

# JE

# Jornal dos Economistas

Nº 334 Junho de 2017

Órgão Oficial do Corecon-RJ e Sindecon-RJ

## BNDES

Carlos Lessa, Rogério Studart, Roberto Requião, Ernani Teixeira Torres Filho, Fernando Nogueira da Costa e João Roberto Lopes Pinto analisam a mudança de rumo do BNDES e seu impacto no setor produtivo e discutem o papel da instituição



Artigo do Fórum compara pareceres contraditórios de Paes e Crivella sobre as finanças do Rio

Nota do Cofecon faz avaliação e sugere encaminhamentos para a grave crise institucional do Brasil

## BNDES

Esta edição discute a fundo o BNDES, instituição com notórios serviços prestados ao país, que está no centro das atenções pela mudança de rumo na gestão de Maria Sílvia Bastos e pela abrupta substituição da executiva por Paulo Rabello de Castro. Convidamos articulistas e um entrevistado que conhecem o BNDES e, ao contrário dos “especialistas” contumazes da grande imprensa, não trabalham para o sistema financeiro.

O bloco temático começa em alto estilo com uma entrevista com Carlos Lessa, ex-presidente do BNDES, que faz uma retrospectiva histórica da atuação do banco, avalia as diretrizes adotadas recentemente e propõe um novo papel para a instituição.

Rogério Studart, da Global Federation of Competitiveness Councils, alerta que a adoção da TLP poderá resultar na anulação do único mecanismo de financiamento de longo prazo no Brasil, além de colocar em risco a saúde financeira do BNDES.

O senador Roberto Requião destaca que o BNDES acumulou muitos inimigos, como empresas internacionais de máquinas e engenharia, o cartel dos grandes bancos internacionais e nacionais e o sistema financeiro internacional.

Ernani Teixeira Torres Filho, do IE/UFRJ, alerta que a extinção da TJLP dá início ao projeto de desmonte do BNDES, que deixará de poder cumprir o papel que desempenha há mais de seis décadas.

Fernando Nogueira da Costa, do IE/Unicamp, criou um ilustrativo diálogo fictício entre um economista neoliberal e um desenvolvimentista, que apresentam argumentos fundamentados para as suas visões divergentes em questões ligadas ao BNDES e à economia de forma geral.

João Roberto Lopes Pinto, da UNIRIO e PUC-RJ, propõe um debate sobre um projeto para o BNDES que contribua para a desconcentração e distribuição de riquezas.

Fora do bloco temático, o artigo do Fórum destaca as diferenças e apura a veracidade das informações de dois pareceres, um encomendado pelo ex-prefeito Eduardo Paes e o outro pelo atual mandatário Marcelo Crivella, sobre as finanças e perspectivas econômicas do município.

Na página 16, nota do Conselho Federal de Economia, elaborada com a participação do Corecon-RJ, faz uma avaliação e sugere encaminhamentos para a grave crise política, institucional e econômica do Brasil.

## Sumário

Entrevista: Carlos Lessa.....	3
<b>A ideia de banco de desenvolvimento está sendo substituída pela ideia de banco de investimento</b>	
BNDES .....	4
<i>Rogério Studart</i>	
<b>BNDES, jabutis e jabuticabas</b>	
BNDES .....	6
<i>Roberto Requião</i>	
<b>BNDES, bancos públicos e seu papel no investimento pós-Temer</b>	
BNDES .....	8
<i>Ernani Teixeira Torres Filho</i>	
<b>A extinção da TJLP dá início ao projeto de desmonte do BNDES</b>	
BNDES .....	10
<i>Fernando Nogueira da Costa</i>	
<b>Diálogo entre economistas</b>	
BNDES .....	12
<i>João Roberto Lopes Pinto</i>	
<b>Contra a privatização do BNDES: qual a melhor defesa?</b>	
Fórum Popular do Orçamento .....	14
<b>Paes x Crivella: duas óticas sobre a mesma conjuntura fiscal</b>	
<b>Nota do COFECON sobre o agravamento da crise político-institucional brasileira.....</b>	<b>16</b>

O Corecon-RJ apóia e divulga o programa Faixa Livre, apresentado por Paulo Passarinho, de segunda à sexta-feira, das 9h às 10h30, na Rádio Livre, AM, do Rio, 1440 khz ou na internet: [www.programafaixalivre.org.br](http://www.programafaixalivre.org.br) ou [www.radiolivream.com.br](http://www.radiolivream.com.br)

**Conselho Editorial:** Sidney Pascoutto da Rocha, Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, Marcelo Pereira Fernandes, Gisele Rodrigues, Wellington Leonardo da Silva, João Manoel Gonçalves Barbosa, Paulo Passarinho, Sergio Carvalho C. da Motta, José Ricardo de Moraes Lopes e Gilberto Caputo Santos. **Jornalista Responsável:** Marcelo Cajueiro. **Edição:** Diagrama Comunicações Ltda-ME (CNPJ: 74.155.763/0001-48; tel.: 21 2232-3866). **Projeto Gráfico e diagramação:** Rosसानa Henriques ([rossana.henriques@gmail.com](mailto:rossana.henriques@gmail.com)). **Ilustração:** Aliedo. **Revisão:** Bruna Gama. **Fotolito e Impressão:** Edigráfica. **Tiragem:** 13.000 exemplares. **Periodicidade:** Mensal. **Correio eletrônico:** [imprensa@corecon-rj.org.br](mailto:imprensa@corecon-rj.org.br)

As matérias assinadas por colaboradores não refletem, necessariamente, a posição das entidades. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos desta edição, desde que citada a fonte.

### CORECON - CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA/RJ

Av. Rio Branco, 109 – 19º andar – Rio de Janeiro – RJ – Centro – Cep 20040-906  
Telefax: (21) 2103-0178 – Fax: (21) 2103-0106  
Correio eletrônico: [corecon-rj@corecon-rj.org.br](mailto:corecon-rj@corecon-rj.org.br)  
Internet: <http://www.corecon-rj.org.br>

**Presidente:** José Antonio Lutterbach Soares. **Vice-presidente:** João Manoel Gonçalves Barbosa. **Conselheiros Efetivos:** 1º TERÇO: (2017-2019) Arthur Camara Cardozo, João Manoel Gonçalves Barbosa, Regina Lúcia Gadioli dos Santos - 2º TERÇO: (2015-2017) Antônio dos Santos Magalhães, Gilberto Caputo Santos, Jorge de Oliveira Camargo - 3º TERÇO: (2016-2018) Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, Sidney Pascoutto Rocha, José Antônio Lutterbach Soares. **Conselheiros Suplentes:** 1º TERÇO: (2017-2019) Andréa Bastos da Silva Guimarães, Gisele Mello Senra Rodrigues, Marcelo Pereira Fernandes - 2º TERÇO: (2015-2017) André Luiz Rodrigues Osório, Flavia Vinhaes Santos, Miguel Antônio Pinho Bruno - 3º TERÇO: (2016-2018) Arthur Cesar Vasconcelos Koblitz, José Ricardo de Moraes Lopes, Sergio Carvalho Cunha da Motta.

