

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GROSSO DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS – ESAN
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

UM ESTUDO SOBRE CRÉDITO DE LONGO PRAZO NO BRASIL

ADAUTO SERAGUZI JUNIOR

Campo Grande - MS

2025

ADAUTO SERAGUZI JUNIOR

UM ESTUDO SOBRE CRÉDITO DE LONGO PRAZO NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao curso de Ciências
Econômicas da Escola de Administração
e Negócios da Universidade Federal de
Mato Grosso do Sul como requisito para a
obtenção do título de bacharel em
Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Matheus Wemerson
Gomes Pereira

Campo Grande - MS

2025

BANCA EXAMINADORA

Orientador Prof. Dr. Matheus Wemerson Gomes Pereira

Universidade Federal De Mato Grosso Do Sul

Prof. Dr. Odirlei Fernando Dal Moro

Universidade Federal De Mato Grosso Do Sul

Prof. Dr. Ricardo Pereira de Melo

Universidade Federal De Mato Grosso Do Sul

RESUMO

O crédito de longo prazo desempenha papel fundamental no desenvolvimento econômico, ao viabilizar investimentos estruturantes essenciais para um crescimento econômico sustentável. No contexto brasileiro, a incapacidade do setor financeiro privado em oferecer crédito compatível com horizontes de maturação estendida resultou na consolidação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) como provedor desse tipo de financiamento. Este trabalho tem como objetivo analisar os fatores que explicam a centralidade do BNDES na estrutura creditícia brasileira e compreender as razões da baixa participação do setor privado. A pesquisa foi desenvolvida por meio de abordagem qualitativa e descritiva, baseada em revisão bibliográfica e análise histórica da trajetória do crédito de longo prazo no país, sendo ponderados elementos teóricos fundamentais, como o papel do investimento produtivo, os aspectos institucionais e macroeconômicos que influenciam o funcionamento do sistema financeiro. Os resultados indicam que a centralidade do BNDES decorre de fatores estruturais que limitam o financiamento privado, tais como alta aversão ao risco, propensão ao rentismo, instabilidade macroeconômica e ausência de instrumentos financeiros adequados. Conclui-se que a construção de um sistema de financiamento mais equilibrado e robusto demanda o fortalecimento do mercado de capitais, uma maior coordenação entre políticas públicas e privadas, e o aprimoramento da capacidade institucional para sustentar investimentos de longo prazo.

Palavras-chave: crédito de longo prazo; BNDES; desenvolvimento econômico; financiamento; setor privado; investimentos estruturantes

ABSTRACT

Long-term credit plays a fundamental role in economic development, enabling essential structural investments for sustainable economic growth. In the Brazilian context, the inability of the private financial sector to offer credit compatible with extended maturity horizons has resulted in the consolidation of the National Bank for Economic and Social Development (BNDES) as a provider of this type of financing. This work aims to analyze the factors that explain the centrality of BNDES in the Brazilian credit structure and understand the reasons for the low participation of the private sector. The research was developed through a qualitative and descriptive approach, based on a literature review and historical analysis of the trajectory of long-term credit in the country, considering fundamental theoretical elements, such as the role of productive investment, the impacts of financialization, as well as institutional and macroeconomic aspects that influence the functioning of the financial system. The results indicate that the centrality of BNDES stems from structural factors that limit private financing, such as high risk aversion, propensity for rent-seeking, macroeconomic instability, and the absence of adequate financial instruments. It is concluded that building a more balanced and robust financing system requires strengthening the capital market, greater coordination between public and private policies, and improving the institutional capacity to support long-term investments.

Keywords: long-term credit; BNDES; economic development; financing; private sector; structural investments.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Composição das fontes de recursos do BNDES (2021–2025)	51
Figura 2 - Composição aproximada das fontes de funding do BNDES (1995–2020).....	51
Figura 3 - Distribuição percentual dos desembolsos do BNDES por porte de empresa (2008–2014).....	59

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Financiamento da Industrialização: Países Desenvolvidos vs. Brasil	29
Quadro 2 - Casos ilustrativos de financiamento do BNDES em infraestrutura e inovação	87

LISTA DE TABELA

Tabela 1 - Evolução dos desembolsos do BNDES, aportes do Tesouro e diferença Selic–TJLP (2007–2014).....	57
Tabela 2 - Participação dos desembolsos do BNDES segundo o porte das empresas (2008–2014).....	59
Tabela 3 - Emissões anuais de Debêntures Incentivadas de Infraestrutura no Brasil (2012–2024).....	89

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Formulação do problema de pesquisa.....	11
1.2	Justificativa da escolha do tema.....	13
1.3	Definição dos objetivos	13
1.4	Organização da monografia	14
1.5	Metodologia	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1	Conceito de Crédito	16
2.1.1	Definições clássicas e modernas de crédito	16
2.1.2	Funções do crédito no sistema econômico	18
2.2	Abordagens teóricas.....	19
2.3	Conceito de Crédito de Longo Prazo.....	32
2.3.1	Limitações e Riscos do Crédito de Longo Prazo.....	41
3	BNDES E O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	45
3.1	Origem e evolução histórica do BNDES	45
3.1.1	Origens e Primeiras Décadas de Atuação do BNDES de 1952 a 1980	45
3.1.2	Transformações e Expansão Recente do BNDES de 1990 a 2010	47
3.2	Centralidade do BNDES no financiamento de longo prazo	48
3.2.1	Lógica do funding	48
3.2.2	BNDES como market maker do crédito de longo prazo	52
3.2.3	Apoio à infraestrutura, industrialização, inovação e internacionalização.....	54
3.3	Críticas e limitações do modelo	56
3.3.1	Dependência excessiva do Estado e <i>crowding out</i> do setor privado	56
3.3.2	Problemas de concentração.....	58
3.3.3	Questionamentos sobre eficiência e riscos de captura política	60
3.3.4	Barreiras institucionais	61
3.3.5	Subsídios implícitos.....	63
4	SETOR BANCÁRIO PRIVADO E O CRÉDITO DE LONGO PRAZO NO BRASIL.....	65
4.1	Estrutura do Sistema Bancário Brasileiro	65
4.1.1	Evolução histórica	65

4.1.2	Características gerais.....	66
4.1.3	Papel no sistema financeiro	67
4.1.4	Atuação como repassadores de crédito	68
4.1.5	Dependência estrutural do funding público	69
4.2	Limitações do Setor Privado no Crédito de Longo Prazo	70
4.2.1	Preferência por liquidez.....	70
4.2.2	Macroeconomia instável.....	71
4.2.3	Estrutura regulatória e tributária	73
4.2.4	Risco de inadimplência e falta de garantias adequadas	74
5	ESMIUÇANDO A ESTRUTURA CREDITÓRIA DE LONGO PRAZO.....	76
5.1	Estruturas Institucionais.....	76
5.1.1	Papel central do BNDES	76
5.1.2	Participação indireta dos bancos privados via repasses do BNDES.....	77
5.1.3	Ausência de mercado de capitais robusto como alternativa consolidada	78
5.2	Fontes de Funding.....	80
5.2.1	Fundos compulsórios: FAT, FGTS, PIS/PASEP	80
5.2.2	Tesouro Nacional e subsídios implícitos	81
5.2.3	Limitações da poupança doméstica e baixa participação de fundos privados	
	82	
5.3	Instrumentos e Modalidades de Financiamento	83
5.3.1	Linhas tradicionais do BNDES	83
5.3.2	Crédito para infraestrutura e inovação	85
5.3.3	Incentivos recentes	87
5.4	Principais Características da Estrutura Brasileira	90
5.4.1	Forte dependência do Estado e baixa autonomia dos bancos privados	90
5.4.2	Concentração setorial e por porte	91
5.4.3	Ciclicidade fiscal e política	92
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	95

1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento econômico de um país reflete, sua capacidade de financiar, planejar e sustentar projetos estruturantes que impulsionam o progresso produtivo e tecnológico. O crescimento não acontece por acaso: requer bases materiais sólidas e mecanismos de financiamento capazes de transformar investimentos em expansão produtiva, geração de riqueza e avanços sociais. Nesse âmbito, o crédito exerce papel importante, especialmente quando direcionado ao longo prazo, pois viabiliza empreendimentos de custo elevado e maturação estendida.

A experiência empírica histórica revela que nenhuma economia moderna alcançou graus elevados de industrialização, infraestrutura e competitividade sem o acesso contínuo a mecanismos de crédito de longo prazo. Países desenvolvidos criam sistemas financeiros compatíveis com grandes investimentos, para sustentar a inovação, a diversificação produtiva e a modernização tecnológica. No Brasil, esse processo aconteceu de maneira ímpar, marcado por assimetrias, descontinuidades e dependência de instrumentos públicos. Em um cenário de juros elevados, instabilidade macroeconômica e baixo desenvolvimento do mercado de capitais, consolidou-se a centralidade do BNDES como principal provedor.

Ao longo do século XX e início do XXI, o BNDES assumiu papel estratégico para a expansão industrial, modernização da infraestrutura e apoio aos setores produtivos, suprindo a negligencia deixada pelo sistema bancário privado, historicamente avesso ao risco e adepto a operações rentistas de curto prazo. Como resultado, observam-se limitações na capacidade de financiamento da economia brasileira e uma crescente dificuldade em sustentar investimentos estruturantes.

1.1 Formulação do problema de pesquisa

Para que uma nação alcance o desenvolvimento econômico, é fundamental dispor de um sistema capaz de financiar investimentos de longo prazo. Projetos estruturantes como os de infraestrutura, inovação e expansão industrial dependem intrinsecamente de condições financeiras que assegurem previsibilidade, estabilidade e capacidade de absorver riscos. Economias que conseguem mobilizar

recursos financeiros para horizontes temporais mais extensos têm maior probabilidade de alcançar um crescimento duradouro e uma transformação produtiva consistente, uma vez que criam as bases necessárias para ampliar a produtividade, a competitividade e a geração de renda.

No caso brasileiro, o sistema financeiro sempre se caracterizou pela predominância de operações de curto prazo, aliada a uma elevada aversão ao risco e a uma significativa concentração bancária. Esse conjunto de fatores restringe a formação de um mercado privado robusto e dedicado ao financiamento de longo prazo. Foi precisamente em resposta a essa lacuna estrutural que o BNDES se consolidou, ao longo de décadas, como o principal agente provedor desse tipo de crédito no país, desempenhando um papel central tanto na viabilização de investimentos produtivos quanto na sustentação da política industrial. Embora essa atuação tenha sido crucial para o desenvolvimento nacional, ela também evidencia, de forma contundente, a fragilidade inerente ao sistema creditício do país.

Nas últimas décadas, transformações macroeconômicas e flutuações no cenário internacional contribuíram para acentuar a preferência por ganhos financeiros imediatos e de alta liquidez. Como resultado, a oferta privada de crédito de longo prazo tornou-se ainda mais escassa, o que, por sua vez, reforçou a dependência do setor produtivo em relação às linhas de financiamento público. Essa dinâmica suscita a decorrente problemática: Quais fatores que explicam a consolidação da centralidade do BNDES como principal fornecedor de crédito de longo prazo no Brasil e a limitada participação do setor privado nesse tipo de financiamento?

Diante do exposto, o presente trabalho também busca responder às seguintes indagações:

- a) Por que o setor bancário privado participa tão pouco nesse segmento de financiamento?
- b) Como a estrutura financeira nacional influencia a capacidade de investimento produtivo?
- c) Qual é o papel do Estado na sustentação da infraestrutura de crédito de longo prazo?

d) A dependência estrutural do BNDES é um reflexo das limitações do mercado ou uma escolha de política econômica?

1.2 Justificativa da escolha do tema

A limitação histórica do sistema financeiro nacional em prover financiamentos de maturação estendida, somada às recentes transformações no cenário econômico, tem aumentado o debate sobre o papel do BNDES e da capacidade do setor privado em ofertar crédito alinhado com as necessidades de investimento do país. Compreender essa dinâmica é fundamental para avaliar as condições de crescimento e desenvolvimento sustentável da economia brasileira.

O crédito de longo prazo mantém uma relação direta com o desenvolvimento econômico, na medida em que viabiliza a execução de projetos produtivos capazes de ampliar a capacidade industrial, expandir a infraestrutura e elevar a produtividade. Em uma economia emergente como a brasileira, investimentos dessa natureza são indispensáveis para modernizar *setores estratégicos*¹, fortalecer a competitividade e reduzir vulnerabilidades estruturais. Pelo lado oposto, a insuficiência desse tipo de financiamento restringe o avanço tecnológico, dificulta a expansão produtiva e mina o desempenho econômico nos médio e longo prazos.

Por essas razões, a relevância deste trabalho torna-se evidente. A economia brasileira precisa fortalecer sua base produtiva e ampliar sua capacidade de investimento, especialmente em áreas consideradas estratégicas. Compreender o papel do crédito de longo prazo, assim como as limitações do setor privado e a importância do BNDES na sustentação desse modelo, oferece elementos essenciais para a construção de soluções orientadas à expansão da capacidade produtiva e ao aprimoramento da infraestrutura financeira do país. Delimitando o tema em: "A consolidação da centralidade do BNDES como fornecedor de crédito de longo prazo e a limitada participação do setor privado: uma exposição da estrutura creditícia de longo prazo do Brasil."

1.3 Definição dos objetivos

¹ Infraestrutura, energia, transportes, telecomunicações e indústrias de base.

Objetivo geral:

Analizar os fatores que explicam a consolidação da centralidade do BNDES como principal fornecedor de crédito de longo prazo no Brasil e a limitada participação do setor privado nesse tipo de financiamento.

Objetivos específicos:

- 1) Discorrer sobre o crédito de longo prazo;
- 2) Descrever a participação do BNDES;
- 3) Explicar a participação do setor bancário privado; e
- 4) Apresentar as características da estrutura creditícia de longo prazo brasileiro.

1.4 Organização da monografia

O capítulo dois será desenvolvido por meio de pesquisa teórica descritiva, fundamentada nas principais contribuições da literatura sobre desenvolvimento econômico e crédito. Serão analisadas as características estruturais do crédito de longo prazo e seu papel no crescimento econômico, destacando elementos essenciais. Nos capítulos três e quatro será utilizada a pesquisa histórico-descritiva, com o objetivo de apresentar a trajetória da estrutura creditícia no Brasil ao longo das últimas décadas, bem como a evolução do papel do BNDES e as limitações do setor privado. Essa contextualização permitirá identificar os eventos, políticas e condições macroeconômicas que marcaram o modelo de financiamento do país.

Por fim, o capítulo cinco será elaborado por meio de estudo de caso voltado ao exame da centralidade do BNDES e de suas relações com o financiamento de longo prazo no país. O objetivo será analisar como a atuação do banco influencia a capacidade de investimento produtivo, avaliar suas limitações e compreender de que maneira a estrutura financeira nacional condiciona sua participação. Desse modo, busca-se identificar a importância do financiamento de longo prazo para o desenvolvimento econômico e refletir sobre os desafios enfrentados pelo Brasil nesse campo.

1.5 Metodologia

A presente pesquisa adota uma abordagem qualitativa, descriptiva e de natureza bibliográfica, orientada pela intenção de compreender a estrutura do crédito de longo prazo no Brasil e os fatores que explicam a centralidade histórica do BNDES diante da limitada participação do setor privado nesse tipo de financiamento. A opção pelo método qualitativo decorre do fato de que o objetivo do estudo não é mensurar estatisticamente fenômenos econômicos, mas interpretar como eles se estruturam, evoluem e se inter-relacionam no contexto do desenvolvimento econômico nacional.

A pesquisa descriptiva, conforme amplamente empregada nas ciências sociais aplicadas, busca explicar fenômenos socioeconômicos e institucionais por meio da identificação de suas causas, dinâmicas e efeitos. Esse enquadramento metodológico é particularmente adequado aos objetivos deste trabalho, pois permite delinear com clareza as características, limitações e tendências do crédito de longo prazo no Brasil, bem como analisar as implicações de sua escassez para o processo de industrialização e para a transformação estrutural da economia.

A investigação utiliza uma abordagem histórico-analítica, que possibilita examinar como o papel do BNDES e a atuação do setor privado foram sendo moldados ao longo do tempo, em resposta às condições macroeconômicas, institucionais e financeiras. Esse enfoque permite compreender o crédito não apenas como instrumento técnico, mas como resultado de escolhas políticas, estruturas de poder e configurações institucionais.

Metodologicamente, o estudo fundamenta-se em uma revisão bibliográfica ampla, composta por autores clássicos e contemporâneos da teoria do desenvolvimento, literatura especializada em finanças e crédito de longo prazo, trabalhos institucionais e dados público. A seleção do material buscou garantir máxima imparcialidade, privilegiando fontes acadêmicas e documentos oficiais que tratam da evolução histórica do sistema de crédito brasileiro, do papel dos bancos de desenvolvimento e das características estruturais do mercado financeiro nacional.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Conceito de Crédito

2.1.1 Definições clássicas e modernas de crédito

As noções sobre o crédito em si têm várias formulações de expressão, mas todas convergem, em seu núcleo essencial, para a noção de transferência de poder de compra que resulta em um agente econômico estendendo recursos financeiros, bens ou serviços a outro em troca da promessa de reembolso futuro, muitas vezes em troca de juros. Essa definição, contida tanto nas interpretações clássicas quanto nas modernas, é a mais aceita na literatura econômica.

...o crédito se baseia em informação. Determinar se um indivíduo é merecedor de crédito requer recursos; e, para manter esse julgamento, conceder ou garantir crédito implica assumir riscos. Não existe uma relação simples entre esses custos econômicos e o montante de crédito concedido. (STIGLITZ; GREENWALD, 2010, p. 16, tradução).

O crédito era, nas formulações clássicas, um contrato bilateral de confiança que consistia na assunção de risco pelo credor ao adiantar recursos ao devedor, aguardando o reembolso em prazo e condições estipulados. Esse conceito estava correto porque cobria apenas um aspecto puramente legal e financeiro da relação. Interpretações mais recentes, ampliam o alcance, com uma visão do crédito como um facilitador chave entre muitas formas de intermediação financeira, o motor do desenvolvimento econômico que permite que os recursos sejam realocados de forma eficiente para promover o investimento produtivo e o impulso para a inovação. Schumpeter (1911) enfatiza que o crédito permite ao empreendedor transferir recursos e promover o processo de "destruição criativa", base da dinâmica capitalista.

Deve-se também notar que o crédito não se limita às transações formais realizadas por instituições financeiras, ele permeia as relações comerciais do dia a dia, onde os fornecedores concedem prazos de pagamento aos clientes para se tornarem uma espécie de suporte financeiro para suas necessidades, efetivamente financiando o negócio. Esse processo é mantido por um excedente de informações

que as empresas acumularam ao longo do tempo sobre a qualidade dos bens que produzem, seus níveis de pontualidade e o histórico de relacionamento com os parceiros. Isso muitas vezes vale mais do que os bancos podem oferecer. Os incentivos nesse caso para a adimplência são particularmente fortes: o não pagamento a um fornecedor estratégico pode comprometer a continuidade da produção, reforçando a confiança e a reciprocidade entre os parceiros que sustentam as transações comerciais dessa forma. Assim, quase todas as empresas desempenham uma função dupla, funcionando simultaneamente como fornecedoras de produtos e como pequenas instituições financeiras.

Mas é importante diferenciar o crédito destinado ao consumo imediato do crédito voltado para fins produtivos, o tema deste trabalho. O crédito produtivo é específico para seus usos em atividades como expansão, modernização ou manutenção da capacidade de produzir bens e serviços econômicos. Nesse âmbito, o crédito produtivo tem uma série de usos diretos: como investimentos em *capital fixo*², *capital de giro*³; pesquisa, desenvolvimento e inovação tecnológica (P&D); e projetos de infraestrutura (energia, transporte e saneamento), todos contribuindo diretamente para a extensão da fronteira produtiva e competição econômica. Ao contrário do crédito ao consumidor, que atende necessidades imediatas.

Concepções contemporâneas, como Keynes (1936), Minsky (1986), Stiglitz (2003), vão além da visão ortodoxa de que o crédito essencialmente se refere na mesma direção que a transferência de poupança de uma geração para a próxima. Ao emitir crédito, o sistema financeiro, como se pensa, gera novo poder de compra, de modo que o empreendedor é capaz de prever a renda futura e investir de acordo. De fato, isso faz com que a nova renda, e portanto a poupança, devido ao investimento por meio do crédito, complete o circuito econômico e pague a dívida original. O crédito para fins produtivos não é uma simples operação financeira, mas o catalisador para o desenvolvimento econômico, mobilizando e direcionando recursos para a expansão da capacidade produtiva, inovação e crescimento sustentado.

² Máquinas, equipamentos e novas instalações.

³ Compra de insumos e pagamento de salários.

2.1.2 Funções do crédito no sistema econômico

O crédito é uma das questões centrais na economia política que desempenha um papel importante na estrutura do sistema econômico, sendo um dos principais canais para expressar agentes superavitários versus deficitários, através dos quais o comércio é feito para operar. O mecanismo de transferência de recursos em função do tempo que permite às unidades econômicas, tendo acesso a poupanças excedentes ou recursos financeiros, emprestar capital àqueles que necessitam de capital para consumo ou investimento. No sistema monetário atual, o crédito não é apenas um intermediário, mas um elemento operacionalmente ativo na produção de liquidez, financiamento de investimentos e promoção do consumo. Deve ser reconhecido como uma instituição holística e multifuncional, capaz de facilitar a interação entre recursos, fornecer liquidez, manter a demanda geral, promover a produção com a geração de poder de compra que contribui para o crescimento econômico.

A perspectiva ortodoxa explica o crédito como um elo simples entre poupadore e tomadores de empréstimo, onde seu propósito é apenas realizar a transferência de poupanças previamente acumuladas. Do ângulo heterodoxo (baseando-se em Keynes, Minsky e Stiglitz), o crédito é um efeito *ex nihilo*⁴ do setor bancário. O empréstimo bancário não apenas redistribui recursos existentes dessa forma, mas cria dinheiro escritural na economia, produzindo nova capacidade de compra.

Não são as poupanças que são necessárias para o investimento antes do investimento; o investimento é financiado por crédito e depois pela renda e, assim, pelas poupanças que são necessárias para sustentá-lo. É através do crédito que somos capazes de gerar renda quando um emprego se torna disponível, que pode então ser convertido em poupança e, por sua vez, em dinheiro para sustentá-lo (SCHUMPETER, 1911, p. 101, tradução).

O crédito é também a principal fonte de liquidez, fornecendo um canal para traduzir expectativas futuras em poder de compra imediato, para Keynes (1936), essa função é crucial em tempos de incerteza, porque sustenta a continuidade dos

⁴ *Ex nihilo* é uma expressão em latim que significa "do nada". É frequentemente utilizada em contextos filosóficos e teológicos.

fluxos de pagamento e a confiança entre os agentes. O ato de conceder crédito serve para certificar a credibilidade, de modo que quaisquer transações com terceiros que não tenham relações anteriores de confiança possam ocorrer. O setor público fornece uma ferramenta contracíclica fundamental em períodos de recessão, onde o crédito privado se contrai e injeta liquidez para evitar que as crises aumentem de escala.

Talvez o papel mais estratégico do crédito pode ser o financiamento de investimentos produtivos, necessário para o processo de acumulação e desenvolvimento econômico. Schumpeter (1911) define o crédito como "o comando sobre os recursos sociais" nesse sentido, possibilitando ao empresário inovador realocar fatores de produção e desencadear novos ciclos de crescimento. Projetos de longa maturação raramente pode ser financiados apenas com recursos próprios das empresas. O crédito supre essa lacuna, permitindo a antecipação do investimento presente em troca de receitas futuras.

O crédito também cumpre a função de sustentar o consumo, particularmente de bens duráveis de alto valor. O crédito impulsiona a demanda agregada e estimula a dinamização dos principais setores econômicos, permitindo que as preferências das famílias sejam compatíveis (empresas multinacionais muitas vezes têm seus próprios braços financeiros para manter os produtos acessíveis aos consumidores via financiamento). O crédito ao consumidor não pode ser muito amplo, adverte Minsky (1986) (no contexto de uma política monetária mal calibrada) para não criar fragilidades macroeconômicas por meio de uma expansão excessiva do crédito (endividamento elevado, inadimplências e crises de instabilidade financeira).

2.2 Abordagens teóricas

O crédito é fundamental para o desenvolvimento econômico, atuando como catalisador de investimentos em infraestrutura, inovação tecnológica e expansão produtiva. Diferentes autores destacam seus efeitos estruturais: Schumpeter (1911) o vê como motor da inovação; Hirschman (1958), como instrumento para encadeamentos produtivos; Myrdal (1957), como causa de efeitos circulares e cumulativos; Kalecki (1954), como determinante do investimento e do crescimento; e Stiglitz e Greenwald (2003), como mecanismo de alocação eficiente de recursos.

Além disso, o crédito influencia a distinção entre crescimento e desenvolvimento, sustentando a demanda agregada, estimulando a inovação e viabilizando transformações estruturais. Evidências históricas, como a industrialização e o financiamento de grandes projetos, mostram sua importância na consolidação de setores estratégicos da economia.

Schumpeter (1911): crédito como motor da inovação.

Joseph Alois Schumpeter, *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle* (1911), é fundamental porque representa uma mudança de paradigma que rompe com a visão estática do desenvolvimento econômico da economia neoclássica tradicional. Esta última conceitualiza o sistema econômico como um “fluxo circular” de equilíbrio, onde os recursos são distribuídos regularmente e praticamente não há lucro ou juros. Segundo Schumpeter, o desenvolvimento decorre de rupturas endógenas nesse fluxo, impulsionadas principalmente pela inovação. O empreendedor, uma figura chave na teoria schumpeteriana, é o agente que introduz novas combinações produtivas (novos produtos, métodos de produção, mercados, fontes de matérias-primas ou formas de organização industrial). Ele, assim, interrompe o fluxo circular e ativa o processo de "destruição criativa", onde o novo substitui o velho para promover a transformação estrutural e o progresso tecnológico.

O empreendedor necessita de acesso a recursos que ele não possui no momento para executar suas inovações, pois os fatores de produção estão alocados para usos tradicionais. É nesse contexto que o crédito assume um papel central e inovador, não mais apenas a intermediação entre poupanças preexistentes, mas a criação ex nihilo de poder de compra que é transferido em nome do empreendedor pelo banqueiro. Ao oferecer crédito, o banqueiro permite que os empreendedores mobilizem recursos e trabalhadores para trabalhar em novos projetos, assumindo o risco e a responsabilidade de selecionar os mais promissores. O crédito vai além da função de facilitador e se transforma no motor da inovação, fornecendo os meios financeiros que podem viabilizar a atividade empreendedora, onde o juro é visto como compensação pelo capital disponibilizado. A velocidade da mudança econômica depende da capacidade da infraestrutura financeira de identificar e financiar projetos promissores: sistemas eficientes promovem a inovação e o

desenvolvimento de novos setores; a ausência ou insuficiência de crédito mantém a economia presa em um padrão de dependência dos padrões existentes.

Hirschman (1958): encadeamentos produtivos.

Divergindo das teorias de crescimento equilibrado, Albert O. Hirschman (*The Strategy of Economic Development*, 1958) propõe o crescimento desequilibrado como estratégia para superar o principal obstáculo das economias em desenvolvimento: a limitada capacidade de decisão de investimento. Investimentos estratégicos funcionam como catalisadores, gerando encadeamentos produtivos que induzem novas decisões de investimento pelo setor privado. Hirschman distingue dois tipos de encadeamentos: *backward linkages*⁵, quando uma indústria cria demanda por insumos e fornecedores a montante, como siderúrgicas ou montadoras; e *forward linkages*⁶, quando a produção serve como insumo para atividades subsequentes, como energia elétrica barata ou aço acessível, viabilizando novas indústrias a jusante.

