitais e os desembolsos do banco estatal. Dando foco ao mercado de crédito, as emissões de renda fixa auferiram um crescimento de 605% de 2007 até 2019. Além disso, a indústria de fundos de renda fixa obteve um crescimento de 68% no mesmo período. Por outro lado, nesse o banco estatal tinha uma base de concessão de R\$ 70 bilhões em 2007, alcançou a marca de R\$ 200 bilhões em 2012 e retomou ao nível de 2007 ao final de 2019.

Através dos modelos de regressões lineares, as variáveis identificadas como influenciadoras para queda nos desembolsos do BNDES são: patrimônio dos fundos de renda fixa, carteira de recursos livres e direcionados, taxa de crescimento do PIB e o número de contas em corretoras. Dessa forma, esse estudo encontrou indícios para a queda na participação do BNDES no mercado de crédito brasileiro. Entretanto é válido ressaltar as limitações desse estudo. Os dados disponibilizados pela CVM e pela ANBIMA constam apenas em série anual e a partir de 2007, o que limitou os modelos de regressões no intervalo de 2007 até 2019 e com dados em base anual.

Além disso, ausência de estudos mais recentes sobre a trajetória do banco e o desenvolvimento do mercado de crédito brasileiro, é um ponto de atenção. Por último, os testes desenvolvidos, de multicolinearidade e de linearidade, apontam certa fragilidade dos modelos de regressão desse trabalho e induzem propostas para desenvolvimento de novos estudos com outras variáveis e com a utilização da técnica de Stepwise para o desenvolvimento de um modelo mais assertivo.

REFERÊNCIAS

ALEM, Ana. **BNDES: Papel, desempenho e desafios para o futuro**. Rio de Janeiro, 1997.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimentos**. Disponível em < https://www.ANBIMA.com.br/pt_br/pagina-inicial.htm >. Acesso em 17/03/2020 às 20:00 horas.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Disponível em < <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries> >. Acesso em: 16/03/2020 às 19:00 horas.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Central de Downloads**. Disponível em < <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home> >. Acesso em 18/03/2020 às 22:00 horas.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Guia do Financiamento**. Disponível em < <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home> >. Acesso em 18/03/2020 às 22:00 horas.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Quem somos**. Disponível em < <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home> >. Acesso em 16/02/2020 as 13:00 horas.

BERNARDINO, Ana Paula da Silva. **Fontes de recursos e Atuação do BNDES sob uma Perspectiva Histórica**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.12, n. 23, p.53-72,2005.

CASTRO, Lavínia de Barros. **História do Planejamento do BNDES (1983-2014): lições e questões**. Biblioteca Digital BNDES.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/> >. Acesso em 17/03/2020 às 23:05 horas.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de dívida corporativa no Brasil: Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento**. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/> >. Acesso em 18/03/2020 às 20:45 horas.

CRESWELL, John W. **Projeto de pesquisa – Métodos qualitativo, quantitativo e misto**. São Paulo, 2ª edição, 2007.

CUNHA, André Moreira; SILVA, Pedro Perfeito; LELIS, Marcos Tadeu Caputi; LOPES, Lucas Ulguim. **Ciclos Financeiros e o Comportamento do Crédito no Brasil entre 2004 e 2015**. Campinas, 2019.

CUNHA, Lucas Santana da. **Regressão Linear Múltipla**. Universidade Estadual de Londrina. 2018

DALIO, Danilo José; MIYAMOTO, Shiguenoli. **O Governo Vargas e a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos**. Campinas, 2010.

FILHO, Ernani Teixeira Torres; COSTA, Fernando Nogueira da. **Economia e Sociedade: BNDES e o financiamento do desenvolvimento**.v.21. pag.975-1009. Campinas, 2012.

FIOCCA, Demian. **Economia Brasileira e a Evolução do Mercado de Crédito**. Aberj.2006.

GIAMBIAGI, Fabio; PASTORIZA, Florinda Antelo; JUNIOR, Sebastião Bergamini. **Perspectiva para o custo financeiro do BNDES**. Revista do BNDES. Rio de Janeiro,2002.