### SINDECON - SINDICATO DOS ECONOMISTAS DO ESTADO DO RJ

Av. Treze de Maio, 23 – salas 1607 a 1609 – Rio de Janeiro – RJ – Cep 20031-000. Tel.: (21)2262-2535 Telefax: (21)2533-7891 e 2533-2192. Correio eletrônico: [sindecon@sindecon.org.br](mailto:sindecon@sindecon.org.br)

### Mandato – 2014/2017

**Coordenação de Assuntos Institucionais:** Sidney Pascoutto da Rocha (Coordenador Geral), Antonio Melki Júnior, Jose Ricardo de Moraes Lopes e Wellington Leonardo da Silva  
**Coordenação de Relações Sindicais:** João Manoel Gonçalves Barbosa, Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, César Homero Fernandes Lopes, Gilberto Caputo Santos.  
**Coordenação de Divulgação Administração e Finanças:** Gilberto Alcântara da Cruz, José Antonio Lutterbach e André Luiz Silva de Souza.  
**Conselho Fiscal:** Regina Lúcia Gadioli dos Santos, Luciano Amaral Pereira e Jorge de Oliveira Camargo

## “A ideia de banco de desenvolvimento está sendo substituída pela ideia de banco de investimento”

Carlos Lessa falou sobre o BNDES com exclusividade ao JE, valendo-se da autoridade de profundo conhecedor da história econômica brasileira – em particular do processo de industrialização do país – e de ex-presidente da instituição de janeiro de 2003 a novembro de 2004.



### P: Qual é o papel do BNDES?

R: O BNDES é, isoladamente, certamente a instituição mais relevante no processo de industrialização brasileiro. O interessante é que ele sai da missão da Comissão Mista Brasil-EUA. O banco nasce com Fundo Nacional de Desenvolvimento, que era um adicional do imposto de renda, e com a missão de tocar para frente os projetos considerados prioritários. Nos anos 50, o BNDES passa a ser fundamental tanto para a conclusão da CSN, mas também a instalação da Cosipa e Usiminas e a ampliação da Cesita. É como se o BNDES fosse uma espécie de banco siderúrgico. Na visão daquele momento, a indústria das indústrias era a siderurgia. E o Brasil tinha a grande vantagem de um excepcional minério de ferro, bem localizado. Na década de 50, ocorre a consolidação da indústria pesada. Sem exagerar, dizer que o BNDES foi o banco da siderurgia brasileira, da grande impulsão para o desenvolvimento da indús-

tria pesada é absolutamente correto. Um banco de desenvolvimento orienta a poupança institucional disponível para um projeto de economia nacional de longo prazo. Na época é absolutamente claro na consciência brasileira que o desenvolvimento industrial passava pelo aço, exigia a metalmeccânica e nela, a indústria automobilística.

### P: O BNDES continua a exercer essa função central de indutor do desenvolvimento brasileiro?

R: Onde está a chave para o entendimento do desenvolvimento das forças produtivas brasileiras? Eu diria que não está mais na área do BNDES. Passa claramente para a área do Banco Central, que comanda o sistema financeiro, comanda o principal instrumento, que é a taxa de juros, e principalmente a taxa de juros de longo prazo. Ele administra um enorme estoque de riqueza, que é a dívida pública. Nesse instrumento, a presença do BNDES é claramente residual.

O BNDES, com o sistema bancário privado e público, continua sendo uma peça extremamente importante no financiamento do cotidiano da economia brasileira, porém não é mais o sinalizador e o materializador dos sinais de desenvolvimento das forças produtivas.

### P: Como você avalia a política das campeãs nacionais, adotada pelo BNDES durante parte dos governos petistas?

R: Na tese das campeãs nacionais, a visão que prevaleceu foi que o mun-

do estaria sendo comandado por grandes organizações multinacionais e o Brasil tinha que colocar o pé nesse universo. Eu não gosto muito dessa tese colocada dessa maneira. Acho que a prioridade deve ser sempre a explicitação dos problemas nacionais. Só para dar um exemplo, eu não tenho nada contra o Brasil se propor a ser celeiro do mundo. Mas é igualmente importante a tese de não haver fome dentro do país.

### P: Como você avalia a guinada do BNDES no último ano?

R: Eu espero estar enganado, mas a impressão que eu tenho é que a ideia de banco de desenvolvimento está sendo substituída pela ideia de banco de investimento. São duas coisas completamente diferentes. O banco de desenvolvimento trabalha com uma visão de um sonho nacional de estrutura produtiva futura, um objeto que segue um desejo social de chegar lá. Um banco de investimento é um mercado aberto, onde você coloca diversas mercadorias e o cliente entra e escolhe o que quer. **A postura de um banco de investimento é muito menos ativa do que a de um banco de desenvolvimento. O Brasil continua com uma estrutura produtiva que exige um banco de desenvolvimento. Nesse sentido, acho que a política atual é equivocada em relação ao papel que a instituição deveria ter.**

### P: Qual é a sua visão sobre a substituição da TJLP pela TLP?

R: São pequenos passos no senti-

do de transformar o BNDES de vez em um banco de investimento. Não vejo sinal do banco se propondo a ser um instrumento de industrialização futura do país.

### P: O que poderia ser feito para que o BNDES retome o protagonismo?

R: Em primeiro lugar, tem que reforçar a poupança adicional do banco. Ele tem hoje o PIS/PASEP, que cada vez mais está sob mira. Em segundo lugar, **tem que apostar pesadamente na transformação da infraestrutura interna de interligação da rede urbana espacial. Eu formaria um BNDES a serviço da mudança da matriz de transporte do país.** Ao mesmo tempo, estimularia os setores ligados ao desenvolvimento científico e tecnológico.

Tem um argumento engraçado aí, de que atualmente o mercado de capitais é capaz de suprir uma parcela expressiva da necessidade de financiamento no Brasil. Mas se nós imaginarmos que o país precisa integrar, com uma estrutura eficiente, toda sua enorme população urbana e metropolitana, e nós necessitamos acabar com a fome no país e estabelecer nossa presença no continente sul-americano de forma clara e inequívoca, eu diria que o BNDES precisa ter uma ampliação significativa da poupança institucional, e que as decisões de mercado não são capazes de fazer essa operação. Não vejo possibilidade de a economia de mercado produzir a transformação ferroviária e hidroviária de que o país precisa.

# BNDES, jabutis e jabuticabas

Rogério Studart\*

Como todos sabemos, o calcanhar de Aquiles da economia brasileira continua sendo sua baixa produtividade e competitividade. Além dos investimentos em educação, da melhoria do ambiente de negócios e dos investimentos, para sairmos deste buraco vamos precisar de muita inovação tecnológica, melhoria e ampliação da infraestrutura e logística, renovação de parte do parque industrial e apoio para as pequenas e médias empresas. São investimentos que, em geral, têm longo prazo de maturação e envolvem incertezas e riscos significativos, e que sempre contaram com o apoio técnico e financeiro do BNDES.

Este papel central do BNDES, é importante saber, não é nenhuma “jabuticaba”. De fato, crescem as evidências de que, mesmo em países industrializados, investimentos transformacionais são beneficiados pela existência de sólidos bancos de desenvolvimento, atuantes e com dimensão compatível com o tamanho da economia. Assim tem sido, por exemplo, na Alemanha, onde seu KfW foi fundamental da sua reconstrução após a Segunda Guerra Mundial, e em todas as fases do seu percurso até ser a potência industrial e tecnológica que é. Ainda assim, hoje a KfW está, de novo, no centro de investimentos transformacionais das suas matrizes energéticas, da mobilidade urbana, e de tecnologias de ponta – todos dentro de um projeto nacional para adequar a Alemanha aos desafios econômicos e mesmo ambientais deste século.

Na China, o seu banco de desenvolvimento (CDB), criado em 1994, tem sido um dos pilares para permitir elevadíssimos níveis de investimentos em infraestrutura, avanços tecnológicos da sua indústria e a internacionalização de empresas e dos negócios chineses. Hoje, o CDB é parceiro fundamental de grandes projetos transformacionais, como por exemplo o megaprojeto do cinturão econômico da Rota da Seda – que ligará a China com a Europa através da Ásia Ocidental e Central. Exemplos como estes se observam na grande maioria do grupo das vinte maiores economias (G-20), como um estudo recente elaborado pela Universidade de Boston e a *Brookings Institution* podem confirmar.<sup>1</sup> Se a experiência internacional vale como guia, também o Brasil não pode prescindir de um banco de desenvolvimento autônomo, forte e com grande capacidade financeira, corpo técnico de alto nível e motivado, para enfrentar os desafios do milênio.