A teoria evidencia a necessidade de financiamento estratégico, pois investimentos pioneiros envolvem alto risco e externalidades sociais superiores aos retornos privados, tornando-os pouco atraentes para o capital privado. Instituições financeiras públicas, como bancos de desenvolvimento viabilizam esses projetos iniciais e estimulando decisões de investimento em toda a cadeia produtiva. Para Hirschman, o financiamento é uma ferramenta ativa de política econômica: ao direcionar recursos para setores-chave, o Estado cria desequilíbrios deliberados que mobilizam a capacidade empresarial latente, promovendo encadeamentos produtivos e desencadeando um ciclo virtuoso de investimentos, crescimento e transformação estrutural da economia.

Myrdal (1957): causação circular e cumulativa do crédito.

A teoria da causação circular e cumulativa de Gunnar Myrdal, desenvolvida em seu livro *Economic Theory and Underdeveloped Regions* (1957), constitui uma das mais influentes críticas à economia neoclássica de convergência. Ao contrário da suposição de que as forças de mercado tenderiam, a longo prazo, a diminuir as

⁵ Encadeamentos retroativos; para trás.

⁶ Enlaces diretos; para frente.

desigualdades regionais e setoriais, Myrdal argumenta que o desenvolvimento é um processo fundamentalmente desequilibrado, no qual as diferenças não apenas persistem, mas tendem a se aprofundar. O sistema de crédito está centralmente localizado no contexto do desenvolvimento desigual. Longe de atuar como um elemento neutro, o crédito na verdade, pode reforçar a divisão entre áreas mais e menos desenvolvidas, formando um dos principais canais do processo de causação cumulativa. Essa dinâmica se organiza a partir da interação entre duas forças básicas na teoria, os *backwash effects*⁷ e os *spread effects*⁸.

Os backwash effects referem-se às forças centrípetas que sugam recursos da periferia para os centros da economia. O crédito é significativo na medida em que as poupanças acumuladas por economias de menor maturidade desenvolvida são absorvidas pelo sistema financeiro e reorientadas nos polos centrais onde o investimento é considerado menos arriscado e mais lucrativo. Esta dispersão contínua de capital financeiro retira os recursos da periferia e priva esta área do capital sobre o qual é capaz de crescer, criando desequilíbrio regional e reforçando a dependência estrutural em relação aos centros. Os spreads effects, referem-se às forças centrífugas pelas quais o dinamismo dos centros pode se propagar para a periferia, seja pelo aumento das demandas de insumos, e até a desconcentração de atividades produtivas específicas. Na prática, os backwash effects muitas vezes ofuscam os spreads effects. Uma razão para essa assimetria estrutural é a persistência contínua das desigualdades regionais e o caráter autorreforçador do subdesenvolvimento, onde o sistema de crédito tende a exacerbar em vez de promover a convergência.

Com relação ao crédito, essa lógica pode ser colocada em círculos viciosos e virtuosos: uma região que já é economicamente dinâmica atrai mais crédito, financiando novos investimentos, melhorando sua infraestrutura e aumentando sua produtividade (o que a torna ainda mais atraente para fluxos de capital). Em contrapartida, áreas estagnadas são vistas como mais arriscadas, enfrentando grande fuga de capitais e restrições de crédito severas, em situação que as aprisiona em trajetórias de subdesenvolvimento.

⁷ Efeitos de retrocesso.

⁸ Efeitos de dispersão.

Kalecki (1954): investimento e dinâmica de crescimento.

Michał Kalecki, em *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy* (1954), elaborou um modelo em que o investimento é a força motriz do capitalismo, mas com ênfase na estrutura de classes e nas firmas em mercados de concorrência imperfeita. Seu ponto de partida é a equação dos lucros: estes são determinados pelo investimento e consumo da classe capitalista, sintetizados na máxima “os capitalistas ganham o que gastam”. Assim, os lucros decorrem do investimento, e não o contrário.

O investimento depende do nível e da variação dos lucros, que moldam expectativas empresariais, mas enfrenta dois limites: i) o aumento do estoque de capital reduz a rentabilidade marginal de novos projetos; e ii) o princípio do risco crescente, pelo qual maior endividamento frente aos lucros retidos eleva o risco financeiro, restringindo novos investimentos.

Dessa interação decorre a dinâmica cíclica: na expansão, investimentos elevados aumentam lucros e alimentam novas aplicações; no auge, o excesso de capital reduz a taxa de lucro e, somado ao risco crescente, provoca retração e crise.

A teoria kaleckiana explica crescimento e crises como processos endógenos da acumulação, destacando o autofinanciamento como fonte principal dos investimentos. Mesmo com crédito disponível, as empresas mantêm cautela devido ao risco do endividamento, de modo que a sustentabilidade do crescimento depende da rentabilidade e da gestão dos riscos financeiros.

Stiglitz; Greenwald (2003): teoria de equilíbrio geral do crédito.

Ampliando a análise além da relação bilateral entre bancos e empresas, Bruce Greenwald e Joseph Stiglitz, em *Towards a New Paradigm for Monetary Economics* (2003), desenvolvem uma teoria do equilíbrio geral do crédito. Onde o crédito como um todo não é apenas algo exclusivo do setor bancário, mas uma rede complexa que permeia todo o tecido produtivo das economias modernas.

O ponto de partida da abordagem é a constatação de que grande parte da informação necessária para a concessão de crédito não é detida pelos bancos, mas sim produzida no interior das relações comerciais entre as próprias empresas. É através do envolvimento com fornecedores e clientes que uma empresa adquire

dados sobre sua saúde financeira e confiabilidade, construindo uma vantagem informacional que outras instituições externas não conseguem recriar totalmente. Portanto, a maioria das empresas atua tanto como tomadoras quanto como credoras na capacidade de “produtoras-financeiras⁹”. Essa rede de interdependências cria um mecanismo de reforço para choques; os ativos de uma empresa são negativamente impactados, e isso diminui o crédito para seus clientes, o que se espalha por toda a cadeia de produção; em casos extremos, ocorrem as “cadeias de falências¹⁰”. Da mesma forma, o sistema bancário serve apenas para fortalecer essa relação quando, pela primeira vez, seus participantes não podem contar com as instituições financeiras para permanecerem solventes; por meio de uma falência, os balanços das instituições financeiras são enfraquecidos, resultando no colapso do crédito, levando à retração, mesmo para agentes solventes.

A teoria do equilíbrio geral do crédito mostra assim que os canais de financiamento de crédito são muito mais amplos do que o modelo tradicional assume. O funcionamento do sistema depende não apenas da estabilidade dos bancos, mas também das relações de crédito entre empresas que são relativamente fortes. Assim, choques e políticas monetários se transmite tanto verticalmente dos bancos para as empresas, quanto horizontalmente, através dessa rede de conexões, tornando a economia especialmente vulnerável a crises de confiança e a efeitos de contágio.

A crítica de Stiglitz e Greenwald se insere em uma proposta para uma nova abordagem da economia monetária que desloca a atenção da moeda para o crédito e as imperfeições informacionais que constituem esse crédito: o crédito (e não a moeda) é a variável essencial para a produção econômica; a assimetria de informação, que cria problemas de seleção adversa e risco moral que condicionam a alocação de recurso; e a importância dos balanços patrimoniais e do “acelerador financeiro¹¹”, pelo qual choques adversos ao capital de bancos e empresas podem amplificar crises.

⁹ O termo “produtoras-financeiras” geralmente se refere a instituições financeiras ou a empresas com um setor financeiro que desempenham um papel vital na economia, intermediando recursos e oferecendo diversos serviços financeiros.

¹⁰ Quando a insolvência de uma empresa compromete tanto fornecedores quanto clientes, propagando-se em várias direções.

¹¹ Na macroeconomia, é o processo onde problemas no mercado financeiro amplificam choques na economia real.

Nali de Jesus Souza (1997): desenvolvimento econômico.

Nali de Jesus Souza, em sua obra Desenvolvimento Econômico (1997), representa uma ruptura com as abordagens neoclássicas e etapistas de crescimento econômico. Contra a ideia de um equilíbrio natural (ou convergência) do mercado, Souza sugere uma visão crítica, histórica e institucional do capitalismo, particularmente no que se refere à situação das economias periféricas. Nali fornece uma orientação que posiciona o crédito na análise do desenvolvimento, não como um fator técnico, mas como uma manifestação material de potência econômica e política. O desafio do desenvolvimento não é simplesmente ampliar o volume de crédito disponível, mas reconfigurar os arranjos institucionais que estruturam quem tem acesso a ele e com quais finalidades.

O sistema econômico não é regido por forças anônimas de mercado que buscam o equilíbrio, mas por um sistema de potências, no qual diferentes centros de poder interagem e conflitam entre si (SOUZA, 1997, p. 45).

Esse sistema de potências é formado pela interação de quatro agentes fundamentais: i) corporações monopolistas, ii) Estado, iii) sindicatos e o iv) poder financeiro. Eles exercem poder sobre a formação de preços, distribuição de renda e orientação de investimentos.

O capitalismo moderno caracteriza-se pela ação combinada e muitas vezes conflituosa desses poderes, que definem o rumo da economia e o padrão de desenvolvimento nacional (SOUZA, 1997, p. 52).

O fenômeno da inflação é essencialmente um reflexo de disputas distributivas, e não apenas um problema de excesso de moeda. Consequentemente, “A inflação não é, em essência, um fenômeno monetário, mas a expressão de um conflito social sobre a apropriação de renda”, essa concepção de Souza move a discussão de uma perspectiva técnica para uma perspectiva política, indicando que os desequilíbrios macroeconômicos decorrem de relações de poder assimétricas entre os agentes dominantes do sistema. Essa estrutura coloca o poder financeiro no centro, constituindo assim o nexo articulador entre os demais. Souza observa que “a fusão do capital bancário e do capital industrial resulta em capital financeiro que cria um bloco de poder que regula a produção, o crédito e o investimento”. Essa

fusão transforma o crédito de um mero dispositivo técnico de intermediação em “o principal mecanismo do exercício do poder econômico”.

O crédito é crucial para o processo de desenvolvimento ou dependência. Como Souza (1997) colocou, “a forma como o crédito é gerado e alocado na economia revela a estrutura de poder vigente”. Nas economias periféricas, essa alocação tende a reforçar os setores já consolidados e integrados ao circuito financeiro internacional, em detrimento de atividades produtivas de maior valor agregado. Isso se reflete no subdesenvolvimento estrutural com um alto nível de concentração de crédito e uma falta de canais independentes para o financiamento de investimentos produtivos. O escritor desmistifica o crédito, retirando-o do campo neutro da técnica e colocando-o no político e no institucional.

O crédito não é uma simples ponte entre a poupança e o investimento; ele é um instrumento de poder, capaz de definir quem cresce, quem estagna e quem é excluído do processo de acumulação (SOUZA, 1997, p. 76).

O desenvolvimento econômico repousa sobre uma nova configuração do poder financeiro. Através do exercício de seu papel regulador e de planejamento, o Estado precisa intervir para democratizar o acesso ao crédito e direcionar o fluxo de fundos para atividades mais produtivas e sociais.

Sem controle público e direção estratégica do crédito, não há desenvolvimento autônomo; há apenas a reprodução ampliada da dependência (SOUZA, 1997, p. 81).

Estrutura de uma Economia Desenvolvida e de uma Subdesenvolvida.

A distinção entre economias desenvolvidas e subdesenvolvidas é mais do que apenas uma questão de renda per capita, estando enraizada em diferenças estruturais profundas que condicionam seus sistemas produtivos, financeiros e a própria dinâmica do crescimento. O subdesenvolvimento, definido por Myrdal (1957), é um ciclo de causação circular e cumulativa em que a baixa produtividade, a falta de crédito e a fragilidade das instituições se reforçam mutuamente e contribuem para um atraso e prolongam a trajetória de desenvolvimento. Enquanto as economias desenvolvidas apresentam mecanismos endógenos de crescimento autossustentado, as economias subdesenvolvidas permanecem presas em gargalos estruturais que limitam sua capacidade de transformação.

Hirschman (1958) teorizou que a diversificação, complexidade e integração da estrutura industrial nas economias avançadas se refletem na presença de fortes ligações produtivas para frente e para trás como uma ferramenta poderosa para atividades produtivas nessas economias avançadas. Essa configuração pode propagar a cascata de investimentos em setores estratégicos que levarão a efeitos multiplicadores em toda a economia, criando um círculo virtuoso de inovação e crescimento. Alemanha e Japão são representativos de tais países, onde desenvolveram fortes Sistemas Nacionais de Inovação, como empresas, universidades e centros de pesquisa. Em contraste, uma economia subdesenvolvida tende a ter uma estrutura produtiva desarticulada, focando em produtos primários ou de baixa complexidade tecnológica. O fenômeno foi referido por Celso Furtado (1961) como *heterogeneidade estrutural*¹². A ausência de encadeamentos sólidos impede que os benefícios localizados se irradiem por toda a economia, reduzindo o potencial de mudança estrutural e perpetuando a dependência externa.

Nos países desenvolvidos, os mercados de capitais e sistemas bancários são sofisticados e profundos, mobilizando poupanças domésticas e fornecendo crédito de longo prazo para investimentos de risco. Como indicam Stiglitz e Greenwald (2003), embora o racionamento de crédito esteja embutido em qualquer sistema, para os países desenvolvidos, existem mecanismos institucionais que aliviam as desigualdades na assimetria de informações, melhorando a eficiência do financiamento. Em contraste, nas economias menos desenvolvidas, predomina um sistema financeiro superficial, com alta concentração bancária, crédito escasso e um alto nível de custos de capital. Como Myrdal (1957) apontou, as poupanças locais são frequentemente drenadas para centros financeiros desenvolvidos em vez de reinvestidas internamente. Kalecki (1954) conclui que nessas circunstâncias uma grande parte das empresas depende de autofinanciamento, o que torna sua acumulação lenta, mas mais vulnerável a choques de liquidez e reduz sua taxa de acumulação.

Os caminhos de investimento e crescimento são estruturalmente condicionados a seguir caminhos diferenciais. Nas economias desenvolvidas, o investimento é essencialmente endógeno: empreendedores inovadores que têm

¹² A coexistência de setores modernos e dinâmicos com atividades atrasadas e de baixa produtividade.

sistemas de crédito sólidos e os meios para sustentá-los renovam constantemente o tecido produtivo através da "destruição criativa" schumpeteriana. O investimento não é apenas a base para a demanda efetiva (Keynes, 1936), mas também para a rentabilidade e a taxa de crescimento de longo prazo (Kalecki, 1954). Em contraste, o capital nas economias subdesenvolvidas é geralmente mais fraco porque o investimento é mais suscetível a forças externas como o ciclo de commodities, fluxos de capital estrangeiro ou políticas de estímulo estatal. Organizadas em tais economias estão tipicamente três setores: um setor de subsistência de baixa produtividade, um setor de mercado interno parcialmente articulado e um setor externo que exporta bens primários que desempenha um papel vital na manutenção do equilíbrio macroeconômico. Essa estrutura exacerba ainda mais a vulnerabilidade a choques externos e promove trajetórias de crescimento "*stop-and-go*"¹³.

Ao contrário dos países desenvolvidos marcados por estruturas virtuosas que sustentam ciclos de crescimento cumulativo, as economias em desenvolvimento enfrentam armadilhas estruturais que prolongam seu atraso. Segundo Prebisch (1949) e Furtado (1961), o subdesenvolvimento não é a primeira fase de um processo de modernização linear, mas uma condição histórica específica relacionada a uma posição periférica na economia mundial e algumas fraquezas internas de seus sistemas produtivos e financeiros.

O Quadro 1 sintetiza as diferenças estruturais que explicam por que os países desenvolvidos conseguiram consolidar processos duradouros de industrialização, enquanto o Brasil enfrentou limitações persistentes.

¹³ Padrão de crescimento econômico insustentável que alterna entre expansão e retração.

Quadro 1 - Financiamento da Industrialização: Países Desenvolvidos vs. Brasil

Dimensão Analítica	Países Desenvolvidos (EUA, Alemanha, Japão, Coreia do Sul)	Brasil
Estrutura do Sistema Financeiro	Sistema bancário diversificado e articulado ao mercado de capitais; forte presença de bancos de investimento e instituições especializadas em financiamento de longo prazo.	Sistema financeiro concentrado, dominado por bancos comerciais de curto prazo; fraca integração entre crédito bancário e mercado de capitais.
Papel do Estado no Financiamento	Estado atuou de forma coordenada e estratégica: reconstrução (EUA – New Deal, Alemanha – KfW, Japão – MITI, Coreia – bancos públicos e planejamento industrial).	Estado assumiu papel central por meio de bancos públicos (BNDES, Banco do Brasil, Caixa), substituindo a ausência de um mercado de capitais maduro e de <i>funding</i> ¹⁴ privado estável.
Fontes de Funding	Formação de poupança de longo prazo via fundos de pensão, seguros e títulos corporativos. Predomínio de funding interno e mercado de capitais desenvolvido.	Dependência de funding público (FAT, Tesouro Nacional) e de instrumentos parafiscais. Escassez de poupança de longo prazo privada e de investidores institucionais.
Horizonte de Planejamento Econômico	Planejamento industrial de longo prazo integrado a políticas de ciência, tecnologia e inovação (CT&I).	Planejamento intermitente e dependente de ciclos políticos; descontinuidade de políticas industriais e tecnológicas.
Taxas de Juros e Custo de Capital	Taxas de juros reais historicamente baixas, sustentadas por estabilidade macroeconômica e políticas monetárias voltadas ao investimento.	Juros historicamente elevados (Selic alta), com dominância financeira e política monetária restritiva; elevado custo do capital produtivo.
Maturidade dos Instrumentos Financeiros	Existência de mercados de debêntures, títulos corporativos e bancos de desenvolvimento com funding autônomo (KfW, JBIC, Eximbank).	Baixa profundidade financeira; ausência de instrumentos privados de longo prazo; dependência do BNDES e de linhas públicas subsidiadas.
Estrutura Produtiva Resultante	Diversificação produtiva, inovação tecnológica e fortalecimento de setores de alta complexidade industrial.	Estrutura produtiva concentrada, dependente de commodities e com baixa densidade tecnológica e industrial.
Inserção Internacional	Países centrais exportadores de tecnologia e capitais; empresas multinacionais de base nacional.	Inserção periférica e dependente, com exportações baseadas em produtos primários e limitada capacidade tecnológica.
Papel dos Bancos de Desenvolvimento	Bancos como KfW (Alemanha), JBIC (Japão), Eximbank (EUA/Coreia) atuam de forma complementar ao mercado privado, financiando inovação e sustentabilidade.	BNDES atua de forma substitutiva ao mercado privado, suprindo falhas estruturais do sistema financeiro nacional.
Resultado de Longo Prazo	Consolidação de sistemas nacionais de inovação, elevada produtividade e autonomia financeira.	Desenvolvimento dependente e financeirizado; vulnerabilidade externa e baixa taxa de investimento estrutural.

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Amsden (2001), Chang (2002), Gerschenkron (1962) e dados do BNDES (2025).

Evidências históricas.

A história da industrialização demonstra que avanços significativos no desenvolvimento econômico sempre estiveram ligados à capacidade de mobilizar

¹⁴ Captação de recursos financeiros para financiar operações ou projetos de uma empresa, startup ou instituição.

grandes quantidades de capital para projetos de longo prazo. Ferrovias, sistemas de eletrificação, aço e petroquímicos são investimentos arquetípicos que apresentam altos níveis de incerteza e longos períodos de maturação, e com eles consideráveis externalidades positivas para a economia como um todo. Esses empreendimentos não apenas ampliam a capacidade produtiva, como também criam encadeamentos intersetoriais e produzem efeitos de dispersão regionais, fundamentais para sustentar trajetórias de crescimento cumulativo.

A acumulação inicial de capital no Reino Unido, berço da Revolução Industrial, também se beneficiou de apoio institucional de várias formas: consolidação de bancos e um mercado de capitais estabelecido e capaz de sustentar a diversificação produtiva. A literatura sobre crescimento econômico britânico entre 1700 e 1850 detalha a rápida proliferação de instituições bancárias regionais e a expansão do crédito privado, concomitante à Revolução Industrial. Estudos econômicos históricos compilados mostram que o número de bancos regionais cresceu substancialmente e que esse processo foi acompanhado por um aumento do investimento industrial como fração do produto (BROADBERRY, 2011). No caso britânico, a formação de um sistema financeiro estruturado (mercado de capitais crescente, bancos regionais e centralização de liquidez via Banco da Inglaterra) foi condição necessária, para financiar empreendimentos de longo prazo que sustentaram a industrialização. Estudos recentes, como os de O'Brien e Palma (2022), demonstram que o Banco da Inglaterra (fundado em 1694) não atuou apenas como uma entidade privada, mas como um "grande motor do Estado", a instituição foi fundamental para sustentar a capacidade fiscal e militar britânica, garantindo a liquidez e a estabilidade monetária necessárias para que o setor privado pudesse florescer. A simbiose entre o Estado e o sistema financeiro permitiu a criação de um ambiente seguro para investimentos de longo prazo, essenciais para a hegemonia econômica britânica nos séculos XVIII e XIX.

A experiência alemã confirma a importância de arranjos financeiros de longo prazo para o crescimento industrial. Bancos universais tiveram um papel muito ativo na formação de associações de longo prazo com empresas industriais, servindo como o "*capital paciente*¹⁵" necessário para o país alcançar avanços tecnológicos

¹⁵ Investimentos de longo prazo feitos sem a expectativa de retorno financeiro imediato, priorizando o impacto social ou ambiental em detrimento do lucro rápido.

desde o século XIX, eles passaram a desempenhar funções além da mera intermediação: participavam do capital acionário, ofereciam crédito de maturidade mais longa, forneciam acompanhamento gerencial e atuavam como coordenadores entre indústria e finanças. Estudos recentes e revisões historiográficas mostram que esses bancos chegaram a deter participações acionárias significativas em grandes corporações industriais, especialmente nos setores siderúrgico, químico e de engenharia, e que foram decisivos para internalizar o capital paciente necessário à modernização tecnológica e à expansão da capacidade produtiva (DA RIN, 2000). No plano quantitativo, a literatura compilada indica que a indústria alemã obteve taxas de investimento e crescimento industrial robustas na virada do século XIX para o XX, evidenciando a eficácia do modelo de financiamento orientado para o longo prazo. Relatórios e pesquisas históricas demonstram que, entre 1871 e 1913, o sistema financeiro alemão passou a prover uma parcela expressiva do financiamento necessário para setores pesados, contribuindo para uma taxa média de investimento industrial anual elevada (DA RIN, 2000). No pós-guerra, a lógica do financiamento de longo prazo foi institucionalizada por meio do KfW e das Sparkassen¹⁶; relatórios históricos e institucionais contêm estimativas sobre o montante e a participação desses agentes no crédito para infraestrutura e PME (DA RIN, 2000; EDWARDS, 1996; Kreditanstalt für Wiederaufbau).

O caso dos Estados Unidos no século XIX oferece um exemplo ainda mais explícito da intervenção estatal na formação de capital fixo social. A construção da malha ferroviária transcontinental, vetor da unificação do mercado interno americano, foi viabilizada por uma política agressiva de subsídios governamentais. Dados históricos indicam que, entre 1850 e 1871, o governo federal americano concedeu aproximadamente 174 milhões de acres de terras públicas para companhias ferroviárias. Essas concessões não apenas subsidiaram os custos proibitivos de construção em territórios inóspitos, mas também mitigaram os riscos do capital privado, permitindo que as ferrovias, consideradas o "primeiro grande negócio" americano, alavancassem o desenvolvimento agrícola e industrial subsequente. A intervenção federal serviu para comprimir o tempo necessário para o desenvolvimento dessa infraestrutura, algo que o mercado de capitais privado da época não conseguiria realizar na mesma velocidade. A combinação entre subsídios

¹⁶ Rede de bancos públicos na Alemanha, parte da maior organização financeira da Europa.

públicos, garantias e emissão privada permitiu a construção de uma vasta malha ferroviária em tempo relativamente curto (U.S. Dept. of Transportation, 1977).

Esses gargalos estruturais exigiram ainda mais protagonismo estatal para serem superados no caso de países industrializados tarde. O Brasil é um caso paradigmático: um mercado de capitais incipiente e um sistema bancário privado altamente avesso ao risco de longo prazo; a criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) em 1952 foi uma resposta institucional direta a uma escassez estrutural de financiamento. O caminho de desenvolvimento do BNDE/BNDES está conectado com a própria modernização econômica do país. Ele desempenhou um papel fundamental na facilitação do crescimento do domínio energético com a construção da Usina Hidrelétrica de Itaipu, crucial para garantir a segurança energética nacional. Para as indústrias básicas, foi um ator central no financiamento do aço (CSN, Usiminas, Cosipa) e petroquímicos (áreas estratégicas para multiplicar sua influência no setor industrial). Na infraestrutura logística, o banco trabalhou arduamente para expandir rodovias e portos com ferrovias modernas e, assim, garantir a integração produtiva do território brasileiro.

Esses resultados históricos fornecem evidências para a afirmação de que o financiamento do desenvolvimento é qualitativamente diferente do crédito comercial. Este último é baseado em perspectivas de curto prazo e avaliações de risco estritamente privadas, mas o financiamento de grandes projetos requer instituições capazes de internalizar retornos sociais de longo prazo, assumindo grandes riscos e promovendo mudanças estruturais. Como resultado, a experiência internacional e nacional mostra que a industrialização e a modernização econômica são o produto não apenas da dinâmica de mercado, mas também das configurações institucionais do Estado, estrutura financeira e setor produtivo, em uma interação desenvolvimentista.

2.3 Conceito de Crédito de Longo Prazo

Para fins de análise deste trabalho, o crédito de longo prazo para interesses produtivos é concebido como uma modalidade de financiamento para incentivar projetos de investimento em capital fixo e capital paciente. O crédito de longo prazo é um dos determinantes essenciais do crescimento econômico, que ajuda a gerar

investimentos produtivos e estruturantes e é caracterizado por alto custo inicial, maturação prolongada, sua taxa de juros e retorno diferido. Não é crédito de curto prazo, mas sim o objetivo da modalidade é a transformação do nível de produção, a otimização da produtividade ou o reinvestimento em novas plantas industriais ou a revitalização de plantas existentes. Assim, suas características operacionais são adaptadas para se adequar ao *ciclo de vida do investimento*¹⁷ de sua função; suas características operacionais são desenvolvidas com base nesse conceito para atender ao investimento, com consideração para períodos de carência, sistemas de amortização e fontes de financiamento adequadas.

O crédito de longo prazo apresenta especial relevância quando associado a investimentos de elevado custo inicial e retorno diferido, característicos de setores estratégicos, esses empreendimentos demandam grandes aportes de capital fixo, longos períodos de implantação e um horizonte de maturação que frequentemente ultrapassa uma década. Tais características os tornam incompatíveis com as modalidades tradicionais de crédito de curto prazo, voltadas a necessidades imediatas de liquidez.

Operacionalmente, esses projetos não produzem fluxos de caixa suficientes nas fases iniciais para serem utilizados em amortizações antecipadas. O *hiato de retorno*¹⁸ exige certos mecanismos financeiros que alinhem os compromissos de dívida com uma curva de maturidade específica para o ativo. Nesse sentido, o crédito de longo prazo, na forma de maturidades estendidas, períodos de carência e sistemas de amortização ajustados, serve como uma ponte da fase de investimento que é um precursor para a autossustentabilidade do empreendimento.

As principais características desses investimentos podem ser sintetizadas em quatro dimensões: i) elevado custo de capital e indivisibilidade: uma vez que envolvem projetos massivos que não podem ser implementados de forma parcial; ii) retorno diferido no tempo: decorrente de longos ciclos de construção, instalação e maturação operacional; iii) altas externalidades positivas: criam encadeamentos produtivos, reduzem custos sistêmicos e impulsionam o emprego e a produtividade;

¹⁷ Refere a um plano financeiro que se adapta ao longo da vida do investidor, geralmente dividido em fases de crescimento e proteção.

¹⁸ Intervalo de tempo entre o pagamento de um capital e a geração de receitas estáveis.

e iv) elevada incerteza: em razão do horizonte temporal estendido, que amplia riscos tecnológicos e de mercado, dificultando a precificação e o financiamento por agentes privados.

