

FATORES DETERMINANTES DA DISPONIBILIDADE MUNICIPAL DOS FINANCIAMENTOS DO BNDES¹

LUIZ ALBERTO BASTOS PETITINGA²
REGINALDO SOUZA SANTOS³

Resumo

O artigo aborda uma das formas de financiamento praticada pelo BNDES, através de agentes, denominada de operação indireta. Ela surgiu da necessidade de se obter ampla alcance espacial para os recursos desse Banco, favorecendo as pequenas e médias empresas. O texto problematiza a relevância do sistema bancária nacional na oferta desses recursos, destacando que, ao tempo em que permitiu que estes chegassem em toda localidade onde há uma agência bancária, por outro lado os submeteu não só à lógica concorrencial bancária, mas também às diferenças regionais, determinadas por fatores históricos. Dito de outra forma, na perspectiva pós-keynesiana, além da preferência pela liquidez, decorrente da incerteza, outros elementos, como o desenvolvimento das instituições e as limitações da informação, interferem no comportamento dos agentes, afetando o crédito tanto do ponto de vista macroeconômico, quanto regional. Fundado nessa concepção teórica e com uso de um conjunto de dados para o período 2002/2012, analisa-se, inicialmente, a relevância das operações indiretas, seguida das relações que se estabelecem entre o BNDES e os bancos nacionais e o comportamento regionalmente diferenciado do sistema bancário. A articulação desse conjunto de dados permite inferir que a concentração espacial dos repasses do BNDES não pode ser explicado apenas pelas diferenças entre as estruturas produtivas locais.

Palavras Chave: Teoria Monetária Pós-Keynesiana, Finanças Regionais. BNDES.

1 Este artigo originou-se da tese de doutorado defendida no Núcleo de Pós-Graduação em Administração da Escola de Administração da Universidade Federal da Bahia, com igual título.

2 Economista. Doutorando pelo NPGA/UFBA. Professor Adjunto do Departamento de Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFBA.

3 Professor visitante da Universidade Federal de Alagoas (UFAL) e do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Bahia (UFBA). E-mail: rsouza@ufba.br.

Introdução

A relevância do BNDES, ainda hoje, no financiamento de longo prazo e, portanto, no desenvolvimento socioeconômico do país, o torna tema importante de discussão, tanto no meio acadêmico e empresarial, quanto entre os formuladores de políticas públicas.

Inicialmente, deve-se destacar que esse modelo de instituição de financiamento do desenvolvimento surgiu no pós-guerra, principalmente nos países de industrialização tardia, inspirado na criação do Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento – BIRD, com o propósito de responder ao problema do financiamento do investimento. Em pouco tempo, tornaram-se agentes relevantes no desenvolvimento desses países que não conseguiram reproduzir o modelo anglo-saxão e alemão de financiamento, conforme comentaremos adiante.

Há uma vasta literatura que discute as razões do protagonismo do BNDES no desenvolvimento do capitalismo brasileiro, nos seus quase 70 anos. Essa literatura aborda, de diferentes perspectivas teóricas, o problema do financiamento do desenvolvimento brasileiro, o papel do Sistema financeiro Nacional e desse Banco de Desenvolvimento.⁴Nosso propósito nesse artigo, não é abordar a questão do financiamento do desenvolvimento na perspectiva da teoria do crescimento, mas sim abordar uma forma particular de financiamento, operada por essa instituição de fomento, conhecida como operações indiretas, e suas implicações na distribuição regional do crédito de longo prazo.

Essa modalidade de financiamento, também conhecida como operações de repasses, são(é) realizada(s) por instituições financeiras, em sua grande maioria bancos nacionais. Nessas operações o agente repassador é remunerado de modo a cobrir seus custos, o risco da operação e obter alguma remuneração.

Essas operações, instituídas em 1966, resultam da criação de um programa nacional voltado para estimular a produção nacional de bens de capital. Sua viabilização exigiu a formação de uma rede nacional de agentes,

⁴ Dentre vários autores que trabalharam o tema tem-se: Maria da Conceição Tavares, Mario Henrique Simonsen, Luciano Martins, Carlos Lessa, Celso Furtado, Sonia Draibe, João Manoel Cardoso de Mello, Luiz Gonzaga Belluzzo, José Júlio Gomes de Almeida e Pérsio Arida.

que permitisse aos recursos desse Banco de fomento alcançar as pequenas e médias empresas, em todo o país.

Ao longo do tempo, essa forma de operação, denominada *operação indireta*, consolidou um estreito vínculo do BNDES com as instituições operacionais do Sistema Financeiro Nacional – SFN, que se inicia no exato momento em que este se encontrava em processo de estruturação, orientado pelas reformas financeiras da metade da década de 1960 do século passado.

Os dados estatísticos que serão apresentados expressam, de um lado, a importância desse banco na formação bruta de capital do país, em anos recentes, e, do outro, o peso das operações indiretas no total de seus financiamentos. No caso das operações indiretas elas tendem a ser relativamente mais importantes em períodos de baixo crescimento, em razão da pouca presença de projetos estruturantes que, em geral, são financiados diretamente pelo BNDES.

Em virtude da importância do SFN na oferta local dos recursos do BNDES, uma primeira questão a ser colocada é a possível influência da estratégia concorrencial dos bancos sobre a disponibilidade local desses recursos. Assim é indispensável colocarmos, como pano de fundo da análise, a teoria da firma bancária, enfatizando a questão da incerteza e a consequente preferência pela liquidez, como comportamento defensivo, adotado pelos agentes, perante a possibilidade de não conseguirem remunerar sua riqueza, e, inclusive, incorrer em perda de seu valor.

Um segundo aspecto a ser considerado é a existência de diferenças regionais de comportamento dos agentes, particularmente os bancos, em razão de fatores que historicamente reforçaram diferenças no grau de desenvolvimento regional, fazendo com que a percepção de incerteza seja diferenciada regionalmente.

Essas análises apoiam-se na perspectiva pós-keynesiana, que aponta, como um dos seus pressupostos o fato da disponibilidade de moeda não ser regulada de forma unilateral pela autoridade monetária e a taxa de juros resultar da maior ou menor preferência pela liquidez, em razão do grau de incerteza sobre o retorno dos diversos ativos. Essa incerteza é fortemente influenciado pelo volume e qualidade das informações e o desenvolvimento das instituições, e como afirmava Keynes (1983), impossível de se transformar em risco, com a adoção de modelos de distribuição de probabilidade.

Considerando-se que tanto a incerteza, quanto a preferência pela liquidez estão presentes no comportamento da firma bancária, e em suas escolhas quanto a melhor composição de ativos, capaz de gerar maior lucro, nosso objetivo passa a ser a definição de que variáveis melhor expressariam tal comportamento.

Assim a partir dessa fundamentação teórica e com base em dados de balanço dos bancos, disponibilizados pelo Banco Central, construímos variáveis que foram distribuídas espacialmente com o uso do programa GeoDa, versão 13, possibilitando que realizássemos algumas inferências.

Desse modo, à medida que os bancos tornam-se agentes fundamentais na distribuição espacial dos recursos do BNDES, é possível que suas estratégias concorrenciais, visando a obtenção de crescente participação no mercado e, conseqüentemente, maior lucro, não convirjam, necessariamente, para uma maior oferta regional de fundos desse Banco de Desenvolvimento.

Portanto a incerteza provocada pelos fatores anteriormente citados leva a que, independente do grau de risco em relação ao retorno esperado de um dado projeto, o banco venha a privilegiar o financiamento de investimento em regiões onde a incerteza seja menor. Essa situação necessariamente afetará o desenvolvimento local, dada a importância do crédito no produção contemporânea.

Esse artigo conta, além dessa Introdução, com a segunda seção que traz uma abordagem da teoria da firma bancária e da disponibilidade regional de crédito. A terceira seção que trata da criação e breve análise da trajetória do BNDES. A quarta seção que, inicialmente, descreve as variáveis utilizadas, seguida de dados que ilustram as relações desse Banco de Desenvolvimento com as instituições financeiras e de uma análise espacial do comportamento dessas últimas, à luz da teoria abordada. A quinta seção apresenta as principais conclusões.

Os bancos e a disponibilidade regional de crédito

A teoria da firma bancária contempla abordagens baseadas em modelos de equilíbrio, em que, a uma dada taxa de juros, toda a demanda por crédito é atendida, destacando-se como variável condicionante da função maximizadora de lucro do banco, o custo de obtenção de reservas

adicionais.⁵ Outro em que o equilíbrio, a um dado preço que maximiza o retorno, resulta em um excesso de demanda não atendida, devido ao fato do próprio preço de mercado influenciar o comportamento dos demais demandantes, com efeitos sobre o retorno esperado do ofertante do bem ou serviço. Além desses tem-se os modelos keynesianos e pós-keynesianos que enfatizam o papel da incerteza e da preferência pela liquidez, essa representando a conduta defensiva de todos os agentes, contra possíveis perdas. Os bancos, em especial, que ofertam um tipo de moeda, concorrente da moeda estatal, formam carteiras ativas, lastreadas em diferentes passivos, incluindo a própria moeda escritural. É nesse ambiente que requer a revisão, a todo o momento, das posições ativa e passiva e a preservação de sua margem de mercado que se dá determinação da oferta de crédito pelos bancos (Paula, 1999).⁶ Os modelos de equilíbrio geral, sem excesso de demanda a um dado preço, pressupõem que os bancos são intermediários neutros na transferência de recursos, ou seja, incapazes de afetar tanto as condições de financiamento da economia, quanto o volume de depósitos à vista. Nesses modelos, ambas as variáveis, são consideradas exógenas, portanto dependentes da preferência do público em relação à quantidade de moeda que deseja reter, sob dada restrição orçamentária, e das condições estruturais da economia, que são fundamentais na determinação da demanda por crédito e a taxa de juro (Paula, 1999).

Os modelos de equilíbrio, com excesso de demanda a um dado preço, caracterizam-se pela violação de alguns pressupostos, exigidos nas análises tradicionais, a exemplo da consideração do preço de equilíbrio como sendo aquele que assegura todo atendimento da demanda (ou uso da oferta).

Segundo Stiglitz & Weiss (1981), os bancos, ao emprestarem, estão preocupados com a taxa de juros e o risco do empréstimo, porém a própria taxa de juros cobrada é capaz de afetar o risco da operação e, portanto, o retorno esperado. Isso ocorreria devido à combinação de dois elementos, a seleção adversa e o efeito incentivo provocado nos tomadores, em decorrência da informação imperfeita que prevalece no mercado de

⁵ É necessário considerar que os modelos simplificam a realidade, visto que os bancos, exemplo de muitas firmas não bancárias ofertam vários bens ou serviços no mercado, tornando o problema da maximização de lucro e as restrições para tanto, muito mais complexas.

⁶ Não se ignora as contribuições marxistas sobre o papel da moeda e do crédito em uma sociedade produtora de mercadorias para troca, em que os agentes demandam capital, em sua forma monetária, no processo de acumulação.

crédito.⁷Diante desses fatores, o banco tende a praticar uma taxa de juros que maximize seu retorno, ainda que haja tomadores de empréstimos não atendidos, mesmo que dispostos a pagar taxas mais elevadas, caracterizando o problema de racionamento de crédito.

Como afirmamos na Introdução utilizaremos a perspectiva de análise pós-keynesiana, inicialmente, para expor o comportamento da firma bancária, e, posteriormente, argumentar quanto à existência de fatores que levam a que este seja diferenciado regionalmente, independentemente, do risco específico do tomador e do projeto financiado.