Neste sentido, preocupam as recentes mudanças propostas para a instituição, como, por exemplo, a criação da TLP. O problema pode ser resumido da seguinte forma. Apesar de continuar sendo uma das maiores taxas de longo prazo do mundo, a TJLP, que é determinada trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional, tem sido mais estável e significativamente mais baixa que todas as taxas de mercado no Brasil. Mantido tudo constante, a TLP será determinada com base na Nota do Tesouro Nacional de cinco anos e variará mensalmente de acordo com as diretrizes do Banco Cen-



tral. Ela só cairá dos níveis atuais elevadíssimos caso tivermos êxito em reduzir de forma continuada a SELIC e se esta taxa se mantiver relativamente estável ao longo do tempo. Neste cenário, realmente pode ocorrer um processo virtuoso de *crowding-in* de financiamento privado. E uma parte daquelas operações do BNDES, cujo risco está associado apenas aos prazos mais longos de financiamento, deixaria de ter sentido. Este seria, por exemplo, o caso do financiamento de capital de giro de longo prazo de empresas de maior porte. Porém, ressalto, se a experiência internacional vale, o BNDES ainda deveria ainda ter um papel crucial em investimentos transformacionais – por exemplo, os que têm alto grau de externalidade, como os em infraestrutura e logística, mobilidade urbana, saneamento; e os que requerem inovações muito significativas, como os em energia renovável e outros tipos de infraestrutura sustentável.

Os que defendem estas mudanças não apenas acreditam neste cenário otimista, mas pensam tam-

bém que a redução do BNDES pode ser benéfica. Afirmam, por exemplo, que a atuação do BNDES tenha frustrado os esforços em segurar uma demanda agregada compatível com uma inflação dentro da meta, obrigando, por sua vez, ao Banco Central a manter a SELIC mais alta do que, alternativamente, poderia ser. Argumentam também que, por manter cerca de 10% do saldo do crédito a pessoas jurídicas no país, ao valer-se de uma taxa subsidiada (a TJLP), o BNDES termina por reduzir a competição entre bancos, o que poderia ter um efeito positivo na redução dos *spreads*. Logo, segue o argumento, retirar a “jabuticaba” da TJLP ajudaria a reduzir a SELIC, a aumentar a competição privada, a reduzir os *spreads* bancários e a ampliar significativamente o financiamento privado de longo prazo.

Estes argumentos são, no mínimo, questionáveis. Por exemplo, sabemos que os empréstimos do BNDES têm um prazo médio de 10 anos, e os privados não passam de três anos. Sabemos também que o aumento dos saldos de empréstimos do BNDES sobre o total dos saldos de todo setor bancário não pode ser medida do poder de “expulsão” das operações do BNDES. De fato, nos últimos 20 anos, os desembolsos do BNDES nunca representaram mais que 2% do total das concessões do sistema bancário – e que a maioria se voltou a um “nicho de mercado” em que bancos de desenvolvimento atuam em todo lugar no mundo. Se por um lado o *crowding-out* do BNDES é discutível, dificilmente pode-se acusar o BNDES de pressionar a deman-

da agregada. Tampouco procede a acusação de que seus empréstimos causam pressões inflacionárias – afinal, seus desembolsos têm variado contraciclicamente, aumentando nos momentos de retração do crédito privado e da demanda agregada, sem falar que a eles se associa criação de capacidade produtiva, aumentando o produto potencial em médio prazo.

O problema parece estar em outro lugar: na SELIC. Depois de chegar a recordes nos anos 90, sua

trajetória nos últimos vinte anos tem sido de queda lenta e volátil. Pior ainda: tem-se caracterizado por subir com muita facilidade em reação a todo tipo de choque, mas especialmente aqueles que afetam o câmbio; e por cair muito lentamente, inclusive nos momentos de retração da atividade econômica e queda da inflação.

Este verdadeiro “jabuti” macroeconômico promove uma perversa dinâmica entre as dívidas pública e privada – que têm pra-

zos curtos – e os “spreads bancários”. Qual seja: quando aumenta, impacta quase de imediato as trajetórias das dívidas privada e pública. Quando o governo e as empresas tentam responder elevando os superávits para evitar o crescimento explosivo das dívidas, gera-se desaceleração ou retração de produto e emprego; e quando optam por não fazê-lo, há um aumento acelerado do endividamento. Ambos são cenários propícios

ao aumento da percepção de risco mercado e dos *spreads* bancários. Há, portanto, uma perversa circularidade nesta verdadeira armadilha macroeconômica. E o desaparecimento da TJLP não servirá para resolvê-la.

Portanto, se os níveis e volatilidade da SELIC e da taxa da NTN-B não se reduzirem na velocidade esperada, a mudança para a TLP poderá, por um lado, resultar na anulação do único mecanismo de financiamento de longo prazo existente no Brasil, sem que necessariamente seja substituído por maior financiamento privado de longo prazo. Isto quer dizer que, por um lado, só serão viáveis os empreendimentos com taxas de retorno muitíssimo elevadas e que contarem com recursos próprios ou em moeda estrangeira. Estaremos por muito mais anos entre a “cruz” do investimento baixo – e da baixa produtividade e competitividade – e a “caldeirinha” da vulnerabilidade a choques externos.

Por outro lado, se o cenário mais otimista não se realizar, parece inexorável que as condições de crédito do BNDES, agora atreladas à TLP, deixarão de ser atrativas – inclusive para os projetos com re-

tornos e risco normais em qualquer lugar no mundo.<sup>2</sup> Neste caso, as consequências para o BNDES podem ser sérias, uma vez que a demanda pelos seus empréstimos não se recuperará, e poderá até continuar caindo. A retração das suas operações, por sua vez, afetará ao longo do tempo, seus retornos e sua capitalização. Paradoxalmente, portanto, a instituição terá de contar mais com recursos próprios na medida em que sua capacidade de se alavancar no mercado se reduzirá no longo prazo. Esta é uma conhecida fórmula para o desastre para qualquer empresa financeira, que terminaria por afetar a capacidade do banco em promover os investimentos transformacionais que o Brasil tanto precisa.

A aposta que se está fazendo é importante demais para se contar com um único cenário, que a meu ver é excessivamente otimista. Se este cenário não ocorrer, por todas as razões que descrevi, o Brasil terá de aceitar um preço que de tempos em tempos pagamos: o de olhar o futuro pelo espelho retrovisor.

\* É economista e associado à Global Federation of Competitiveness Councils, da Brookings Institutions e da Universidade de Boston. As opiniões e possíveis erros e lacunas deste artigo só podem, evidentemente, serem imputados ao autor.

1 Para um resumo deste estudo executivo, ver <https://goo.gl/bXt9e1>.

2 Neste cenário se impossibilitaria, inclusive, o aumento da participação privada em projetos de infraestrutura e concessões, que depende de uma taxa de longo prazo relativamente baixa e estável. Não parece ser por outra razão que a TLP adotada a partir de 1º de janeiro de 2018 terá o mesmo valor da TJLP então vigente; e que o governo pretenda aplicar um “fator de ajuste” na fórmula. Este fator será modificado gradativamente, ao longo de cinco anos, de modo que em 2023 a TLP reflita apenas o IPCA e os juros de cinco anos da NTN-B.