Essa configuração gera uma contradição inerente à lógica dos bancos comerciais. Instituições financeiras privadas, cujas estruturas de financiamento são baseadas em depósitos de curto prazo, estão sujeitas a problemas de liquidez insustentáveis ao financiar ativos fixos de longo prazo. Conforme Stiglitz e Greenwald (2003), a incerteza e a assimetria de informações sublinham o racionalismo de crédito para esses empreendimentos. O endividamento maciço torna-se rapidamente proibitivo do ponto de vista da empresa, como demonstrado pelo "princípio do aumento do risco¹⁹" de Kalecki (1954). É exatamente nesse ponto que o crédito de longo prazo se torna essencial; para corrigir essa falha de mercado. Bancos de desenvolvimento e investidores institucionais são fundamentais para fornecer financiamento suficiente, internalizar externalidades e gerenciar os riscos que tornariam inviável a participação exclusiva do setor privado.

O termo é a variável operacional mais identificável que o distingue das modalidades de curto prazo para capital de giro. Tecnicamente, é financiamento de longo prazo se houver um vencimento superior a cinco anos, possivelmente até dez, vinte ou trinta anos em grandes projetos, que exigem altos investimentos iniciais, longas vidas úteis e fluxos de caixa distribuídos ao longo do tempo. O horizonte de longo prazo significa que a *vida econômico-financeira*²⁰ do investimento está sincronizada com o serviço da dívida. Projetos de capital fixo têm longos períodos de maturação sem receitas imediatas, o que significa que prazos mais longos são necessários para alojar a amortização de acordo com a geração de caixa.

O prazo deve corresponder a duas dimensões: a vida útil do ativo e a maturação do investimento, especificamente durante a fase pré-operacional até o início da geração de receitas. Nessa lógica, o crédito de longo prazo serve à função de fornecer capital paciente, que é crucial para fechar o hiato entre o desembolso inicial e o retorno efetivo. Ao diluir a dívida, reduz riscos, amplia a atratividade de

¹⁹ Para um determinado empreendedor e um dado montante de capital próprio, o risco marginal do investimento aumenta à medida que o nível total de investimento (e, consequentemente, o endividamento) da empresa aumenta.

²⁰ Refere-se à análise ou gestão relacionada aos aspectos econômicos e financeiros de uma empresa, abrangendo a saúde financeira, o desempenho e a capacidade de gerar lucro e valor.

empreendimentos intensivos em capital e viabiliza projetos que podem apresentar um alto potencial de encadeamentos produtivos e externalidades positivas.

A maturação do capital constitui um elemento central para compreender a necessidade e a estrutura do crédito de longo prazo. Nesse contexto, o crédito de longo prazo exerce a função de “ponte financeira”, assegurando a continuidade do projeto durante o período em que o ativo ainda não é capaz de se autofinanciar. Sua estrutura permite alinhar o *cronograma físico-financeiro*²¹ da obra à capacidade futura de geração de caixa, reduzindo os riscos de paralisação, custos adicionais e perdas de eficiência decorrentes de desajustes temporais entre investimento e receita.

Do ponto de vista teórico, a literatura heterodoxa, em especial a tradição keynesiana, fornece um arcabouço explicativo robusto para esse processo. A maturação do capital pode ser compreendida como a transição entre duas fases: o finance, entendido como o poder de compra inicial provido pelo crédito, e o funding, que se consolida posteriormente, quando o investimento maduro passa a gerar renda e poupança suficientes para liquidar a dívida original. A existência de crédito de longo prazo, adequado ao tempo de maturação dos investimentos, constitui não apenas uma condição operacional para a viabilidade financeira de projetos, mas também um elemento estratégico para sustentar trajetórias de crescimento econômico com transformação estrutural.

Operacionalmente, a estrutura contratual dos financiamentos de longo prazo é moldada para espelhar o ciclo de maturação do capital. Duas dimensões merecem destaque: i) Cronograma de desembolsos: a liberação dos recursos ocorre de forma escalonada, acompanhando o progresso físico-financeiro do projeto, de modo a garantir a correta alocação do capital; e ii) Período de carência: corresponde ao intervalo em que a amortização do principal é suspensa, permitindo que o empreendimento supere as fases iniciais de baixa ou inexistente geração de receita sem comprometer sua sustentabilidade financeira.

O período de carência define-se como o intervalo inicial do contrato, contado a partir da liberação dos recursos ou da assinatura do instrumento financeiro, no

²¹ Representação gráfica completa do andamento da obra e dos gastos que decorrem de cada avanço.

qual o tomador não é obrigado a amortizar o principal da dívida. Nesse estágio, as obrigações contratuais restringem-se, em geral, ao pagamento dos juros, embora em determinadas operações até mesmo estes possam ser capitalizados para quitação futura. A definição adequada da duração do período de carência não é arbitrária: resulta de uma análise de risco detalhada, considerando o tempo previsto para que o investimento atinja maturidade e comece a gerar receitas consistentes. Do ponto de vista teórico, pode ser interpretada como o elo contratual que viabiliza a transição entre o *finance*²² e o funding, e como a condição necessária para que o empreendedor implemente sua inovação até que ela produza retornos econômicos.

Operacionalmente, a carência funciona como um mecanismo de suavização financeira, ao reduzir a pressão sobre o fluxo de caixa durante a fase de implantação ou de maturação do investimento. Ao adiar o início das amortizações, cria-se um alinhamento entre o cronograma de geração de receitas e o cronograma de pagamentos, permitindo que o projeto atinja um nível mínimo de operação antes de assumir encargos financeiros mais onerosos. Esse dispositivo reduz o risco de inadimplência precoce e aumenta a probabilidade de sucesso econômico do empreendimento.

A função econômica do período de carência está intrinsecamente vinculada ao conceito de maturação do capital, grandes investimentos apresentam uma fase pré-operacional²³ e uma *fase inicial de operação*²⁴ em que os fluxos de caixa gerados são nulos ou insuficientes para sustentar o serviço integral da dívida. Exigir amortizações nessa etapa comprometeria a liquidez do projeto, podendo inviabilizá-lo financeiramente antes mesmo da entrada em plena operação.

O sistema de amortização, trata-se da etapa final do ciclo de vida do contrato, que se inicia logo após o término do período de carência, na qual estrutura a liquidação gradual da dívida durante a *fase operacional*²⁵, quando o ativo financiado já passou a gerar o fluxo de caixa necessário para sustentar o serviço da dívida. Tendo como função central assegurar que a dívida seja extinta de forma ordenada,

²² Crédito inicial.

²³ Obras civis, instalação de equipamentos, obtenção de licenças, etc.

²⁴ Curva de aprendizagem, consolidação de mercado, etc.

²⁵ Período em que um projeto ou negócio está em pleno funcionamento, gerando produtos ou serviços.

em prazos compatíveis com a vida útil do ativo financiado e com a curva de geração de receitas do projeto. A escolha do modelo de amortização afeta diretamente o perfil de desembolsos do tomador e sua gestão de liquidez.

Entre os formatos mais utilizados em financiamentos de longo prazo no Brasil destacam-se: i) Sistema de Amortização Constante (SAC): nesse arranjo, a parcela do principal amortizada a cada período é fixa. Como os juros incidem sobre o saldo devedor remanescente, que se reduz a cada pagamento, o valor total das prestações decresce ao longo do tempo. O SAC tem a vantagem de promover uma liquidação mais acelerada do principal, reduzindo o risco total da operação para o credor (amplamente adotado em financiamentos de instituições de fomento, como o BNDES); e ii) Tabela Price (Sistema Francês): nesse modelo, o valor total da prestação (principal + juros) é constante ao longo de todo o contrato. No início, a maior parte do pagamento corresponde a juros, no final, a maior parte corresponde à amortização do principal. Sua principal vantagem é a previsibilidade dos desembolsos, o que facilita o planejamento financeiro do tomador, ainda que o risco para o credor se mantenha relativamente elevado por mais tempo.

A sustentabilidade do crédito de longo prazo depende da existência de fontes estáveis de recursos (funding) capazes de suportar maturidades estendidas e absorver os riscos inerentes a projetos de grande escala, onde o financiamento de longo prazo requer bases financeiras compatíveis com a temporalidade dos investimentos e com a previsibilidade de fluxos futuros de receitas. Na acepção pós-keynesiana, o funding refere-se aos recursos permanentes ou de maturação longa que consolidam a estrutura de capital de um projeto após sua maturação, substituindo o crédito inicial utilizado para viabilizar a fase de implantação. A disponibilidade e a natureza dessas fontes são determinantes da capacidade de uma economia financiar trajetórias de crescimento sustentado.

As fontes de financiamento de longo prazo podem ser organizadas em três canais principais: i) Sistema bancário: os bancos de desenvolvimento e os bancos universais com mandato específico para operações de capital fixo desempenham papel fundamental nesse campo. Diferentemente dos bancos comerciais, cuja atuação está limitada pela predominância de depósitos de curto prazo, os bancos de desenvolvimento dispõem de fontes específicas e estáveis de recursos, como

repasses governamentais, aportes do Tesouro Nacional ou fundos parafiscais; ii) Mercado de capitais: o mercado de capitais representa um canal direto de intermediação entre empresas e investidores, permitindo a emissão de instrumentos de dívida (*debêntures*²⁶, bônus) ou de capital (ações). As debêntures, estão cada vez mais sendo utilizadas em setores como infraestrutura, sobretudo após a criação das *debêntures incentivadas*²⁷. A emissão de ações oferece capital permanente, sem prazo de vencimento; e iii) Investidores institucionais: *fundos de pensão*²⁸, *seguradoras*²⁹ e outros detentores de poupança de longo prazo são provedores naturais de funding, dado que seus passivos se estendem por décadas. Esses agentes possuem horizonte temporal compatível com projetos de maturação longa e, ao alocar recursos em infraestrutura e ativos produtivos, contribuem para a estabilidade financeira e para a expansão da capacidade produtiva.

A taxa de juros em operações de crédito de longo prazo constitui um elemento central para a viabilidade de projetos produtivos. Diferentemente do curto prazo, em que o risco é mais facilmente mensurável e a volatilidade inflacionária menos relevante, no longo horizonte a estrutura dos juros reflete não apenas o custo do dinheiro no tempo, mas também as imperfeições de mercado e a incerteza macroeconômica. De forma simplificada, a taxa de juros nominal de um empréstimo pode ser decomposta da seguinte maneira: $I = r^* + \pi_e + \rho$. Onde r é a taxa real básica da economia, π_e corresponde à expectativa de inflação para o período, e ρ representa o *prêmio de risco*³⁰. A interação desses elementos, no contexto brasileiro, define as condições de acesso ao crédito de longo prazo.

A taxa básica de juros e o custo de oportunidade: a taxa livre de risco ($r^* + \pi_e$), representada no Brasil pela Selic, estabelece o piso do custo do crédito. Historicamente em patamares elevados, a Selic impõe um custo de oportunidade

²⁶ Títulos de dívida emitidos por empresas para captar recursos, funcionando como um empréstimo formalizado.

²⁷ Títulos de dívida emitidos por empresas para financiar projetos de infraestrutura. A principal vantagem para o investidor é a isenção de Imposto de Renda sobre os rendimentos obtidos, semelhante à LCA e LCI. Essa isenção fiscal é concedida pelo governo em troca de a empresa direcionar os recursos para projetos de interesse público.

²⁸ Entidades de previdência privada complementar, criadas por empresas ou associações, que administram planos de aposentadoria para seus empregados ou membros.

²⁹ Seguradoras atuam como investidores institucionais ao investir os prêmios arrecadados em diversos ativos financeiros, como títulos de renda fixa, ações e projetos de infraestrutura, com o objetivo de gerar retornos para cobrir sinistros e garantir a solvência a longo prazo.

³⁰ Retorno adicional que um investidor exige para assumir o risco de um investimento mais arriscado.

proibitivo: para bancos privados, é mais racional investir em títulos públicos do que financiar projetos produtivos de longa duração. Esse fator é o primeiro entrave estrutural à oferta de crédito privado em prazos extensos.

O prêmio de risco e o *spread bancário*³¹: o prêmio de risco (ρ) remunera o credor pela exposição à inadimplência e à iliquidez. Conforme argumentam Stiglitz e Greenwald (2003), a assimetria de informação tende a se agravar no longo prazo, aumentando os custos de avaliação e monitoramento. No Brasil, esse prêmio é incorporado ao spread bancário, que historicamente se mantém em níveis elevados devido a fatores como alta inadimplência, concentração bancária e ineficiência no sistema de garantias.

Estrutura a termo e indexação: a incerteza inflacionária afeta diretamente os contratos de longa duração, gerando duas modalidades principais de estruturação: i) Taxas prefixadas, que incorporam uma expectativa média de inflação para todo o período, mas carregam o risco de erro elevado em prazos longos, tornando-se raras e onerosas; e ii) Taxas pós-fixadas (indexadas), que vinculam a remuneração a um índice inflacionário (como o *IPCA*³²) somado a juros reais. Esse arranjo reduz o risco inflacionário, mas introduz incerteza sobre o valor nominal das prestações futuras.

O paradigma do crédito direcionado TJLP e TLP: diante da inviabilidade de prazos extensos no mercado privado, o Brasil instituiu taxas de juros administradas no âmbito do crédito direcionado, sobretudo pelo BNDES. TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), vigente até 2018, era fixada com base na meta de inflação futura acrescida de um prêmio de risco soberano. Operava como taxa subsidiada, frequentemente bem abaixo da Selic, viabilizando investimentos que o mercado privado não financiaria. TLP (Taxa de Longo Prazo), instituída em 2018, buscou alinhar o custo do crédito às condições de mercado, sendo calculada a partir do *IPCA* mais a taxa real das *NTN-B*³³ com vencimento em cinco anos. Essa mudança

³¹ Diferença entre a taxa de juros que um banco cobra ao emprestar dinheiro e a taxa que ele paga para captar esse dinheiro de investidores. Essa diferença representa o lucro do banco, além de cobrir custos operacionais e riscos de inadimplência. A fórmula básica é: Spread = Taxa de empréstimo - Taxa de captação.

³² Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, sendo o índice oficial da inflação no Brasil. Ele mede a variação média dos preços de uma cesta de produtos e serviços consumida pela população urbana com renda entre 1 e 40 salários mínimos, indicando se o custo de vida está subindo ou caindo.

³³ Nota do Tesouro Nacional - Série B, um título de renda fixa que hoje é conhecido como Tesouro IPCA+. O nome vem de sua característica principal: sua rentabilidade é composta por uma taxa fixa, definida no momento da compra, e uma taxa variável que acompanha a inflação oficial do país.

reduziu o *subsídio implícito*³⁴, mas elevou os custos ao tomador e aproximou as condições do BNDES às do mercado privado.

O crédito de longo prazo, em termos de prazos estendidos, maturação de capital, períodos de carência e um sistema de amortização adequado, gera benefícios estruturais que transcendem a simples função de financiamento. Sua principal contribuição está em viabilizar investimentos de grande porte e alta intensidade de capital, cuja realização seria inviável em condições de crédito de curto ciclo. Esse tipo de financiamento confere previsibilidade ao fluxo de pagamentos e reduz os riscos de descasamento entre obrigações financeiras e a geração efetiva de caixa, criando bases mais sólidas para a sustentabilidade dos projetos.

No plano microeconômico, os efeitos positivos aparecem na expansão das capacidades de planejamento estratégico das empresas, o que pode ajudar a coordenar o serviço da dívida com a sustentabilidade dos ativos e o ritmo de maturação dos investimentos. Em termos macroeconômicos, o crédito de longo prazo induz ao desenvolvimento à medida que a capacidade de estruturação de projetos constrói infraestrutura e a indústria básica. Esse tipo de investimento aumenta a capacidade produtiva, produz efeitos multiplicadores sobre o emprego, renda e ligações produtivas e fortalece a modernização da base industrial e a competitividade sistêmica da economia, gerando externalidades positivas.

Os principais benefícios estruturais podem ser categorizados da seguinte forma: i) Inovação e Aumento da Produtividade: o crédito de longo prazo é o instrumento que financia o "*empreendedor inovador*"³⁵, permitindo a introdução de novas tecnologias, processos e produtos. Ao viabilizar a "destruição criadora", este crédito impulsiona o progresso técnico, eleva a produtividade média da economia e redefine continuamente sua fronteira de possibilidades de produção, sendo o motor do crescimento no longo prazo; ii) Adensamento do Tecido Industrial e Produtivo: ao financiar projetos pioneiros em setores estratégicos, ativasse uma cascata de novos

³⁴ Apoio financeiro dado pelo governo por meio de programas de crédito com juros mais baixos do que os do mercado, e não aparece diretamente no orçamento como despesa primária. Esse benefício é "implícito" porque seu impacto financeiro ocorre ao longo do tempo, através do custo da dívida pública federal, ao cobrir a diferença entre as taxas de juros oficiais e as taxas de mercado.

³⁵ Indivíduo que cria negócios com ideias disruptivas, resolvendo problemas de forma criativa e transformando mercados (visão schumpeteriana).

investimentos privados através dos encadeamentos produtivos. A demanda por insumos e a oferta de novos produtos/serviços estimulam o surgimento e a expansão de outras empresas, resultando em um tecido industrial mais denso, complexo e integrado, e menos dependente de importações; iii) Sustentação da Demanda e Estabilidade Macroeconômica: o investimento de grande porte, viabilizado por este crédito, é um componente fundamental da demanda efetiva e o principal determinante dos lucros de todo o sistema. Ao permitir a realização de projetos que se estendem por vários anos, ajudasse a estabilizar e sustentar a demanda agregada, o emprego e a renda, mitigando a volatilidade dos ciclos econômicos de curto prazo; iv) Redução das Desigualdades Regionais e Sociais: quando utilizado como instrumento de política por bancos de desenvolvimento, o crédito de longo prazo pode ser um poderoso "efeito de dispersão". Ele pode ser direcionado para regiões e setores economicamente atrofiados, que são negligenciados pelo sistema financeiro privado, promovendo um desenvolvimento nacional mais equilibrado e socialmente inclusivo; e v) Transformação Estrutural e Competitividade Internacional: a soma desses benefícios resulta na capacidade de um país de promover sua transformação estrutural, migrando de uma economia baseada em vantagens comparativas estáticas para uma economia dinâmica e inovadora. Ao financiar a modernização da indústria e a infraestrutura logística, se revela uma condição necessária para o aumento da competitividade e para uma inserção internacional mais sofisticada.

2.3.1 Limitações e Riscos do Crédito de Longo Prazo

O crédito de longo prazo enfrenta barreiras estruturais que limitam sua expansão no setor privado, especialmente em economias marcadas por instabilidade macroeconômica. A combinação de inflação elevada, juros altos e câmbio volátil cria um ambiente de incerteza generalizada, no qual o risco percebido torna-se incompatível com a concessão de financiamentos de maturação prolongada. Nesse contexto, a preferência pela liquidez não representa irracionalidade, mas sim uma estratégia prudente dos bancos privados diante da incerteza e da estrutura de seus passivos. Essa racionalidade resulta em uma falha macroeconômica: a insuficiência crônica de crédito de longo prazo; além da ampliação do risco de inadimplência e a baixa efetividade das garantias reforçam os

obstáculos à oferta privada desse tipo de financiamento. Essa combinação de fatores explica a centralidade histórica do Estado no financiamento do desenvolvimento, que operam com funding estável, capacidade de absorver riscos e função contracíclica, garantindo condições adequadas para viabilizá-lo.

Contratos de longo prazo são essencialmente "apostas no futuro", e sua viabilidade depende da confiança dos agentes na estabilidade do valor da moeda, do custo de capital e das condições operacionais. A experiência do Brasil revela que o estado de instabilidade crônica na inflação, taxas de juros e taxas de câmbio minou sistematicamente essa confiança, restringindo severamente o risco para a oferta de financiamento privado de longo prazo.

A inflação alta e imprevisível destrói a função da moeda como reserva de valor e unidade de conta de longo prazo. Para o crédito, suas consequências são particularmente graves: i) Incerteza do retorno real: tanto credores quanto devedores perdem a capacidade de calcular com precisão o valor futuro das transações, tornando a avaliação de risco inviável em prazos longos; ii) Problema da indexação: para se proteger, os agentes recorrem a cláusulas de correção monetária, mas isso cria novos problemas, como a escolha de índices e a vulnerabilidade a mudanças regulatórias; e iii) Cultura do curto prazo: a instabilidade dos preços encurta o horizonte de planejamento de firmas e famílias, consolidando uma preferência pela liquidez imediata e aversão a compromissos de longa duração.

A prolongada dependência da taxa de juros como instrumento de primeira ordem para combater a inflação levou a desafios adicionais na expansão do crédito de longo prazo, onde, i) Inviabilidade de Projeto: taxas básicas (Selic) persistentemente altas constituem um piso irrealista para o custo de capital, inviabilizando o investimento produtivo de longa maturação, cujas taxas internas de retorno dificilmente competem com alternativas financeiras seguras; e ii) Desincentivo à oferta de crédito: títulos públicos proporcionam alta rentabilidade a bancos e investidores com baixo risco e alta liquidez, o que reduz a atratividade de alocar recursos para crédito de longo prazo.

A volatilidade da taxa cambial, comumente relacionada a entradas especulativas de curto prazo impulsionadas pela variabilidade da taxa de juros (*carry*

*trade*³⁶), leva a uma incerteza adicional, particularmente nos setores industriais: i) Risco de descompasso cambial: empresas que importam máquinas, equipamentos ou insumos em moeda estrangeira enfrentam sérios riscos ao contrair dívidas em dólares ou euros se suas receitas forem denominadas em reais; e ii) Incerteza para o setor transacionável: a instabilidade cambial mina a previsibilidade da rentabilidade de exportadores e empresas que competem com importações, inibindo investimentos produtivos estendidos.

A preferência pela liquidez, conceito cunhado por Keynes (1936) descreve a motivação racional dos agentes econômicos, em um contexto de incerteza fundamental, de reter riqueza em ativos líquidos em vez de imobilizá-la em aplicações de longo prazo e maior risco. No caso dos bancos privados, essa preferência não é apenas uma escolha estratégica, mas uma imposição derivada de sua gestão de risco e da estrutura de seus passivos.

Os bancos comerciais operam predominantemente com recursos de curto prazo, como depósitos à vista e a prazo reduzido. Esses passivos são exigíveis a qualquer momento, o que obriga as instituições a manter parte substancial de seus ativos em instrumentos líquidos ou de vencimento curto. O financiamento de projetos de 15 ou 20 anos com recursos captados em depósitos de 30 dias criaria um severo descasamento de prazos, expondo os bancos a riscos de liquidez potencialmente insolúveis.

A teoria de Stiglitz e Greenwald (2003) complementa a visão keynesiana ao destacar que os empréstimos de longo prazo são especialmente suscetíveis à assimetria de informação. Quanto maior o horizonte temporal, maiores os riscos de alteração nas condições financeiras e operacionais das empresas tomadoras, elevando o custo de monitoramento e a probabilidade de inadimplência.

A preferência pela liquidez se intensifica em períodos de crise, nessas circunstâncias, os bancos privados tendem a adotar a chamada *flight to quality and liquidity*³⁷, redirecionando recursos para ativos mais seguros e líquidos e restringindo

³⁶ Estratégia de investimento que envolve tomar empréstimos em uma moeda com juros baixos para investir em ativos de outra moeda com juros mais altos, com o objetivo de lucrar com o diferencial de juros.

³⁷ Fuga para a qualidade e a liquidez. Termos do mercado financeiro que descrevem movimentos de investidores em resposta a períodos de crise ou incerteza.

a oferta de crédito de longo prazo. Esse comportamento pró-cíclico amplifica as recessões, pois retira financiamento justamente no momento em que o setor produtivo mais necessita de capital para sustentar sua operação e investir em retomada.

Um obstáculo para a expansão do crédito de longo prazo é o risco de inadimplência. Esse risco, já inherente a qualquer operação de crédito, torna-se intrinsecamente maior no caso de financiamentos de longo prazo, pois há uma maior exposição à incerteza econômica, tecnológica e institucional. Existem também mecanismos naturais de mitigação (garantias) que limitam os credores privados de assumirem tal risco.

O primeiro fato importante é que o tempo amplifica a incerteza, projetar fluxos de caixa e condições de mercado já é uma enorme dificuldade quando se trata de períodos de curto prazo; a longo prazo, a margem de erro cresce exponencialmente. Avanços inesperados na tecnologia, mudanças no cenário macroeconômico ou reconfigurações setoriais podem comprometer a viabilidade de um projeto inicialmente sólido, levando-o à insolvência. A duração do contrato exacerba os problemas de assimetria de informação, como descrito por Stiglitz e Greenwald (2003), sendo a seleção adversa e o risco moral as principais questões. Ao longo de anos sucessivos, monitorar a conduta do devedor, tornando o processo mais custoso e incerto, aumenta a probabilidade de inadimplência. Uma consideração adicional é a conexão sistêmica entre clientes, empresas e fornecedores. À medida que avançamos para o horizonte de longo prazo, a probabilidade de choques negativos em alguma parte da cadeia produtiva induzindo efeitos de contágio aumenta. Nesse sentido, o risco de crédito não pode ser examinado isoladamente, mas sim dependente da extensão da exposição decorrente da rede de conexões econômicas que serve ao tomador.

Quanto às garantias, que são ferramentas necessárias para reduzir a perda em caso de inadimplência e aumentar o cumprimento dos contratos, sua eficácia é restrita a longo prazo. Muitos ativos relacionados a projetos de investimento têm baixo valor de revenda, devido à sua especificidade e baixa liquidez, funcionam mal como colateral, pois sua execução dificilmente cobre integralmente o valor do empréstimo.

3 BNDES E O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

3.1 Origem e evolução histórica do BNDES

3.1.1 Origens e Primeiras Décadas de Atuação do BNDES de 1952 a 1980

Pela Lei nº 1.628, foi criado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE, agora BNDES) em 20 de junho de 1952, uma institucionalização emblemática do projeto nacional-desenvolvimentista, que estava ganhando grande impulso no Brasil pós-Segunda Guerra Mundial. Surgiu das recomendações da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (1951–1953), que identificou a falta de financiamento de longo prazo como a principal restrição à economia nacional, limitando o desenvolvimento da infraestrutura e o estabelecimento de uma indústria base moderna. Embora seja inspirado pela cooperação internacional, o BNDE deve ser visto principalmente como um projeto endógeno, em consonância com o pensamento estruturalista da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL). O subdesenvolvimento, segundo teorias como as de Raúl Prebisch e Celso Furtado, não representava uma fase transitória, mas uma condição estrutural derivada da inserção periférica do Brasil na economia mundial. Essa condição só poderia ser superada por meio de uma estratégia deliberada de Industrialização por Substituição de Importações (ISI) que envolveria o Estado como ator central indutor, coordenando planos e fornecendo financiamento de longo prazo que o sistema financeiro privado, não tinha condições de oferecer.

Nos seus primeiros anos, o BNDE deu atenção às políticas de "*reaparelhamento econômico*³⁸" (1951) que buscavam superar gargalos históricos. O desenvolvimento do sistema elétrico e a reabilitação da rede ferroviária foram os investimentos imediatos necessários para o futuro crescimento industrial. Este ciclo foi fundamental para permitir que o Plano de Metas (1956–1961) do governo Juscelino Kubitschek acontecesse, com o slogan "cinquenta anos em cinco" sugeria um desejo de acelerar a industrialização. O BNDE foi a principal agência econômica do Plano, incluindo o financiamento do aço (CSN, Usiminas, Cosipa) e a construção

³⁸ Plano histórico de desenvolvimento do governo Vargas ou, de forma mais ampla, a um processo de modernização e fortalecimento da infraestrutura.

das condições estruturais para o início das indústrias de alto desempenho e dinâmicas como a indústria automobilística.