GUIDO, Mantega. **O BNDES e o Novo Ciclo de Desenvolvimento**. Revista BNDES, Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p.3-16, 2005.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. 5ª edição. São Paulo, 2011.

JUNIOR, Valter Takuo Yoshida; SCHIOZER, Rafael Felipe. **Capital Bancário e o Crédito no Brasil**. Revista de Administração Contemporânea. Curitiba, 2015.

MARTINS, Norberto Montani; DE ARAÚJO FERRAZ, Camila. **A expansão do mercado de crédito brasileiro no período 2004-2009: determinantes, condicionantes e sustentabilidade**. Cadernos do desenvolvimento, v. 6, n. 9, p. 269-289, 2018.

MEMÓRIA BNDES. **Linha do tempo**. Disponível em <
<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home>>. Acesso em 18/02/2020 às 20:30 horas.

MILANI, Bruno; CERRETA, Paulo Sergio. **Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros**. Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria, v.6, n.1, p.119-138, 2013.

MORA, Monca. **A evolução no crédito no Brasil entre 2003 e 2010**. Texto para discussão. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. 2014.

MORAES, Roque. **Análise de conteúdo**. Revista Educação, Porto Alegre, v. 22, n. 37, p. 7-32, 1999.

NUNES, Ricardo Machado; FERNANDES, Marcelo. **Títulos de dívida corporativa de empresas brasileiras: investir em emissões do mercado interno ou externo?** Working Paper Series – FGV, São Paulo, 2014.

NUNES, Sylvia Renata Pereira Aragão. **Determinantes do Crescimento das Gestoras Independentes de recursos no Brasil, pós Plano Real**. Rio de Janeiro, 2009. Tese de mestrado.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; WOLF, Paulo Jose Whitaker. **A Dinâmica do mercado de Crédito no Brasil no período recente (2007-2015)**. Texto para discussão – IPEAD, Brasília, 2016.

PAIVA, Marcia de. **BNDES: um banco de história e do futuro**. São Paulo. 2012.

PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luís; BASILIO, Flavio AC. **Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos federais**. Nova Economia, v. 23, n. 3, p. 473-520, 2013.

PRATES, Daniela Magalhães; CINTRA, Marcos Antônio Macedo; FREITAS, Maria Cristina Penido. **O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90**. Economia e Sociedade, v. 9, n. 2, p. 85-116, 2000.

PUGA, Fernando Pimentel; GABRIELLI, Humberto. **O BNDES e o investimento: 2000 a 2016**. Rio de Janeiro. 2018.

ROSA, Rafael Mouallem. **Implicações Macroeconômicas do BNDES**. São Paulo. 2015. Tese de mestrado.

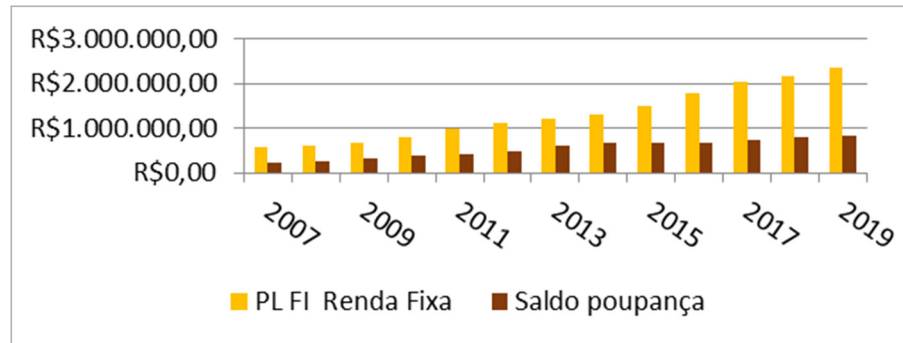
SANT'ANNA, André Albuquerque; JUNIOR, Gilberto Rodrigues; ARAUJO, Pedro Quaresma de. **Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008)**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.16, p. 41-60, 2009.

TINOCO, Guilherme; *et al.* **A renegociação da dívida do BNDES com Tesouro Nacional: antecedentes, motivação e desdobramentos**. Textos para discussão, Rio de Janeiro, 2018.