Seguindo a concepção de Keynes, a principal característica de uma economia monetária de produção, é a forma de atuação dos bancos que resulta na endogeneidade da moeda, ou seja, os bancos ao criarem crédito criam, simultaneamente, depósitos que têm o poder de liquidar obrigações, semelhante à moeda estatal. A segundo surge em decorrência da existência da incerteza não probabilística quanto ao futuro o que faz da moeda, mais que meio de pagamento, uma forma dos agentes econômicos preservarem sua riqueza, ante a possibilidade de perda de capital. Essa combinação interfere no valor dos ativos concorrentes e, portanto, no volume e condições de crédito, afetando a atividade econômica.

Assim a combinação entre liquidez e rentabilidade, que orienta a formação da estrutura de ativos e de passivos do banco interfere diretamente na flutuação da oferta monetária e, portanto, na disponibilidade de crédito na sociedade, tornado o papel dos bancos bastante ativo.

Isto significa que a disponibilidade de crédito poderá diminuir devido a maior preferência pela liquidez dos bancos, sem estar relacionada aos riscos inerentes ao empréstimo, fazendo que o racionamento de crédito possa surgir quase que independentemente dos retornos esperados dos projetos de investimento (Paula, 1999, p. 21).

Outro aspecto que merece destaque é a grande flutuação dos empréstimos bancários (e outras formas de obrigações emitidas pelos agentes econômicos), em decorrência de mudanças nas expectativas gerais quanto

7 A seleção adversa está associada a possibilidade de composição de uma carteira de empréstimo com um grau de risco relativamente maior à medida que a taxa de juros é elevada, o que provoca redução do retorno esperado. O efeito incentivo ou risco moral resulta da possibilidade do tomador, em razão da maior taxa de juros contratual, tornar o projeto mais arriscado para fazer frente à elevação dessa taxa de juros.

ao retorno dos ativos (reprodutíveis ou não), que tende a contagiar os bancos, levando-os a rever sua disposição ao risco, conforme assinala Minsky. Quando as reavaliações levam a uma reversão das expectativas positivas a maior preferência pela liquidez impõe uma revisão da carteira que tende a amplificar as flutuações no ciclo de negócios, tornando essas instituições fonte de grande instabilidade no mundo moderno, para o que contribui a excessiva alavancagem de todos agentes econômicos, contemporaneamente. A esse conjunto de elementos, pode-se adicionar a competição bancária que dentre outras condutas, busca elevar o valor de mercado dos ativos de seus acionistas.

The market value of a bank as of all other profit-oriented entities is the capitalized value of future earnings, and the capitalization rate reflects the market interest rate and the presumed assuredness and expected growth of earnings (Minsky, 2008, p. 262).

A crise, originada pela incerteza quanto ao retorno dos ativos reprodutíveis, ao afetar o valor dos títulos em geral, fará com que o banco reposicione sua carteira, com ênfase na escolha de títulos que, embora remunerem pouco, assegurem ampla liquidez, a exemplo de títulos públicos, o que contribuirá para reduzir o espaço de absorção de títulos privados.

Uma contribuição importante à discussão da firma bancária, por incorporar elementos adicionais à incerteza e a preferência pela liquidez, é encontrada no trabalho de Chick (1994). Nele ela aborda a importância do desenvolvimento das instituições e sua capacidade de afetar as categorias econômicas, ilustrada nos estágio de desenvolvimento dos bancos.

Logo no início do texto a autora reafirma a qualificação que havia feito em outra obra, em relação à concepção de Keynes sobre a inversão do circuito poupança investimento, destacando que a discussão teórica desse circuito não pode ser feita de forma independente da evolução do sistema bancário.

Em Chick (1983, cap. 9), foi afirmado que a inversão da causalidade na relação entre poupança e investimento, proposta por Keynes (1936), não devia ser vista como a teoria correta triunfando sobre o erro, mas como uma mudança no que constituía a teoria correta, devido ao desenvolvimento do sistema bancário (Chick, 1994, p. 10).

Os estágios descritos por Chick, evoluem de uma situação inicial, em que a moeda escritural, ainda, não representava uma realidade, portanto boa parte das transações eram realizadas com a moeda estatal, até o estágio contemporâneo em que a moeda escritural passa a ser preponderante. Outro aspecto nada desprezível no estágio presente, é a competição entre bancos e instituições financeiras não bancárias na captação de várias modalidades de depósitos.

Nesse novo cenário, os bancos, ao competirem pela captação de depósitos de diversas modalidades, passam também a buscar oportunidades de aplicação que apresentem taxas de retorno, ajustadas ao risco, compatíveis com o custo de captação. Logo, o que difere esse último estágio, segundo Chick (1994, p.16) [...] “é *ausência de uma atitude passiva em relação a qualquer dos lados dos balanços dos bancos*”.

Sem desejar avançar nos argumentos da autora, é necessário destacar sua rejeição à aplicabilidade dos modelos de equilíbrio competitivo nos mercados financeiros, devido a várias especificidades destes, a exemplo da presença do *risco moral*, associado a expectativa de vida indefinida dos demandantes, o que torna a demanda por crédito infinita. Em relação à oferta embora existam modelos robustos de avaliação de risco, há numerosas fontes de erro de avaliação, incluindo a própria estimativa de *risco moral* (Chick 1994, p. 16).

A consequência macroeconômica do comportamento do mercado de crédito é a possibilidade de crises bancárias recorrentes. Isso porque os bancos têm grande poder sobre a oferta monetária e de empréstimos os quais não se relacionam, muitas vezes, com um novo fluxo de renda, fundamental à garantia de sua liquidez, como supõe a literatura convencional. Dito de outra forma, no mundo contemporâneo, parte dos ativos de crédito estão associados ao financiamento de posições nos mercados futuros e em contratos de derivativos, cujo retorno, e, portanto, a solvência desses créditos, dependem de apostas sobre o comportamento futuro dos fundamentos macroeconômicos que quando se modificam são capazes de afetar o valor corrente de boa parte dos ativos, incluindo aqueles objeto da concessão de crédito.

Minsky destaca que embora as crises e os ciclos econômicos sejam inerentes ao capitalismo, não se pode ignorar o papel das instituições, usos e políticas na significância desses movimentos, sobretudo no sistema financeiro.

Further, the financial instability theory points out that what actually happens changes as institutions evolve, so that even though business cycles and financial crises are unchanging attributes of capitalism, the actual path an economy traverses depends upon institutions, usages, and policies (Minsky, 2008, p. 194).

Destaquemos aqui as relações que Minsky estabelece, de um lado, entre o nível de concorrência, seus efeitos sobre o tamanho da firma e a magnitude dos investimentos, e do outro, as transformações ocorridas no sistema de crédito, de forma a atender tais demandas.

Segundo ele a dinâmica atual da economia leva a que parcela considerável dos financiamentos esteja atrelada a ativos que não se transmitem integralmente, durante o ciclo de produção e realização do produto, como se dava anteriormente. Os empréstimos superam em muito os fluxos de caixa corrente, uma vez que eles estão comprometidos com vários ciclos de produção, requerendo, assim, o permanente refinanciamento, o que torna o passivo dependente dos fluxos de caixa de longo prazo e das condições de refinanciamento futuras definidas pelos bancos⁸, isso resulta em [...] “uma falta de sincronização entre pagamentos contratuais de dívidas e recebimentos operacionais [...]” Minsky (2008, p. 222).

O fluxo de caixa do ativo de capital, descontado a uma dada taxa média de remuneração dos ativos concorrentes, deverá gerar um valor igual ao preço de demanda do investimento. Na medida em que o investimento envolve financiamento bancário, a referência, tanto do empresário, quanto do banco deve ser a taxa de juro praticada, portanto o fluxo de caixa passa a ter como referência a taxa de juro praticada⁹. Esse valor presente assegura um preço que permite a negociação dos ativos de capital, na forma de hipotecas, assim como seu desdobramento em demais ativos financeiros, negociáveis, tanto pelo proprietário do bem de capital, quanto pelo banco detentor do contrato de empréstimo. Isto faz com que o investimento se torne um fenômeno financeiro como destaca Minsky (2008).

⁸ Registre-se que nos mercados financeiros das economias avançadas os contratos de crédito se caracterizam pela adoção de cláusulas de repactuação semestral que possibilitam a revisão de muitas delas, inclusive a taxa de juros, em função de flutuações nos fundamentos macroeconômicos.

⁹ Não se está ignorando o conceito de custo de oportunidade, em um mundo com amplo leque de instrumentos financeiros, como alternativa de ganho aos ativos de capital. O que se destaca aqui é o fato deste ser um custo implícito, enquanto a taxa de juro da obrigação contratual é explícita.

As transformações no mercado de crédito são provocadas também pelo acirramento no nível de concorrência bancária. Os bancos ao tempo em que financiam o ciclo de produção e o investimento nos diversos mercados de bens e serviços, desenvolvem seu negócio com o objetivo de gerar lucros, através da combinação de estruturas de ativos e passivos. Esse lucro é gerado, principalmente, por diferenciais de taxas de juro, entre fundos aplicados e captados. Os ativos se constituem de diversas categorias, implicando taxas de juros fixas, flutuantes, de curto e longo prazo, com graus distintos de liquidez e risco. Já os passivos que lastreiam essas operações são os depósitos a vista, as diversas modalidades de depósitos remunerados e outras obrigações, além do patrimônio líquido.

Diante dessa concorrência acirrada os bancos desenvolvem estruturas ativas e passivas bastante instáveis, à medida que se relacionam com os resultados incertos de vários ciclos de produção futuros, passando a depender, assim, de instrumentos colaterais cujo valor corrente é também afetados pelo nível de incerteza que domina o futuro.

Essa instabilidade passa a ser algo latente devido à forma como operam os bancos, ou seja, necessitam ampliar o tamanho de seu balanço de modo a obter lucros crescentes e assim, aumentarem a rentabilidade sobre o patrimônio líquido. Esse processo denominado de alavancagem, razão entre total de ativos e patrimônio líquido, torna-se fundamental ao desempenho bancário, no mundo moderno.

Sintetizando, o efeito desestabilizador do sistema bancário, provocado pela busca crescente de lucro e valorização da riqueza do acionista, é muitas vezes acentuado, segundo Minsky, devido ao papel, muitas vezes equivocados da autoridade monetária. Esse equívoco manifesta-se quando, em momentos de crise, a rede de proteção do sistema financeiro é ampliada, garantindo liquidez a instituições que não fazem parte do sistema de reservas. Outro ponto destacado é o risco moral, advindo do elevado patamar de seguro oferecido aos detentores de obrigações bancárias, tornando-os negligentes em relação práticas bancárias e a elevada alavancagem de seus balanços.

However, because of deposit insurance and the merger technique of dealing with distressed banks, depositor surveillance has disappeared (Minsky, 2008, p. 282).

Em relação a questão regional, a literature tem enfatizado, predominantemente, as questões ligadas ao lado real da economia, a exemplo do nível de renda, estrutura produtiva, fluxos de mercadorias e de poupança inter-regionais, padrão de acumulação de capital, entre outros, na explicação do processo de desenvolvimento desigual.

Embora não ignoremos a predominância da demanda agregada — do investimento, em particular — e da produtividade do trabalho, dentre outros, no crescimento econômico, não podemos desconsiderar o papel desempenhado pelos fluxos financeiros e pelo sistema bancário nesse processo. Isso se torna mais verdadeiro à medida que a teoria tem demonstrado que a oferta monetária não é algo sob o controle absoluto da autoridade monetária e sim, o resultado de uma interação dinâmica entre agentes econômicos, em resposta à política monetária, fazendo com que a criação de moeda seja parte do processo econômico. A admissão dessa causalidade no agregado, deveria levar a sua aceitação, nas discussões regionais.