No início dos anos 1960, a instabilidade política e os problemas econômicos que ameaçavam sua normalidade diminuíram o poder de atuação do banco. O regime militar foi instaurado em 1964, o BNDE foi fortalecido e diversificou suas atribuições. Começou a lidar com reservas parafiscais, incluindo o *FINAME*³⁹ iniciado em 1964, incentivando a produção e aquisição de bens de capital nacionais. Sob o "Milagre Econômico"⁴⁰ (1968–1973), que viu um crescimento recorde do PIB, o banco expandiu suas asas além da infraestrutura e forneceu financiamento para a modernização do parque industrial privado e para promover a inclusão competitiva do setor industrial brasileiro nos setores de transformação e metalurgia.

A proposta do governo Geisel do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (1974–1979), após o primeiro choque do petróleo de 1973, foi o auge do trabalho do BNDE como executor da política industrial brasileira. O plano enfatizou a substituição de importações em áreas estratégicas de insumos básicos (petroquímicos, fertilizantes, papel e celulose, aço, metais não ferrosos) e bens de capital. O BNDE canalizou volumosos recursos nos conglomerados estatais (Petrobras, Eletrobras) e em grandes grupos privados nacionais.

De 1952 a 1980, o BNDE tornou-se algo muito mais do que uma instituição financeira, diferente dos bancos tradicionais por sua análise de crédito; seu objetivo não era apenas a rentabilidade microeconômica, mas também identificar a contribuição estrutural, externalidades positivas e conformidade com o planejamento estratégico nacional. Desempenhou funções típicas de agência de fomento e planejamento correspondentes ao papel indutor do estado no modelo desenvolvimentista. Essas primeiras três décadas do BNDE foram decisivas para a consolidação do projeto nacional-desenvolvimentista brasileiro. O banco não apenas financiou a infraestrutura e a indústria de base, mas também moldou a própria estrutura produtiva do país, garantindo as condições para que o Brasil se tornasse,

³⁹ Fundo de Financiamento para a Aquisição de Máquinas e Equipamentos Industriais.

⁴⁰ Período de intenso crescimento econômico no Brasil, que ocorreu aproximadamente entre 1968 e 1973, durante a ditadura militar.

ao final dos anos 1970, uma economia semi-industrializada, com capacidade de competir em setores estratégicos e relativa autonomia produtiva.

3.1.2 Transformações e Expansão Recente do BNDES de 1990 a 2010

A década de 1990 foi marcada pela ascensão do Consenso de Washington, que promoveu a liberalização comercial e financeira, grandes privatizações e ajuste fiscal. Nesse contexto, o BNDES redefiniu seu papel de ser o principal financiador de grandes empresas estatais e executor de planos de industrialização, passou a ser o gestor do *Plano Nacional de Desestatização*⁴¹, que foi estabelecido em 1990. Campos estratégicos como siderurgia, petroquímica, energia elétrica e telecomunicações foram entregues ao setor privado por intermédio do banco. Durante esse período, o perfil setorial dos desembolsos mudou, além da diminuição da participação da infraestrutura e da indústria, a participação do segmento de serviços, que estava associado às telecomunicações e à energia, tornou-se cada vez mais importante.

Com a conclusão de uma grande fase de privatização e a estabilização das políticas monetárias sob o Plano Real, o BNDES gradualmente retomou sua vocação original como banco de desenvolvimento. Nos anos 2000, concentrou-se em grandes projetos de infraestrutura com parcerias público-privadas e concessões nos setores de eletricidade, rodovias e telecomunicações. Ampliou o apoio a micro, pequenas e médias empresas (MPMEs), principalmente por meio de operações indiretas via repasses por bancos comerciais. Segundo dados a partir da década de 1990, as MPMEs tornaram-se uma parcela mais significativa do desembolso total do BNDES. Outro grande feito dessa etapa foi a consolidação da *BNDESPAR*⁴², destacada por um foco em processos de fusão e aquisição e na capitalização de empresas nacionais. A estratégia foi chamada de política dos “campeões

⁴¹ O Plano Nacional de Desestatização (PND), instituído pela Lei nº 8.031/1990, é um programa do governo brasileiro para transferir empresas e serviços estatais para o setor privado, com o objetivo de reduzir o tamanho do Estado, diminuir a dívida pública e melhorar a eficiência na prestação de serviços. Esse processo é feito através da venda de ações, concessão ou extinção de empresas públicas, e o controle é exercido pelo governo.

⁴² NDESPAR é a sigla para BNDES Participações S.A., o braço subsidiado de investimentos do BNDES focado no mercado de capitais. Sua principal função é investir diretamente em empresas, adquirindo ações, títulos e participações societárias, a fim de fomentar o desenvolvimento econômico e social do país. A instituição também atua na democratização do mercado de capitais e apoia empreendimento com potencial de crescimento, incluindo empresas de base tecnológica e startups.

*nacionais*⁴³", que promove conglomerados brasileiros competitivos globalmente. A política operacional também passou a dar atenção crescente a questões ambientais e sociais, fundos específicos foram alocados e critérios de sustentabilidade foram incorporados na análise de crédito, garantindo a adesão do banco aos padrões globais de responsabilidade socioambiental.

O colapso financeiro internacional de 2008 (*subprime*⁴⁴) marcou o início da fase de maior expansão da história do BNDES. Diante da súbita contração do crédito privado, o governo federal usou o banco como principal instrumento de política anticíclica. O BNDES aumentou significativamente os desembolsos, garantindo a continuidade do investimento produtivo e aliviando parte da crise. Apoiar essa continuidade exigiu uma transição na estrutura de financiamento do banco; em vez de depender exclusivamente das entradas tradicionais do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o BNDES recebeu contribuições diretas do Tesouro Nacional na casa das centenas de bilhões de reais.

A política de "campeões nacionais" foi ainda mais reforçada e um grande número de empresas em setores estratégicos foi apoiado com financiamento à exportação via BNDES em proteína animal, construção civil e celulose. No final de 2010, todo o portfólio de crédito do BNDES ultrapassou R\$ 500 bilhões, superando em termos relativos o PIB até mesmo os picos de desembolsos da era do II Plano Nacional de Desenvolvimento na década de 1970. O banco consolidou sua posição como peça-chave de um novo ciclo neodesenvolvimentista, combinando política industrial ativa, fortalecimento de grandes conglomerados nacionais e atuação anticíclica.

3.2 Centralidade do BNDES no financiamento de longo prazo

3.2.1 Lógica do funding

⁴³ Empresas que recebem apoio estatal, principalmente por meio do BNDES, para se tornarem dominantes no mercado nacional e, em alguns casos, globais, promovendo o nacionalismo econômico (JBS, Odebrecht, Oi, BRF, Fibria, Marfrig, Grupo EBX, e Vale).

⁴⁴ Crise financeira global causada pela falência de empréstimos hipotecários de alto risco nos Estados Unidos, que se espalhou para instituições financeiras em todo o mundo. O ápice ocorreu em setembro de 2008 com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, resultando em uma grave recessão econômica, desemprego em massa e queda no mercado de ações.

A compreensão da centralidade do BNDES no financiamento de longo prazo exige uma análise singular de sua estrutura de funding. Ao contrário das instituições financeiras privadas, que obtêm principalmente da *captação de recursos de mercado de curto prazo*⁴⁵, o BNDES foi concebido com uma arquitetura de um arcabouço de funding pública, estável e de longo prazo, propícia à concessão de crédito com maturação estendida e alta incerteza. Esse desenho institucional "visa" isolar o banco das flutuações do mercado financeiro, o que está de acordo com o status histórico do banco como uma ferramenta de política econômica, capaz de atuar contracíclica e estruturalmente sobre o sistema de crédito nacional, conferindo-lhe maior previsibilidade e capacidade de assumir riscos inerentes. A lógica de funding do BNDES foi uma construção institucional única em que uma base estável e de baixo custo (FAT) é combinada com uma enorme, mas fiscalmente onerosa, fonte de financiamento (Tesouro) para permitir que o banco opere por décadas a taxas de juros subsidiadas. Esta arquitetura foi a condição de possibilidade para sua centralidade no financiamento de longo prazo, mas também o foco de controvérsias sobre seu papel, seus custos e o alcance do modelo brasileiro.

A principal fonte de recursos para o BNDES é o Fundo de Amparo ao Trabalhador, um fundo parafiscal baseado em contabilidade que foi criado pela Constituição Federal de 1988 a partir da unificação das contribuições ao Programa de Integração Social (PIS) e ao Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP). A exigência mínima para a transferência de 40% das receitas do PIS/PASEP está estipulada na Constituição para o BNDES (percentual posteriormente alterado) para uso em iniciativas de desenvolvimento econômico. Esse desenho tornou o FAT uma fonte parafiscal e estável, garantiu previsibilidade orçamentária e autonomia parcial em relação às flutuações do mercado. Para as transferências do FAT ao BNDES, a remuneração é fixada a uma taxa de longo prazo (historicamente a TJLP, e a partir de 2018 a TLP), geralmente abaixo da taxa de mercado. Sob as disposições de uma resolução adotada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), parte dos saldos do FAT é classificada como dívida subordinada e levada em consideração especial no cálculo do patrimônio de referência, conforme as regras de capital do BNDES. Dados mostram que o FAT

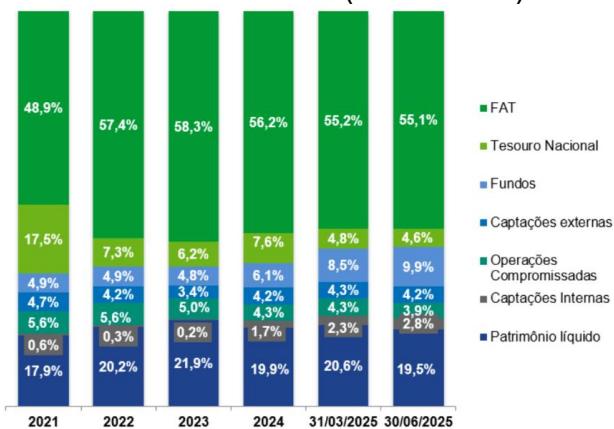
⁴⁵ Depósitos à vista, emissão de CDBs, depósitos de poupança ou várias outras formas de financiamento do mercado interbancário.

representou aproximadamente 55,1% do perfil de financiamento do BNDES em 2025, como a maior e menos volátil fonte.

O FAT como fonte de funding para o BNDES apresenta características compatíveis com o crédito de desenvolvimento, que são fundamentais: i) Custo administrado: os recursos do FAT são remunerados ao BNDES com base na taxa de longo prazo ou em remunerações especiais. Isso implica que o governo financia o banco a taxas geralmente inferiores às que se obteriam no mercado, gerando um subsídio implícito, o que permite calibrar o custo do crédito conforme a política econômica; ii) Compulsoriedade e previsibilidade: por se tratar de uma contribuição legal, sua arrecadação obrigatória obtém um fluxo relativamente estável, conferindo ao banco uma base de recursos contínua; iii) Horizonte temporal alongado, maturação compatível: embora existam obrigações do fundo (pagamento de abono salarial e seguro-desemprego), grande parte dos recursos possuem perfil de longo prazo, não precisando ser devolvida imediatamente; iv) Remuneração subvencionada: os recursos do FAT são remunerados ao BNDES com base na taxa de longo prazo, geralmente inferior ao custo que o governo pagaria em mercado pelas mesmas quantias. Isso implica um subsídio implícito: a diferença entre o custo que o Tesouro enfrentaria no mercado e o que recebe de retorno via TJLP/TLP é, sob certa ótica, um benefício financeiro para o BNDES ou para os tomadores de empréstimo; e v) Efeito anticíclico: o fluxo compulsório de arrecadação garante ao banco uma base de recursos menos sensível às crises financeiras.

A Figura 1 evidencia a forte dependência histórica do BNDES de fontes públicas e parafiscais, sobretudo do FAT, que permanece como principal origem de funding ao longo de todo o período analisado, representando entre 48,9% e 65,1% da estrutura de financiamento do banco.

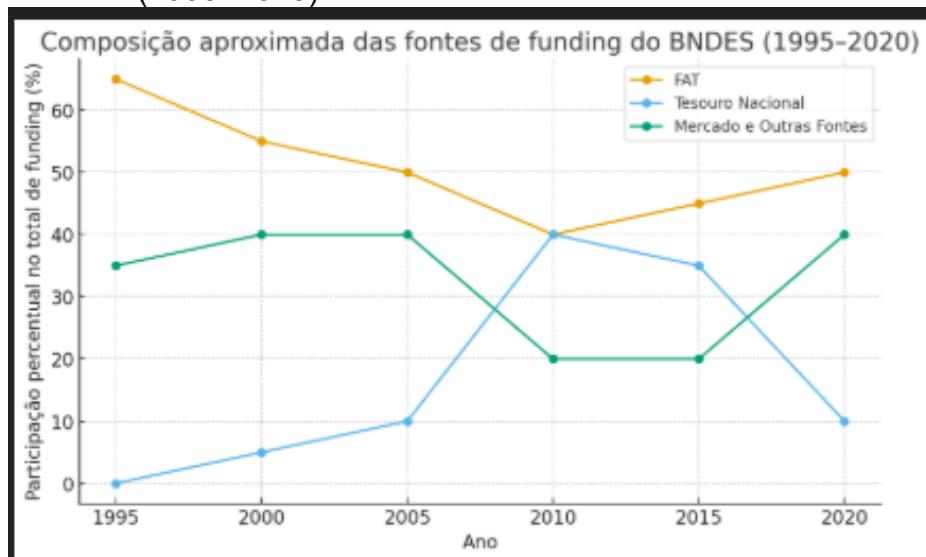
Figura 1 - Composição das fontes de recursos do BNDES (2021–2025)



Fonte: BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Relatório de Desempenho – 2º trimestre de 2025. Rio de Janeiro: BNDES, 2025. Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br>. Acesso em: 3 nov. 2025.

A Figura X ilustra a evolução histórica das principais fontes de funding do BNDES entre 1995 e 2020, revelando mudanças estruturais significativas.

Figura 2 - Composição aproximada das fontes de funding do BNDES (1995–2020)



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados de BNDES (Relatórios Anuais, 1995–2020) e IPEA (2018).

Durante a crise de 2008, o Governo Federal recorreu ao Tesouro Nacional como uma fonte extraordinária de financiamento para o BNDES, expandindo drasticamente a escala de suas operações. Para viabilizar a intervenção anticíclica e aumentar a capacidade de desembolso do BNDES, o Tesouro emitiu títulos públicos no mercado. O mecanismo consistia na emissão de títulos da dívida pública pelo Tesouro no mercado, captando recursos à taxa Selic ou equivalente, e repassando-

os ao BNDES por meio de instrumentos financeiros e operações de crédito remuneradas à TJLP. Entre 2008 e 2014, essas contribuições totalizaram aproximadamente R\$ 440 bilhões, permitindo que os desembolsos anuais do banco saltassem de R\$ 64,9 bilhões em 2007 para R\$ 168,4 bilhões em 2010.

3.2.2 BNDES como market maker do crédito de longo prazo

A centralidade do BNDES no sistema de financiamento brasileiro não se restringe à magnitude de seus desembolsos, mas também através de sua função qualitativa como *market maker*⁴⁶ de crédito de longo prazo. Em um sistema financeiro historicamente predisposto à preferência pela liquidez, à volatilidade macroeconômica e à escassez (talvez ausência) de instrumentos privados compatíveis com o financiamento de maturação extensa, o BNDES passou a funcionar como gerador, mantenedor e facilitador do mercado.

O BNDES é mais do que um agente financeiro público: é o formador do mercado de crédito de longo prazo no Brasil (conceitualmente), seu papel (em teoria) abrange uma ampla gama desde o estabelecimento de requisitos operacionais e absorção de riscos estruturais até o aumento das taxas de participação do setor privado e a contraposição aos efeitos colaterais contracíclicos do investimento. Sua importância é sistêmica, sem o BNDES, o mercado de crédito de longo prazo simplesmente não existiria como existe atualmente. Isso se dá através de três dimensões centrais: absorção de riscos e estabelecimento de normas operacionais; ação contracíclica durante períodos de contração de crédito; e desenvolvimento institucional e promoção de inovações financeiras.

Desde sua criação, o BNDES estabelece as condições estruturais básicas do financiamento de longo prazo no Brasil. Seus prazos, carências e taxas de juros, tornaram-se referência (*benchmarking*⁴⁷) que orienta tanto os contratos públicos quanto privados de investimento produtivo. Nenhuma instituição privada consegue (ou poderia) operar com custos de captação e prazos equivalentes, de modo que o

⁴⁶ Formador de mercado. Instituição financeira que garante a liquidez de um mercado ao se comprometer a comprar e vender um ativo continuamente, oferecendo preços de compra e venda.

⁴⁷ Ferramenta de análise de mercado baseada na comparação com outras empresas concorrentes, observando processos, metodologias, produtos ou serviços que funcionam em um modelo de negócio.

BNDES funciona como referência de preço e maturidade para o mercado de crédito de investimento.

A capacidade de internalizar esses riscos sistêmicos deriva de sua estrutura estável de funding pública e de seu mandato de política de desenvolvimento, viabilizando investimentos estratégicos com elevado retorno social. Além de estabelecer parâmetros, o banco é o único agente nacional capaz de absorver riscos que o setor privado reluta em assumir: risco de prazo, decorrente do descasamento entre ativos e passivos de longo prazo; risco tecnológico, vinculado a projetos de inovação e à fronteira industrial; e risco de maturação, típico de empreendimentos de infraestrutura e de bens de capital.

O sistema financeiro privado é estruturalmente pró-cíclico, em tempos de crescimento, expande seu espaço de crédito; em tempos de incerteza, a preferência pela liquidez aumenta e o espaço de crédito se contrai acentuadamente, exacerbando as recessões. Por outro lado, o BNDES atua de forma contracíclica, aumentando seus desembolsos justamente quando os agentes privados os limitam. Essa função atingiu seu auge durante a crise financeira global de 2008–2009, com o colapso do crédito internacional e os bancos privados reduzindo significativamente suas operações, o BNDES aumentou seus desembolsos para manter a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e evitar a ruptura do investimento produtivo.

Por fim, o BNDES exerce também uma função estruturante na criação de instrumentos e instituições financeiras financiamento de longo prazo, voltadas ao desenvolvimento. Foi pioneiro na difusão do modelo de *project finance*⁴⁸ no país, na estruturação de Fundos de Investimento em Participações (FIPs) voltados a inovação e infraestrutura, e no apoio ao mercado de debêntures de infraestrutura. Essas iniciativas possuem efeito demonstrativo e pedagógico para o sistema financeiro privado, ao difundir padrões de análise, governança e modelagem contratual que reduzem a assimetria informacional e incentivam a formação de um ecossistema financeiro mais sofisticado e integrado onde educa e institucionaliza práticas que permitem o amadurecimento do mercado privado de capitais.

⁴⁸ Modalidade de financiamento para grandes projetos de infraestrutura, que se baseia no fluxo de caixa futuro do próprio projeto, e não no balanço dos acionistas.

3.2.3 Apoio à infraestrutura, industrialização, inovação e internacionalização

A centralidade do BNDES no sistema de financiamento brasileiro é funcional e estratégica, manifestando-se por meio de sua atuação decisiva em quatro eixos (infraestrutura, industrialização, inovação e internacionalização) que historicamente apresentam falhas de mercado. O BNDES foi inicialmente estabelecido em 1952 para reduzir os gargalos da economia brasileira, particularmente nas indústrias de energia e transporte, que dificultavam a industrialização e o crescimento. Projetos de infraestrutura produzem Capital Social Básico, uma categoria de capital que é ampla e benéfica para todos os setores da economia, com longos prazos de maturidade e retornos difusos. Ele também atua como o principal impulsionador das concessões, por meio de programas de concessão e parcerias público-privadas (PPPs). Ao longo da década de 1990, o BNDES consolidou seu papel como agente financeiro de concessões e parcerias público-privadas, oferecendo financiamento para a modernização de rodovias, eletricidade e telecomunicações. Para programas de concessão federais e estaduais, como Via Dutra, Ecovias, Linha Amarela e Vias Lagos (o *BID*⁴⁹ e a *IFC*⁵⁰ tiveram participação limitada), segundo o estudo Economia e Sociedade (2000), o banco foi a principal fonte de recursos.

O BNDES foi o principal braço financeiro do projeto de Industrialização por Substituição de Importações, financiando os grandes complexos industriais, especialmente durante o II Plano Nacional de Desenvolvimento, quando financiou a implantação de setores de insumos básicos (siderurgia, petroquímica, papel e celulose). Durante os anos 1990, com a abertura comercial e o Plano Real, o banco adaptou-se, passando a apoiar a reestruturação industrial e o adensamento das cadeias produtivas. As linhas tradicionais de financiamento, como a FINAME, continuaram fundamentais, que, ao financiar a demanda por máquinas e equipamentos nacionais, fomentou a indústria brasileira de bens de capital e promoveu a modernização de setores autopeças, têxtil e calçados. Entre 1990 e 1998, os desembolsos industriais quintuplicaram, mesmo com a crescente participação dos serviços e da infraestrutura. No período recente (2011–2017), o

⁴⁹ Banco Interamericano de Desenvolvimento.

⁵⁰ International Financial Corporation (Corporação Financeira Internacional).

foco migrou da industrialização para o desafio da *neoindustrialização*⁵¹, observa-se pela retomada da infraestrutura como eixo dominante, instigando a modernização, a competitividade e a reestruturação de setores-chave da indústria de transformação, embora o setor industrial ainda represente parcela significativa do apoio (cerca de 28,8%).

O financiamento à inovação é talvez a área com a mais severa falha de mercado, devido à incerteza radical e à assimetria de informação. O setor privado é estruturalmente hesitante em financiar atividades de P&D, cujos resultados são intangíveis e de alto risco. O BNDES atua (ou deveria) como o “*banqueiro schumpeteriano*⁵²” oferecendo crédito para a “destruição criativa”. A promoção da inovação, iniciada nas etapas iniciais na década de 1980 na forma de linhas de crédito específicas (*BNDES Inovação*⁵³), avançou através de sua subsidiária BNDESPAR operando em capital de risco e projetos de financiamento no mercado de ações sobre risco tecnológico em empresas de base tecnológica e novos projetos intensivos em conhecimento com a *FINEP*⁵⁴ e o *CNPq*⁵⁵. O banco funciona como um nó central no Sistema Nacional de Inovação (SNI) brasileiro que busca na organização governamental construir um meio-termo entre a ciência e o mercado. Programas como o BNDES Inovação, o Projeto Inovar (FINEP) e o Projeto ALFA (MCTI⁵⁶), foram projetados para promover o *seed money*⁵⁷ e capital de risco dos empreendedores de maneira que promova a disseminação de negócios baseados em tecnologia e a criação de micro e pequenas empresas.

⁵¹ Conceito que se refere a uma nova estratégia de desenvolvimento industrial, diferente dos modelos tradicionais do passado, com foco em inovação, sustentabilidade e competitividade global. No contexto brasileiro, a neoindustrialização representa uma retomada da agenda industrial, impulsionada por políticas públicas como a Nova Indústria Brasil (NIB), lançada em 2024, que busca modernizar o parque industrial do país.

⁵² O banqueiro schumpeteriano desempenha um papel fundamental ao financiar a inovação e o empreendedorismo, não apenas o fluxo circular da economia existente.

⁵³ Conjunto de instrumentos e programas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) destinados a apoiar projetos de inovação em empresas de todos os portes e setores no Brasil, visando torná-las mais eficientes, competitivas e sustentáveis.

⁵⁴ A FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos) é uma empresa pública brasileira, vinculada ao Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI), que tem como missão promover o desenvolvimento econômico e social do Brasil através do fomento público à ciência, tecnologia e inovação.

⁵⁵ Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico, uma fundação pública vinculada ao Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovações (MCTI). Sua missão principal é fomentar a pesquisa científica e tecnológica e incentivar a formação de pesquisadores no Brasil e no exterior.

⁵⁶ Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação.

⁵⁷ Tipo de financiamento inicial, ou "capital semente", para startups e empresas em estágio embrionário, usado para cobrir as despesas operacionais iniciais e desenvolver o produto ou serviço, como pesquisa, desenvolvimento e contratação de pessoal.

Desde a década de 1990, o BNDES tem atuado como a Agência de Crédito à Exportação (ECA) do Brasil através do *BNDES-Exim*⁵⁸, criado para financiar exportações de bens de capital e serviços de engenharia, oferecendo prazos e condições compatíveis com os praticados por agências de outros países. Esta função é vital, pois mitiga os riscos políticos e comerciais do comércio internacional, permitindo que a indústria nacional compita em mercados estrangeiros. Entre 1996 e 1998, os desembolsos saltaram de US\$ 388 milhões para US\$ 2 bilhões, impulsionados pela equalização das taxas de juros via Programa de Financiamento às Exportações (PROEX) e pela criação do Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade (FGPC), que reduziu o risco das operações com micro e pequenas empresas. Simultaneamente, o banco começou a apoiar o processo de internacionalização de grandes grupos nacionais, uma política conhecida como "Campeões Nacionais", visando consolidar empresas brasileiras em escala global. Especialmente nos anos 2000, o BNDES utilizou seu balanço para financiar a expansão e fusão de grandes grupos nacionais, com o objetivo de criar empresas de escala global capazes de competir em mercados internacionais.

3.3 Críticas e limitações do modelo

3.3.1 Dependência excessiva do Estado e *crowding out*⁵⁹ do setor privado

Apesar da relevância histórica do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social na promoção da industrialização e no financiamento de longo prazo, especialmente em infraestrutura e inovação, sua atuação tornou-se alvo de críticas quanto à dependência estrutural da economia brasileira em relação ao crédito estatal. A principal delas sustenta que seu tamanho e a metodologia geraram uma dependência excessiva da economia ao financiamento estatal, ao mesmo tempo em que inibiram o desenvolvimento de um mercado privado de crédito e capitais de longo prazo robusto, fenômeno geralmente referido na literatura como *crowding out* do setor privado.

⁵⁸ Linhas de financiamento do BNDES para apoiar a exportação de bens e serviços brasileiros, cobrindo as fases de produção e comercialização.

⁵⁹ O efeito *crowding out* (ou efeito de deslocamento/evicção) na economia ocorre quando o aumento dos gastos públicos, frequentemente financiado por dívida, eleva as taxas de juros e reduz o investimento e consumo do setor privado.

O mecanismo central do crowding out relaciona-se à estrutura de funding e das condições de taxas juros do banco. Por captar recursos parafiscais e aportes do Tesouro Nacional a custos administrados, o BNDES passou a oferecer ao setor produtivo empréstimos de longo prazo indexados à TJLP, essa taxa, definida politicamente, manteve-se sistematicamente abaixo do custo de oportunidade do capital de mercado, regido pela Taxa Selic. Essa assimetria de custos desincentivava bancos comerciais e fundos de pensão a desenvolverem instrumentos financeiros compatíveis com prazos longos, como project finance, debêntures de infraestrutura e fundos de investimento em participações. Dessa forma, o banco, ao invés de induzir o mercado privado (*crowding in*⁶⁰), teria atuado como substituto, internalizando quase todo o financiamento de grandes projetos de investimento.

A Tabela 1 evidencia a forte expansão dos desembolsos do BNDES entre 2007 e 2014, período marcado pela adoção de políticas anticíclicas e pela ampliação dos investimentos em infraestrutura e indústria.

Tabela 1 - Evolução dos desembolsos do BNDES, aportes do Tesouro e diferença Selic–TJLP (2007–2014)

Ano	Desembolsos do BNDES (R\$ bi)	Aportes do Tesouro (R\$ bi)	Selic (% a.a.)	TJLP (% a.a.)	Diferença (p.p.)
2007	64,9	0	11,25	6,5	4,75
2008	90,8	100	13,75	6,25	7,5
2009	136,4	180	9,25	6,0	3,25
2010	168,4	220	10,75	6,0	4,75
2011	139,7	55	11,0	6,0	5,0
2012	156,0	55	7,25	5,5	1,75
2013	190,4	45	8,5	5,0	3,5
2014	187,8	30	11,0	6,0	5,0

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em BNDES (2020); BACEN (2015); IPEA (2018).