# BNDES, bancos públicos e seu papel no investimento pós-Temer

Roberto Requião\*

## Origem e principais realizações

O BNDES e a Petrobras foram os dois principais instrumentos do desenvolvimento nacional criados por Vargas em seu último mandato como presidente. Desde então o BNDES sempre foi uma das vigas mestras do investimento, da industrialização e do avanço tecnológico brasileiro.

Nasceram do BNDES quase toda indústria de máquinas e equipamentos, a Finep, a Eletrobras, a indústria siderúrgica, as exportações de máquinas e serviços de engenharia, boa parte das indústrias de alta tecnologia, grandes obras de infraestrutura etc.

cresceram graças ao BNDES a mecanização agrícola, o financiamento de longo prazo, a indústria em geral, o financiamento para pequenas e microempresas. O BNDES chegou a ser, nos últimos governos do PT, o maior banco de desenvolvimento do Ocidente em desembolsos anuais, muito maior do que o Banco Mundial.

E tudo isso foi realizado com muito pouca evidência de corrupção, especialmente se comparada a outras instituições.

O BNDES é o principal – provavelmente o único – financiador de projetos de longo prazo (10 a 30 anos) da infraestrutura e indústria do Brasil.

No governo Dilma, os bancos públicos respondiam por cerca de 50% do crédito brasileiro e apenas seu crédito direcionado representava 24,4%.

Os bancos públicos, em particular o BNDES, tiveram papel

destacado nesse processo de expansão do crédito. Dessa forma, os desembolsos do BNDES passaram de R\$ 35,2 bilhões, em 2003, para cerca de R\$ 190 bilhões, tanto em 2013 quanto em 2014.

## BNDESPAR

As operações da BNDESPAR, subsidiária de participações societárias do BNDES, sempre foram feitas sem subsídios, a custos de mercado. Saliente-se que a BNDESPAR existe há décadas. É altamente lucrativa e gera recursos a partir do giro de sua carteira. De 2007 a 2015, gerou R\$ 23 bilhões de recursos “líquidos” para crédito ou investimento, ou seja, não precisou de nenhum repasse do governo e ainda gerou excedente.

De 2007 a 2014, teve R\$ 24 bilhões de lucro, que permitiram reduzir os *spreads* do BNDES, sustentar sua rentabilidade e pagar dividendos à União. Só em 2015 houve prejuízo, em especial pela desvalorização (reversível, como se observa hoje em dia) das ações da Petrobras em razão da Lava-Jato, da queda dos preços do petróleo e da manipulação dos preços do mercado em prol do impeachment.

A grande maioria das operações da BNDESPAR jamais poderia ser caracterizada como apoio a uma política de campeãs, mesmo porque a maior parte da sua carteira de investimento é de empresas estatais ou empresas em que o BNDES possui pequena participação. Mas, em tese, não há nenhum problema em se ter uma política de campeãs nacionais, desde que bem formulada e orientada para o interesse público.



## Micro e pequenas empresas

Quantos às micro, pequenas e médias empresas (MPMEs), é falso que estiveram excluídas dos créditos: de 2007 a 2015, o cartão BNDES desembolsou cerca de R\$ 70 bilhões, saltando de R\$ 838 milhões para cerca de R\$ 12 bilhões anuais, a valores atualizados.

A participação das MPMEs nos desembolsos do banco passou de cerca de 20% no início dos anos 2000 para cerca de um terço em meados desta década. O número de empresas com acesso ao BNDES saltou de 44 mil em 2007 para 277 mil em 2014 – quase todos os novos clientes são firmas de menor porte.

## Exportação de serviços de engenharia

Ora, entre 2007 e 2014, as operações de apoio à exportação de serviços do BNDES corresponderam a apenas cerca de 2% do total dos financiamentos que foram oferecidos pelo banco.

Portanto, o BNDES investe ao redor de 98% de seus recursos diretamente no Brasil. Ademais, a maior parte dessas exportações de

serviços financiadas pelo banco foi direcionada aos EUA, e não a países ditos “bolivarianos” ou comunistas.

## Os Inimigos

Em todas essas décadas de serviços prestados à Nação, o BNDES acumulou muitos inimigos. Entre eles, podemos citar as empresas de máquinas e de engenharia concorrentes das exportadoras brasileiras desses bens e serviços. Também são inimigos do BNDES o cartel dos grandes bancos internacionais e nacionais que veem o nosso grande Banco de Desenvolvimento como um concorrente que prejudica sua política de extorsão do capital produtivo brasileiro. O BNDES também incomoda muito o sistema financeiro internacional, que sabe que o BNDES exerce um papel fundamental no desenvolvimento industrial e tecnológico soberano brasileiro, e que, além disso, possibilita aos governantes brasileiros a realização de políticas públicas que não estão sujeitas aos ditames do neoliberalismo. O BNDES ainda tem como inimigos as grandes potências estrangeiras, que se incomodam com a força da diplomacia brasileira na África e na América Latina, que sempre foi fortalecida pelas obras de infraestrutura que o Brasil consegue fazer a preços muito bons e financiamento do BNDES.

Enfim, esse leque de inimigos ajuda muito a explicar porque o BNDES sempre foi atacado e perseguido ao longo de sua história e em especial nesse momento de golpe entreguista.

## Os Ataques

O BNDES tem sofrido com acusações pouco embasadas da im-

prensa desde o início da campanha golpista. Mais recentemente tem sofrido com incursões judiciais e do Ministério Público, que pecam no mínimo por abuso de autoridade, como a que exigiu a condução coercitiva de 37 funcionários, que não haviam se negado a depor, inclusive uma mulher grávida de 39 semanas.

Toda essa pressão foi levando o governo, desde 2015, a retroceder em todas as políticas do BNDES que foram adotadas para ajudar a salvar o Brasil da grande crise de 2009.

Entre esses retrocessos, cabe ressaltar que o atual governo retirou do BNDES R\$100 bilhões de recursos disponíveis para financiar o investimento. Recentemente propuseram uma Medida Provisória para extinguir a Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP, que é uma referência histórica para os financiamentos do BNDES. Em seu lugar o governo está propondo uma taxa de mercado que será muito mais alta e que certamente deprimirá o investimento na indústria, agricultura e infraestrutura. O atual governo acabou, em alguns casos, ou reduziu exigência de conteúdo local nos equipamentos financiados pelo BNDES para 50%, reduzindo assim o uso de mão de obra e mercadorias brasileiras na indústria de máquinas.

Tudo indica que o desmonte continuará e os financiamentos do BNDES serão reduzidos ainda mais, até que ele se torne irrelevante para o investimento nacional. O próximo passo será a abertura do dinheiro barato do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT para bancos privados, o que já está em análise pelo governo.