Até mesmo alguns economistas heterodoxos, que não adotam o princípio da moeda exógena, acabam não problematizando essa questão nas análises regionais, o que leva a um mal-entendido quanto à aceitação da neutralidade da moeda, portanto sua irrelevância na explicação do desenvolvimento desigual entre regiões.

A análise de modelos heterodoxos que lidam com a questão das desigualdades regionais e que assumem processos cumulativos que tendem a acentuar essas desigualdades ao invés de reduzi-las, como postula a teoria clássica e neoclássica, nos leva a observar que, basicamente, estas análises concentram-se na esfera real da economia. Esse fato não demonstra que os problemas financeiros não são levados em conta, mas que a concepção do sistema financeiro [...] tende a tornar irrelevante o papel da esfera financeira, uma vez que seu papel é eminentemente acomodativo (Amado 1998, p. 77).

Voltando à questão do mal-entendido, observa-se que a aceitação da moeda como endógena, em nível regional, não impede que tais economistas desprezem seus efeitos sobre as variáveis reais. Isso ocorre devido ao fato de ser depositada excessiva confiança na plena mobilidade de capital, levando esses economistas a admitirem que os fluxos monetários

inter-regionais refletem, perfeitamente, as diferenças regionais do lado real da economia.

Não se pode negligenciar os efeitos monetários sobre o lado real da economia, tanto em nível nacional quanto regional, principalmente se considerarmos que há fatores como a preferência pela liquidez, grau de informação disponível e estágio de desenvolvimento do setor financeiro, que dado os processos históricos de cada região apresentam graus diferenciados, afetando a oferta regional de crédito.

Os pós-keynesianos que analisam a oferta monetária e de crédito regional, têm-se utilizado das contribuições das teorias da *causação circular e cumulativa* e da *dependência* para explicar o porquê da impossibilidade dessas duas variáveis nominais assumirem dinâmicas semelhantes nas economias regionais.

A importância da teoria da *causação cumulativa* de Myrdal, combinada com as contribuições oriundas de Hirschman para o estudo das desigualdades regionais e da moeda, decorre de sua essência, ou seja, da ideia da existência de uma tendência das forças que atuam sobre um dado processo social a reforçarem o desequilíbrio, em vez de contrabalançá-lo, dada a existência de um conjunto de diferenças iniciais, favoráveis ou desfavoráveis, no caso de uma região desenvolvida e outra atrasada. Assim uma região desenvolvida, possivelmente em razão da dotação de recursos naturais, ou posição geográfica favorável, teve o desenvolvimento de certas atividades estimulado, atraindo força de trabalho e capital, que geraram economias de escala e maior produtividade relativa dos fatores. Contrariamente, uma segunda região, não tão agraciada em recursos naturais, é funcional à primeira por lhe propiciar mercado, o que reforçaria um movimento de aprofundamento das desigualdades.

Growth itself allows dynamic economies of scale to be reaped in a variety of contexts, leading to faster productivity growth, which makes it even harder for other regions to compete (Dow, 1987a, p. 76)

Já a teoria da *dependência* enfatiza o processo de desenvolvimento capitalista como o fator capaz de gerar o desenvolvimento desigual entre regiões, levando à subordinação de uma região mais desenvolvida a outra, ocasionando o *processo de subdesenvolvimento*. Esta subordinação tem como elementos fundamentais a orientação dos investimentos e

seu financiamento nas economias periféricas, ditado pelas necessidades de acumulação no centro, tornando as primeiras especializadas em matérias primas e até alguns poucos produtos industrializados, necessários ao dinamismo das economias centrais, assim como disponibilizando mercados para sua indústria diversificada.

“Development” of peripheral regions occurs as a result of investment from the central regions that is designed to generate a surplus; it is the form that this investment takes which ensures continued dependency and underdevelopment (Dow, 1987a, p. 78).

As análises apoiadas nessa última teoria, afirmam que a diferença na oferta de crédito não seria apenas guiada por diferenciais de taxa de retorno dos investimentos, em relação à taxa de juro, mas, também, pelo papel desempenhado pela economia subdesenvolvida, na qual os investimentos são orientados, preponderantemente, para gerar um excedente aos capitais do centro. Em razão de tal relação, os investimentos orientados a partir do centro tendem a ter preferência na concessão de crédito, em relação aos investimentos orientados pela demanda local. Esse comportamento torna-se mais evidente na medida que o setor financeiro está plenamente conectado com a economia central e mais, se seu centro de decisão encontra-se nela.

Power over the provision of finance is important enough if there is some way in which investment finance is less readily available to borrowers in the peripheral regions, or if its availability is biased towards particular types of industry [...] (Dow, 1987a, p.78)

Associado ao desequilíbrio regional dos fluxos financeiros ou ao seu direcionamento às atividades da periferia, que se subordinam à dinâmica do centro, os autores pós-keynesianos incorporam à análise da moeda e do crédito, as contribuições originais de Keynes sobre a incerteza e a consequente preferência pela liquidez.

A existência de elementos estruturais que provocam uma maior incerteza, e, portanto, maior volatilidade nos ciclos dos negócios em regiões periféricas resulta em uma maior preferência pela liquidez nestas, em

comparação as regiões centrais, com efeitos sobre o nível de liquidez e de crédito.

Dentre os elementos que geram maior incerteza, tem-se, inicialmente, a informação precária (tanto em volume quanto em qualidade), dificultando a avaliação do retorno esperado de um ativo e, portanto, do seu valor presente o que tende a estimular a preferência pela liquidez como o refúgio adequado à possível perda de capital. Essa situação está presente também quando se trata de regiões, levando a que os agentes da periferia retenham relativamente mais ativos do centro, como proteção contra a incerteza — visto que seus emitentes geram maior volume de informações e o ambiente econômico é mais monitorado —, em detrimento dos ativos da periferia. Essa realidade contribui para a limitação da oferta monetária e de crédito regionais, por duas razões. Inicialmente, pela desconfiança em relação ao valor futuro dos ativos locais; em seguida, pela saída líquida de reservas da região, afetando o multiplicador e o multiplicando bancário.

Thus the higher liquidity preference of Periphery residents will be met by attempts to hold Centre assets, thereby further driving down the price of Periphery assets relative to that of Centre assets, and increasing the incidence of capital loss on them. The result is added reason for financial institutions to make credit more readily available to concerns in Centre than in Periphery (Dow, 1987 a, p. 84).

À medida que os bancos, exemplo dos demais agentes econômicos, não estão imunes ao fenômeno da incerteza, na tomada de decisões, tenderão a buscar ativos de menor risco e com possibilidade de menor perda de valor, em momentos de declínio dos ciclos econômicos, o que afeta o crédito. Mais uma vez é necessário destacar que esse fenômeno, também, interfere no comportamento regional do sistema bancário.

A existência de um sistema bancário formado, predominantemente, por rede de agências de bancos nacionais, ou por bancos regionais é algo que diz respeito ao desenvolvimento das instituições, porém seus efeitos se mostram controversos como será visto.

Em geral, os bancos locais, com atividades concentradas na periferia tenderão a apresentar uma maior preferência pela liquidez, em razão da

maior dificuldade em reter reservas¹⁰ e ao maior custo para obtê-las. Já as agências de bancos nacionais, ainda que possam contar com reservas centralmente administradas, portanto, relativamente independentes dos fluxos financeiros locais, estão submetidas às especificidades da economia local e ao distanciamento em relação aos demandantes de crédito, caso exista pouca autonomia decisória das agências, na concessão deste. Em outras palavras os bancos nacionais também são afetados pela incerteza, levando-os à preferência pela liquidez, devido ao distanciamento e a assimetria da informação, questões menos observáveis em relação aos bancos locais.

A suposição prevalente é que bancos que operam redes nacionais de agências praticariam uma oferta local perfeitamente elástica, a uma taxa de juros pouco superior à nacional (dado ao maior grau de risco de solvência e a incerteza) que os bancos locais. Dow destaca que a despeito dos bancos que operam redes nacionais de agências apresentarem certa liberdade em relação à sua base local de depósitos, comparativamente aos bancos locais, suas agências tendem a apresentar diferenciados graus de preferência pela liquidez, em razão de fatores que geram maior incerteza em uma região que outra, a exemplo da maior volatilidade da renda, decorrente da excessiva especialização da economia regional, maior taxa de inadimplência, grau relativamente maior de falência dos negócios locais etc.

Although a low regional deposit base would not necessarily mean less regional credit, it might mean a higher regional liquidity preference on behalf of the national banks and this, in turn, will be the factor which will constrain the regional extension of bank lending (Dow & Fuentes, 1997, 914).

Ainda que os bancos nacionais possam atenuar a limitação regional da oferta de crédito, praticando uma taxa de juro regional superior à nacional, algum limite é imposto, na forma de racionamento, à medida que

¹⁰ A capacidade de um banco de reter reservas, está associada ao seu tamanho e sua rede de agências, portanto, quanto maior a concorrência bancária menor será a capacidade de retê-la. Segundo Paula (1999), Tobin desenvolve esse conceito, em seu livro *The Commercial Banks as Creators of Money*, para criticar a visão da firma bancária, até então, que admitia uma elasticidade da oferta monetária, condicionada apenas pela demanda, e um nível mínimo de reservas por precaução ou imposição legal.

a agência enfrente uma taxa de crescimento dos depósitos, aquém da taxa de crescimento dos créditos concedidos. Tal situação possivelmente traduz um contínuo vazamento de reservas que se refletirá nas expectativas em relação ao crescimento da renda e, portanto, no retorno dos novos créditos.

Nevertheless, weak deposit growth relative to credit expansion is an indicator of the state of the local economy. A low bank multiplier for a particular branch may thus result in limitations on credit creation imposed by the Head Office (Dow, 1987 b, p. 21).

Como foi visto os bancos locais embora apresentem menores custos de acesso as informações sobre o ambiente de negócios onde atuam, e trabalhem com padrões de análise de crédito mais aderentes a esse ambiente, têm mais dificuldades em reter reservas e obtê-las a um custo compatível com o retorno esperado de um novo crédito. Já os bancos nacionais que operam redes de agências, ainda que contem com reservas administradas centralmente, estão submetidos às mesmas razões de maior incerteza da economia local, e a possibilidade de verem suas reservas crescerem a uma taxa menor que a dos novos créditos concedidos, o que representa um problema potencial, para o retorno desses.

Essas considerações não eliminam a importância do desenvolvimento do mercado financeiro local, visto que é esse processo que permite a diversificação de instrumentos financeiros, a formação de mercados para diversos ativos, dando liquidez aos mesmos, e facilitando, em última instância, a concessão de crédito.

Vale salientar que, a despeito de mencionarmos dentre os elementos que diferenciam regionalmente a incerteza, apenas aqueles referentes ao ambiente externo, (agregados regionais), a própria análise do mutuário e de seu projeto, a apesar do uso de modelos formais que visam estimar o risco, comporta graus de subjetividade na estimação de muitas das variáveis que compõem o modelo, fazendo com que estes incorporem certo grau de incerteza, na avaliação do crédito. Em outras palavras a incerteza está presente, tanto na avaliação do desempenho esperado da economia regional, quanto na análise do mutuário e do objeto da concessão de crédito.

Uma última discussão a ser colocada, dentre aquelas sugeridas pelos pós-keynesianos, é quanto a disponibilidade regional do crédito, ao longo do ciclo econômico. Eles enfatizam que não se trata de uma tendência de

perda de participação das regiões periféricas, no longo prazo, na distribuição do crédito, mas sim uma maior instabilidade do crédito, nessas regiões, ao longo do ciclo econômico, quando comparado as regiões centrais.