Durante a fase de expansão, o BNDES concentrou parte de seus financiamentos em grandes conglomerados privados, com o objetivo de criar empresas brasileiras com escala global. Setores como proteína animal, construção civil e papel e celulose foram fortemente beneficiados, ainda que essas empresas já possuíssem acesso a mercados de capitais privados. As “campeãs nacionais”, operacionalizada via BNDESPAR, é frequentemente citada como exemplo de

⁶⁰ Fenômeno econômico no qual o aumento dos gastos públicos estimula um aumento no investimento privado.

crowding out setorial, pois direcionou crédito subsidiado a grupos que não necessariamente enfrentavam falhas de mercado.

3.3.2 Problemas de concentração

Durante o ciclo de expansão pós-2008, o BNDES foi criticado por concentrar grande parte de seus financiamentos em um número restrito de grandes conglomerados, priorizando setores estratégicos e empresas com capacidade de competir internacionalmente. Embora buscassem fortalecer a presença global de grupos nacionais, resultou em uma alocação desigual de recursos, em detrimento das pequenas e médias empresas, que enfrentam maiores barreiras de acesso ao crédito de longo prazo, como falta de garantias e alta percepção de risco. Apesar de o banco dispor de linhas específicas para esse segmento, os volumes e as condições ofertadas foram significativamente inferiores aos destinados às grandes corporações. Esses grandes conglomerados, por seu tamanho e reputação, já possuíam acesso ao mercado de capitais privado, nacional ou internacional. Ao direcionar bilhões em recursos subsidiados para essas empresas, o BNDES estaria, na prática, concedendo um subsídio a quem menos precisava, gerando um elevado custo fiscal sem necessariamente corrigir falhas de mercado.

...a insistência do banco em priorizar apenas algumas empresas causa distorção e faz o banco ficar dependente de poucas empresas... (RELATÓRIO DA CAMARA DOS DEPUTADOS, 03 fev. 2016).

Essa atuação não apenas gerou distorções macroeconômicas referente ao custo fiscal do subsídio, mas também distorções microeconômicas com a concentração de mercado, ao falhar em direcionar a maior parte de seus recursos para onde as falhas de mercado de crédito são mais agudas. Ao focar nos grandes grupos, o BNDES teria desaproveitado de usar o seu potencial para fortalecer a base do tecido empresarial, favorecendo a concentração de mercado em vez de promover uma estrutura industrial mais densa e ampla. Relatórios recentes do próprio BNDES confirmam que grandes empresas dominam o volume de recursos: em relatório de 2024 é indicado que aproximadamente 63% do valor financeiro total apoiado no biênio por grandes empresas, enquanto as pequenas e médias empresas respondem por cerca de 37% desse montante, embora componham mais

de 99% dos clientes apoiados, evidenciando forte disparidade entre número de operações e volume financeiro.

A Tabela 2 evidencia que, entre 2008 e 2014, a maior parte dos desembolsos do BNDES concentrou-se em grandes empresas, que sistematicamente receberam entre 77% e 79% do crédito total.

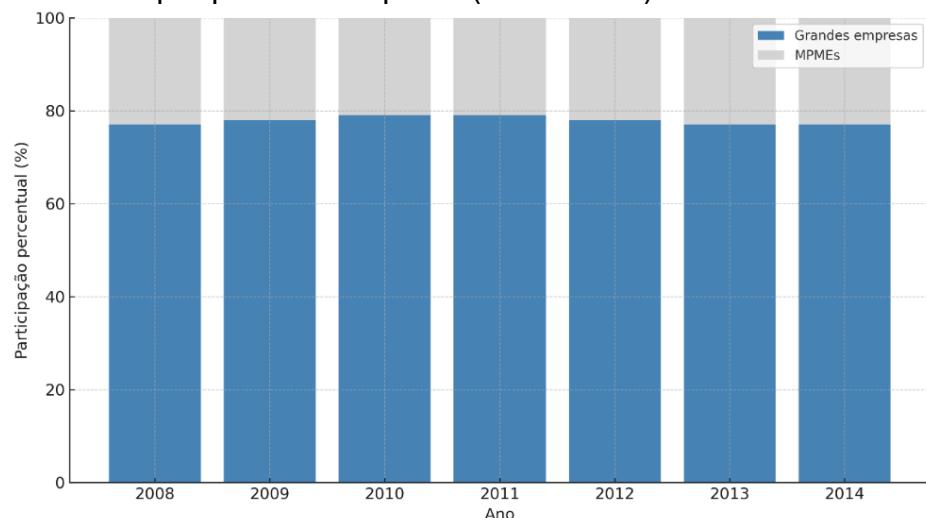
Tabela 2 - Participação dos desembolsos do BNDES segundo o porte das empresas (2008–2014)

Ano	Desembolsos totais (R\$ bilhões)	Grandes empresas (R\$ bilhões)	% Grandes	MPMEs (R\$ bilhões)	% MPMEs
2008	90,8	70,0	77%	20,8	23%
2009	136,4	107,0	78%	29,4	22%
2010	168,4	133,5	79%	34,9	21%
2011	139,7	110,0	79%	29,7	21%
2012	156,0	122,0	78%	34,0	22%
2013	190,4	147,0	77%	43,4	23%
2014	187,8	145,0	77%	42,8	23%

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em BNDES (Relatórios Anuais 2008–2014); IPEA (2018).

A Figura 3 evidencia a distribuição percentual do crédito do BNDES entre grandes empresas e micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) no período de 2008 a 2014.

Figura 3 - Distribuição percentual dos desembolsos do BNDES por porte de empresa (2008–2014)



Fonte: BNDES. Relatórios Anuais 2008–2014. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2015. IPEA. O papel do BNDES e o financiamento de longo prazo no Brasil. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2018. TORRES FILHO, E. T.; COSTA, F. N. O papel do BNDES e do crédito direcionado no financiamento de longo prazo no Brasil. Rio de Janeiro: BNDES, 2017.

Esse padrão de concentração impacta o tecido empresarial de duas formas principais, em primeiro lugar, reduz o multiplicador de desenvolvimento que se esperaria de uma atuação mais capilar, uma vez que as grandes empresas tendem a apresentar menor potencial de geração de novos encadeamentos produtivos do que as micro, pequenas e médias empresas, sobretudo em regiões menos atendidas. Em segundo lugar, limita o desenvolvimento de uma base empresarial mais diversificada, elemento essencial para fortalecer a resiliência econômica, estimular a inovação e ampliar a competitividade doméstica. Ao concentrar recursos em poucos grupos de grande porte, o BNDES pode ter contribuído para a consolidação de estruturas oligopolísticas ou oligopsônicas, restringindo o acesso das MPMEs ao crédito de longo prazo e inibindo o dinamismo e a diversificação produtiva da economia brasileira.

3.3.3 Questionamentos sobre eficiência e riscos de captura política

A crítica à eficiência alocativa parte da própria justificativa teórica para a existência de bancos de fomento: eles devem atuar para corrigir falhas de mercado, financiando projetos de alto risco e elevada externalidade positiva, como inovação tecnológica, infraestrutura de longa maturação ou financiamento para pequenas e médias empresas que não teriam acesso ao mercado privado. De acordo com a reportagem da Bloomberg Línea (2022), parte expressiva dos financiamentos do banco no período pós-2008 foi direcionada a grandes empresas de capital aberto, já com amplo acesso ao mercado financeiro doméstico e internacional, reduzindo o papel do banco como indutor de novos agentes econômicos. Essa constatação é reforçada por Le Monde Diplomatique Brasil (2015), que caracteriza o banco, nesse período, como vetor de um “campo de influências recíprocas entre grupos econômicos e Governo”, no qual decisões de financiamento passaram a refletir alianças político-empresariais mais do que critérios técnicos de desenvolvimento.

Essa percepção se conecta à noção de captura política, que descreve a apropriação de instrumentos públicos por interesses privados. A disponibilidade de bilhões de reais em crédito subsidiado, associada à centralização decisória no

BNDES, teria tornado o banco alvo de *lobbies*⁶¹ e pressões partidárias. Conforme análise do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), “as críticas dirigidas à utilização do BNDES para favorecimentos a grupos específicos, por razões estranhas ao fomento ao processo de desenvolvimento, podem ser resolvidas com o reforço da governança”, decorrem de fragilidades de governança e transparência na definição de prioridades e beneficiários. Esse processo configurou o que autores e analistas passaram a designar como “escolha de vencedores”.

Essa combinação de subsídios de larga escala, discricionariedade decisória elevada e alocação de recursos concentrada gerou uma crise minando a legitimidade política e econômica do modelo. O resultado foi um ambiente de ineficiência alocativa e risco moral, em que o sucesso empresarial passou a depender mais do acesso privilegiado ao crédito público do que da capacidade de inovação e competitividade, onde o banco deixa de funcionar como agente de indução e passa a atuar como instrumento de manutenção de privilégios estabelecidos. A Época Negócios (2013) observa que o próprio BNDES reconheceu os limites da política de “campeões nacionais” após investir cerca de R\$ 18 bilhões em grandes grupos, decidindo posteriormente descontinuá-la. O BNDES, em resposta às críticas sobre eficiência e captura política, passou a adotar práticas de avaliação de efetividade e de impacto de suas políticas, com o objetivo de ampliar a transparência e a prestação de contas à sociedade. Foi justamente essa crise de legitimidade que impulsionou reformas estruturais, entre as quais se destaca a criação da Taxa de Longo Prazo (TLP) em 2018. A necessidade de demonstrar resultados concretos e justificar o uso de recursos públicos impôs ao banco uma agenda de governança mais rigorosa e uma gestão orientada por critérios técnicos, afastando-o da lógica de *capitalismo de laços*⁶² que marcou o período anterior.

3.3.4 Barreiras institucionais

⁶¹ Termo usado para se referir tanto à atividade de influenciar decisões do poder público quanto aos grupos organizados que a praticam. Essa influência é exercida em favor de interesses específicos, geralmente econômicos ou ideológicos, buscando vantagens em políticas públicas, o que pode ocorrer de forma ostensiva ou velada.

⁶² Conceito que descreve a relação negativa e promíscua entre o setor privado e o setor público, onde grandes empresas exercem influência indevida sobre o governo para obter favores, subsídios e proteção, resultando em concentração de poder econômico e político.

O BNDES apesar de sua atuação massiva por décadas, operou como uma solução paliativa para barreiras institucionais e macroeconômicas que nunca foram de fato superadas; a sua própria existência e a escala são o sintoma mais evidente da persistência dessas falhas profundas. A grande limitação do modelo do BNDES foi sua incapacidade de se tornar necessário apenas numa fase transitória e de virar obsoleto à medida que o mercado privado amadurecesse, porém, ele se transformou em um substituto permanente do financiamento privado de longo prazo. Ao perder a capacidade fiscal de sustentar o modelo e enfrentar a transição para a TLP, tornou-se visível que as barreiras institucionais ao financiamento privado de longo prazo permaneciam intactas, deixando a economia brasileira numa encruzilhada e o investimento órfão do seu principal financiador.

O Brasil historicamente opera com uma das taxas de juros reais mais elevadas do mundo, o que eleva o custo de oportunidade do capital e inviabiliza, para muitos projetos produtivos, a oferta privada de crédito de longo prazo a taxas compatíveis. Como registra o IPEA (2011), “a elevada taxa de juros, tanto nominal quanto real, constituiu a principal barreira à intermediação privada doméstica de títulos corporativos de longo prazo”. A solução estatal foi a criação de uma dualidade de crédito: de um lado um mercado livre de crédito indexado à taxa Selic; do outro, um mercado de crédito direcionado, subsidiado pelo BNDES via TJLP (e depois TLP). Contudo, essa alternativa dependia da capacidade fiscal do Estado de sustentar os subsídios, quando essa capacidade se fragilizou, com a reforma para TLP, evidenciou-se que a economia brasileira continuava refém do custo de capital de mercado elevado.

O crédito de longo prazo pressupõe um horizonte de planejamento estendido, o que exige estabilidade e previsibilidade nas variáveis macroeconômicas. No Brasil, a persistente volatilidade da inflação, do câmbio e das regras fiscais e regulatórias reduz o horizonte e eleva a preferência pela liquidez. Nesse cenário, o BNDES atuou como um “colchão” contra a instabilidade, por meio de sua função contracíclica. Tal atuação reforçou a dependência do investimento produtivo ao banco e não promoveu a superação da incerteza estrutural. A limitação mais debatida refere-se ao fracasso em fomentar um mercado de capitais privado e profundo, capaz de prover funding de longo prazo. O relatório da ANBIMA (2018) aponta que a participação de fundos de pensão, seguradoras e demais investidores institucionais

no mercado de debêntures de longo prazo permanece “tímida”, devido a taxas elevadas, liquidez reduzida e entraves regulatórios.

3.3.5 Subsídios implícitos

O quadro de financiamento do BNDES historicamente operou sob condições privilegiadas, em função da interação entre suas fontes de recursos e o sistema de taxas de juros administradas. O financiamento do governo federal através do FAT e das contribuições do Tesouro Nacional permitiu a alocação de créditos ao banco usando uma taxa de juro reduzida, a TJLP. Essa taxa era fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e consistentemente ficava abaixo da taxa Selic, em relação ao custo de captação do Tesouro. Essa disparidade era um subsídio implícito, mas não era reportada pelo orçamento público, ela apenas se manifestava na distribuição dos orçamentos fiscais para tomadores de crédito, impactando a alocação de capital e a transparência nas contas públicas.

Durante o ciclo de expansão de 2008 a 2014, essa dinâmica alcançou seu auge, o Tesouro Nacional realizou aportes extraordinários que superaram R\$ 400 bilhões, permitindo uma elevação sem precedentes nos desembolsos do BNDES, de R\$ 64,9 bilhões em 2007 para R\$ 187,8 bilhões em 2014. Embora a Selic tenha subido para 14,25% ao ano em 2015, a TJLP (para 2015) estava entre 6 a 7,5% ao ano (BACEN, 2015; BNDES, 2020). Essa diferença constituiu um subsídio fiscal indireto que totalizou R\$ 222 bilhões marginais entre 2007 e 2016 e foi arcado pelo Tesouro Nacional. Ao oferecer condições consideravelmente mais favoráveis, o BNDES teria desestimulado a formação de um mercado de capitais forte e a inovação financeira, atuando como substituto e não como catalisador do investimento privado. O crédito subsidiado teria gerado crowding out, reduzindo os incentivos à participação do sistema financeiro privado em operações de longo prazo.

Em resposta a essas distorções, foi instituída a Taxa de Longo Prazo (TLP), por meio da Lei nº 13.483/2017, substituindo a TJLP a partir de 2018. A TLP passou a ser calculada com base na remuneração recebida pelos NTN-Bs, alinhando o custo do crédito de mercado e reduzindo o subsídio implícito, ao mesmo tempo em que aumentava a previsibilidade e a transparência do sistema financeiro. No

entanto, a introdução dessa nova taxa também resultou em custos mais altos de crédito de longo prazo, o que impactou negativamente a posição de destaque relativa do BNDES em relação às fontes privadas e limitou sua posição contracíclica e apoio à inovação. À luz desse dilema, o governo posteriormente promulgou a Lei nº 14.937/2023, que ampliou ainda mais os índices aplicáveis para a remuneração do FAT, permitindo ao banco usar outras taxas e mecanismos de funding hibridizados (BNDES, 2024). A medida visava equilibrar os objetivos de sustentabilidade fiscal com a estabilidade da capacidade do banco de se desenvolver, e sinalizou um esforço para restaurar um equilíbrio do crédito público com o mercado de capitais privado.

4 SETOR BANCÁRIO PRIVADO E O CRÉDITO DE LONGO PRAZO NO BRASIL

4.1 Estrutura do Sistema Bancário Brasileiro

4.1.1 Evolução histórica

A estrutura atual do sistema bancário privado brasileiro, marcada por elevada concentração e preferência estrutural pela liquidez, não se configura como fenômeno brusco ou exógeno, mas é resultado de um processo histórico, profundamente condicionado pela instabilidade macroeconômica endêmica do Brasil, tomando forma num ambiente de inflação elevada, políticas públicas instáveis e institucionalidade financeira em transição. A evolução histórica do setor bancário privado brasileiro modelou-o como um sistema eficiente em gerar lucros em ambientes de curto prazo e de juros elevados, mas incapaz de funcionar como grande ofertante de capital paciente.

No decorrer do século XX, e especialmente a partir da segunda metade (1960-1994), o Brasil esteve marcado por elevados níveis e forte volatilidade da inflação. Esse ciclo inflacionário prolongado tornou a formulação de contratos de crédito de longo prazo praticamente inviável: ante taxas reais frequentemente negativas ou fortemente incertas, bens de capital duráveis e projetos com maturação de longo prazo tornaram-se objeto de alto risco ou simplesmente não ocorrentes. Por consequência, o sistema financeiro privado adaptou-se para sobreviver; os bancos desenvolveram competência na gestão de passivos de curtíssimo prazo, aproveitaram receitas advindas da inflação e alocaram boa parte de seus ativos em papéis públicos de alta liquidez e rentabilidade, em vez de em operações produtivas de crédito de longo prazo. Altas taxas de juros reais, amplos spreads e falta de concorrência sustentaram isso e continuaram a promovê-lo. Como observado na literatura, o governo brasileiro tomou medidas para promover fusões e aquisições bancárias desde o final dos anos 1960, incluindo a criação da Comissão de Fusões e Aquisições de Empresas (COFIE) em 1971, no contexto de uma estratégia de concentração setorial.

Após a introdução do Plano Real em 1994, ocorreu uma transformação notável com a estabilização da moeda e a eliminação da receita inflacionária,

revelando as deficiências operacionais das organizações bancárias que se sustentavam em um ambiente inflacionário; o choque de competitividade e lucratividade acelerou o processo de consolidação bancária, incluindo fusões, aquisições, privatizações e internacionalização. Em 1995, o governo brasileiro introduziu o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) na tentativa de garantir a solvência e liquidez do sistema financeiro. Simultaneamente, os bancos estaduais foram sistematicamente privatizados ou fechados, através do Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária (PROES) de 1996. Esses fatores trouxeram a estrutura atual, um oligopólio de grandes bancos privados (Itaú Unibanco, Bradesco e Santander Brasil) que domina o mercado de crédito livre, em conjunto com grandes bancos públicos; estudos mostraram que a proporção de bancos públicos estaduais caiu de cerca de 21,9% para 5,8% do total de ativos do sistema entre 1996 e 1999.

A nova arquitetura, embora mais sólida em termos de regulação e liquidez, herdou e até aprofundou a cultura de curto prazo. A elevada concentração reduziu a concorrência, permitindo a manutenção de spreads bancários elevados, a rentabilidade dos grandes bancos privados consolidou-se via operações de curtíssimo prazo, crédito ao consumo, tarifas de serviços e aplicações em títulos públicos. Conforme apontado na literatura, a lucratividade bancária no Brasil resultou historicamente muito mais da combinação de elevadas margens e baixa concorrência do que de financiamento dedicado à industrialização ou à inovação tecnológica.

4.1.2 Características gerais

A estrutura atual do sistema bancário privado brasileiro encontra-se marcada por três traços estruturais que operam de modo articulado: i) elevada concentração e baixa concorrência; ii) universalização e diversificação de receitas; e iii) forte rentabilidade. Operando com uma lógica rentista e de liquidez, resultado de sua estrutura concentrada, do modelo universal de atuação e de um ambiente macroeconômico que favorece ganhos de curto prazo, estas características

explicam a racionalidade operacional do setor e ajudam a compreender por que o crédito de longo prazo continua sendo negligenciado pelos bancos privados.

O mercado bancário no Brasil está dominado por um pequeno número de grandes instituições, que alcançaram posições de liderança quase oligopolísticas no crédito livre; segundo o Banco Central do Brasil, as quatro maiores instituições financeiras respondiam por cerca de 57,9 % das operações de crédito no país ao final de 2024. Esta estrutura de concentração reduz a pressão competitiva no setor, o que permite aos bancos operar com spreads mais elevados, não apenas cobrindo custos de inadimplência e tributários, mas também obtendo margens de lucro significativas.

O modelo de *banco universal*⁶³ é plenamente adotado pelas grandes instituições brasileiras. Na prática brasileira, dada a estrutura histórica, a universalização permitiu aos bancos diversificar receitas em áreas de menor risco, como tarifas de serviços, seguros, e aplicações em tesouraria. A combinação desses traços, em um ambiente de juros altos resulta em uma forte rentabilidade para o setor bancário brasileiro; os principais bancos privados registraram resultados recordes recentemente, esses lucros elevados decorrem predominantemente de operações de curtíssimo prazo ou de menor risco de crédito e de receitas com prestação de serviços. Tal padrão reforça a ideia de que o sistema bancário privado não está institucionalmente orientado e nem motivado para o fornecimento de capital paciente.

4.1.3 Papel no sistema financeiro

O papel funcional desses bancos, concentra-se em três eixos principais de atuação: i) intermediação focada no curto prazo; ii) serviços de crédito ao consumo; e iii) financiamento ao capital de giro corporativo.

A *intermediação bancária*⁶⁴ é a função clássica dos bancos, porém, no Brasil essa função traduz-se mais fortemente numa preferência pela liquidez e pelo curto prazo, devido ao forte desalinhamento de maturidades: as fontes de captação

⁶³ Atuação simultânea como banco comercial, banco de investimento, gestora de recursos, seguradora, dentre outros serviços financeiros.

⁶⁴ Captar recursos de quem tem excesso de liquidez e emprestar para quem necessita.

privadas são majoritariamente de curto prazo, e o ambiente macroeconômico torna arriscada a imobilização de recursos em ativos de longa maturação. Assim, os bancos concentram suas carteiras de crédito em prazos mais curtos, que se alinham melhor às suas fontes de funding e permitem uma gestão de risco mais previsível.

Uma das principais fontes de rentabilidade do setor bancário privado brasileiro é o crédito à pessoa física; modalidades como cartão de crédito, cheque especial, crédito pessoal e consignado, embora representem uma parcela menor da carteira total em volume, oferecem taxas de juros e spreads bastante elevados (que estão entre os mais altos do mundo). Estas operações têm prazos curtos ou rotativos, são pulverizadas e permitem aos bancos escalar a rentabilidade com risco relativamente controlado, em termos individuais.

No crédito às empresas, atua-se de forma robusta, mas quase exclusivamente no financiamento de capital de giro: empréstimos de curto prazo, geralmente até 365 dias, destinados a financiar o ciclo operacional como estoques, salários e fornecedores e não a expansão da capacidade produtiva ou investimento de longo prazo em máquinas, infraestrutura ou inovação. Esta modalidade é atrativa para os bancos, pois tem prazos curtos, garantias mais tangíveis (recebíveis ou estoques), possibilidade de monitoramento corrente da saúde financeira da empresa.

4.1.4 Atuação como repassadores de crédito

A aversão estrutural do setor bancário privado brasileiro ao risco de longo prazo não significa que ele se omita completamente desse segmento. Ele participa, mas não o faz por meio da alocação de seu próprio capital-imobilizado a prazos extensos, e sim mediante a função de agente repassador dos recursos de bancos públicos de fomento, em especial do BNDES. Esse modelo, conhecido como “operações indiretas”, constitui uma parceria funcional entre o banco público que detém o funding de longo prazo e a missão de fomento e os bancos privados que possuem capilaridade comercial, rede de atendimento e expertise em crédito pulverizado. O arranjo repassador, embora funcional e necessário para ampliar a capilaridade do crédito de fomento, evidencia ao mesmo tempo a lacuna estrutural

no mercado privado em prover, por si só, o financiamento de longo prazo necessário ao investimento produtivo.

O BNDES, apesar de sua escala e vocação para o financiamento ao investimento de longo prazo, enfrenta limitações de capilaridade física e operacional para alcançar diretamente pequenas e médias empresas espalhadas por todo o país. Já os bancos privados reúnem agências, rede de canais, base de clientes e acesso à interação comercial, porém carecem de funding de longo prazo ou de apetite institucional para imobilizar capital em operações de maturação extensa e risco elevado. Nesse sentido, o mecanismo de repasse configura-se como um arranjo de arbitragem institucional: i) O BNDES disponibiliza o funding, via recursos orçamentários ou fundos, define a linha ou programa e fixa as condições-mestras: taxa referencial, prazo máximo, carência; ii) O banco privado, atuando como agente repassador credenciado, firma contrato com o cliente final, realiza a análise de crédito, assume o risco da operação sob os termos definidos e formaliza o desembolso; e iii) Em contrapartida, o banco privado é remunerado pela intermediação, seja por meio de comissão, spread de intermediação ou remuneração adicional por assumir risco e monitorar a operação.

A linha mais tradicional e volumosa desse tipo de arranjo é a linha FINAME, destinada ao financiamento da aquisição de máquinas e equipamentos de fabricação nacional. Milhares de empresas (de pequeno a grande porte) acessam essa linha via bancos comerciais que operam como agentes repassadores. A relevância desse canal é expressiva, segundo o BNDES, parte significativa dos desembolsos anuais são realizados por meio de operações indiretas; uma análise histórica aponta que no início dos anos 2010, ao menos 44,6% dos desembolsos do BNDES operados pela área de Operações Indiretas correspondiam a mais de R\$ 69 bilhões naquele ano.

4.1.5 Dependência estrutural do funding público

A participação do setor bancário privado brasileiro no financiamento de longo prazo para fins produtivos é marginal, reativa e estruturalmente dependente de recursos públicos, o sistema privado no Brasil embora sólido, lucrativo e bem inserido no sistema financeiro, não desenvolveu um protagonismo autônomo na

viabilização do investimento em capital fixo, o que configura uma falha crônica de mercado. Essa dependência não se reduz a uma simples escassez de apetite por risco ou a uma falha conjuntural, mas é antes o resultado racional de seu modelo de negócios. A combinação entre alta concentração, elevados spreads, rentabilidade robusta em operações de curto prazo e alocação preferencial de recursos em títulos públicos de liquidez elevada, elimina os incentivos para os bancos privados imobilizarem capital em operações de longo prazo.

A preferência pela liquidez e o descompasso entre passivos de curto prazo e ativos de longo prazo, passaram a operar como regra funcional do setor bancário privado no Brasil. A evidência estatística corrobora esse diagnóstico: segundo estudo da Fundação Getúlio Vargas e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, em 2024 apenas cerca de 12% do estoque de crédito para pessoas jurídicas no Sistema Financeiro Nacional tinha prazo superior a cinco anos (e desse montante, cerca de 85% era concentrado em bancos públicos).

O resultado prático dessa configuração é que o setor bancário privado atua de forma muito limitada como agente indutor de desenvolvimento: ele não assume a função de financiar inovação disruptiva, nem a função de viabilizar grandes projetos de infraestrutura com encadeamentos produtivos. Seu papel no financiamento de longo prazo se dá predominantemente de forma indireta ou tangencial: como repassador e como comprador de dívida pública ou instrumento financeiro de liquidez.

4.2 Limitações do Setor Privado no Crédito de Longo Prazo

4.2.1 Preferência por liquidez

A limitação mais fundamental que impede o setor bancário privado brasileiro de atuar como provedor de capital paciente está no conceito clássico de “preferência pela liquidez”; essa preferência configura-se não como uma simples escolha opcional, mas como condição ao ambiente institucional e macroeconômico em que operam: funding de curto prazo, alto risco de longo prazo, alternativa de liquidez muito atrativa. Essa racionalidade microeconômica resulta em uma falha

macroeconômica, a ausência de um mercado privado robusto para o financiamento de longo prazo à acumulação de capital.

As principais fontes de funding dos bancos privados são de curto prazo o que exige que seus ativos estejam alinhados em prazo para evitar riscos severos de liquidez. Estudos mostram que, no Brasil, embora o prazo médio das carteiras com recursos direcionados tenha aumentado de 55 para 74 meses entre 2011 e 2015, o prazo das operações com recursos livres permaneceu praticamente inalterado, passando de 15 meses para 18 meses no mesmo período. Essa estrutura de passivos limita estruturalmente a alocação em ativos de longo prazo: a concessão de empréstimos para projetos de 15 ou 20 anos, apoiados por funding de 30 ou 90 dias, geraria um risco de liquidez e de *roll-over*⁶⁵ que os bancos evitam.