ANEXOS

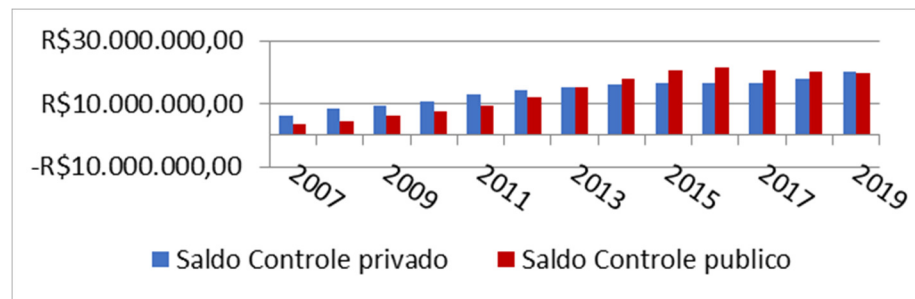
Anexo A – Análise de dados

Gráfico 9 - Patrimônio dos fundos de renda fixa e o saldo da poupança



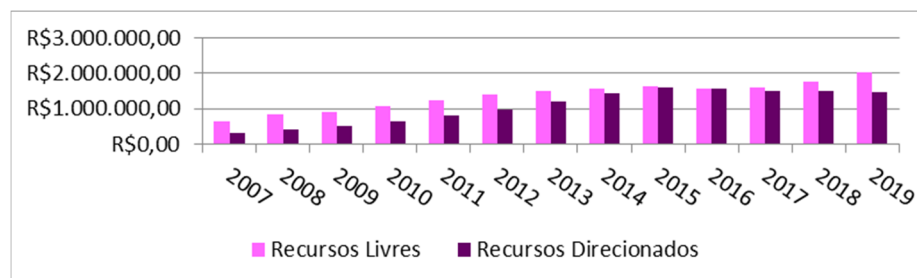
Fonte: Elaborada pela autora.

Gráfico 10 - Saldo por tipo de controle



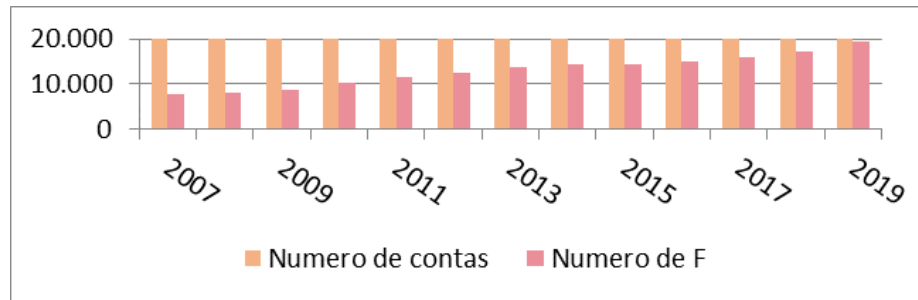
Fonte: Elaborada pela autora.

Gráfico 11 - Carteira de recursos livres e direcionados



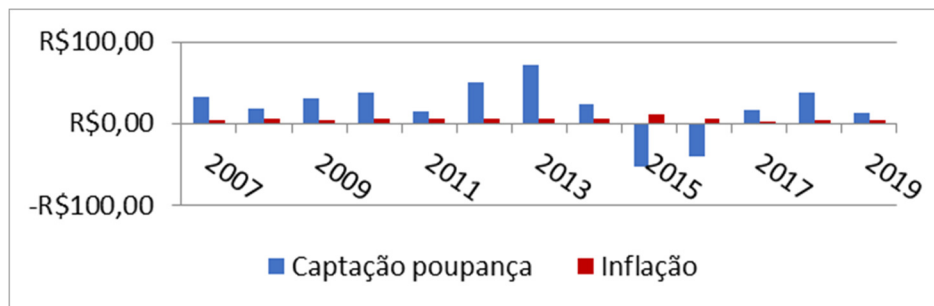
Fonte: Elaborada pela autora.

Gráfico 12 - Número de contas em corretoras e número de fundos de renda fixa



Fonte: Elaborada pela autora.

Gráfico 13 - Inflação e captação da poupança



Fonte: Elaborada pela autora.