### A profunda queda do investimento que se seguiu aos ataques ao BNDES e Caixa

Uma das principais razões para a depressão econômica em que vivemos é a queda dos financiamen-

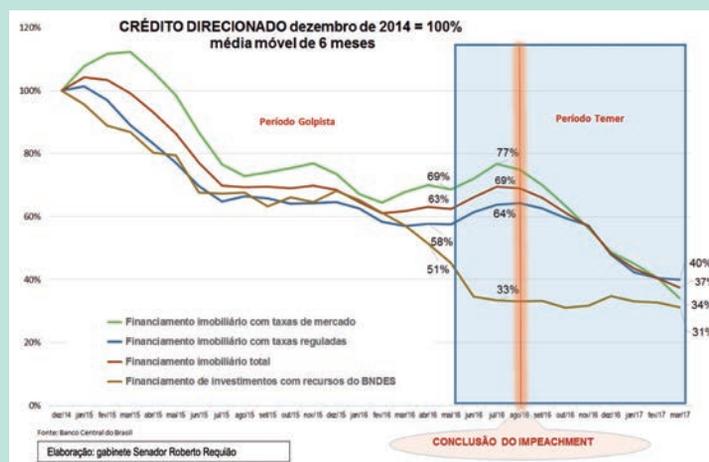
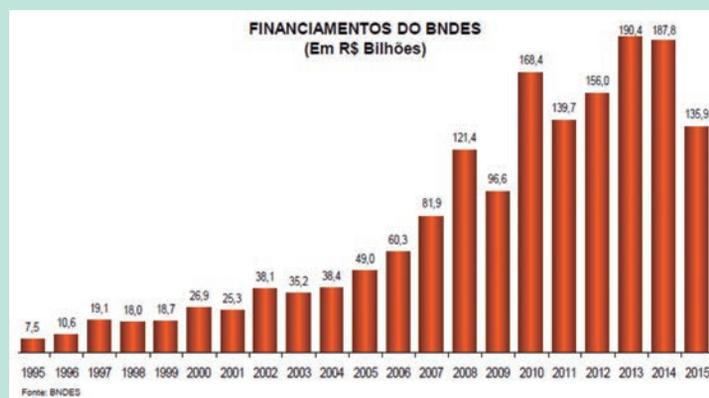
tos públicos ao investimento. Esses começaram a cair quando iniciou o golpe, através da pressão pelo impeachment, da aposta na irresponsabilidade na Câmara dos Deputados e no terrorismo econômico que vendia uma crise até então inexistente, ao menos nos dados oficiais sobre o crédito. A partir de então, iniciou-se um colapso do financiamento público ao investimento, que se aprofundou com a entrada de Temer na Presidência da República.

Em média, a queda dos principais tipos de financiamento ao investimento foi de 76%, desde o início do golpe. Em apenas 10 meses de governo Temer – período que já temos dados disponíveis – caíram 45%.

Os financiamentos imobiliários a taxas de mercado, nesse curto período, caíram incríveis 65%. Os financiamentos imobiliários a taxas subsidiadas, basicamente Minha Casa Minha Vida, caíram 27%. O financiamento imobiliário total caiu 46% nos 10 primeiros meses do governo Temer. Como a construção civil é um dos principais empregadores na área urbana, isso ajuda a explicar a elevação tão rápida do desemprego.

A situação do crédito direcionado ao investimento produtivo é ainda pior do que o crédito direcionado à habitação. No Brasil, esse tipo de financiamento é realizado principalmente pelo BNDES. Ele caiu 41% entre a posse de Temer e os 10 meses posteriores. Essa queda impressiona em especial, porque já vinha de uma base muito reduzida, uma vez que esses financiamentos já tinham caído 74% desde o início do golpe. Abaixo, respectivamente, a tabela e o gráfico sobre a redução do crédito ao investimento no Brasil desde o início do golpe.

As razões para quedas tão acentuadas no crédito habitacional e do BNDES decorrem do aumento dos juros, da redução dos gastos públicos e da redução dos recursos disponíveis para o crédito



### Redução dos empréstimos ao Investimento no Brasil pós-golpe

Tipos de financiamento com crédito direcionado ao investimento	Financiamento imobiliário com taxas de mercado	Financiamento imobiliário com taxas reguladas	Financiamento imobiliário total	Financiamento de investimentos com recursos do BNDES	Média
Queda dos financiamentos desde a entrada do Temer na Presidência da República (de maio de 2016 a março de 2017)	-65%	-27%	-46%	-41%	-45%
Queda dos financiamentos desde o início do golpe (de novembro de 2014 a março de 2017)	-83%	-63%	-73%	-84%	-76%

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: gabinete do Senador Roberto Requião.

direcionado. Essa redução dos recursos disponíveis foi combinada com um aumento das restrições aos tomadores de crédito direcionado, em particular para os cidadãos mais humildes no programa Minha Casa Minha Vida.

\* É Senador pelo Paraná no segundo mandato, presidente do Parlamento Europeu Latino Americano (Eurolat) em Bruxelas, presidente da Comissão-Mis-

ta Brasileira do Parlamento do Mercosul (Parlasul), vice-presidente do Parlamento Latino Latino-Americano (Parlatino) e presidente do PMDB do Paraná. Foi governador do Paraná por três mandatos, prefeito de Curitiba e deputado estadual. É graduado em direito e jornalismo com pós-graduação em urbanismo e comunicação. Agradeço ao Marcelo Zero, assessor do Senado; este trabalho retirou um gráfico e muitos dados e ideias de um trabalho que ele apresentou recentemente para a liderança da minoria.

# A extinção da TJLP dá início ao projeto de desmonte do BNDES

Ernani Teixeira Torres Filho\*

No dia 26/04/2017, foi publicada a Medida Provisória 777, que cria a TLP, a nova taxa de juros do BNDES. A TLP acompanhará automaticamente a rentabilidade da NTN-B de cinco anos. Esse título público é indexado à inflação passada (IPCA) e paga, acima disso, uma taxa real de juros real, fixada em leilão pelo mercado. A TJLP, a taxa que está sendo extinta, é hoje fixada em níveis mais baixos pelo governo com base em suas prioridades econômicas.

A ideia da TLP não é nova. Foi formulada pela primeira vez em 2005 por Pêrsio Arida, no texto publicado pela Casa das Garças. Seis anos depois, Pêrsio voltou a falar desse mesmo tema ao Jornal Valor Econômico de 13/12/2011, já na qualidade de Diretor do Banco BTG-Pactual,

em entrevista intitulada “Crédito Subsidiado Impede Queda da Taxa de Juros”. Diante da inexistência de documentos do governo que justifiquem a extinção da TJLP, as manifestações do economista e ex-professor da PUC do Rio de Janeiro tornam-se o melhor guia para se entender a lógica e a estratégia que conduziram à criação da TLP.

Trata-se do primeiro passo de uma ampla reforma que objetiva eliminar todos os mecanismos de crédito direcionados. Isso inclui o BNDES e os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador; o FGTS; e, nas palavras de Arida, “o menos preocupante dos três, (...) as aplicações que têm isenção do Imposto de Renda (poupança, Letras de Crédito Imobiliário, debêntures de longo prazo)”.

Essa estratégia, segundo seus defensores, teria como principal benefício reduzir as taxas de ju-

ros do restante do sistema de crédito, o chamado crédito livre, que acompanha a política do Banco Central. É o argumento da baixa potência da política monetária. O crédito direcionado supostamente bloquearia a atuação do Banco Central, porque taxas como a TJLP e a TR não acompanham a Selic. Esse fato teria adquirido dimensão macroeconômica, na medida em que o crédito direcionado passou, nos últimos anos, a responder por cerca de 50% dos empréstimos bancários.