No Brasil, o modelo de banco universal, em ambiente altamente concentrado, permitiu aos bancos privados operar de modo rentável focando em três segmentos mais imediatos: i) spreads elevados no crédito ao consumo; ii) receitas de tarifas e serviços; e iii) financiamento de capital de giro para empresas. Sob essa lógica, a lucratividade dos bancos privados não depende de financiar o investimento produtivo de longo prazo, mas sim de operações de maturação reduzida, menor incerteza e maior liquidez.

Outro fator decisivo é a existência de uma alternativa mais atraente para alocação de recursos, os títulos da dívida pública federal, que oferecem liquidez elevada, risco soberano muito reduzido e rendimentos compatíveis com o curto ou médio prazo. Em um relatório recente da ANBIMA mostrou que os títulos com vencimento acima de cinco anos (NTN-B) renderam 19,28% em 2023, mais do que títulos com vencimento até cinco anos (12,13%). Dados recentes indicam ainda que, no 4º trimestre de 2024, o saldo da carteira de crédito de pessoas jurídicas no sistema financeiro nacional era da ordem de R\$ 3 trilhões, dos quais pouco mais de R\$ 367 bilhões tinham prazo a vencer superior a cinco anos; desse montante, cerca de 85% estava concentrado em bancos públicos.

4.2.2 Macroeconomia instável

⁶⁵ Rolagem. Ação de estender um contrato ou uma dívida para além da sua data de vencimento original. É uma operação comum que permite adiar a liquidação de uma posição.

A instabilidade macroeconômica funciona como um verdadeiro “imposto sobre o futuro”, encurtando os horizontes de planejamento econômico e transformando o financiamento de longo prazo, via setor privado bancário, em uma opção marginal ou quase inexistente. Contratos de longo prazo pressupõem alguma previsibilidade no valor da moeda, no custo do capital e no risco de crédito. No Brasil essa previsibilidade sempre esteve seriamente comprometida pela tríade (inflação crônica elevada e volátil, taxas de juros historicamente altas e volatilidade cambial persistente).

Durante grande parte da segunda metade do século XX, o Brasil experimentou níveis de inflação elevados e variáveis, chegando ao regime de hiperinflação entre meados dos anos 1980 e início dos anos 1990. Tal contexto destruiu a função da moeda como unidade de conta e reserva de valor para horizontes prolongados. Tornou-se praticamente impossível para credores e devedores especificar contratos de longo prazo em termos reais ou estimar taxas reais, inviabilizando amplamente o crédito bancário de maturação estendida. A cultura do curto prazo ganhou corpo, os bancos adaptaram-se a operar em ciclos muito curtos, obtendo ganhos com o “*float*⁶⁶” da inflação ou via indexação monetária, ao invés de avaliar projetos de longo prazo.

Com a estabilização via o Plano Real em 1994, iniciou-se um regime de controle inflacionário em que a Âncora era a taxa básica de juros elevada da Banco Central do Brasil para ancorar expectativas. A taxa SELIC média girou em torno de 13,8% entre 1999 e 2025, alcançando picos de 45% em março de 1999. Para um banco privado, emprestar para um projeto de investimento de longo prazo com retorno esperado modesto tornava-se irracional, o custo de oportunidade do capital (interno ou externo) era demasiadamente alto.

A vulnerabilidade externa da economia brasileira (inclui conta corrente deficitária, dependência de fluxo de capitais de curto prazo e exposição às variações do dólar) torna a taxa de câmbio uma variável de alto risco para horizontes longos. O câmbio USD/BRL registava em outubro de 2025 números próximos a 5,39, mas historicamente alcançou picos elevados e períodos de forte turbulência. Esse

⁶⁶ Lucro obtido por uma instituição financeira ao manter e investir o dinheiro que está no período de flutuação, ou seja, o tempo entre o recebimento de um pagamento e a disponibilização efetiva dos fundos na conta do beneficiário.

ambiente de câmbio volátil impede ou dificulta fortemente que empresas com faturamento em reais assumam dívidas de longo prazo denominadas em moeda estrangeira, ou que os bancos se comprometam com funding externo de longo prazo para crédito doméstico, o descasamento de moeda e maturação se torna uma fonte de risco excessivo. Além disso, a instabilidade cambial compromete o retorno esperado dos investimentos em *setores transacionáveis*⁶⁷, reduzindo ainda mais a atratividade do financiamento de longo prazo.

4.2.3 Estrutura regulatória e tributária

O setor bancário privado no Brasil enfrenta limitações de ordem microeconômica e institucional, com o arcabouço regulatório, jurídico e tributário historicamente falhou em criar os instrumentos e os incentivos necessários para mitigar riscos, reduzir custos da intermediação financeira de longo prazo e, sobretudo, para possibilitar que os bancos alongassem seus prazos de captação e alocação. O setor privado opera num ambiente institucional em que as garantias de longo prazo não têm execução rápida e previsível; o mercado de funding de longo prazo é restrito e regulatoriamente pouco favorecido e a tributação não incentiva e por vezes penaliza aplicações de longo prazo.

O pilar de qualquer operação de crédito de longo prazo é a segurança de que o credor possa recuperar seus recursos em caso de inadimplência ou falha do devedor. No Brasil, a recuperação de garantias registra uma série de deficiências: os processos podem se estender por anos, os custos judiciais e extrajudiciais são elevados e a previsibilidade das decisões jurídicas é percebida como limitada. Apesar de avanços recentes como a Lei 14.711/2023 (“Marco Legal das Garantias”) que busca acelerar a execução extrajudicial de hipotecas e alienações fiduciárias o histórico de morosidade e incerteza funciona como penalização do crédito de longo prazo. O mercado brasileiro carece de instrumentos de captação “naturais” de longo prazo, depósitos ou outros passivos contratados com vencimentos estendidos que pudessem lastrear empréstimos longos. Em estudo do BNDES (2010), já se apontava que “não há um instrumento efetivo que permita aos bancos captar

⁶⁷ Indústria exportadora ou infraestrutura com insumos importados.

recursos de longo prazo". Além disso, a regulação prudencial penaliza o *mismatch*⁶⁸ de prazos entre passivo e ativo, o que inibe os bancos de estruturar operações de longo prazo quando não dispõem de funding correspondente.

O sistema tributário brasileiro também contribui para encurtar os prazos, a tributação sobre operações financeiras está em reforma, mas permanece onerosa para captações ou investimentos de prazo mais longo. A recente Medida Provisória 1.303/2025 modificou a tributação das aplicações financeiras para uma alíquota uniforme de 17,5% de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), eliminando parte da progressividade incentivadora de prazos maiores. O estudo "IOF-Crédito sobre Operações de Empresas Não Financeiras" destaca que o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incide sobre operações de crédito e financia uma função extrafiscal, elevando o custo da intermediação.

4.2.4 Risco de inadimplência e falta de garantias adequadas

O obstáculo microeconômico mais profundo à expansão do crédito de longo prazo pelo setor bancário privado é a gestão do risco de inadimplência e a dificuldade de mitigá-lo por meio de garantias eficazes. Quando o prazo de um contrato se alonga, o horizonte de incertezas se expande, a empresa pode passar por alterações tecnológicas, setoriais, de mercado ou de controle o que eleva o risco de que o tomador não honre o compromisso ou que o projeto deixe de gerar o retorno esperado. Quando se combinam: aumento do risco de inadimplência em virtude de maturações longas; falhas informacionais exacerbadas pelo tempo; e garantias pouco líquidas e execução judicial demorada, o resultado lógico para o banco privado é a abstinência ou restrição ao crédito de longo prazo.

A amplificação do risco no crédito de longo prazo decorre, em grande medida, da assimetria de informação que caracteriza o mercado financeiro. Duas falhas principais comprometem a eficiência da intermediação bancária: a seleção adversa e o risco moral. A primeira manifesta-se na dificuldade que o banco privado enfrenta para distinguir, *ex-ante*⁶⁹, projetos de alta qualidade daqueles de elevado risco,

⁶⁸ Termo em inglês que significa, essencialmente, incompatibilidade, desnívelamento ou falta de correspondência.

⁶⁹ Expressão latina que significa "antes do evento" e se refere a uma análise, previsão ou estimativa feita antes que um evento ocorra.

sobretudo quando se trata de empreendimentos de longa maturação ou natureza inovadora. Diante dessa incerteza, as instituições financeiras tendem a elevar as taxas de juros ou reduzir os prazos de concessão, o que, paradoxalmente, afasta os bons tomadores e atrai os mais arriscados, deteriorando a qualidade média da carteira de crédito. Já o risco moral se intensifica no período pós-concessão, quando o monitoramento das ações do tomador torna-se progressivamente mais custoso e complexo. Em horizontes de dez ou quinze anos, é plausível que a empresa altere sua estratégia, assume riscos excessivos ou desvie recursos da finalidade original, comprometendo a capacidade de pagamento. Diante desse cenário, a resposta racional dos bancos privados é restringir a concessão de crédito de longo prazo ou impor prêmios de risco elevados, de modo a compensar a incerteza associada ao tempo. Assim, o prazo prolongado atua como um verdadeiro multiplicador da assimetria informacional e do risco creditício.

A ineficácia das garantias no longo prazo constitui um segundo obstáculo estrutural à expansão desse tipo de crédito. Para que uma operação de financiamento possa se estender por muitos anos, o credor necessita de garantias que possam ser executadas de forma rápida e segura em caso de inadimplência. Contudo, no contexto do crédito de investimento, essa mitigação mostra-se frágil por dois motivos centrais, o primeiro refere-se à natureza dos ativos financiados, que são, em geral, altamente específicos e possuem baixo valor de liquidação, investimentos em infraestrutura, linhas industriais ou projetos de inovação envolvem bens de capital que dificilmente encontram mercado secundário, como uma máquina personalizada ou uma instalação logística complexa têm, em caso de falência do projeto, valor de revenda muito inferior ao de aquisição, o que reduz a efetividade do colateral. O segundo fator é de ordem institucional, onde a insegurança jurídica e a morosidade do sistema judicial brasileiro comprometem a capacidade do credor de recuperar garantias de maneira célere, a lentidão dos processos, os altos custos de litígio e a imprevisibilidade das decisões judiciais reduzem o valor presente esperado da garantia.

5 ESMIUÇANDO A ESTRUTURA CREDITÓRIA DE LONGO PRAZO

5.1 Estruturas Institucionais

5.1.1 Papel central do BNDES

O exame da formação institucional do crédito de longo prazo no Brasil começa com a constatação de que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social ocupa uma posição absolutamente central nesse sistema. O banco não é apenas um participante relevante, ele é, histórica e funcionalmente, o pilar que determina, estrutura e sustenta o mercado de crédito de longo prazo no país. Sua atuação ultrapassa a de um intermediário financeiro tradicional, mas também assume o papel de um verdadeiro market maker, em uma situação em que o setor privado não consegue oferecer capital paciente em volume suficiente para suprir o investimento produtivo. A importância do BNDES é estratificada e diversa, mas pode ser vista em três dimensões interdependentes: histórica/estrutural, quantitativa e funcional-contracíclica.

Esse caráter histórico e estrutural remonta à própria origem do banco. O BNDES nasceu em 1952, a partir de um diagnóstico que a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (1951) havia compartilhado de que o principal desafio para o desenvolvimento do Brasil era a escassez de investimentos de longo prazo em infraestrutura e indústrias básicas. E desde então a trajetória de crescimento da instituição confunde-se com a do próprio processo de industrialização e de modernização econômica do país. Foi o principal veículo de financiamento para projetos industriais e de infraestrutura de grande escala listados nos Planos Nacionais de Desenvolvimento durante as décadas de 1960 e 1970, firmando-se como eixo organizador do sistema de crédito de longo prazo. Nos anos 1990 e 2000, adaptou-se às mudanças macroeconômicas, financiando processos de reestruturação produtiva e privatizações, bem como, mais recentemente, políticas de inovação e sustentabilidade.

Sua posição quantitativa tem sido um reflexo da magnitude do BNDES no financiamento produtivo. Por décadas, o banco respondeu pela maior parcela do crédito de longo prazo no país, superando amplamente a atuação do sistema

bancário privado. Isso se tornou ainda mais pronunciado na era pós-crise financeira global de 2008, quando, durante anos de contração do crédito privado, os desembolsos saltaram de R\$ 64,9 bilhões em 2007 para R\$ 168,4 bilhões em 2010 e R\$ 190,4 bilhões em 2013. Nesse período, o tamanho da carteira de crédito do banco cresceu para mais de 10% do PIB nacional, estabelecendo o nível de intervenção que o tornou um dos maiores bancos de desenvolvimento do mundo quando medido em relação ao tamanho da economia.

No âmbito funcional e contracíclica, é aquela que melhor sintetiza o seu papel singular. O BNDES não tem um desempenho puramente pró-cíclico como as instituições privadas, pois o mandato e a estrutura de capital permitem ao banco atuar de forma contracíclica. Essa capacidade resulta de seu funding de longo prazo, principalmente do Fundo de Amparo ao Trabalhador e de aportes do Tesouro Nacional, que possibilitam ao banco “casar” ativos e passivos de longa maturação. Portanto, é capaz de financiar projetos de alto risco com retornos diferidos, evitados pelo setor privado em decorrência de limitações estruturais e de horizonte temporal, e corrige falhas de mercado, o que garante a continuidade de investimentos estratégicos em recessões econômicas, mantém um nível mínimo de Formação Bruta de Capital Fixo e o potencial produtivo da economia.

5.1.2 Participação indireta dos bancos privados via repasses do BNDES

A segunda estrutura institucional relevante no contexto do crédito de longo prazo no Brasil refere-se a um modelo híbrido que evidencia a cooperação e divisão de tarefas entre o pilar público e a rede bancária privada. Esse modelo se manifesta por meio das chamadas operações indiretas, comumente denominadas “repasses”. Nesse arranjo institucional, o BNDES provê os recursos e define as condições centrais, enquanto os bancos atuam como intermediários de distribuição e assumem o risco de crédito junto ao tomador final. Essa arquitetura reforça a centralidade institucional do BNDES, não apenas como financiador direto, mas como coordenador da rede de financiamento de longo prazo e evidencia que a “participação dos bancos privados” no financiamento ao investimento produtivo de longo prazo não se dá de modo isolado.

Essa arquitetura institucional se impôs como solução pragmática diante de limitações estruturais complementares: por um lado, o BNDES não dispõe de uma rede de agências bancárias ou estrutura de atendimento capaz de alcançar diretamente milhares de pequenas e médias empresas em todos os recantos do território nacional, por outro lado, os bancos privados possuem tal rede, familiaridade com o público corporativo ou de menor escala e experiência na análise de crédito pulverizado, mas sofrem de falta de funding de prazos suficientemente alongados, assim como de uma aversão inerente à maturidade e ao risco de devolução tardia. O mecanismo de repasse conjuga essas duas virtudes e mitiga essas fragilidades: o BNDES assume o risco de funding e maturidade, enquanto o banco privado repassador assume o risco de crédito, realiza originação, análise e assume o risco de inadimplência perante o BNDES ou conforme contrato de repasse. Estudos do BNDES indicam que, no arcabouço das operações de repasse, os bancos privados e cooperativas têm ampliado sua participação, evidenciando uma pulverização maior do crédito e distribuição dos recursos, especialmente para MPMEs. Importante observar que esse mecanismo reforça o protagonismo do setor privado não como originador de capital paciente autonomamente, mas como canal e executor da política de financiamento de longo prazo estruturada pelo banco público de desenvolvimento: o sistema de repasse mostra que a rede bancária privada atua como prestadora de serviços financeiros num ecossistema cujo capital paciente e estratégia de prazo são definidos e providos pelo BNDES.

5.1.3 Ausência de mercado de capitais robusto como alternativa consolidada

A terceira estrutura institucional que, em teoria, deveria assumir o papel de prover capital paciente no Brasil é o mercado de capitais, tanto via dívida corporativa quanto via instrumentos de securitização (FIDCs, CRIIs/CRAs). Em economias desenvolvidas, esse mercado funciona como um canal central de financiamento de longo prazo, ligando diretamente poupança institucional a projetos de investimento de maturação extensa. No Brasil, esse canal permanece estruturalmente subdesenvolvido, raso, ilíquido e pouco diversificado, incapaz de se constituir como uma alternativa autônoma e consolidada ao financiamento público. Essa arquitetura institucional apresenta uma dependência persistente de crédito público e não de um

mercado de capitais de dívida ou *equity*⁷⁰ plenamente desenvolvido. Apesar das evoluções recentes, o mercado de capitais continua a figurar como coadjuvante e não como alternativa robusta e autônoma.

Uma das barreiras centrais é o custo de oportunidade enfrentado pelo investidor institucional em relação aos títulos da dívida pública federal, que historicamente oferecem elevada liquidez, menor risco e remuneração competitiva. Em razão disso, para uma empresa emitir debênture corporativa de longo prazo, precisaria oferecer um prêmio de risco relativamente alto, elevando seu custo de captação de modo a atrair investidores que tenderiam, com menor risco, ao ativo público. Esse mecanismo encarece a alternativa privada de financiamento de prazos longos.

A interveniência do BNDES em financiamento de longo prazo e a dependência histórica do setor produtivo desse agente público reduzem o incentivo para que o mercado de capitais privado avance de forma autônoma. As grandes corporações, que poderiam acessar o mercado de debêntures, muitas vezes preferem recursos mais baratos ou com prazos garantidos via crédito público ou bancos de fomento, fazendo com que o mercado de capitais tenha menor escala e menor profundidade como fornecedor de longo prazo.

No que se refere aos instrumentos disponíveis, embora nas últimas décadas tenha havido avanços, as debêntures incentivadas de infraestrutura instituídas pela Lei 12.431/11 e mais recentemente com a Lei 14.801/24, essas modalidades ainda enfrentam restrições que comprometem seu papel de financiamento. As debêntures, apesar dos recordes de emissão de mais de R\$ 132 bilhões em emissões incentivadas em 2024, apresentam um prazo médio relativamente modesto, por volta de 7,5 anos em 2024 e parcela relevante das emissões destina-se ao refinanciamento de passivos ou capital de giro em vez de investimento de maturação prolongada. Quanto à securitização (FIDCs, CRIIs/CRAs), embora haja crescimento nos volumes, cerca de R\$ 52,4 bilhões captados entre janeiro e agosto de 2025, os instrumentos ainda são mais voltados ao crédito de curto/médio prazo ou

⁷⁰ Valor residual de uma empresa, calculado como ativos totais menos passivos totais, representando o que restaria aos acionistas se todos os ativos fossem liquidados e as dívidas pagas.

antecipação de recebíveis do que à infraestrutura ou investimento de longo prazo abrangente.

Outro conjunto de restrições está associado ao fato de que, para grande parte das empresas o acesso ao mercado de capitais exige rating, auditoria, governança, estrutura de emissão, liquidez secundária mínima e custos fixos elevados. Isso restringe a base de emissores ao leque de grandes empresas com perfil de investimento ou alto grau de confiança de mercado. Além disso, o mercado secundário para debêntures e outros instrumentos privada ainda é limitado, o que reduz a atratividade para investidores que desejam liquidez ou menor risco de *lock-in*⁷¹; em 2016, o mercado de capitais respondia por apenas 17% dos projetos de longo prazo.

5.2 Fontes de Funding

5.2.1 Fundos compulsórios: FAT, FGTS, PIS/PASEP

Os mecanismos parafiscais, captados de forma obrigatória e dirigidos a finalidades específicas, formam os pilares do funding dos bancos públicos: em particular, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

O FAT constitui a fonte estrutural mais estável de recursos; alimentado por contribuições originadas do PIS/PASEP, ele tem sua destinação ao financiamento do desenvolvimento disciplinada pela Constituição (art. 239) e regulada por mecanismos específicos de transferência ao BNDES. Nas últimas rodadas de prestação de contas e relatórios institucionais, os repasses classificados como “FAT Constitucional” mantiveram-se como relevante fonte anual, em 2024 foram captados aproximadamente R\$ 28,4 bilhões (R\$ 14,2 bilhões captados no primeiro semestre de 2025) e a sua carteira de recursos aplicada pelo BNDES alcança ordens de grandeza que ilustram sua escala (carteira ativa informada de cerca de R\$ 433 bilhões). Adicionalmente, o FAT continua sujeito a mudanças institucionais e

⁷¹ Aprisionamento.

tributárias que afetam o montante efetivamente direcionado ao financiamento público: a Emenda Constitucional n.º 103/2019 alterou o percentual do FAT Constitucional para 28% da arrecadação do PIS/PASEP, com implicações importantes para a previsibilidade e o montante destinado ao BNDES.

No eixo da habitação e infraestrutura urbana, o FGTS emerge como o outro grande pilar da poupança compulsória. Fundado em 1966 como mecanismo de proteção ao trabalhador, transformou-se em fonte massiva de funding de longuíssimo prazo para habitação popular, saneamento e obras urbanas, operacionalizado primordialmente pela Caixa Econômica Federal. Programações oficiais registram a disponibilidade de recursos substanciais, o poder público anunciou a programação de R\$ 326 bilhões do FGTS para habitação, saneamento e infraestrutura urbana até 2025. Esse fluxo permite à Caixa Econômica Federal oferecer linhas com prazos longos, com amortizações e estruturas compatíveis com projetos habitacionais, desempenhando papel complementar e essencial ao do BNDES.

Em conjunto, FAT e FGTS explicam por que o financiamento de longo prazo no Brasil não se apoia primordialmente em poupança voluntária ou em mercados de capitais privados, mas sim em um desenho institucional em que poupança compulsória e bancos públicos operam como coordenadores e provedores de capital paciente. Essa arquitetura conferiu ao Estado capacidade diretiva e de escala para induzir investimentos estratégicos; ao mesmo tempo, expõe vulnerabilidades: mudanças legislativas, reconfigurações nas regras de vinculação ou restrições fiscais podem reduzir rapidamente a disponibilidade de funding, com impacto direto sobre a capacidade de sustentação de projetos de longo prazo.

5.2.2 Tesouro Nacional e subsídios implícitos

O Tesouro Nacional emergiu como fonte conjuntural, de escala massiva, especialmente no período pós-crise de 2008, essa arquitetura de financiamento permitiu à atuação contracíclica do BNDES uma expansão vigorosa, mas também originou o mecanismo mais criticado do modelo brasileiro, o subsídio implícito. O funcionamento desse mecanismo pode ser esquematizado da seguinte forma: o Tesouro Nacional capta recursos no mercado emissor de títulos públicos, pagando

taxas próximas à taxa básica de juros (taxa Selic ou equivalente). Os fundos são então injetados no BNDES por meio de instrumentos de dívida de longo prazo. O BNDES utiliza esse funding para conceder crédito ao setor produtivo à TJLP, historicamente bem inferior à taxa de captação do Tesouro. A diferença entre o custo para o Tesouro e a remuneração recebida constitui o subsídio implícito, uma transferência de recursos públicos para o crédito de longo prazo. Esse arranjo foi reforçado pelas operações realizadas no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento e outras linhas de fomento, que ampliaram o balanço do BNDES e elevaram o *stock da dívida*⁷² do banco junto à União. Um relatório do BNDES informava que os subsídios implícitos caíram de R\$ 22,7 bilhões em 2017 para aproximadamente R\$ 9 bilhões em 2018.

Dessa forma, embora o mecanismo de aporte via Tesouro tenha sido crucial para permitir o financiamento de longo prazo em escala, ele trouxe consigo dois efeitos centrais: a elevação da dívida pública consolidada da União; e uma dependência institucional de subsídios públicos para viabilizar o crédito. Com a transição para a TLP, o modelo de financiamento público de longo prazo se tornou menos subsidiado, porém encareceu o custo do crédito de fomento e contribuiu para a atrofia do arcabouço público de financiamento de longo prazo.

5.2.3 Limitações da poupança doméstica e baixa participação de fundos privados

A arquitetura de funding de longo prazo no Brasil, apoia-se maciçamente em fontes de poupança compulsória e em aportes públicos. A grande lacuna desse arcabouço recai sobre a poupança doméstica voluntária, canalizada por meio de investidores institucionais privados em especial fundos de pensão e seguradoras, que, por seu perfil de passivo de longo prazo (como pagamento de aposentadorias ou de apólices em 20 ou 30 anos), seriam os provedores naturais de capital paciente. No entanto, no Brasil, a participação desses agentes no financiamento direto ao investimento produtivo de longo prazo permanece historicamente tímida e restrita. A taxa de poupança doméstica agregada no Brasil evidencia uma limitação estrutural relevante, enquanto em economias comparáveis a poupança doméstica

⁷² Montante total acumulado de obrigações financeiras pendentes em um determinado momento, em contraste com o "fluxo" de novas dívidas ou pagamentos de juros que ocorrem ao longo do tempo.

ultrapassa habitualmente os 20% do PIB, no Brasil essa taxa caiu para cerca de 14,5% do PIB em 2024, isso combinado à elevada taxa de juros doméstica historicamente, reduz o leque de recursos disponíveis para alocação em investimentos de prazo extenso.

Embora os fundos de pensão brasileiros administrem patrimônio relevante (cerca de R\$ 1,33 trilhão no primeiro semestre de 2025, equivalendo a aproximadamente 11 % do PIB) a grande maioria desses recursos está aplicada em títulos públicos e renda fixa (de mais de 80 % da carteira), e apenas uma fração mínima destina-se a dívida corporativa ou infraestrutura; um estudo do IPEA mostra que, em 2017 diversos fundos apresentavam menos de 5% do patrimônio alocado em infraestrutura.

Esse padrão de alocação é explicado por: o custo de oportunidade oferecido pelos títulos públicos em contexto de juros altos; o efeito de crowding out institucional gerado pelo BNDES, que absorvia as melhores oportunidades de crédito de longo prazo, reduzindo o universo de emissores privados atraentes; e a baixa liquidez e os altos custos de estruturação associados a investimentos privados de longo prazo, como debêntures de infraestrutura ou securitzações. Como aponta reportagem recente: “estima-se que o Brasil tenha que investir cerca de 4,5% do PIB por ano em infraestrutura (equivalente a R\$ 480-520 bilhões), mas os fundos de pensão, embora detenham “bolsos fundos”, mantêm-se longe desse mercado”.

A fraqueza do mercado secundário para dívida privada de longa duração, a escassez de emissores de alta qualidade (rating elevado, estrutura de governança sólida) e os riscos reputacionais recentes (como casos de falhas em projetos de infraestrutura) agravam o desinteresse dos investidores institucionais. Paralelamente, em 2024 os fundos reduziram pela metade suas alocações em ações em quatro anos, refletindo maior conservadorismo e preferência pela liquidez.

5.3 Instrumentos e Modalidades de Financiamento

5.3.1 Linhas tradicionais do BNDES

A principal característica do BNDES no financiamento de longo prazo no Brasil está consagrada em um repertório de instrumentos que especificam o custo,

prazo e finalidade do crédito, fornecendo a base para sua posição como banco de desenvolvimento. Estes são i) a taxa de referência para crédito de desenvolvimento; ii) a tradicional e difundida linha de financiamento industrial, FINAME; e iii) o principal programa anticíclico dos últimos tempos, Programa de Sustentação do Investimento (PSI).

De 1994 a 2017, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) foi a base do modelo de financiamento do BNDES. A TJLP era uma taxa administrada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), definida trimestralmente e sistematicamente mantida abaixo das taxas de mercado por razões de política econômica. Em 2018, a TLP foi adotada para substituir a TJLP em uma reforma estrutural de subsídio público de grande importância. A TLP passou a ser indexada ao IPCA mais a taxa de juros real das NTN-Bs de 5 anos, como uma reflexão mais direta do custo de oportunidade de capital do mercado. O objetivo era remover o subsídio implícito e tornar o crédito do BNDES fiscalmente neutro e convergir seu custo para o financiamento do Tesouro Nacional. Essa mudança levou a um crédito de desenvolvimento mais caro, limitando a escala da atividade anticíclica do banco, a dependência do investimento privado de condições macroeconômicas mais favoráveis.