However, Post Keynesian theory does not claim long-run decreases in regional credit shares by peripheral regions. Rather it claims unstable patterns in regional credit creation in the sense that credit creation can fuel expansions and enhance recessions generating greater instability (Dow & Fuentes 1997, 915).

Pode-se concluir que a preferência pela liquidez, ao afetar, tanto a demanda, quanto a oferta de crédito, dificulta uma avaliação, por exemplo, se a expansão da razão depósitos/empréstimos reflete a maior preferência pela liquidez dos bancos ou se seria uma decorrência da retração da demanda por crédito, em resposta a um ambiente de maior incerteza.

Breve comentário sobre a trajetória do BNDES

O atual Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES¹¹, foi criado em 1952, como parte das sugestões da Comissão Mista Brasil Estados Unidos – CMBEU, destinadas à promoção do desenvolvimento do país e a superação dos chamados *pontos de estrangulamento*. Administrando o *Fundo de Reaparelhamento Econômico – FRE* (BNDES, 2012, p. 16 e 21),¹² a atuação inicial do BNDE esteve voltada ao financiamento da modernização e ampliação da infraestrutura econômica, com base na seleção e avaliação de projetos que contribuíssem para tal fim.

Tal ênfase visava, sobretudo, financiar a expansão da oferta de energia e dos meios de transporte no país, em um momento em que a geração de energia e o sistema ferroviário passavam a contar com investimentos estatais, visando solucionar o problema do subinvestimento que gerava os famosos *pontos de estrangulamento*.

¹¹ Inicialmente, o Banco denominava-se BNDE sem o S de social, incorporado em 1982, quando este ampliou sua atuação, incluindo fundos e programas destinados aos segmentos do pequeno agricultor, à micro-empresa e às atividades empreendidas por organizações sociais.

¹² Esse fundo idealizado pela CMBEU, contava com linhas de crédito abertas pelo BIRD e o EXIM-BANK norte-americano que exigiam uma contrapartida de recursos nacionais que foram constituídos por um adicional sobre o Imposto de Renda. Além desses recursos, foi estabelecida a obrigatoriedade de os depósitos das reservas técnicas das companhias de seguro e capitalização serem aplicadas nesse fundo.

Visando estimular o setor produtor de máquinas e equipamentos, criou-se, em 1966, a Agência Especial de Financiamento Industrial – FINAME, vinculada ao BNDE, cujo objetivo era a concessão de financiamento, em condições diferenciadas, segundo o grau de conteúdo nacional do equipamento. Em seguida, para dar amplitude aos financiamentos de compra e venda de máquinas e equipamentos, foi instituída uma ampla rede nacional de agentes, estendida, posteriormente, para outras modalidades de operações do Banco (BNDES 2002 e NAJBERG 2002). Essa rede era formada, fundamentalmente, pelas instituições do sistema bancário brasileiro, então sob intenso processo de transformação.

Pode-se identificar quatro períodos, em relação à composição e grau de segurança das fontes de recursos dessa instituição. Inicialmente, da sua constituição até 1964, o FRE lhe assegurava por Lei o adicional instituído sobre o IR. Entre 1965 e 1974, há uma grande instabilidade, devido à extinção do FRE, passando o Banco a depender de recursos definidos na Lei Orçamentária Anual. Entre 1974 e 1988 a gestão dos recursos do PIS/PASEP é atribuída integralmente ao BNDES que passa a dispor de uma maior capacidade de oferta de crédito. Uma nova limitação é imposta pela Constituição de 1988, a qual poderia corresponder a uma quinta fase.¹³

Embora não seja nosso objetivo a discussão dos problemas relacionados ao padrão de industrialização e a respectiva estrutura de financiamento que se vai conformando, desde o processo de substituição de importações, alguns comentários se fazem necessários. A justificativa é que nosso tema se relaciona à forma de operação do BNDES, e essa instituição, desde sua criação, se encontra fortemente vinculada aos arranjos institucionais de financiamento da acumulação de capital. Deve-se destacar, entretanto, que nossa discussão não diz respeito às controvérsias teóricas sobre relevância dessa agência no financiamento da acumulação de capital, tema muito trabalhado na literatura econômica brasileira como mencionamos na introdução, mas suas relações com o sistema financeiro nacional.

A especificidade do padrão de industrialização de uma dada economia, como afirma Corrêa (1996, p. 86), [...] é elemento fundamental para compreensão do arranjo institucional básico de uma dada estrutura de financiamento [...].

¹³ A Constituição de 1988 instituiu Fundo de Amparo do Trabalhador – FAT, formado com os recursos do PIS/PASEP, cuja aplicação preferencial era o custeio do seguro desemprego, cabendo, a partir de então, ao BNDES 40% do montante.

Sua argumentação é que não se pode pensar, de forma abstrata, a estrutura de financiamento que se vai conformando, pois esta depende do padrão de industrialização, que, por sua vez, está subordinado ao pacto que se estabelece, entre frações de classes, para o qual a ação do estado é imprescindível na determinação do rumo do desenvolvimento, cujo padrão, a partir de 1930, passa a ser a industrialização, no caso brasileiro. Nessa perspectiva, a institucionalização de uma dada estrutura de financiamento que pressupõe relações entre público e privado vai se conformando de acordo com os vários estágios de industrialização, que caracterizam a nossa industrialização tardia, decorrente da composição dos interesses de frações de classe, coordenada pelo estado.

Por essa vertente de análise, pode-se afirmar que o primeiro estágio da industrialização brasileira, caracterizado por um padrão tecnológico que apresentava pouca indivisibilidade do capital, pouca intensidade deste, além do perfil de concorrência vigente,¹⁴ não exigia uma estrutura de financiamento complexa. Essa realidade era perfeitamente compatível com um setor financeiro nacional, dominado pelos bancos comerciais que tinham como principal produto a oferta de crédito de curto prazo.

Um aspecto a destacar sobre os bancos nacionais em franca expansão, tanto em número de sedes, quanto rede de agências, é a magnitude e o perfil de suas reservas que refletem o pouco desenvolvimento do mercado financeiro, resultando na inexistência de substitutos financeiros à moeda (Corrêa, 1996, p. 93).¹⁵

O problema do financiamento do investimento vai se manifestando à medida que a industrialização avança para os bens duráveis, insumos industriais e bens de capital, ao longo do Plano de Metas. Ainda assim, em um primeiro momento, alguns investimentos são viabilizados por empresas públicas, com recursos fiscais e financiamento externo garantidos com o aval do Tesouro.

Nesse bojo surge o BNDES que, como dissemos, direciona suas aplicações para o setor público, estabelecendo-se, desde então, uma divisão de tarefas entre o capital privado e estatal. A importância do capital estatal

14 O tipo de concorrência, na maioria da indústria, ainda não impôs o fracionamento do capital às empresas nacionais, de modo que estas permanecem familiares.

15 A autora chama atenção para o pouco controle das reservas bancárias por uma autoridade monetária incipiente, assim como, para a pouca relevância de títulos públicos, que, em sistemas financeiros maduros, devido à combinação de baixo risco e elevada liquidez, são relevantes na composição das reservas.

na acumulação resulta da ausência de um processo de consolidação do capital privado nacional, capaz de dar conta desses investimentos e dos respectivos mecanismos de financiamento. Assim a industrialização vai ocorrendo, em alguns segmentos industriais com pouca indivisibilidade de capital e mercados de concorrência menos acirrada, financiada pelo sistema bancário vigente, auxiliado pela inflação que ao assegurar excelentes margens de lucro, garantem o financiamento interno complementar.

Um *salto qualitativo* na dinâmica da acumulação, como salienta Corrêa, apresentava sérias dificuldades pela incompatibilidade dos requerimentos técnico-financeiros dos novos capitais, com as condições internas de acumulação. Dito de outra forma, não havia um grau de competição capitalista no país que impusesse um processo de concentração e centralização de capitais, capaz de induzir condições de financiamento compatíveis com uma nova dinâmica em curso. A solução necessária a esse *salto qualitativo* exigirá a associação do Estado brasileiro ao capital estrangeiro, de modo a assegurar a diversificação industrial e o avanço para setores de bens duráveis, mais intensivos em capital.

Para ultrapassar as barreiras tecnológicas e financeiras envolvidas na implantação dos novos setores é necessária não só a articulação com o Estado, como também com o Capital Estrangeiro (Corrêa, 1996, p. 118).¹⁶

Embora o sistema bancário pouco tenha se modificado no decorrer desse processo, isso não representou obstáculo à obtenção de elevadas taxas de investimento e ao êxito do Plano de Metas. O problema do financiamento se manifesta à medida que os investimentos se diversificam e as relações intersetoriais se ampliam surgindo, então, uma necessidade de mecanismos de financiamento compatíveis com a esperada expansão do mercado de bens duráveis. Em particular tornam-se necessários mecanismos de financiamento que assegurassem a possibilidade de endividamento das famílias e o financiamento não inflacionário do setor público, que ampliara bastante suas funções econômicas.

¹⁶ Corrêa salienta em outro contexto, mas aqui também é importante, o concurso das políticas monetária e, sobretudo, cambial. Outro aspecto nada trivial, que merece ser salientado, é o fato desse padrão de industrialização ocorrer, simultaneamente, ao processo de reconstrução europeia e do Japão, que por questões de geopolítica norte-americanas exigirão sua quase absoluta atenção.

Vale mencionar a incapacidade das reformas monetárias, bancária, e do mercado de capitais, implementadas a partir de 1964, alcançarem os objetivos de constituir estruturas de financiamento de longo prazo. Segundo Corrêa (1996) isso se devia ao diagnóstico do problema do financiamento, assumido pelos formuladores das reformas. Esse diagnóstico salientava que o problema do financiamento do desenvolvimento resultava de um processo inflacionário que, na ausência de instrumentos que assegurassem proteção ao valor dos ativos financeiros, levava a uma busca por ativos físicos, ou moeda estrangeira. Um segundo problema era a excessiva presença do estado, controlando o financiamento do investimento com o uso de fontes de captação ineficientes, pelo fato de dependerem institucionalmente de fontes fiscais que, em um ambiente de déficits orçamentários, resultava em financiamento por emissão monetária.

A argumentação de Corrêa é a de que o problema estrutural do financiamento do desenvolvimento não seria resolvido com a estabilização monetária, criação simultânea de mecanismo de convívio com a inflação (correção monetária), e uma reforma monetária e financeira. Isso porque a questão não era de *desajustes*, mas sim de *impossibilidade do sistema financeiro* se envolver com a acumulação de capital.

[...] podemos afirmar que o financiamento de investimentos que exigem enormes magnitudes de capital e envolvem grandes indivisibilidades não são respondidos pelo sistema financeiro do país a partir de capitais nacionais, não por uma questão de desajuste, mas sim de impossibilidade (Corrêa, 1996, p. 143).

A essência da argumentação é que a forma como a articulação do estado promoveu o *salto qualitativo* da acumulação — através de capitais internacionais —, ante as razões que impediam o protagonismo dos capitais nacionais, resultou na manutenção da estrutura financeira de então. A conclusão é que a incapacidade dos capitais nacionais liderarem o novo padrão de acumulação torna o sistema de financiamento dispensável para os investimentos, liderados pelo capital internacional. Em segundo lugar, o papel nada desprezível dos bancos comerciais, pouco a pouco, forçaram as reformas em direção aos seus interesses, via um intenso processo de fusões

e formação de conglomerados que vincularão os bancos de investimento ao seu controle.¹⁷

Essa forma alternativa de entendimento do problema do financiamento não deve sugerir o desconhecimento de algumas mudanças que contribuíram para um novo ciclo de crescimento, conhecido como o *milagre econômico*, ainda que este não apresente sustentabilidade, conforme já analisado, em vários trabalhos. Estamos nos referindo aqui ao significativo papel do financiamento do consumo de bens duráveis, pelas famílias, aos mecanismos de financiamento habitacional e à instituição de um mercado de títulos da dívida pública que alargou muito o potencial de financiamento do estado, além de criar um espaço de valorização financeira do excedente.