Esse tipo de argumentação trunca, no entanto, os fatos. A política monetária depende de seus canais de transmissão. O crédito é apenas um deles, juntamente com a taxa de câmbio, o preço dos ativos, as expectativas dos agentes etc. O canal do crédito atua pelo efeito que a política monetária tem sobre o custo dos novos empréstimos, uma vez que aqueles

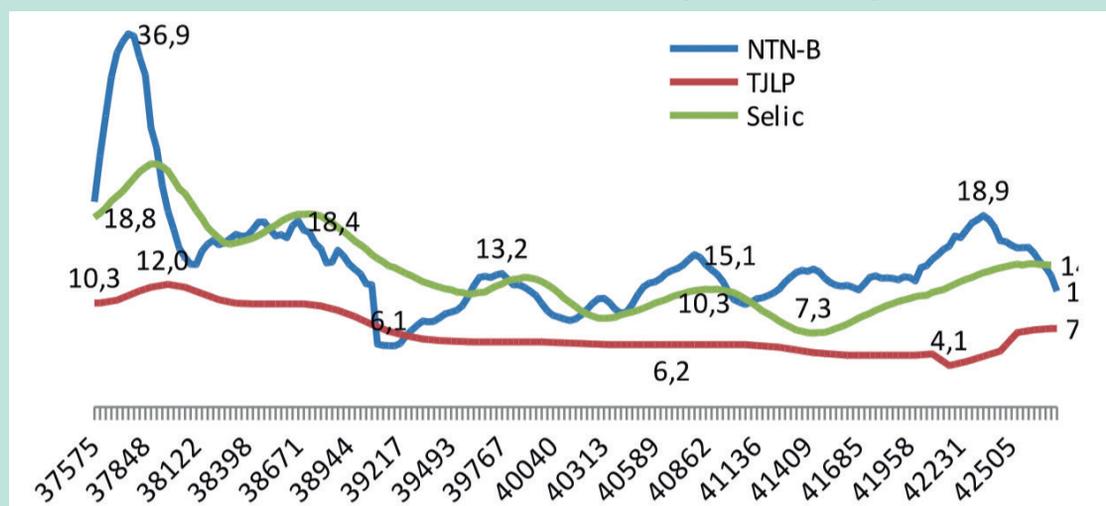


que foram concedidos no passado não são diretamente afetados pela mudança na Selic.

Assim, o dado relevante para se avaliar a potência da política monetária é a participação do crédito direcionado no fluxo das novas concessões e não no estoque de crédito da economia. Desse ponto de vista, a importância do BNDES é muito pequena. A título de exemplo, enquanto o banco de desenvolvimento é responsável por cerca de 20% dos empréstimos existentes (estoque), os novos empréstimos da instituição entre 2011 e 2016 responderam por apenas 3,8% de todo o fluxo de novos créditos bancários. Agregando-se os empréstimos concedidos pelo FGTS, chega-se a um percentual de cerca de 8% dos créditos concedidos, e não 50%. Assim, não se sustenta o argumento de que eliminar o crédito direcionado levará a uma queda relevante e estrutural da taxa de juros do Banco Central. O efeito, se houver, será marginal.

A escolha da variação da NTN-B com indexador para a

**Figura: Evolução do Custo de um Empréstimos Indexado à TJLP, à SELIC e à NTN-B de 5 anos, entre 2002 e 2016 (Em % ao ano)**



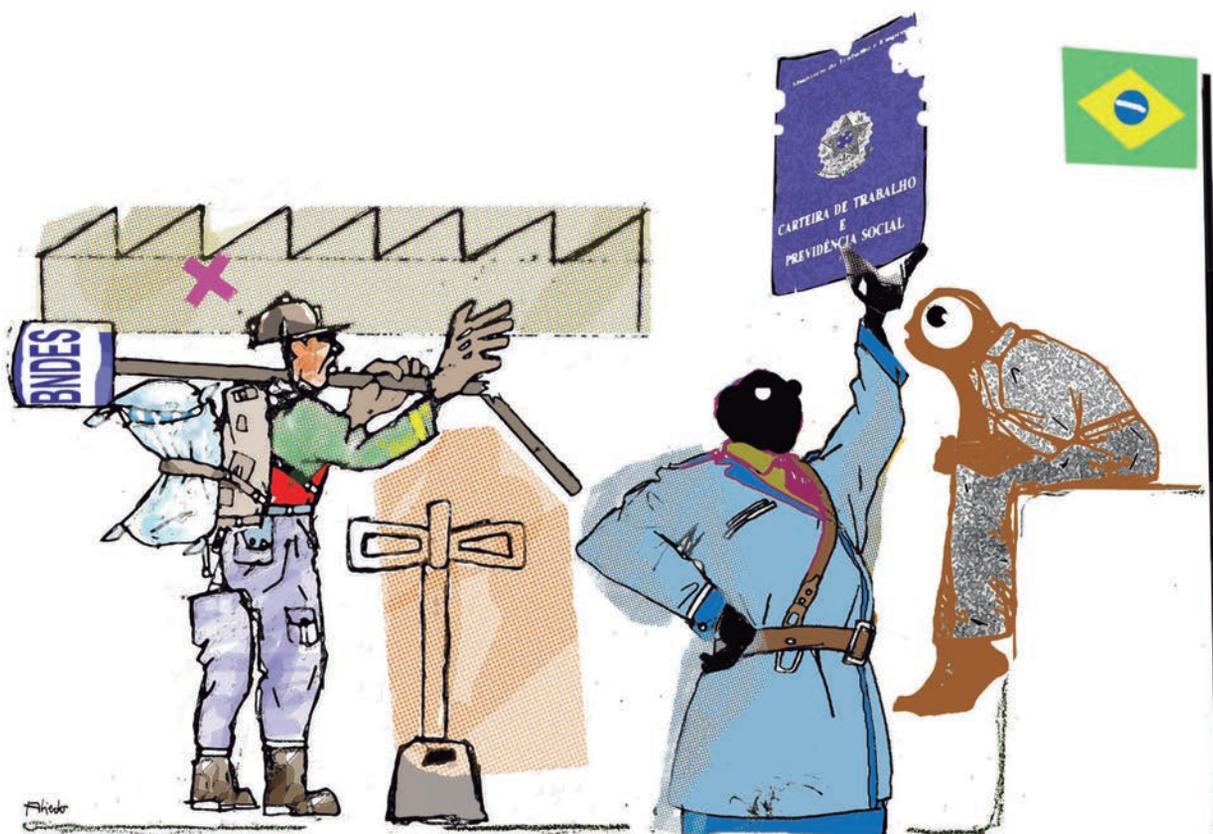
Fonte: Banco Central e BNDES

TLP gerará, em contrapartida, pelo menos três efeitos negativos. Introduzirá na taxa do BNDES grande volatilidade e um comportamento pró-cíclico. A TLP tende a flutuar muito e a aumentar substancialmente em momentos de crise. Entretanto, o pior efeito da nova taxa será impor um custo de captação extremamente elevado, que simplesmente tornará o BNDES o banco de desenvolvimento que empresta às taxas mais altas do mundo.

Com a TLP, as taxas dos financiamentos do BNDES aumentarão para um nível muito acima do que hoje é pago pelas empresas de bom risco em suas operações de mercado. Muitas delas conseguem até mesmo captar abaixo do governo. Mantida a TLP, o BNDES terá que cobrar a rentabilidade da NTN-B mais uma taxa de risco e de intermediação que hoje atinge em média de 2,5% ao ano.

Com esse nível de juros, o BNDES não terá mais competitividade em todas as suas linhas de atuação. Seus financiamentos deixarão de ser atrativos até para projetos de muito longo prazo. O mesmo se aplica para os compradores de máquinas e equipamentos nacionais de elevados níveis de conteúdo nacional – acima de 60% – que se beneficiam dos empréstimos da Finame. Os bancos comerciais terão condições de oferecer competitivamente recursos à taxa DI, que é muito pouco inferior à Selic, e ficou abaixo da rentabilidade da NTN-B entre 2009 e 2016. (Figura)

A introdução da TLP, portanto, afetará negativamente a estrutura industrial. As empresas brasileiras de bens de capital, por exemplo, como consequência da TLP terão que fechar suas portas ou se transformar em meras ma-



quiladoras locais de conteúdo importado. Em compensação, os importadores de máquinas serão beneficiados. Esses equipamentos chegarão ao Brasil a um custo financeiro muito inferior à TLP, já que em seus países as taxas de juros são próximas de zero desde a crise de 2008. O investimento, o emprego e a renda no Brasil serão sacrificados.