A Agência Especial de Financiamento Industrial (BNDES FINAME) representa a linha de crédito mais tradicional e amplamente utilizada, que é o crédito para financiar a produção e aquisição de máquinas, equipamentos e veículos de fabricação nacional. Sendo um instrumento vital de política industrial ao criar um aumento na demanda por bens de capital e o desenvolvimento do setor produtivo nacional. O modelo de operação do FINAME é principalmente indireto: para fornecer financiamento do BNDES e os termos, bancos comerciais e cooperativas de crédito atuam como intermediários, assumindo o risco de crédito dos usuários finais. Sob este quadro, o FINAME alcançou uma capilaridade em nível nacional e promoveu micro, pequenas e médias empresas em direção à modernização produtiva.

O PSI foi estabelecido em julho de 2009, para servir como a principal ferramenta de política anticíclica do governo federal durante a crise financeira internacional, subprime. O financiamento para o PSI veio do Tesouro Nacional e foi fornecido a taxas significativamente abaixo da TJLP em troca de recursos para

adquirir bens de capital, máquinas e inovação tecnológica, com prazos de até 20 anos. Entre 2009 e 2014, o Tesouro forneceu mais de R\$ 400 bilhões, enquanto o PSI proporcionou R\$ 67,9 bilhões em desembolsos em 2010, o maior volume anual de crédito de fomento da história brasileira. O novo mecanismo de estabilização macroeconômica que o programa proporcionou aumentou a Formação Bruta de Capital Fixo e aliviou o efeito recessivo da crise. Apesar de seu status como uma forma de dívida pública sob taxas subsidiadas, seu financiamento enfrentou enormes custos fiscais e financeiros, bem como discussões acirradas sobre o deslocamento do crédito privado e a sustentabilidade da política de desenvolvimento. Após a extinção do PSI e a substituição da TJLP pela TLP, houve uma retração estrutural do BNDES de seu papel como indutor de investimentos, fenômeno referido em parte da literatura como a atrofia do arcabouço de financiamento público.

5.3.2 Crédito para infraestrutura e inovação

Os blocos de infraestrutura e inovação são fundamentais para a missão geral do BNDES e para o crescimento econômico nacional. Através deles, o banco de desenvolvimento trabalha para remediar grandes falhas de mercado, risco de maturação, escassez de capital estruturado, inércia tecnológica, externalidades positivas e efeitos de cadeia produtiva. Nessa situação, o BNDES tornou-se um dos principais estruturadores e financiadores da indústria de Project Finance no Brasil, sob essa modalidade, o crédito é concedido com base na capacidade de geração de caixa do projeto ao longo dos anos futuros, não no balanço patrimonial da empresa patrocinadora. O banco atua como um agente âncora para o financiamento, aceitando as *tranches*⁷³ de dívida mais longas (mais de 15 ou 20 anos), o que mitiga o risco sistêmico e promove o crowding in.

Adicionalmente, o BNDES e a subsidiária BNDESPAR atuam como market maker no incipiente mercado de capital de longo prazo para infraestrutura, participam ou compram debêntures incentivadas de infraestrutura instituídas pela Lei 12.431/11, sendo uma âncora para emissão e alavancagem de capital, através das quais podem acessar financiamento privado via contratos concessionais a custo

⁷³ Parcela ou parte de um todo maior, geralmente utilizada em contextos financeiros ou de negócios.

reduzido e em prazos estendidos. Em 2025, o BNDES contribuiu com cerca de 20% da emissão de debêntures incentivadas para infraestrutura, R\$ 28,2 bilhões. A página de “Infraestrutura” do BNDES enfatiza que “o apoio à infraestrutura inclui financiamentos e participações societárias, e estimula a emissão de debêntures por projetos do setor como forma complementar de financiamento”.

No espaço da inovação, caracterizado por uma grande assimetria de informação, o domínio de ativos intangíveis (patentes e *know-how*⁷⁴) e alto risco de falha, o crédito bancário tradicional não atende às necessidades de financiamento das empresas inovadoras. Devido a essa falha de mercado, o BNDES criou uma arquitetura institucional operando em dois canais. O primeiro é o crédito com risco compartilhado, que inclui linhas especiais como o BNDES Mais Inovação, oferecendo condições financeiras mais favoráveis para empresas que investem em inovação, digitalização e tecnologias disruptivas. Com base em dados divulgados pela Agência de Notícias do BNDES (2025), de janeiro a setembro de 2024, tanto o banco quanto a Finaciadora de Estudos e Projetos (Finep) já aprovaram cerca de R\$ 14 bilhões em crédito apenas para inovação, superando todo o volume concedido em 2023. A outra via é o capital de risco, operacionalizado pela subsidiária BNDESPAR, que realiza participações acionárias em empresas de base tecnológica, atuando como sócia investidora. Essa modalidade permite ao banco apoiar empreendimento inovadores em estágios iniciais, ajudando-os a superar o período crítico entre a pesquisa e a consolidação comercial do produto (o chamado “vale da morte”). Conforme destaca o próprio BNDES em sua página institucional de inovação, o banco “investe em inovação também via participação acionária, comprando ações da empresa inovadora; e via fundos de investimento, nos quais o BNDES participa como um dos investidores”.

A Tabela 2 reúne alguns dos principais projetos e programas financiados pelo BNDES nas últimas décadas, ilustrando a amplitude setorial e a diversidade de instrumentos utilizados pelo banco no apoio ao desenvolvimento.

⁷⁴ Expressão da língua inglesa que pode ser traduzida para o português como “saber-fazer”, “conhecimento prático”, “experiência” ou “perícia”. Conjunto de habilidades práticas, conhecimentos técnicos, experiência acumulada e competência necessários para realizar uma tarefa, gerenciar um negócio ou resolver um problema específico com sucesso.

Quadro 2 - Casos ilustrativos de financiamento do BNDES em infraestrutura e inovação

Projeto / Programa	Setor	Valor / Escala	Instrumento / Modalidade	Descrição resumida	Fonte
Usina Hidrelétrica de Belo Monte (PA)	Energia elétrica	R\$ 25,0 bilhões	Project Finance	Financiamento de longo prazo com o BNDES como agente-âncora; 80% do investimento total.	BNDES (2016); Ipea (2019)
Rodovia Transnordestina Logística S.A.	Transporte ferroviário	R\$ 6,4 bilhões	Project Finance + crédito corporativo	Estrutura mista com debêntures e garantias; reestruturações de cronograma.	BNDES (2020); TCU (2020)
Parque Eólico Alto Sertão III (BA)	Energia renovável	R\$ 1,46 bilhão	BNDES + Debêntures Lei 12.431/11	Estrutura híbrida com tranche BNDES e emissão de debêntures subscritas pela BNDESPAR.	BNDES (2021); ANBIMA (2022)
Metrô de Salvador (BA)	Transporte urbano	R\$ 3,3 bilhões	PPP / Project Finance	Operação com recursos do BNDES, bancos privados e contrapartida estadual.	BNDES (2018); MINFRA (2021)
Saneamento Ambiental – SANEPAR (PR)	Saneamento básico	R\$ 1,2 bilhão	Financiamento direto	Expansão de rede de água e esgoto; foco ESG e universalização.	BNDES (2022); ANA (2023)
BNDES Garagem – Startups de Impacto	Inovação / Empreendedorismo	R\$ 10 milhões	Subvenção + equity indireto	Programa de aceleração de startups; capital semente e suporte técnico.	BNDES (2023)
Embrapii – Unidades de Inovação Industrial	Inovação / P&D	R\$ 400 milhões	Crédito compartilhado BNDES/FINEP	Cofinanciamento de projetos de P&D aplicados com risco compartilhado.	FINEP (2022); BNDES (2023)
Fundo Criatec I e II (BNDESPAR)	Venture Capital	R\$ 340 milhões	Capital de risco	Participações minoritárias em startups tecnológicas regionais.	BNDESPAR (2021); ABVCAP (2022)
Plano Inova Empresa (2013–2018)	Inovação tecnológica	R\$ 32 bilhões	Crédito + subvenção	Integração FINEP-BNDES para apoio à inovação em setores estratégicos.	Ipea (2014); MCTI (2018)
BNDES Funtec (Fundo Tecnológico)	Inovação aplicada	R\$ 3,4 bilhões	Fundo não reembolsável	Apoio a P&D cooperativo em biotecnologia, energia e saúde.	BNDES (2022); CGEE (2023)

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em BNDES (2016–2023), IPEA (2014; 2019), FINEP (2022), CGEE (2023), ANA (2023), ABVCAP (2022), MINFRA (2021) e TCU (2020).

5.3.3 Incentivos recentes

A constatação das limitações do sistema de financiamento brasileiro, sobretudo em relação ao alto custo fiscal, efeito de crowding out no setor privado e quase dependência estrutural do financiamento público da economia, impulsionaram uma agenda de reformas para fortalecer o "terceiro pilar" do financiamento de longo prazo: o mercado de capitais. A reforma mais significativa foi a introdução da TLP em 2018, cujo principal objetivo era eliminar o subsídio implícito da TJLP, para nivelar o custo do financiamento de longo prazo, estimulando (ou tentando) a participação privada no mercado.

Essa transição pode ser viabilizada e pode preencher a lacuna de financiamento deixada pela retração do BNDES, onde o Estado passa de apenas fornecer capital para um agente indutor de mercado na forma de instrumentos de mercado com incentivos regulatórios e tributários. Esses instrumentos recentes representam uma mudança paradigmática na arquitetura do financiamento de longo prazo, eles expressam uma tentativa de transição de um modelo baseado predominantemente no crédito estatal para um modelo induzido pelo mercado, por meio de incentivos fiscais, regulação dedicada e criação de veículos especializados. Apesar dos avanços, o mercado ainda enfrenta desafios estruturais relevantes: a necessidade de maior profundidade, liquidez secundária robusta, participação mais efetiva de investidores institucionais privados e maturação regulatória para consolidar-se como alternativa autônoma ao financiamento público tradicional. Dentre os principais, destacam-se: Debêntures Incentivadas de Infraestrutura (Lei 12.431/2011); e Fundos de Crédito Privado e de Infraestrutura (FIPs, FIDCs).

As debêntures incentivadas constituem o principal instrumento projetado para garantir que as poupanças privadas entrem no ecossistema de projetos e que as empresas emitam títulos de dívida para executar seus projetos em logística. O instrumento oferece grandes quantias de ganho fiscal, onde investidores individuais obtêm isenção total de imposto de renda sobre os rendimentos, enquanto investidores institucionais são elegíveis a alíquotas mais baixas. Dados oficiais mostram que a emissão de 2024 ultrapassou R\$ 132 bilhões, e esse novo crescimento fez com que o montante emitido no período 2023-2024 já superasse o volume do período 2011-2022. Em 2024, R\$ 28,2 bilhões da emissão desse instrumento foram contribuídos pelo banco de desenvolvimento, representando aproximadamente 21%. O objetivo geral dessa arquitetura é substituir parte do

subsídio do BNDES através da TJLP por um subsídio tributário, reduzindo o custo de captação para o emissor e mobilizando a poupança doméstica voluntária, tradicionalmente orientada aos títulos públicos, para investimentos de longo prazo privados.

A Tabela 3 revela a rápida expansão das Debêntures Incentivadas de Infraestrutura desde sua criação em 2012, evidenciando o crescente papel do mercado de capitais no financiamento de projetos de longo prazo.

Tabela 3 - Emissões anuais de Debêntures Incentivadas de Infraestrutura no Brasil (2012–2024)

Ano	Emissão Debêntures Incentivadas (R\$ bi)
2012	7,5
2013	9,2
2014	11,0
2015	13,5
2016	15,0
2017	18,5
2018	22,3
2019	27,8
2020	33,1
2021	55,6
2022	40,0
2023	88,0
2024	132,0

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em ANBIMA (2024), Ministério da Fazenda (2024) e BNDES (2024).

O mercado de debêntures incentivadas também exigiria o estabelecimento de uma estrutura de demanda institucional sustentável organizada através de veículos de investimento adaptados ao mercado institucional para sustentar sua operação. Nesse contexto, surgem os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), que alocam em ações ou participações de empresas ou projetos de infraestrutura, e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), que adquirem carteiras de recebíveis de longo prazo ou tranches de project finance. Uma expressão recente da articulação público-privada a esse respeito é representada pelo investimento do BNDES em infraestrutura, mais de R\$ 500 milhões em um FIDC de infraestrutura, gerido pela Pátria Investimentos, cujo objetivo são projetos de logística, mobilidade urbana, saneamento, telecomunicações. Um estudo de caso que mostra o crescimento desse mercado é a publicação consistente do “Boletim de Informações

de Debêntures Incentivadas”, que fornece informações sobre volume, prazos e pagamento, e fundos de infraestrutura associados ao instrumento. Esses instrumentos são projetados para facilitar a entrada de grandes investidores institucionais, fornecendo veículos diversificados e especializados que reduzem alguns dos riscos de liquidez, prazo e crédito associados a esse mercado.

5.4 Principais Características da Estrutura Brasileira

5.4.1 Forte dependência do Estado e baixa autonomia dos bancos privados

A característica mais proeminente e definidora da estrutura do crédito de longo prazo no Brasil é sua dependência estrutural e histórica do financiamento estatal. Tal dependência não é uma condição meramente conjuntural, mas o resultado de uma arquitetura institucional forjada ao longo de mais de meio século, em que o Estado assumiu o papel de provedor de capital paciente para contornar as falhas crônicas de um mercado privado avesso ao risco de maturação. O sistema financeiro nacional opera sob uma lógica dual: o setor privado revela-se altamente eficiente e lucrativo nas operações de curto prazo, mas exibe baixa autonomia e protagonismo marginal no financiamento de longo prazo ao investimento produtivo.

Essa dependência manifesta-se em duas frentes intimamente complementares, a primeira é a centralidade do agente público, o BNDES não é apenas o maior participante do mercado de crédito de longo prazo, mas o pilar central e verdadeiro “market maker” desse segmento, sua escala e profundidade atingiram patamares impressionantes. Esse grau de centralidade evidencia que sem o BNDES dificilmente se conceberia no Brasil um sistema de crédito de longo prazo em escala relevante. Sua existência com carteira que atingiu níveis próximos ou superiores a 10% do PIB em estágios de maior expansão confirma a dependência estrutural do Estado como financiador de referência. A segunda frente é a natureza do capital/funding público que sustenta essa atuação estatal; o financiamento de longo prazo é estruturalmente regido por poupança compulsória e por aportes fiscais e captados públicos, e não pela poupança voluntária privada ou por mercado de capitais robusto.

Paralelamente, a baixa autonomia dos bancos privados aparece como reflexo desse arranjo institucional, o setor privado bancário brasileiro se insere em um ambiente de juros básicos historicamente elevados, o que faz dos títulos públicos uma alternativa mais rentável, segura e líquida do que o financiamento de longo prazo à produção; eles racionalizam suas operações para horizontes de curto prazo, onde os riscos são mais controláveis e o retorno mais imediato. Quando participam do financiamento de longo prazo, ocorre predominantemente de forma subordinada e dependente, funcionando como repassadores dos recursos públicos liberados pelo BNDES.

5.4.2 Concentração setorial e por porte

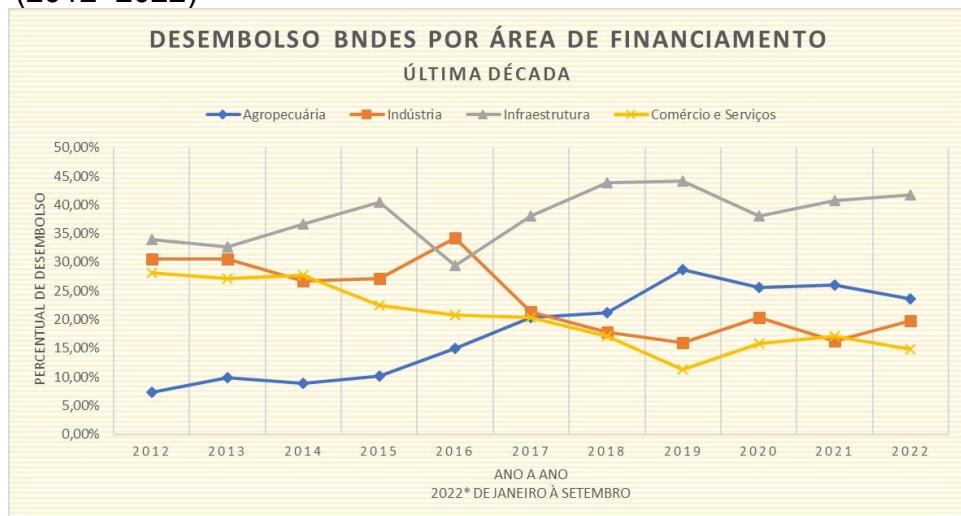
Uma consequência direta da forte dependência do Estado é a expressiva concentração setorial desse crédito, o financiamento de prazo estendido no Brasil tem sido direcionado, de forma persistente e deliberada, a setores intensivos em capital e com elevados efeitos de encadeamento, notadamente infraestrutura e indústria de base. Essa alocação não é acidental, ela decorre da própria lógica desenvolvimentista que orientou a atuação do BNDES, cujo mandato privilegia investimentos capazes de gerar externalidades sistêmicas e articular cadeias produtivas essenciais. Os dados oficiais do BNDES confirmam essa concentração, as séries setoriais e as estatísticas de desembolsos mostram participação elevada de infraestrutura e indústria de base, com variações por ciclo econômico mas persistência da prioridade setorial ao longo de décadas. O portal de “Evolução dos Desembolsos” e os conjuntos de dados abertos do BNDES permitem desagregar desembolsos por setor, produto e porte, evidenciando que uma parcela relevante dos volumes nominalmente expressivos do banco se concentra em projetos de grande escala.

Uma segunda dimensão da concentração é a concentração por porte, os grandes projetos tendem a ser executados por grandes empresas (estatais ou conglomerados privados) que concentram acesso ao crédito. Projetos de infraestrutura ou investimentos na indústria de base tipicamente demandam escalas de capital que excedem a capacidade financeira de pequenas e médias empresas, o que faz com que os fluxos de crédito se concentrem em um número restrito de

tomadores. Essa característica foi reforçada nos ciclos de expansão mais intensos, quando políticas explícitas de fomento à internacionalização e à consolidação de “campeões nacionais” direcionaram recursos significativos a conglomerados selecionados.

A Figura 4 apresenta a evolução dos desembolsos do BNDES por área de financiamento na última década, revelando mudanças estruturais na alocação setorial do banco.

Figura 4 - Desembolso do BNDES por área de financiamento (2012–2022)



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Estatísticas de Desembolsos por Setor Econômico (2012–2022). Rio de Janeiro: BNDES, 2023.

A concentração setorial e por porte tem implicações distributivas e econômicas relevantes, onde, reduz a capilaridade do crédito de longo prazo na economia: embora o BNDES disponha de instrumentos capilares, o volume efetivamente destinado a projetos de menor escala permanece proporcionalmente reduzido em relação ao peso dessas empresas no emprego e na atividade produtiva. A ênfase em grandes projetos aumenta a exposição do sistema a riscos concentrados e pode gerar efeitos de captura setorial, nos quais políticas públicas tendem a privilegiar setores ou grupos com poder de lobby. Estudos empíricos sobre o impacto dos empréstimos do BNDES indicam ganhos de investimento e emprego em certas situações, mas também ressaltam questões de eficiência alocativa que acompanham concentrações elevadas.

5.4.3 Ciclicidade fiscal e política

Uma característica definidora da estrutura de crédito de longo prazo é a sua natureza marcadamente cíclica, determinada não tanto pelos ciclos econômicos de mercado quanto pelos ciclos fiscais e políticos do Estado. Como o financiamento de longo prazo não é provido de modo autônomo pelo setor privado e depende quase inteiramente de um pilar público, a disponibilidade de capital paciente para a economia brasileira torna-se, em essência, um instrumento de política econômica. O fluxo de crédito no país se expande de modo acelerado em momentos de vontade política e de estímulo fiscal, mas contrai-se abruptamente em momentos de ajuste fiscal, criando um ambiente de instabilidade institucional que compromete o planejamento de investimento produtivo. Essa ciclicidade política e fiscal produz volatilidade significativa na principal fonte de investimento, contaminando o ambiente de decisões empresariais e reduzindo a previsibilidade que é essencial para projetos de maturação longa.

O modelo financeiro brasileiro único tornou-se proeminente nos primeiros dias da crise financeira global em 2008, ao permitir que o BNDES ampliasse significativamente suas operações enquanto os bancos privados as minimizavam. Grandes somas do Tesouro Nacional apoiaram essa expansão, fortalecendo o capital do banco por meio de empréstimos e deixando o BNDES como um estabilizador macroeconômico no contexto da retração do crédito privado.

Mas o outro lado dessa dependência do financiamento estatal é inelutável nas subsequentes restrições fiscais do país: a situação começou em 2015, à medida que a “crise fiscal” no país piorou e políticas de ajuste foram introduzidas nas contas públicas, a dinâmica foi revertida, o BNDES parou de expandir o crédito e começou a alocar recursos para o Tesouro Nacional. Com base em estatísticas, em dezembro de 2015, já havia projetado mais de R\$ 409 bilhões para o tesouro para amortizações de contratos, marcando o esgotamento de sua capacidade de fomento. Esse processo acelerou nos anos que se seguiram e, em 14 de novembro de 2023, o BNDES afirmou que já havia pago R\$ 693,17 bilhões, que é o montante total acumulado dos fundos que foram levantados na União por meio da liquidação antecipada de contribuições. Paralelamente, a implementação da TLP em 2018.

Esse conjunto de transformações sinalizaram uma atrofia do arcabouço estatal para financiamento de longo prazo. O episódio demonstra a estrutura de

crédito brasileira, sua ciclicidade fiscal e política: quando o Estado estabelece uma meta de expansão de gastos, o crédito público se expande; quando toma medidas de ajuste, o crédito se contrai; o sistema mostra-se pró-cíclico em relação à saúde fiscal do Estado, revelando sua vulnerabilidade estrutural à dinâmica política e orçamentária.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise desenvolvida ao longo deste trabalho demonstrou que a estrutura de crédito de longo prazo no Brasil é profundamente marcada por uma centralidade estatal que não se explica por fatores conjunturais ou escolhas isoladas, mas por um conjunto de elementos estruturais, históricos e institucionais que conformam um sistema financeiro incapaz de oferecer, de maneira autônoma, o “capital paciente” necessário ao desenvolvimento. A dinâmica identificada permite responder à problemática central proposta: a consolidação do BNDES como principal fornecedor de crédito de longo prazo no Brasil resulta da combinação entre falhas de mercado persistentes, mecanismos institucionais de financiamento público e um sistema financeiro privado orientado predominantemente para operações de curto prazo e de menor risco.

A literatura examinada confirma que o crédito de longo prazo é elemento fundamental para a expansão da capacidade produtiva, para a transformação estrutural e para o desenvolvimento econômico sustentável. Autores como Schumpeter, Hirschman, Myrdal e Kalecki evidenciam que a inovação, os encadeamentos produtivos, os círculos cumulativos de desenvolvimento e a dinâmica de investimento dependem da disponibilidade de instrumentos financeiros capazes de sustentar projetos de maturação longa. Nesse sentido, o Estado por meio de bancos de desenvolvimento, historicamente assumiu o papel de catalisador do investimento produtivo nos países que alcançaram maior grau de industrialização.

No caso brasileiro, observou-se que a fragilidade estrutural do mercado financeiro privado, marcada por elevada concentração bancária, preferência por liquidez, juros elevados e instabilidade macroeconômica, inibe a formação de um sistema robusto de crédito produtivo de longo prazo. Em função dessas limitações, o BNDES tornou-se o agente central capaz de oferecer funding estável, amortizar riscos sistêmicos e viabilizar projetos de altas externalidades econômicas e sociais, especialmente nos setores de infraestrutura, energia, indústria de base e inovação.

Evidenciou-se que a lógica de funcionamento privado é moldada por incentivos microeconômicos que favorecem operações de curto prazo, altas taxas de

juros e elevada liquidez. Sua base de funding é incompatível com os prazos necessários para grandes projetos, e a assimetria de informações, combinada a um ambiente de histórico de incerteza, spreads elevados e preferência estrutural pela compra de títulos públicos, o financiamento de maturação longa torna-se pouco atrativo. A escassez de instrumentos privados de *hedge*⁷⁵ de prazo, o risco regulatório e a baixa profundidade do mercado de capitais reforçam essa aversão, tornando o crédito de longo prazo um “espaço vazio” que o setor privado não preenche.

O sistema financeiro brasileiro opera sob um paradigma de curto prazo, com elevada volatilidade e ausência de mecanismos de poupança de longo período. Sem instrumentos robustos para intermediação financeira de maturações longas, o financiamento ao investimento produtivo se torna dependente do Estado. Assim, a arquitetura financeira nacional limita diretamente a capacidade de expansão industrial, de inovação e de infraestrutura, pois o investimento fica condicionado às flutuações da política fiscal.

O Estado não apenas atua como provedor direto de recursos, mas como estruturador de mercados, mitigador de riscos e garantidor de maturações longas. A atuação do BNDES como “market maker” é central para viabilizar investimentos que não ocorreriam sem coordenação estatal, seja por meio de crédito direto, repasses, participações acionárias ou indução regulatória. A análise histórica confirma que períodos de expansão do financiamento público estiveram associados ao avanço da industrialização, melhoria da infraestrutura e dinamização da economia. Entretanto, a retração das políticas públicas de crédito produtivo, sobretudo em contextos de dominância financeira e prioridade à rentabilidade de curto prazo, acentuou gargalos estruturais, elevou o custo do capital e reduziu a capacidade de investimento do setor produtivo. Por um lado, há limitações claras e recorrentes do mercado privado, incapaz de prover crédito de longo prazo em escala significativa. Por outro, a construção institucional do BNDES, somada às políticas de desenvolvimento implementadas desde a segunda metade do século XX, moldou um sistema que internaliza a centralidade estatal como parte indissociável do modelo brasileiro de

⁷⁵ Estratégia financeira de proteção utilizada para minimizar ou compensar o risco de perdas decorrentes de flutuações adversas de preços no mercado, como as de ações, moedas, taxas de juros e commodities. Funciona como uma espécie de “seguro” para os investimentos, visando garantir maior previsibilidade e estabilidade financeira.

financiamento. Assim, a dependência do BNDES é simultaneamente uma resposta às falhas do mercado e uma manifestação de escolhas deliberadas de política econômica.

REFERÊNCIAS

ABREU, Marcelo de Paiva. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana (1889–1989)*. 2. ed. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier, 2014.

AGÊNCIA BNDES DE NOTÍCIAS. *BNDES investe até R\$ 500 milhões em fundo de crédito para infraestrutura gerido pelo Pátria Investimentos*. Rio de Janeiro, RJ: Agência BNDES de Notícias, 20 fev. 2024. Disponível em: <https://agenciadenoticias.bnnes.gov.br/detalhe/noticia/BNDES-investe-ate-R%24-500-milhoes-em-fundo-de-credito-para-infraestrutura-gerido-pelo-Patria-Investimentos/>. Acesso em: 02 nov. 2025.

AGÊNCIA GOV. *BNDES emite nota esclarecendo devoluções de recursos ao Tesouro Nacional*. Brasília, DF: Agência Gov, 14 nov. 2023. Disponível em: <https://agenciagov.ebc.com.br/noticias/202311/bndes-emite-nota-esclarecendo-devolucoes-de-recursos-ao-tesouro-nacional>. Acesso em: 02 nov. 2025.