Segundo Ferreira a experiência do desenvolvimento financeiro brasileiro, ainda que não seja *sui generis*, apresenta algumas especificidades em relação às internacionais, devido à forma de intervenção estatal, o que implica reconhecer que, em maior ou menor grau, esta esteve presente, nas demais experiências (Ferreira, 1995, p. 117/108).¹⁸

Pode-se admitir que a síntese exposta aqui fornece, em boa medida, uma explicação para a pouca relevância de alguns instrumentos financeiros, ainda hoje entre nós, e que a solução para tal dificuldade, seguindo a concepção de Corrêa (1996) envolve um conjunto de ações articulando o estado e a sociedade.¹⁹

17 As reformas inspiravam-se no modelo norte-americano à época caracterizado pela segmentação dos mercados, forte regulação exercida pelo FED, e relevância dos bancos de investimentos. Estas instituições, no caso brasileiro deveriam ter papel relevante, contando para tanto com a participação de congêneres estrangeiros, e atuariam promovendo a abertura do capital das empresas nacionais, convertendo *finance* em *funding*.

18 O autor destaca o modelo anglo-saxão, apoiado no mercado de capitais, o modelo francês e japonês, apoiado na garantia de liquidez dos títulos de crédito bancário, pela autoridade monetária, e o modelo alemão de forte vínculo entre o capital bancário e industrial.

19 Só uma articulação social ampla fundada em um projeto de longo prazo poderia assegurar a diversificação do capital nacional, com a incorporação por este do estado da arte, no processo de produção. Isso envolveria, necessariamente, políticas na área educacional, de C&T, industrial, de comércio exterior e de modernização dos mercados financeiros, como fizeram alguns países asiáticos.

Análise dos dados

Descrição das Variáveis

Nessa seção apresentaremos alguns indicadores que foram construídos com o objetivo de ilustrar a distribuição espacial das operações de repasses do BNDES e o comportamento bancário, conforme análise contida nas próximas seções. Serão descritos apenas aqueles que não são autoexplicativos.

O primeiro indicador é a participação dos financiamentos, através de repasses, em um dado município, em relação aos financiamentos totais, por repasses, praticados por esse Banco de Desenvolvimento, em um dado ano. Os dados serão apresentados para os anos extremos da série, ou seja, 2002 e 2012.

Dentre os fatores que expressam o comportamento bancário, a preferência pela liquidez surge como o mais relevante, devido sua importância na determinação da oferta de crédito, segundo as análises pós-keynesianas. Essa variável, em geral, é representada pela razão entre os depósitos à vista e o total de crédito, em detrimento da razão entre as reservas de maior liquidez e saldos de crédito.²⁰

A incerteza bancária, elemento fundamental no comportamento defensivo da busca por ativos mais líquidos, foi expressa, em nossa análise, como o coeficiente de variação das provisões, ou seja, a razão entre o desvio padrão anual das provisões e seu valor médio.²¹

20 A inconveniência do uso das reservas se deve ao fato da gestão dessas se realizarem centralmente, e não ao nível da agência. Segundo, apesar do enorme giro dos depósitos à vista no curto prazo, estes mantêm, no longo prazo, uma relação relativamente estável com a renda. Como consequência em situação de maior incerteza, principalmente decorrente de choques exógenos, há uma elevação da razão depósitos à vista crédito, sobretudo pela recomposição dos ativos, muito mais sensíveis aos fundamentos macroeconômicos.

21 Existem trabalhos nacionais que buscam construir proxies da incerteza utilizando, por exemplo, o grau de volatilidade das taxas de juros a termo, o comportamento do preço no mercado futuro de um ativo relevante, ou mesmo, o índice da bolsa de valores e sondagens empresariais (Costa Filho, 2014; Ferreira, Oliveira, Lima & Barros, 2018). Em nível de município quaisquer desses indicadores mostram-se inexecutáveis.

Desempenho das Operações Indiretas

A análise das relações do BNDES com o SFN, serão apoiadas nos dados das operações indiretas, no período 2002/2012, obtidas no *site* desse Banco.

Durante boa parte desse período a economia brasileira apresentou um razoável dinamismo da taxa de investimento, medida pela variação anual da formação bruta de capital fixo. Após uma queda de 13%, em 2003, explicável, possivelmente, pela incerteza decorrente da mudança de governo e da necessidade de dar respostas aos mercados financeiros — a exemplo da forte elevação da taxa SELIC ao longo de 2003 —, as taxas de investimento se elevam, entre 2006 e 2008, com um consistente aumento ao redor de 10% (Tabela 1). Nesse período de consistente aumento da formação bruta de capital, os desembolsos do Sistema BNDES, exceto no ano de 2006, respondem com taxas de crescimento ainda maiores. Como consequência a participação dos desembolsos do Sistema BNDES na formação bruta de capital fixo eleva-se de uma média de 12,6%, no período 2002 e 2007, para o patamar de 21%, no biênio 2009/2010 (Tabela 1). Essa participação superior a 20% em 2009 e 2010 foi resultado de uma decisão de política econômica, com a criação de estímulos ao investimento, incluindo taxa fixa de juros com maior subsídio embutido.

Esses índices, aparentemente baixos, merecem ser qualificados, uma vez que a Formação Bruta de Capital contempla a totalidade dos investimentos, incluindo os públicos, do segmento imobiliário da construção civil, que tem um peso considerável nesse agregado, dentre outros. Assim, uma desagregação da Formação Bruta de capital, considerando-se apenas os investimentos financiáveis pelo BNDES, possivelmente, ilustraria uma participação ainda maior.²²

²² Vale ressaltar que as estatísticas de formação bruta de capital, contemplam investimentos que não representam, necessariamente, ampliação da capacidade de oferta empresarial de bens e serviços, implicando em que não sejam financiáveis pelo BNDES, conforme suas normas. Além disso, uma parcela desses financiamentos representa aporte de capital de giro. A primeira consideração leva a subestimação do peso do BNDES no financiamento dos investimentos empresariais, enquanto a segunda contribui para a superestimação.

Tabela 1. Taxas de Crescimento da Formação Bruta de Capital, dos Desembolsos do Sistema BNDES e Participação dos Desembolsos do Sistema BNDES na Formação Bruta de Capital 2002/2012 em %

Ano	Taxa de Crescimento Anual		Participação dos Desembolsos na Formação Bruta de Capital
	Formação Bruta de Capital	Desembolsos do Sistema BNDES	
2002	-	-	14,02
2003	-13,22	-27,24	11,76
2004	8,71	8,64	11,75
2005	2,97	11,23	12,69
2006	10,11	7,39	12,38
2007	12,37	20,36	13,26
2008	10,73	25,93	15,07
2009	3,71	47,34	21,42
2010	18,76	17,04	21,11
2011	4,11	-24,05	15,40
2012	4,39	6,02	15,64

Fonte: BNDES, IBGE, IPEA/DATA e Fundação Getúlio Vargas.

Nota: Valores deflacionados pela média anual do IGP-DI – preços de 2012.

Elaboração do autor.

Nos anos de 2002 e 2003 em que ocorreu baixo crescimento e até de queda do produto, houve um incremento da participação das chamadas operações indiretas, através de agentes e a consequente redução das operações diretas (Tabela 2).²³ Vale salientar que, apesar da pequena taxa de crescimento das operações indiretas (Tabela 3), sua participação se eleva para aproximadamente 63% em 2004 (Tabela 2), caracterizando um período, possivelmente, de investimentos atomizados e de baixo valor. À medida que a economia voltou a crescer de forma consistente, período 2005 a 2010, a participação das operações diretas elevou-se até alcançar 57%. Esse fato se deveu, entre outras razões, à implementação de um

²³ Por questão de disponibilidade de dados que permitissem uma comparação, o critério utilizado aqui é de aprovação que representa uma etapa anterior à contratação e ao desembolso. Lembrando ainda que em muitas operações os desembolsos não são realizados em parcela única.

pacote de investimentos estruturantes, de grande magnitude, financiados diretamente pelo BNDES. De novo esse elevada participação das operações diretas em 2009 não correspondeu a uma reduzida taxa de crescimento das operações indiretas que pelo contrário cresceram 34% nesse ano (Tabela 3). Com a perda de ritmo do crescimento a partir de 2011 a distribuição das operações tendeu a se equilibrar.

Tabela 2. Participação Percentual das Operações Diretas e Indiretas, no Total das Aprovações do Sistema BNDES(1)

Ano	Direta	Indireta
2002	56,88	43,12
2003	45,59	54,41
2004	37,17	62,83
2005	50,96	49,04
2006	56,74	43,26
2007	55,46	44,54
2008	55,08	44,92
2009	56,79	43,21
2010	40,43	59,57
2011	47,64	52,36
2012	50,45	49,55

Fonte: BNDES

Nota: (1) Apenas nas linhas FINEM FINAME E BNDES Automático.

A presença das operações de maior valor nessa instituição de fomento implica uma concentração de risco, contrariamente ao que acontece nos grandes bancos que tendem a operar com menores valores por contrato, podendo, assim, diluir o risco. Um segundo aspecto é que as operações através dos agentes tendem a ser, predominantemente, aquelas destinadas à aquisição de máquinas e equipamentos, em muitos casos um único item, o que torna a análise da operação menos complexa e mais rápida, implicando menores custos.

Outro comentário importante diz respeito à razão entre os créditos com recursos livres e os de repasses do BNDES que apresenta um consistente declínio entre 2005 e 2010 (Tabela 3). Esse declínio torna-se compreensível ao se comparar as elevadas taxas de crescimento dos repasses,

com as de concessões de crédito com recursos livres, medidas em termos de contratações. A primeira justificativa para as elevadas taxas de crescimento do financiamento do investimento são as elevadas taxas de crescimento da formação bruta de capital, sobretudo a partir de 2006, que são atendidas com o aumento do orçamento de crédito do BNDES. No biênio 2008-2010, tem-se, em adição, a retração do crédito concedido com recursos livres pelo sistema financeiro privado, levando todo sistema financeiro estatal a ampliar suas carteiras de crédito, incluindo o BNDES, que irá criar até linhas de crédito para giro, contribuindo para amenizar a momentânea crise de liquidez.

É possível que nesse momento os bancos tenham privilegiado a substituição de recursos livremente captados no mercado por esses recursos de repasse que, a despeito de apresentarem um menor *spread*, geram menos problemas de recomposição de fontes por apresentarem um giro muito mais lento. Dito de outra maneira, a captação de depósitos apresenta um giro muito mais rápido, comparativamente às obrigações geradas por repasses, que possuem os mesmos prazos de vencimento dos créditos concedidos, gerando, portanto, menores custos de recomposição de fontes, em um ambiente de elevação de taxa de juros. Os dados da Tabela 5 corroboram esse raciocínio, principalmente após 2009.