A introdução da TLP fará com que o BNDES deixe de poder cumprir o papel que desempenha há mais de seis décadas. Não poderá mais ser um mecanismo de proteção dos produtores nacionais de máquinas e equipamentos. Deixará de proteger o investimento produtivo frente à instabilidade macroeconômica, como ocorreu em 2008 e 2009. Perderá a capacidade de realizar atuações de fomento e ações anticíclicas.

O FAT também será comprometido pela TLP como mecanismo de captação de recursos de

longo prazo. O ganho de rentabilidade do Fundo, com a mudança, esconde sua perda de função. Como Pérsio Arida avisa em sua entrevista, o objetivo é usar os recursos do FAT para “reduzir o déficit público ou iniciar uma desoneração fiscal, reduzindo a alíquota do PIS”. Essa perspectiva pode atrair o apoio dos empresários mobilizados em torno da questão da redução dos impostos. Entretanto, como a situação fiscal é dramática, a desoneração prometida dificilmente será efetivada.

Diante desse cenário, a substituição da TJLP pela TLP é o primeiro passo de um projeto mais amplo que visa a eliminação do crédito direcionado. No primeiro momento, o BNDES e os recursos do FAT tenderão a ficar ociosos, permitindo a aceleração dos pagamentos ao Tesouro Nacional. Ao mesmo tempo, aumentará o *spread* do crédito doméstico, graças ao aumento do poder de

mercado dos cinco grandes bancos comerciais, que controlam o acesso aos empréstimos bancários e ao mercado de capitais. Nesse cenário, o mais provável será a substituição do crédito direcionado pela captação de fontes externas, denominada em moeda estrangeira. Com isso, voltaríamos à situação anterior a 2004, com o aumento ainda maior da dolarização dos balanços das empresas e, conseqüentemente, da instabilidade macroeconômica. Caso o governo viesse a oferecer garantia para o risco cambial diretamente ou através do Banco Central, o problema fiscal aumentaria de forma desmedida. Trata-se, portanto, da quarta grande reforma que está sendo implementada atualmente. Diferentemente das demais, essa é mais silenciosa, mas não menos conservadora.

\* Professor do IE/UFRJ e ex-superintendente do BNDES.

# Diálogo entre economistas



Fernando Nogueira da Costa\*

Uma das mais belas ideias da Economia é que, com a divisão de trabalho e o comércio, a violência da conquista é substituída pela empatia com o parceiro comercial. Quando um indivíduo consegue sentir qual é o interesse do outro, ao se colocar no seu lugar, desperta a vontade de cooperar e propor algo que atenda a ambos interesses.

A empatia existente na casta dos mercadores é necessária também na conversação entre dois ou mais membros da casta dos sábios economistas. Estes não devem nunca perder a capacidade de dialogar com seus colegas que pensam de maneira distinta. Inclusive para testar suas ideias e não cometer erros. O diálogo abaixo exemplifica isso.

Neoliberal (N): – Aproveitamos a oportunidade política para transformar o capitalismo de compadrio em capitalismo de livre-mercado com concorrência perfeita!

Desenvolvimentista (D): – O pior oportunismo acontece quando um político diz que não lhe importa a impopularidade. Comete estelionato eleitoral com a implementação de um programa governamental não eleito. Porém, a base governista irá se submeter a futuro escrutínio...

(N): – A aprovação da reforma cortará os elevados benefícios da Previdência Social no Brasil, frente a padrões internacionais, elevará a poupança doméstica no longo prazo e reduzirá a expansão dos gastos públicos, contribuindo para o declínio definitivo da taxa

natural de juros. Mesmo esta sendo hipotética, *a priori*, conseguimos estimá-la de modo a estabelecer corretos juros de mercado.

(D): – É uma falsa hipótese. Poupança *ex-post* é um resíduo contábil obtido pela diferença entre fluxos de renda e de consumo em dado ano civil. É registrado apenas para equilibrar as Contas Nacionais estimadas com base em partidas dobradas. Não tem nada a ver com o *funding* total de financiamento, isto é, o M4 mais o déficit do balanço de transações correntes e as emissões no mercado de capitais. Este ultrapassa o valor do PIB brasileiro. O que importa, em economia de endividamento bancário, é o financiamento – e não o que você chama de "poupança" na Contabilidade Social.

(N): – Quanto maior o prazo de uma operação de financiamento, maior é o risco envolvido, portanto, mais elevados devem ser os juros. Não devem ser subsidiados abaixo da taxa de juro de mercado.

(D): – Mas esta lógica de mercado em curto prazo não pode ser a lógica de financiamento em longo prazo de investimento em infraestrutura. Nele, durante o período de maturação, há apenas saídas e não entradas de caixa.

(N): – Se não houvesse a contrapartida do crédito direcionado por bancos públicos, o aperto monetário do Banco Central do Brasil seria muito maior, arrojando mais salários e provocando maior desemprego. Isto resolveria o problema da inflação mais rapidamente. O mal, feito de uma vez só, seria mais rápido e eficiente...

(D): – Você se esquece da assimetria da política monetária? Ela é eficiente para colocar a economia em uma Grande Depressão, mas ineficiente para retirá-la dela. Quanto mais se aprofundar essa depressão, sem crédito direcionado anticíclico, mais difícil será a retomada do crescimento sustentado. Não lhe importam os efeitos colaterais gerados, como a perda de renda e ocupações por parte de gente pobre?

(N): – Eu me preocupo com a manutenção real do poder aquisitivo dos salários e evito a eutanásia dos rentistas, caso a taxa de inflação ultrapasse a taxa de juro prefixada. Os juros do crédito com recursos livres estavam no "céu" porque os juros do crédito com recursos direcionados estavam no "inferno".

(D): – Você trata um preço básico, isto é, os juros Selic, arbitrado pelo COPOM, como se fosse um destino a que estaríamos irremediavelmente submetidos. Apesar do visível pacto da diretoria do Banco Central com a renda da casta dos rentistas, aliás, à qual pertence, você sempre a defende. Parece considerá-la um ser onipotente e onisciente, praticamente sobrenatural, já que você não a considera responsável, ou mais adequadamente, culpada por suas decisões!

(N): – Antes, o Banco Central tinha de dar uma overdose na alta da taxa de juros porque os empréstimos do BNDES não eram afetados. A fixação da TJLP era feita de uma forma discricionária e independente do ciclo monetário. A nova TLP será formada pela variação do índice oficial do regi-

me de metas de inflação, o IPCA, e uma taxa de juros mensal prefixada com base no rendimento real do maior instrumento de captação de recursos de longo prazo do governo, as Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-Bs) de cinco anos. Este costuma oscilar na mesma direção dos apertos e afrouxamentos nos juros.

(D): – Sim, a NTN-B se reporta à oscilação da Selic na marcação a mercado de sua taxa de juros prefixada. A política monetária do Banco Central tirará a autonomia da política de crédito do BNDES. E resta ser demonstrada sua hipótese de que a nova TLP reduzirá custos fiscais e ampliará a potência da política monetária em benefício de toda a sociedade. Uma grande depressão provocada e prolongada, artificialmente, em atendimento apenas ao interesse da elevação da renda do capital financeiro pela política monetária, não terá mais freios amortecedores sob a forma de crédito direcionado. De agora em diante, não haverá só mais corte de consumo na demanda agregada, mas também de investimentos na expansão da oferta agregada!

(N): – As empresas que tomavam empréstimos do BNDES pagavam a TJLP em valor menor do que o custo de captação do Tesouro, cuja referência é a taxa Selic vigente. Este subsídio implícito representa um custo anual aos contribuintes calculado pela multiplicação dessa diferença percentual pelo estoque do crédito do Tesouro ao BNDES.