ALÉM, Ana Claudia; MADEIRA, Rodrigo Ferreira. *As instituições financeiras públicas de desenvolvimento e o financiamento de longo prazo*. Rio de Janeiro, RJ: Revista do BNDES, n. 43, p. 5-39, jun. 2015. Disponível em: https://web.bnnes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/6244/1/RB%2043%20As%20institui%C3%A7%C3%B5es%20financeiras%20p%C3%Ablicas%20de%20desenvolvimento_P.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

AMSDEN, Alice H. *The Rise of “The Rest”: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. *Boletim de Debêntures de Infraestrutura – 2024*. Rio de Janeiro, RJ: ANBIMA, 2024. Disponível em: <https://data.anbima.com.br/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas-e-de-infraestrutura>. Acesso em: 02 nov. 2025.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. *Debêntures incentivadas registram recorde de R\$ 120,3 bilhões em emissões em 2024*. São Paulo, SP: ANBIMA, 26 dez. 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/debentures-incentivadas-registram-recorde-de-r-120-3-bilhoes-em-emissoes-em-2024.htm. Acesso em: 02 nov. 2025.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. *Mercado de capitais: relatório anual 2018*. São Paulo, SP: ANBIMA, 2018. Disponível em: <https://www.anbima.com.br>. Acesso em: 02 nov. 2025.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. *Títulos com prazos mais longos têm as melhores rentabilidades em 2023*. São Paulo, SP: ANBIMA, 10 jan. 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/titulos-com-prazos-mais-longos-tem-as-melhores-rentabilidades-em-2023-8A2AB2AE8CDB6588018CF422A9116CFE-00.htm. Acesso em: 02 nov. 2025.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. **Pesquisa Corporate Venture Capital Brasil 2022.** [S. I.]. São Paulo, SP: **ABVCAP**, 2023. Disponível em: <https://abvcap.com.br/wp-content/uploads/2025/07/PESQUISA-CORPORATE-VENTURE-CAPITAL-BRASIL-2022-1.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2025.

AZEVEDO, Beatriz. ***Na onda da renda fixa, fundos de pensão chegam a R\$ 1,3 trilhão em ativos, mas Abrapp alerta: “isso é a foto, não o filme”.*** São Paulo, SP: **Seu Dinheiro**, 2025. Disponível em: <https://www.seudinheiro.com/2025/economia/na-onda-da-renda-fixa-fundos-de-pensao-chegam-a-r-13-trilhao-em-ativos-mas-abrapp-alerta-isso-e-a-foto-nao-o-filme-bdap/>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. ***Desembolsos do sistema BNDES – Total.*** Brasília, DF: **BCB**, 2025. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/7415-desembolsos-do-sistema-bndes---total>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. ***Relatório Anual 2015.*** Brasília, DF **BCB**, 2015. v. 51. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorios-anuais-historico/relatorio-anual-do-banco-central-2015.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. ***Relatório da Administração 2004.*** Brasília, DF: **BCB**, 2005. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/reladmbc2004/RelatorioAdmBC2004.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. ***Relatório da Administração 2018.*** Brasília, DF: **BCB**, 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/documents/ra2018-versao-impressao.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. ***Relatório de Economia Bancária 2024.*** Brasília, DF: **BCB**, 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/relatoriobancario>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***Correções na Taxa de Longo Prazo (TLP).*** Estudos Especiais BNDES n. 47. Rio de Janeiro, RJ: **BNDES**, 2024. Disponível em: https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/26887/1/Correcoes%20na%20Taxa%20de%20Longo%20Prazo_216426_P.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***Desembolsos do BNDES atingem R\$ 187,8 bilhões em 2014.*** Rio de Janeiro, RJ: **BNDES**, 2015. Disponível em: https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/20150319_desempenho2014. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***Destaques do desempenho operacional do BNDES em 2024.*** Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2025. (Estudos Especiais do BNDES; 44). Disponível em: <https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/handle/1408/26667>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***Estatísticas de Desembolsos por Setor Econômico (2012–2022).*** Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2023. Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***Evolução dos Desembolsos: Séries Setoriais (1990-2024).*** Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2025. Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desembolsos>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***Evolução dos desembolsos – Estatísticas e desempenho.*** Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2025. Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desembolsos>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***Financiamento voluntário de longo prazo no Brasil: análise e recomendações.*** Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2010. Disponível em: https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15821?&locale=pt_BR. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***O papel do BNDES e o financiamento de longo prazo no Brasil.*** Estudo Especial n.º 52. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2025. Disponível em: <https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/handle/1408/27609>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***O papel do BNDES e o financiamento de longo prazo no Brasil.*** Rio de Janeiro, RJ: Blog do Desenvolvimento, 2022. Disponível em: <https://blogdodesenvolvimento.bnDES.gov.br/serie/estudos-especiais/O-papel-do-BNDES-e-o-financiamento-de-longo-prazo-no-Brasil/>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***Relatório Anual Integrado 2024.*** Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2025. Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/prestacao-de-contas/relatorio-anual-integrado>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. ***Relatório Anual 2018.*** Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2019. Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/prestacao-de-contas/relatorio-anual-integrado/relatorio-anual-2018>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP.** Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2025. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **TLP – Taxa de Longo Prazo: metodologia e séries históricas.** Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2024. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BARBOSA FILHO, Nelson H.; AIDAR, Gabriel Ferraz; SOUZA, José Antônio Pereira de. **Editorial: a retomada do BNDES no biênio 2023-2024.** Rio de Janeiro, RJ: Revista do BNDES, v. 30, n. 60, p. 7-60, dez. 2024. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/27767>. Acesso em: 02 nov. 2025.

BARBOSA-FILHO, Nelson H. **O problema da dominância fiscal no Brasil.** In: BARBOSA, Nelson. **Juros e Câmbio no Brasil.** [S.I.: s.n., s.d.]. cap. 8, p. 183-200.

BARBOZA, Ricardo de Menezes; FURTADO, Maurício; GABRIELLI, Humberto. **A atuação histórica do BNDES: o que os dados têm a nos dizer?** Revista de Economia Política, v. 39, n. 3 (156), p. 544–560, jul./set. 2019.

BARBOZA, Ricardo de Menezes; GIAMBIAGI, Fábio; FURTADO, Maurício; MADEIRA, Rodrigo. **A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo.** In: Desafios da Nação: artigos de apoio – Volume 1. Brasília, DF: IPEA, 2018.

BARBOZA, Ricardo; TORRES, Ernani; MAGALHÃES, Letícia; MARTINS, Norberto; PEREIRA, Thiago; LIBERA, Victor. **O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil.** Texto para Discussão n.º 153. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, agosto 2023. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23225/1/PR_TD%20153_BNDES%20e%20o%20mercado%20de%20capitais.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. **Será que “acabou o dinheiro”?: a crise fiscal e o financiamento do gasto público.** Campinas, SP: IE/UNICAMP, out. 2021. (Texto para Discussão, n. 433).

BECK, Martha. **BNDES não deve favorecer ‘campeões nacionais’ se Lula ganhar, dizem fontes.** Bloomberg Línea, 07 jul. 2022. Disponível em: https://www.bloomberglinea.com.br/2022/07/07/bndes-nao-deve-favorecer-campeoes-nacionais-se-lula-ganhar-dizem-fontes/?utm_source=chatgpt.com. Acesso em: 02 nov. 2025.

BIELSCHOWSKY, Ricardo. **Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimento.** 5. ed. Rio de Janeiro, RJ: Contraponto, 2000.

BONOMO, Marco; BRITO, Ricardo D.; LAZZARINI, Sérgio. ***Crédito direcionado e financiamento do desenvolvimento.*** In: IPEA. *Desafios da Nação: artigos de apoio.* Brasília, DF: IPEA, 2018. v. 1. Disponível em: https://portalantigo.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/livros/livros/180413_desafios_da_nacao_artigos_vol1_cap14.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

BRASIL. ***Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017. Dispõe sobre a Taxa de Longo Prazo (TLP) e altera dispositivos relativos ao financiamento do BNDES.*** Brasília, DF: Diário Oficial da União, 22 set. 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13483.htm. Acesso em: 02 nov. 2025.

BRASIL. ***Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017. Dispõe sobre a Taxa de Longo Prazo (TLP) e dá outras providências.*** Brasília, DF: Diário Oficial da União, 22 set. 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13483.htm. Acesso em: 02 nov. 2025.

BRASIL. ***Lei nº 14.937, de 27 de julho de 2023. Dispõe sobre a remuneração dos recursos do FAT e altera regras de funding aplicáveis ao BNDES.*** Brasília, DF: Diário Oficial da União, 28 jul. 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/L14937.htm. Acesso em: 02 nov. 2025.

BRASIL. ***Lei nº 14.937, de 3 de abril de 2024. Dispõe sobre a remuneração dos depósitos especiais do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e altera a legislação aplicável ao BNDES.*** Brasília, DF: Diário Oficial da União, 4 abr. 2024. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/L14937.htm. Acesso em: 02 nov. 2025.

BROADBERRY, Stephen et al. ***British Economic Growth and the Business Cycle, 1700-1870.*** Coventry: University of Warwick, 2011.

CANO, Wilson. ***Desequilíbrios regionais e concentração industrial no Brasil.*** 5. ed. Campinas, SP: Editora Unicamp, 2007.

CASA CIVIL. ***Debêntures incentivadas passam de R\$ 132 bilhões de emissões em 2024.*** Brasília, DF: gov.br, 05 fev. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/casacivil/pt-br/assuntos/noticias/2025/fevereiro/debentures-incentivadas-passam-de-r-132-bilhoes-de-emissoes-em-2024>. Acesso em: 02 nov. 2025.

CENTRO DE GESTÃO E ESTUDOS ESTRATÉGICOS. ***Ciência, Tecnologia e Inovação no Brasil: Panorama 2023.*** Brasília, DF: CGEE, 2023. Disponível em: <https://percepcao.cgee.org.br/>. Acesso em: 02 nov. 2025.

CHANG, Ha-Joon. ***Kicking Away the Ladder: Development Strategy in Historical Perspective.*** London: Anthem Press, 2002.

CRESWELL, John W. *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto.* 2. ed. Tradução de Luciana de Oliveira da Rocha. Porto Alegre, RS: Artmed, 2007.

CRISÓSTOMO, Denise de Castro. *Política bancária e concentração no Brasil (1967-1973).* Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Salvador, BA: Universidade Federal da Bahia, 1999. Disponível em: <https://repositorio.ufba.br/bitstream/ri/12646/1/DENISE%20DE%20CASTRO%20CRI%C3%A9S%C3%93STOMO.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2025.

DA RIN, Marco; HELLMANN, Thomas. *Banks as Catalysts for Industrialization.* London: Financial Markets Group, London School of Economics, 2000. (Discussion Paper 343).

DE NEGRI, Fernanda; CAVALCANTE, Luiz Ricardo. *Produtividade no Brasil: desempenho e determinantes.* Brasília, DF: IPEA, 2014. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/entities/book/050524d6-c18f-470c-ae89-79914a92f802>. Acesso em: 02 nov. 2025.

DE NEGRI, João Alberto et al. *Financiamento do desenvolvimento no Brasil.* Radar: tecnologia, produção e comércio exterior, Brasília, DF: IPEA, n. 59, abr. 2019. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/entities/publication/a95a6822-367c-4e19-a9be-98a7892e0afc>. Acesso em: 02 nov. 2025.

DE PAULA, Luiz Fernando; OREIRO, José Luis; BASILIO, Flavio A. C. *Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: O papel dos bancos públicos federais.* Nova Economia, [S. l.], v. 23, n. 3, 2014. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaconomia/article/view/2472>. Acesso em: 02 nov. 2025.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. *Capital resurgent: roots of the neoliberal revolution.* Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004.

EDWARDS, Jeremy; OGILVIE, Sheilagh. *Universal banks and German industrialization: a reappraisal.* Oxford: The Economic History Review, v. 49, n. 3, ago. 1996.

EMILIO, Paulo. *BNDES lidera 21% das emissões de debêntures incentivadas para infraestrutura.* São Paulo, SP: Brasil 247, 16 fev. 2025. Disponível em: <https://www.brasil247.com/economia/bndes-lidera-21-das-emissoes-de-debentures-incentivadas-para-infraestrutura>. Acesso em: 02 nov. 2025.

ÉPOCA NEGÓCIOS. *Após investir R\$ 18 bi, BNDES abandona política de criar “campeões nacionais”.* Época Negócios, 19 abr. 2013. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Informacao/Resultados/noticia/2013/04/bndes-investiu-r-18-bilhoes-nas-empresas-campeas.html>. Acesso em: 02 nov. 2025.

EPSTEIN, Gerald A. (ed.). *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

FERRAZ, João Carlos; ALÉM, Ana Cláudia; MADEIRA, Rodrigo Ferreira. *A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo*. Rio de Janeiro, RJ: Revista do BNDES, n. 40, p. 5-42, dez. 2013. Disponível em: <https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2284>. Acesso em: 02 nov. 2025.

FERREIRA, Alex Luiz et al. *Levantamento e avaliação da literatura econômica sobre o BNDES: Produto 6 - Lista de títulos*. Rio de Janeiro, RJ: BNDES FUNDACE, 2013. (Pesquisa Científica nº 03/2011-FEP/BNDES Literatura Econômica). Disponível em: https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/9494/3/prod10_artigo%28P%29.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

Financiadora de Estudos e Projetos. *Relatório de Gestão 2022*. Rio de Janeiro, RJ: FINEP, 2022. Disponível em: http://www.finep.gov.br/images/acesso-a-informacao/Relatorios/2023/08_08_2023_RAI_2022_1.pdf. Acesso em: 01 nov. 2025.

FUCHSLOCH, Andrea Varela Ramos; FIGUEREDO, Claudio Rabelo; BARCELLOS, João Alfredo; PAULA, Thiago Alessandro Soares de. *A rede de capilaridade do BNDES na Região Nordeste*. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, s.d. (Relatório), 2013. Disponível em: https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7214/1/A%20rede%20de%20capilaridade%20do%20BNDES%20na%20regi%C3%A3o%20nordeste_6_P.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. *Boletim Macro IBRE: Um Novo Início para o 2º Mandato da Presidente Dilma?* Rio de Janeiro, RJ: FGV IBRE, mar. 2015. Disponível em: <https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-02/boletim-macro-de-marco-de-2015.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2025.

FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*. 34. ed. São Paulo, SP: Companhia Editora Nacional, 2007.

GARZON, Luis Fernando Novoa. *O BNDES acorrentado*. Le Monde Diplomatique Brasil, 04 nov. 2015. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/o-bnDES-acorrentado/>. Acesso em: 02 nov. 2025.

GERSCHENKRON, Alexander. *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1962.

GOMES FERREIRA, Denilson Queiroz; LIMA, Isabela Soares de. *A participação estatal no sistema bancário brasileiro: uma análise do período 1996-2006*. Brasília, DF: IPEA, 2008. (Planejamento e Políticas Públicas, n. 39) Disponível em:

<https://www.ipea.gov.br/ppp/index.php/PPP/article/view/313>. Acesso em: 02 nov. 2025.

GONÇALVES, Reinaldo. ***Nova economia internacional: uma perspectiva brasileira***. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier Campus, 2012.

GRIMALDI, Daniel da Silva; MADEIRA, Rodrigo Ferreira. ***Financiamento de longo prazo e bancos públicos: uma análise dos repasses do BNDES FINAME no período 2005-2015***. Rio de Janeiro, RJ: Revista do BNDES, n. 46, p. 5-38, dez. 2016. Disponível em: <https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/handle/1408/10154>. Acesso em: 02 nov. 2025.

HIRSCHMAN, Albert O. ***The strategy of economic development***. New Haven: Yale University Press, 1958.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. ***Bancos de desenvolvimento e financiamento de longo prazo: desafios e perspectivas***. São Paulo, SP: IEDI, 2017. Disponível em: <https://iedi.org.br>. Acesso em: 02 nov. 2025.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. ***O Novo BNDES e a Descarbonização***. São Paulo, SP: IEDI, Carta IEDI, n. 1313, 9 out. 2025. Disponível em: https://www.joserobertoafonso.com.br/wp-content/uploads/2025/10/iedi.org_.br-Instituto-de-Estudos-para-o-Desenvolvimento-Industrial.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

KALECKI, Michal. ***Theory of economic dynamics: an essay on cyclical and long-run changes in capitalist economy***. London: George Allen & Unwin, 1954.

KEYNES, John Maynard. ***The general theory of employment, interest and money***. London: Macmillan, 1936.

Kreditanstalt für Wiederaufbau. ***The 1950s: Time for reconstruction***. Frankfurt: KFW, [s.d.]. Disponível em: <https://www.kfw.de/About-KfW/F%C3%B6rderauftrag-und-Geschichte/Geschichte-der-KfW/KfW-Jahrzehnte/50er-Jahre/>. Acesso em: 01 nov. 2025.

KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. ***Economia Internacional: teoria e política***. 8. ed. São Paulo, SP: Pearson Addison Wesley, 2010.

LEHMANN-HASEMEYER, Sibylle; WAHL, Fabian. ***The German bank-growth nexus revisited: savings banks and economic growth in Prussia. The Long Run, Economic History Society***, 7 nov. 2017. Disponível em: <https://ehs.org.uk/the-german-bank-growth-nexus-revisited-savings-banks-and-economic-growth-in-prussia/>. Acesso em: 01 nov. 2025.

MELLO, João Manuel Cardoso de. *O Capitalismo Tardio: contribuição à revisão crítica da formação e do desenvolvimento da economia brasileira*. 7. ed. São Paulo, SP: **Brasiliense**, 1982.

MENEGÁRIO, Alexandre Hattnher. *Determinantes da disponibilidade de crédito de longo prazo no Brasil: uma análise da linha Finem do BNDES*. 2012. 208 p. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) – Piracicaba, SP: **Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz"**, Universidade de São Paulo, 2012. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/11/11132/tde-17082012-085035/publico/Alexandre_Hattnher_Menegario_versao_revisada.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA E INOVAÇÕES. *Avaliação do Plano Inova Empresa (2013–2018)*. Brasília, DF: **MCTI**, 2018. Disponível em: <https://bibliotecadigital.gestao.gov.br/handle/123456789/458>. Acesso em: 02 nov. 2025.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Boletim de Debêntures Incentivadas. Brasília: SPE/MF, 2025 [série mensal]*. Brasília, DF: **gov.br**, 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-de-debentures-incentivadas>. Acesso em: 02 nov. 2025.

MINISTÉRIO DOS TRANSPORTES. *Edição 2021: Caderno Transportes Infraestrutura Investimentos Públicos Privados*. Brasília, DF: **gov.br**, mar. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/transportes/pt-br/assuntos/noticias/2022/03/edicao-2021-caderno-transportes-infraestrutura-investimentos-publicos-privados>. Acesso em: 02 nov. 2025.

MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New York, NY: **McGraw-Hill**, 1986.

MIRANDA, José Carlos; MARTINS, Luciano. *Fusões e aquisições de empresas no Brasil*. Campinas, SP: **Economia e Sociedade**, v. 9, n. 1, p. 67–88, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643121>. Acesso em: 02 nov. 2025.

MITERHOF, Marcelo; PEREIRA, Thiago Rabelo. *Correções na TLP*. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, RJ: **FGV IBRE**, p. 40-43, jan. 2025. Disponível em: https://ibre.fgv.br/sites/ibre.fgv.br/files/arquivos/u65/01ce2025_artigo_marcelo_miterhof_e_thiago_rabelo_pereira.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

MYRDAL, Gunnar. *Economic theory and under-developed regions*. London: **Duckworth**, 1957.

NEDER, Vinicius. *BNDES aprovou R\$ 28,2 bi via títulos em 2024, o dobro de 2023*. Rio de Janeiro, RJ: **O GLOBO**, 25 fev. 2025. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/negocios/noticia/2025/02/25/bndes-aprovou-r-282-bi-via-titulos-em-2024-o-dobro-de-2023-2500000>

282-bi-via-titulos-em-2024-o-dobro-de-2023-entenda-esse-tipo-de-credito-para-infraestrutura.ghtml. Acesso em: 02 nov. 2025.

NEGRI, João Alberto De; ARAÚJO, Bruno César; BACELETTE, Ricardo. ***Financiamento do desenvolvimento no Brasil.*** Brasília, DF: IPEA, 2018. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8820/1/Fiinanciamento__do_desenvolvimento_no_Brasil.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

O'BRIEN, Patrick K.; PALMA, Nuno. ***Not an ordinary bank but a great engine of state: The Bank of England and the British economy, 1694–1844.*** Oxford: The Economic History Review, v. 00, p. 1-25, 2022. Disponível em: https://eprints.lse.ac.uk/116868/1/The_Economic_History_Review_2022_O_Brien_Not_an Ordinary_bank_but_a_great_engine_of_state_The_Bank_of_England_and.pdf. Acesso em: 01 nov. 2025.

OCTAVIANI, Alessandro. ***Como o Brasil sucumbiu à hiperconcentração bancária.*** São Paulo, SP: Outras Palavras, 26 abr. 2021. Disponível em: <https://outraspalavras.net/outrasmidias/como-brasil-sucumbiu-a-hiperconcentracao-bancaria/>. Acesso em: 02 nov. 2025.

OREIRO, José Luís; MARCONI, Nelson. ***Macroeconomia do desenvolvimento: teoria e política.*** Rio de Janeiro, RJ: LTC, 2017.

OREIRO, José Luis; PAULA, Luiz Fernando de. ***A macroeconomia do desenvolvimento: uma perspectiva keynesiana-estruturalista.*** Rio de Janeiro, RJ: LTC, 2012.

PAULA, Luiz Fernando de; FREITAS, Miguel Bruno. ***O sistema bancário brasileiro e sua especialização em operações de curto prazo.*** Rio de Janeiro, RJ: Revista de Economia Contemporânea, v. 12, n. 2, p. 247-274, 2008. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rec/>. Acesso em: 02 nov. 2025.

PIMENTA, Bruno Rezende. ***IOF-Crédito sobre Operações de Empresas não Financeiras: Fiscalidade, Extrafiscalidade e Limitações ao Poder de Tributar.*** Brasília, DF: Revista Direito Tributário Atual, v. 58, n. 5, 2024. Disponível em: <https://revista.ibdt.org.br/index.php/RDTA/article/view/2614/2435>. Acesso em: 02 nov. 2025.

PRATES, Daniela Magalhães. ***A volatilidade cambial e o financiamento de longo prazo no Brasil pós-Plano Real.*** Rio de Janeiro, RJ: IPEA CEPAL, 2004. (Texto para Discussão IPEA/CEPAL, n. 12). Disponível em: https://portalantigo.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs_Ipea_Cepal/tdcep al_012.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

PRATES, Daniela Magalhães; CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FREITAS, Maria Cristina Penido de. ***O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90.*** Campinas, SP: Economia e Sociedade, n. 15, p. 85-116, dez. 2000. Disponível em:

<https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/512/04-Penido.pdf> . Acesso em: 02 nov. 2025.

RIBEIRO, João M.; OLIVEIRA, Fernanda L.; et al. **A dinâmica do mercado de crédito no Brasil no período recente (2007-2015)**. Texto para Discussão, n. 2243. Brasília, DF: **IPEA**, 2016. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/7284/1/td_2243.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

ROCHA, Katia Maria Carlos. **Investidores institucionais e o financiamento da infraestrutura: uma estimativa do volume de recurso em potencial para o Brasil**. Texto para Discussão n. 2644. Brasília, DF: **IPEA**, 2021. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/items/74ac51ac-5c28-4617-a7a9-935d1cdd9f99>. Acesso em: 02 nov. 2025.

RODRIGUES, Gabriel Conte. **Desindustrialização brasileira: enfraquecimento da economia e retardo no processo de desenvolvimento nacional (1990-2019)**. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) - Caxias do Sul, RS: **Universidade de Caxias do Sul**, 2020. Disponível em: <https://repositorio.ucs.br/xmlui/bitstream/handle/11338/8390/TCC%20Gabriel%20Conte%20Rodrigues.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 02 nov. 2025.

ROTHBARD, Murray N. **Railroads: the first big business and the failure of cartels**. In: ROTHBARD, Murray N. **The Progressive Era**. Editado por Patrick Newman. Auburn, AL: **Mises Institute**, 2017. Cap. 1. Disponível em: <https://mises.org/online-book/progressive-era/1-railroads-first-big-business-and-failure-cartels>. Acesso em: 01 nov. 2025.

RÖTTGERS, Dirk; TANDON, Aayush; KAMINKER, Christopher. **OECD Progress Update on Approaches to Mobilising Institutional Investment for Sustainable Infrastructure: Background paper to the G20 Sustainable Finance Study Group**. Paris: **OECD**, 2018. (Environment Working Paper, n. 138). Disponível em: https://g20sfwg.org/wp-content/uploads/2021/07/OECD_Progress_Update_On_Approaches_to_Mobilising_Institutional_Investment_for_Sustainable_Infrastructure.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo, SP: **Abril Cultural**, 1982. (Os Economistas).

SOUZA, Nali de Jesus. **Desenvolvimento econômico**. São Paulo, SP: **Atlas**, 2012.

STIGLITZ, Joseph E.; GREENWALD, Bruce C. **Towards a new paradigm in monetary economics**. Cambridge, MA: **Cambridge University Press**, 2003.

TAVARES, Martus Antonio Rodrigues. **Juros, custos e concentração bancária no Brasil: 1967/1976**. Tese (Doutorado em Economia) - São Paulo, SP: **Universidade de São Paulo**, 1976. Disponível em:

<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12138/tde-15042025-145128/en.php>. Acesso em: 02 nov. 2025.

TESOURO DIRETO. *Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B): metodologia, remuneração e séries históricas*. Brasília, DF: Tesouro Direto, 2024. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br>. Acesso em: 02 nov. 2025.

TOOGE, Rikardy. *Um ano e nenhuma emissão: o fracasso das debêntures de infraestrutura*. São Paulo, SP: InvestNews, 29 abr. 2025. Disponível em: <https://investnews.com.br/economia/um-ano-e-nenhuma-emissao-o-fracasso-das-debentures-de-infraestrutura/>. Acesso em: 02 nov. 2025.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. *O BNDES em uma encruzilhada: como evitar sua desmontagem*. Rio de Janeiro, RJ: Revista do BNDES, v. 25, n. 49, p. 229-267, jun. 2018. Disponível em: <https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15689>. Acesso em: 02 nov. 2025.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira da. *Financiamento de longo prazo no Brasil*. In: BRASIL EM DESENVOLVIMENTO 2011: *Financiamento do desenvolvimento — possibilidades, limites e desafios para esta década*. Brasília, DF: IPEA, 2011. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/server/api/core/bitstreams/48de5a33-8c0c-4c10-a8f4-96b97d8a5334/content>. Acesso em: 02 nov. 2025.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira da. *O BNDES e o mercado de capitais: o debate do crowding out revisitado*. Texto para Discussão n. 2311. Brasília, DF: IPEA, 2017. Disponível em: <https://web.bnDES.gov.br/bib/jspui/simple-search?filterquery=Torres+Filho%2C+Ernani+Teixeira&filtername=author&filtertype>equals>. Acesso em: 02 nov. 2025.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MACAHYBA, Luiz. *O crédito corporativo de longo prazo no Brasil: uma análise comparativa (2009-2014)*. Rio de Janeiro, RJ: Financiamento em Debate, n. 4, nov. 2015. Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2021/TD_IE_012_2021_TORRES%20FILHO_MACAHYBA_MARTINS.pdf. Acesso em: 02 nov. 2025.

UNITED STATES. Department of Transportation. *Study of Federal Aid to Rail Transportation: report of the Secretary of Transportation to the United States Congress pursuant to Section 902 of the Railroad Revitalization and Regulatory Reform Act of 1976*. Washington, D.C.: U.S. Dept. of Transportation, 1977.

WEI, Jinlin. *Banking and Innovation: Evidence from the Industrial Revolution*. Job Market Paper – Coventry: University of Warwick, 2024. Disponível em: <https://warwick.ac.uk/fac/soc/economics/staff/jwei/>. Acesso em: 01 nov. 2025.

WORLD BANK. *Global Financial Development Report 2015/2016: Long-Term Finance*. Washington, DC: World Bank, 2015. Disponível em: <https://documents.worldbank.org/curated/en/955811467986333727/pdf/99100-PUB-REVISED-Box393195B-OUO-9-until-9-14-15.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2025.