A excessiva concentração da atividade bancária no Brasil, ilustrado na participação relativa de cinco instituições financeiras em vários indicadores, se manifesta também nas operações de repasses dos recursos do BNDES. Considerando-se alguns anos da série utilizada, apenas três bancos somavam entre 40% e 58% dos repasses daquela agência de fomento (Tabela 4). Considerando-se as treze maiores instituições em operações indiretas,

Tabela 3. Taxa de Crescimento das Operações de Repasse com Recursos do BNDES, das Operações de Crédito com Recursos Livres, a preços constantes, e Razão entre Recursos Livres e Repasses com Recursos do BNDES 2002/2012

Anos	Taxa de Crescimento %		Recursos Livres/ Repasses do BNDES
	Repasses com Recursos do BNDES	Crédito com Recursos Livres	
2002	-	-	138,60
2003	5,44	-8,98	119,65
2004	2,13	6,81	125,13
2005	30,42	12,00	107,46
2006	9,07	7,47	105,89
2007	62,10	7,88	70,47
2008	8,80	0,15	64,87
2009	33,67	-3,20	46,97
2010	52,34	7,19	33,05
2011	-22,02	0,71	42,68
2012	17,02	21,12	44,17

Fonte: Banco Central do Brasil - IF. Data/Dados selecionados de Instituições Financeiras, BNDES — Séries Históricas/Indicadores financeiros do BNDES.

Nota: Preços constantes de 2012, deflator IGP-DI.

Tabela 4. Participação Percentual dos Maiores Agentes do BNDES, na Contratação de Operações Indiretas 2002, 2005, 2007, 2010 e 2012

INSTITUIÇÃO	2002	2005	2007	2010	2012
Banco do Brasil	6,32	6,70	11,94	15,98	25,14
Itaú	14,94	18,75	17,23	18,90	19,96
Bradesco	18,62	17,56	16,58	16,78	12,98
Banco Volkswagen	4,01	6,57	5,46	6,68	5,13
Mercedes Benz	5,38	8,39	5,36	4,81	4,19
Santander	4,86	7,82	8,91	5,54	3,74
Caixa	1,04	1,39	1,07	1,26	2,99
Banco Volvo	2,45	2,83	1,88	2,02	2,75
BRDE	3,09	3,79	2,94	2,16	2,20
Votorantim	0,53	2,93	3,26	4,29	2,11
Banco Caterpillar	2,15	3,26	2,05	1,57	1,63
Kirton Bank	1,63	1,62	2,52	2,12	0,72
Safra	6,34	9,39	9,24	6,68	0,16
Demais Instituições	28,64	8,99	11,56	11,22	16,30
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Participação das Três Primeiras Instituições	39,88	43,01	45,76	51,66	58,08

Fonte: BNDES

observa-se uma única instituição não bancária nesse conjunto. Trata-se do BRDE, que é um banco de desenvolvimento regional, controlado pelos Estados do Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul, operando, portanto, apenas na Região Sul.

Vale mencionar, ainda, a presença dos bancos de montadoras, que ao financiarem a aquisição de veículos pesados, obtêm um ganho adicional com o *spread* obtido nas operações de repasse. Em 2005, todas as demais instituições representavam menos de 10% das operações indiretas, estando incluso nesse conjunto os pequenos bancos comerciais, os poucos

Bancos Estaduais de Desenvolvimento que restaram após o PROES,²⁴ e as Agências de Fomento que foram criadas através dessa mesma política.

Alguns comentários são necessários quanto ao comportamento dos valores dos repasses do BNDES e das operações com recursos livres, comparativamente ao PIB (Gráfico 1).

Em relação aos créditos concedidos com recursos livremente captados, observa-se um comportamento da curva muito semelhante à do PIB, entre 2002 e 2009, ficando a primeira pouco abaixo da segunda, em 2010 e 2011, devido aos efeitos da crise gerada pelos *subprimes* que provocou uma retração do crédito pelo sistema bancário brasileiro, conforme comentário anterior. Deve-se mencionar que boa parte desse crédito se relaciona com o giro dos negócios empresariais, daí sua forte aderência ao PIB. Um fato importante que contribui para ampliar essa modalidade de crédito foi a introdução do crédito consignado, a partir de 2005, estimulando os bancos a ampliarem os empréstimos à pessoa física, praticando *spreads* menores.

Quanto aos recursos do BNDES, estes se relacionam diretamente com a formação bruta de capital, por isso seu forte crescimento entre 2006 e 2010. Esse comportamento não é tão aderente como o observado entre as concessões de crédito com recursos livres e o PIB, devido a dois fatores já mencionados. Primeiro o fato das operações de repasses representarem uma parcela das concessões do Sistema BNDES. Segundo, do lado da demanda, os investimentos financiados através dos repasses são, em geral, investimentos atomizados, de menor valor, o que torna o comportamento do investidor orientado, sobretudo, por uma visão de curto prazo. Contrariamente, os financiamentos diretos do BNDES, por serem investimentos estruturantes se antecipam à demanda e são orientados, sobretudo, por uma visão de longo prazo.

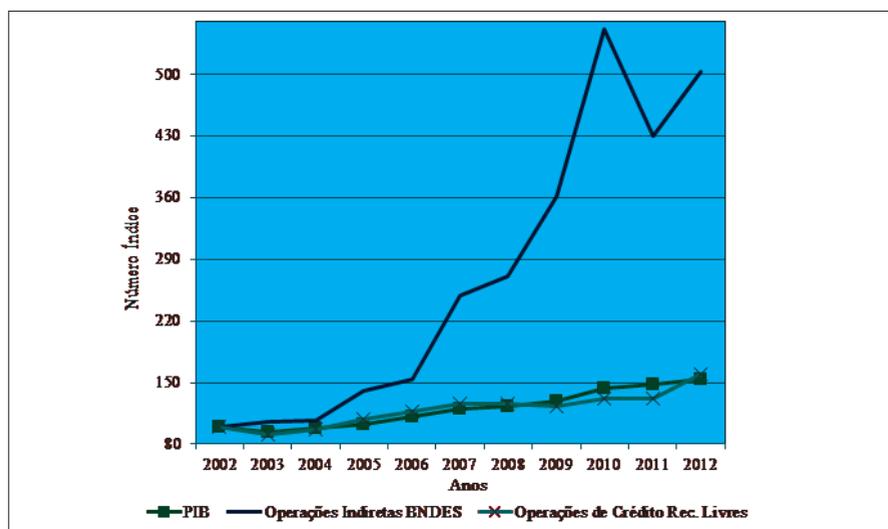
Conforme a Tabela 5, entre 2002 e 2005 há um consistente aumento da proporção dos depósitos totais nos passivos do Sistema Financeiro, estabilizando no biênio 2007/2008, próximo a 42%, para declinar sistematicamente a partir de 2010. Já as obrigações por repasses como proporção dos passivos apresentam um comportamento inverso que se estende até 2006, estabilizando-se entre 2007 e 2009, próximo aos nove por cento,

24 O PROES, instituído pela MP 1514 de 8/1996, apoiado em vários argumentos, visava reduzir a presença do Estado no setor financeiro.

para então se elevar nos três últimos anos. Prevalendo o argumento desenvolvido anteriormente de uma possível substituição de fontes. Ainda que as obrigações por repasses contemplem outras fontes federais e recursos externos, a partir de 2006, na maioria dos anos, os repasses do BNDES estiveram acima dos 45%, conforme terceira coluna de dados da Tabela 5.

Os dados expostos e suas relações destacam a atuação solidária do BNDES com o Sistema Financeiro, inexistindo qualquer traço de concorrência. Essa solidariedade tende a não ser linear no tempo, em razão da instabilidade macroeconômica, que leva não só a uma menor demanda por financiamento de investimentos, como a uma fuga das instituições financeiras para os ativos líquidos, reduzindo, portanto, sua exposição em ativos de maior prazo. O Sistema Financeiro Brasileiro, a despeito do tamanho e sofisticação continua atrelado à concessão de crédito de curto prazo, com poucas exceções que são o financiamento de bens duráveis, o financiamento imobiliário e algumas operações fora de balanço referentes à colocação pública de debêntures e ações.

Gráfico 1. Comportamento do PIB, das Concessões de Crédito com Recursos de Repasses e com Recursos livres, em Número Índice



Fonte: IBGE, BNDES e Banco Central.

Nota: Deflator IGP-DI, preços de 2012.

Análise espacial dos dados

A participação relativa dos financiamentos do BNDES por município apresenta uma enorme concentração como ilustra a Tabela 6. Considerando-se os anos extremos da série, em 2002, apenas dois por cento dos municípios brasileiros com maior participação no total dos financiamentos através de agentes, concentravam 48% do total. Tal distribuição resultava na concentração dos financiamentos nos Estados de São Paulo, Minas Gerais, Santa Catarina, Paraná e Rio de Janeiro. Já em 2012, dois por cento dos municípios com maior volume de financiamentos detinham 43% dos financiamentos dessa modalidade de operação, concentrando-se este percentual nos seguintes Estados, em ordem decrescente: São Paulo, Paraná, Minas Gerais e Santa Catarina e Rio Grande do Sul. Tais dados mostram também a ocorrência de uma pequena desconcentração em relação a 2002, tanto em favor da totalidade dos municípios atendidos, quanto dos que compõem esse subgrupo.

Tabela 5. Participação Percentual dos Depósitos Totais, e das Obrigações por Repasses das Instituições Financeiras em seus Passivos e Razão entre Saldo de Crédito por Repasses e o saldo de Obrigações por repasses por Repasses 2002/2012

Ano	Depósitos Totais/ Passivos (1)	Obrigações por Repasses/Passivos (1)	Saldo de Crédito por Repasse (2)/Obrigações por Repasses
2002	43,77	14,55	30,89
2003	45,19	12,25	34,56
2004	46,06	11,95	37,05
2005	48,05	9,98	43,66
2006	47,05	8,46	48,62
2007	41,64	9,16	41,51
2008	42,93	9,07	41,46
2009	45,38	8,62	45,77
2010	42,18	9,51	51,38
2011	40,93	10,43	49,16
2012	37,93	10,23	47,80

Fonte: Banco Central do Brasil - IF. Data/Dados selecionados de Instituições Financeiras, BNDES - Séries Históricas/Indicadores financeiros do BNDES.

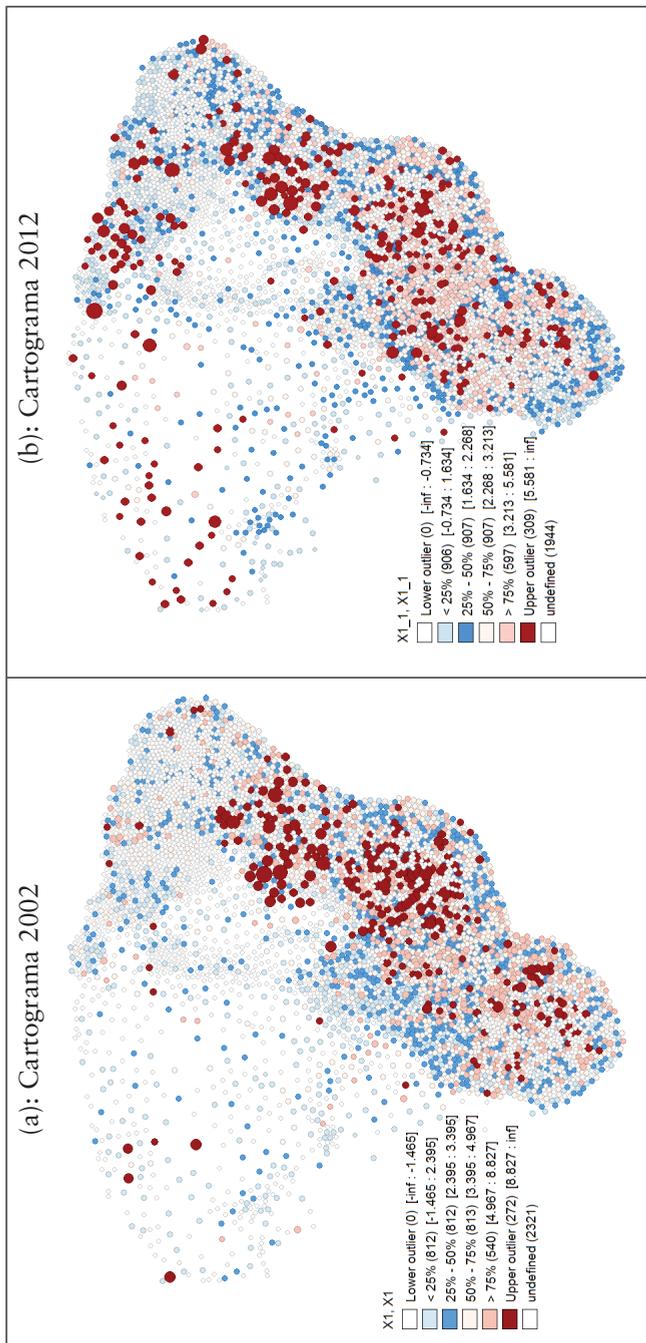
Nota: (1) Os Passivos excluem Obrigações Compromissadas Recursos de Aceites e emissão de Títulos, Instrumentos Derivativos, Outras Obrigações e o Patrimônio Líquido (2) Dados retirados da carteira de crédito do BNDES.

Tabela 6. Participação dos Dois por Cento dos Municípios, com Maiores Participações no total dos financiamentos do BNDES através de Agentes, por Estado 2002/2012

Estado	2002		2012	
	% de Financiamentos	% de Município	% de Financiamentos	% de Município
São Paulo	16,59	0,62	13,74	0,52
Minas Gerais	5,49	0,25	4,45	0,19
Santa Catarina	4,74	0,31	3,24	0,22
Paraná	4,1	0,15	4,78	0,19
Rio de Janeiro	3,4	0,06	2,66	0,08
Bahia	2,6	0,06	2,15	0,08
Rio G Sul	2,45	0,12	2,79	0,14
Espírito Santo	1,89	0,12	-	-
Mato Grosso	1,54	0,09	-	-
Pernambuco	1,53	0,06	1,5	0,06
Ceará	-	-	1,3	0,06
Goiás	-	-	1,05	0,08
Outros	3,83	0,15	5,45	0,39
Total	48,16	2,00	43,11	2,02

Fonte: Elaboração própria a partir da base de dados.

Figura 1. Preferência pela Liquidez 2002 e 2012



Fonte: Elaboração própria, com o uso dos dados do ESTBAN – Banco Central do Brasil.

Considerando-se os dois primeiros quartis, há uma concentração dos índices dessa variável nas Regiões Sudeste e parte do Centro Oeste, enquanto para o último quartil e os *outliers* superiores, nos estados da Bahia e Minas Gerais.

Em 2012, ainda que se observe uma maior dispersão territorial dos dados dos dois primeiros quartis, esses continuam contendo uma maior proporção de municípios do Sul e do Sudeste. Por sua vez, observa-se alguma concentração dos *outliers* superiores nos estados da Bahia, Minas Gerais e Maranhão (Figura 1b).

Deve-se destacar que os Estados com maior número de municípios, com elevados índices de preferência pela liquidez bancária, em ambos os anos, estão nos Estados da Bahia e de Minas Gerais. Esses estados reúnem um grande número de municípios com baixos indicadores de desenvolvimento econômico-social, fatores que contribuem para a maior preferência pela liquidez bancária. O fato de outros Estados, com indicadores até piores, não aparecerem nas estatísticas se deve a pouca presença bancária ainda verificada em muitos municípios brasileiros.

Em 2002, 344 municípios apresentavam um coeficiente de variação das provisões superior à média que era de 0,377, concentrados nos Estados de Goiás, Paraná.²⁵ Além desses dois estados destacava-se o Amazonas (Figura 2a).

Embora, apenas dois municípios de Goiás e quatro do Paraná estejam entre os maiores produtores de milho e soja,²⁶ a proximidade desses das demais localidades grandes produtoras, tende a contaminar suas atividades econômicas, devido à flutuação da demanda e dos respectivos preços que caracteriza as commodities, em geral.

Os Estados de São Paulo e Minas Gerais apresentavam o maior número de municípios nos dois primeiros quartis em 2002 (49,5%). Quando se compara, entretanto, o número de municípios do estado, nesses dois quartis, em relação à totalidade de municípios do Estado destacam-se São Paulo (51,6%) e Rio de Janeiro (39,1%). O Ceará aparece em terceira

²⁵ Informações obtidas a partir da base de dados e da distribuição espacial dos dados com o uso do GeoDa.

²⁶ 50 municípios maiores produtores de soja e milho, obtidos em *Produção Agrícola Municipal* (IBGE, 2003).

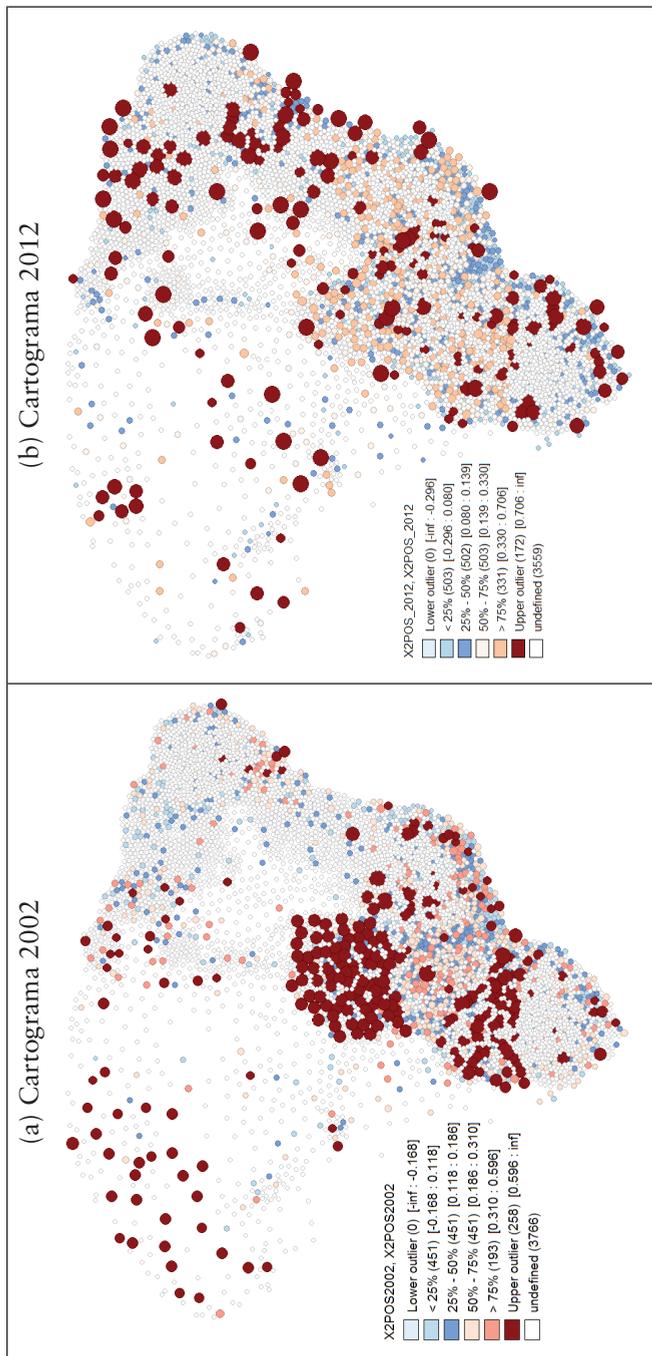
posição em relação ao percentual de municípios do estado nesses dois primeiros quartis²⁷ (Figura 2a).

Em 2012 verifica-se uma maior dispersão dos dados, com os dois primeiros quartis somando o número maior de observações, assim com o último quartil, somado aos *outliers* superiores. Verifica-se também, uma pequena redução na média do coeficiente de variação.

Nesse último ano existiam 475 observações acima da média que era de 0,3459. Os Estados que reuniam maior número de observações eram Minas Gerais, Paraná e Goiás. Já os Estados que reuniam a maior proporção de seus municípios, com coeficiente de variação das provisões acima da média eram Rio de Janeiro, Goiás e Paraná. Considerando-se apenas os *outliers* superiores, destacavam-se os Estados da Bahia, Minas Gerais e Santa Catarina (Figura 2b).

²⁷ A presença do Ceará nesse grupo se explica pela significativa participação do BNB no total dos créditos concedidos nesse estado (32%), e pelo fato desse banco contabilizar todo provisionamento das operações de crédito em sua sede em Fortaleza.

Figura 2. Coeficiente de variação das provisões (modular) 2002 e 2012



Fonte: Elaboração própria, com o uso dos dados do ESTBAN – Banco Central do Brasil.

São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul reuniam 51 % dos municípios dos dois primeiros quartis, o que confirma a dispersão dos dados nesses primeiros intervalos. São Paulo e Rio de Janeiro mantinham a liderança em relação à proporção de municípios nesses dois primeiros quartis, em relação ao total de seus municípios, com, respectivamente, 39% e 54%.

Uma possível explicação para a significativa presença de municípios dos Estados de Goiás e Paraná, dentre os maiores coeficientes de variação das provisões, em ambos os anos limites da série, seria o peso que tem o agronegócio na composição da renda municipal. Esse maior peso tende a tornar os negócios mais incertos devido à flutuação dos preços internacionais das commodities produzidas na região, afetando a renda, inclusive dos municípios vizinhos.

Foi realizado o teste de auto correlação espacial das variáveis aqui analisadas, cuja estatística I de Moran apresentou baixa significância estatística, para todas as variáveis.²⁸

Conclusões

Os dados de desempenho do BNDES demonstram sua importância nos investimentos empresariais do país. No período 2005/2008, os financiamentos situaram-se, em média, em 13% da formação bruta de capital. Ainda que se relativize esses dados, devido às dificuldades metodológicas de comparação dos financiamentos dessa instituição, com o agregado da Formação Bruta de capital, o peso desses fundos públicos no investimento empresarial é indiscutível.

Por sua vez, as operações indiretas situaram-se, durante todo o período analisado, acima dos 43% do total das operações realizadas por esse Banco. Mesmo entre os anos de 2006 e 2009, em que as operações diretas superaram a metade dos financiamentos, as operações indiretas apresentaram crescimento expressivo, sempre acima dos 8%, demonstrando sua importância na lógica de negócios do sistema bancário.

Essa importância se confirma quando se observa que mesmo no ano de 2010, quando ocorre a segundo maior distância entre a taxa de

²⁸ Segundo Almeida (2012), a estatística de I de Moran representa o coeficiente de auto correlação espacial de uma dada variável, capaz de determinar em que grau de significância estatística o valor de um atributo na região *i* está correlacionado com o valor do mesmo atributo na região *j*.

crescimento do produto e das operações de crédito com recursos livres, os dois principais bancos privados mantiveram, ou, elevaram suas participações nos repasses em relação ao patamar verificado em 2007. Essa dados indicam que a retração relativa do crédito foi compensada por uma substituição de fontes, conforme ilustrada no indicador da razão recursos livres repasses do BNDES, que, em 2010, representou o menor índice da série, 33%, ao tempo em que as operações de repasses cresceram 52%.

Tem-se uma forte evidência que ante o cenário de incerteza, provocado pelos efeitos da crise financeira internacional, os bancos brasileiros resolveram reposicionar suas carteiras, com ênfase em ativos menos voláteis e de elevada liquidez. Portanto a disponibilidades geradas por captações no mercado tinham como destino esses ativos, enquanto novos créditos, quando realizados, eram feitos com repasses de recursos do BNDES, de maior prazo, e liquidações casadas, além de gerar liquidez para negócios alternativos.

Mesmo em momentos em que a atuação solidária entre o SFN e esse Banco de Fomento aparenta ser errática, isso decorre da instabilidade macroeconômica que leva a uma menor demanda por financiamento de investimentos, e não a uma perda de funcionalidade operacional de ambas. Isto porque, em momentos de crise de liquidez é comum o BNDES flexibilizar o escopo de suas operações, possibilitando a substituição dos recursos de repasses por aqueles captados pelos bancos no mercado, assegurando a manutenção do giro das empresas, sem comprometer a conduta de preferência pela liquidez dos bancos. Nessas circunstâncias o BNDES complementa o papel do Banco Central, ampliando a liquidez do sistema bancário.

A despeito da importância das operações indiretas no total dos financiamentos dessa instituição de fomento, os dados demonstram sua forte concentração espacial. Em 2002 e 2012, 2% dos municípios brasileiros com maiores valores de financiamento concentravam, respectivamente, 48% e 43% do total.

A explicação mais óbvia tende a associar esse comportamento ao lado da demanda, expresso no peso relativo dos investimentos nessas localidades, o que é inquestionável. A questão porém como apresentamos na seção teórica comporta outros elementos explicativos.

Inicialmente o próprio investimento é afetado por questões como o nível de incerteza, de magnitude mais elevada em alguns localidades que em outras, dada a maior volatilidade do ciclo dos negócios.

Por sua vez a atividade bancária tende a ser contaminada pela incerteza dos agentes não bancários, e, mesmo considerando-se os aspectos que criam vantagens favoráveis aos repasses do BNDES, em relação às captações de mercado, há riscos e incertezas que tornam essa modalidade de crédito mais favorável em uma região que em outra. Assim, independente o risco específico da operação está tende a se subordinar ao risco ou incerteza do ambiente local.

A dispersão dos dados da variável que representa a preferência pela liquidez, do sistema bancário, apontou uma significativa concentração dos índices mais elevados, nos Estados da Bahia e Minas Gerais, tanto em 2002 quanto em 2012. Boa parte dos municípios desses dois Estados, com elevados níveis de preferência pela liquidez apresentam baixos indicadores de desenvolvimento socioeconômico. Como foi dito a pouca concentração de índices elevados em regiões até mais pobres do país, se deve à ausência de agências bancárias em tais regiões.

Um ponto discutido em Petitinga (2019, p. 156), é a relação diferenciada que se estabelece entre a preferência pela liquidez e as operações indiretas do BNDES, em comparação com a literatura sobre o assunto, que aponta, em geral, forte correlação do crédito com tal variável.

No caso dos financiamentos por repasses, essa opção de retenção de reservas líquidas, como expressão da preferência pela liquidez, não está colocada, pois os depósitos e a consequente ampliação da liquidez só acontecerão à medida que a demanda por financiamento se efetive em um contrato e gere desembolsos por parte do BNDES. Portanto, não faz sentido se falar em uma antecipação a qualquer possível perda de depósitos, mantendo a carteira em ativos de alta liquidez, uma vez que os depósitos ainda inexistem.

Os Estados que concentram o maior percentual de financiamentos através de agentes, e o maior número de municípios dentre os dois por cento, são aqueles que apresentam os menores índices de incerteza, ou seja São Paulo e Minas Gerais.

A suposição é que a incerteza tende a afetar as distintas modalidades de crédito. À medida que vários fatores como a disponibilidade de informações e o desenvolvimento das instituições se diferenciam regionalmente, provocando, em determinadas regiões, maior volatilidade no ciclo dos negócios, tanto a demanda quanto a oferta de crédito serão impactadas. No caso das operações de repasses dos recursos do BNDES a suposição é que ela explique a maior concentração desses recursos em dado momento, contribuindo para agravar a diferença estrutural da distribuição dos investimentos.

Esse fato tende a ser agravado pela estrutura bancária nacional, cujas sedes estão localizadas no Estado de São Paulo, resultando que suas estratégias de negócios sejam formuladas a partir da realidade socioeconômica daquele Estado.

Portanto, a incerteza provocada pelos fatores anteriormente citados leva a que, independente do grau de risco em relação ao retorno esperado de um dado projeto, o banco venha a privilegiar o financiamento de investimento em regiões onde a incerteza seja menor. Essa situação necessariamente afetará o desenvolvimento local, dada a importância do crédito na produção contemporânea.

Referências

- ALDRIGHI, D. M. Uma avaliação das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros. *Rev. Econ. Política*, São Paulo, vol. 26, n.º 1, jan.-mar. 2006. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572006000100008>. Acesso em: 20 maio 2018.
- AMADO, A. M. Moeda, financiamento, sistema financeiro e trajetória de desenvolvimento regional desigual: a perspectiva pós-keynesiana. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 18, n.º 1, pp. 76-89, jan.-mar. 1998.
- ARAUJO, V. L. et al. *Padrão de atuação das instituições financeiras de desenvolvimento brasileiras: balanços e perspectivas*. Brasília: IPEA/ABDE, 2010. 114 p. (Relatório de pesquisa).
- AZEVEDO, E. & GORAYEB, J. *BNDES: 50 anos de desenvolvimento*. São Paulo: DBA Artes Gráficas, 2002.

- BAHRY, T. R. & GABRIEL, L. F. A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos. *Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, vol. 14, n.º 1, pp. 27-60, jan.- abr. 2010.
- BERNANKE, B. S. & BLINDER, A. S. Credit, money, and aggregate demand. *The American Economic Review*, vol. 78, n.º 2, 1988.
- BEZERRA, I. O. Índice de incerteza empresarial: uma abordagem usando microdados de sondagens. *Economia Aplicada*, vol. 21, n.º 4, pp. 659-79, 2017.
- CARVALHO, F. C. et al. *Economia monetária e financeira: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 454 p.
- CAVALCANTE, A. T. M.; CROCCO, M. & BRITO, M. L. A. Impactos macroeconômicos na variação regional da oferta de crédito. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, vol. 25, n.º 47, pp. 85-120, mar. 2007.
- CAVALCANTE, L. R. M. T. *Produção teórica em economia regional: uma proposta de sistematização*. São Paulo: Associação Brasileira de Estudos Regionais e Urbanos, 2007.
- CAVALCANTE, L. R. M. T. *Sistema financeiro no Brasil: aspectos regionais*. 2016. Disponível em: <<https://www.researchgate.net/publication/228631137>>. Acesso em: 20 abr. 2018.
- CHICK, V. *Macroeconomia após Keynes: um reexame da teoria geral*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.
- CHICK, V. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, vol. 15, n.º 1, pp. 9-23, 1994.
- CHICK, V. & DOW, S. A post-keynesian perspective on the relation between banking and regional development. *Thames Papers in Political Economy*. North East London Polytechnic, p 1-21, spring 1988.
- CORRÊA, V. P. *A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento*. 1996. Doutorado em Economia – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1996.
- COSTA FILHO, A. E. da. Incerteza e atividade econômica no Brasil. *Economia Aplicada*, vol. 18, n.º 3, pp. 421-53, 2014.

- CROCCO, M. et al. O estudo do gap regional de crédito e seus determinantes, sob uma ótica pós-keynesiana. *Revista de Economia*, Brasília, vol. 12, n.º 2, pp. 281-307, mai.-ago. 2011.
- CROCCO, M.; FARIA-SILVA, F.; REZENDE, L. P. & RODRIGUEZ-FUENTES, C. J. *Banks and regional development: an empirical analysis on the determinants of credit availability in brazilian regions, regional studies*. 2012. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/00343404.2012.697141>>. Acesso em: 12 mai. 2018.
- DOW, S. C. The regional composition of the money multiplier process. *Scottish Journal of Political Economy*, University of Stirling, vol. 29, n.º 1, pp. 22-44, fev. 1982.
- DOW, S. C. & RODRIGUEZ-FUENTES, C. J. *Regional finance: a survey, Journal Regional Studies*, vol. 31, n.º 9, pp. 903-20, 1997. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1080/00343409750130029>>. Acesso em: 20 jul. 2019.
- DOW, S. C. The treatment of money in regional economics. *Journal of Regional Science*, vol. 27, n.º 1, 1987a.
- DOW, S. C. *Money and regional development. Studies in political economy*. Summer 1987b. Disponível em: <<http://www.pac.gov.br/sobre-o-pac>>. Acesso em: 16 mai. 2018.
- DUTRA, L. D. *A Firma Bancária nas Regiões Brasileiras nas Décadas de 2000 e 2010: uma discussão sobre a funcionalidade social dos bancos à luz da teoria pós-keynesiana*. 2017. Tese de doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal Fluminense.
- FERREIRA, P. C. et al. *Medindo a incerteza econômica no Brasil*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Economia – IBRE, Fundação Getúlio Vargas – FGV, 2018.
- FERREIRA, C. K. L. *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. 1995. Doutorado em Economia – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1995.
- FREITAS, A. P. G. de & PAULA, L. F. R. de. Concentração regional do crédito e consolidação bancária no Brasil: uma análise pós-real. *Revista Economia*, Brasília, vol. 11, n.º 1, pp. 97-123, jan.-abr. 2010.

- FREITAS, M. C. P. de. Moeda endógena e passividade bancária: análise crítica da abordagem “horizontalista” e teoria do circuito monetário. *Revista de Economia Política*, vol. 19, n.º 4, out.-dez.1999.
- KEYNES, J. M. *Treatise on money*. Vols. 1/2. Londres: Royal Economic Society, 2012. Disponível em: <<http://universitypublishingonline.org/royaleconomicsociety/ebook.jsf?bid=CBO9781139520645>>.
- KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda; inflação e deflação*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- MEIRELLES, B. B. (org.). *Ensaios sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, pp. 199-223. Disponível em: <www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>. Acesso em: 16 abr. 2015.
- MINSKY, H. P. *Stabilizing an unstable economy*. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- MINSKY, H. P. Hipótese da instabilidade financeira. Trad. Bruno Negreiros Conceição. *OIKOS*, Rio de Janeiro, vol. 8, n.º 2, pp. 314-320, 2009. Disponível em: <www.revistaoikos.org>. Acesso em: 16 abr. 2015.
- NAJBERG, S. Transformação do sistema BNDES em financiador do setor privado. In: MONTEIRO FILHO, D. C. & MODENESI, R. L. (orgs.). *BNDES um banco de ideias: 50 anos refletindo o Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, 2002.
- PAULA, L. F. R. de. Teoria da firma bancária. In: LIMA, G.T.; SICSÚ, J. & De PAULA, L. F. R. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1999.
- PAULA, L. F. R. de. Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não convencional, *Revista Brasileira de Economia*, vol. 53, n.º 3, pp. 323-56, jul.-set. 1999.
- PAULA, L. F. de; SOUZA, G. J. de G. e. O sistema financeiro nacional: análise recente, diagnóstico e perspectivas. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. & BASÍLIO, F. (orgs.). *Macroeconomia do Desenvolvimento: ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica*. Recife: Universitária, 2012, pp. 271-316.
- PAULA, L. F. R. de. Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana da preferência pela liquidez. *Revista de Economia*, vol. 32, n.º 2, pp. 81-93, jul.-dez. 2006.
- PAIVA, M. *BNDES: um banco de história e do futuro*. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012.

- RODRÍGUEZ-FUENTES, C. J. Credit availability and regional development. *The Journal of the RSAI*, vol. 77, n.º 1 pp. 63-75, 1998.
- RODRÍGUEZ-FUENTES, Carlos J. *Regional monetary policy*. Londres: RoutledgeTaylor & Francis Group, 2006.
- STIGLITZ, J. E. & WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, vol. 71, n.º 3, pp. 393-410, jun. 1981.