(D): – Na verdade, este cálculo é tão leviano como uma "conta de padeiro". O custo deveria ser calculado como uma média ponderada entre os indexadores de todos os títulos de dívida pública, considerando os deságios

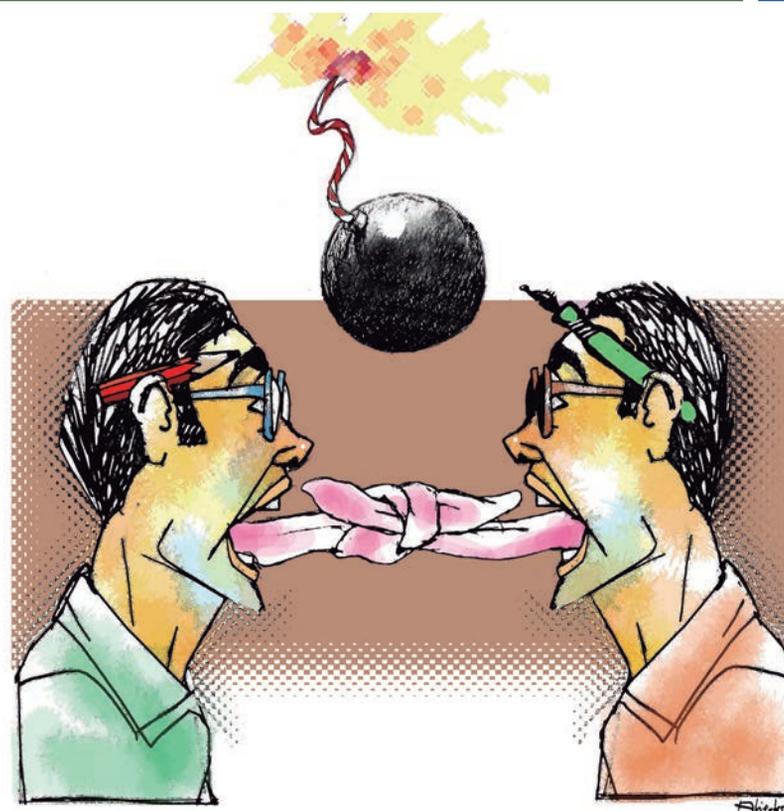
estabelecidos nos leilões dos títulos prefixados. E o benefício deveria contabilizar, entre outros, os dividendos pagos pelo BNDES ao Tesouro Nacional, a arrecadação fiscal propiciada pela multiplicação da renda, o maior nível de empregos e a maior oferta agregada propiciada pelo financiamento da ampliação da capacidade produtiva.

(N): – Nossa ideia é que os subsídios passem a ficar explícitos no Orçamento, para serem submetidos ao crivo da sociedade e serem reavaliados periodicamente pelos nossos representantes no Congresso Nacional.

(D): – Primeiro, quem confia nesses "representantes" eleitos com financiamento corrupto? Segundo, orçamentos paralelos, administrados pela casta de sábios-tecnocratas, têm uma longa tradição no Brasil. Eles permitiram agilidade na implementação de programas governamentais para o desenvolvimento, tipo "50 anos em 5", desde a época do nacional-desenvolvimentismo com Getúlio, JK e os ditadores militares.

(N): – Queremos acabar com essa escolha dos "campeões nacionais" por tecnocratas. A partir de agora, será só por critérios de mercado. Quem tiver as melhores condições de atendê-los, mesmo que seja empresa estrangeira, ganhará a licitação.

(D): – O que vocês conseguirão é a queda da participação do BNDES no financiamento e a elevação do endividamento externo sujeito ao risco cambial. Este se agravará até que uma nova crise cambial reverta tudo. Aí, até o mercado apelará para a volta das instituições desenvolvimentistas. Elas foram responsáveis pela ultrapassagem do nosso atraso histórico, transformando a



economia brasileira em uma das maiores emergentes.

(N): – Doravante, o critério de decisões será a comparação entre a taxa interna de retorno de um projeto de longo prazo e a taxa de juros da dívida pública marcada a mercado em cada mudança de conjuntura.

(D): – Assim, mesmo um projeto imprescindível para a construção da infraestrutura será considerado como um investimento cujo retorno previsto, sendo inferior à taxa básica, "a sociedade brasileira" não estará disposta a financiar! Com este argumento, vocês provocarão maior desnacionalização da economia brasileira. Apenas o capital estrangeiro obterá taxa de juro menor do que esse "custo de oportunidade".

(N): – Ao mudar o custo do crédito direcionado, o governo reduz o peso dos subsídios no Orçamento fiscal e aumenta o crédito sensível à Selic.

(D): – Aumentar o alcance e a potência da política monetária

significa, em última análise, elevar o poder não eleito de poucos sábios-tecnocratas de determinar todo o futuro econômico da nação! Tirará todos os anteparos contra uma Grande Depressão que aumenta a renda do capital financeiro em desfavor da renda e emprego do capital produtivo e dos trabalhadores.

(N): – Ora, eu sei que pela Primeira Lei dos Economistas, para cada um, existe sempre outro igual e contrário...

(D): – Sim. E pela Segunda Lei dos Economistas, ambos estão errados. Porém, você tem o *viés da autoatribuição*: todos os que pensam como você estão corretos; todos os que discordam estão errados. Aliás, sofre também o *viés da autovalidação ilusória*: por ler apenas colegas da mesma ideologia, pressupõe que o que dizem está correto, pois "todos" dizem a mesma coisa.

\* É professor titular do IE-Unicamp. fernandonogueiracosta.wordpress.com. E-mail: fernandonogueiracosta@gmail.com.

# Contra a privatização do BNDES: qual a melhor defesa?

João Roberto Lopes Pinto\*

As atuais mudanças propostas de esvaziamento da capacidade de financiamento de longo prazo do BNDES e de privatização do seu *funding* não são novas; os arautos do PSDB, porta-vozes da banca privada, já as defendiam publicamente há mais de uma década. Contudo, ganham hoje uma força que resta saber se os defensores do Banco estão em condições de enfrentar. A intenção aqui é de pôr à prova os argumentos que buscam justificar a atuação recente do BNDES, o quanto são capazes de opor resistência à atual investida liberalizante contra o Banco. Antecipo que me parece, como pretendo demonstrar, que não o são e que aqueles que os advogam correm o risco de estarem “dormindo com o inimigo”.

Os argumentos centrais dos defensores do papel desempenhado até aqui pelo BNDES tendem a se centrar sobre o que seria uma retomada do papel do Estado brasileiro, por meio do crédito direcionado do Banco, em favor do fortalecimento do setor produtivo em detrimento do financeiro. Isso materializado no apoio a grandes grupos privados domésticos, as chamadas “campeãs nacionais”, que seriam, igualmente, fortalecidas em suas estratégias de internacionalização, base para uma política soberana do país na cena internacional.

Obviamente, não se trata aqui de negar a realidade. Como sabido, o *funding* do Banco cresceu no último período a taxas “nunca antes

na história deste país”. Maior parte dele direcionado a grandes grupos privados nacionais, particularmente no setor de commodities e que protagonizaram um fluxo de investimento direto no exterior também “nunca antes...”. Então, do que estamos falando, onde residiria(m) o(s) problema(s)?

O problema de fundo tem a ver com a não atualização do pensamento sobre a evolução do capitalismo no Brasil nas últimas duas décadas e o papel desempenhado aí pelo Estado. Podemos, realmente, falar de uma retomada do papel do Estado na definição de estratégias de desenvolvimento, como parecem crer os “neodesenvolvimentistas”? Há como seguir se valendo da disjuntiva burguesia industrial e burguesia financeira, ou “rentista”? Até onde continua válida a distinção entre capital nacional e estrangeiro? A aposta em “commodities” e “serviços de engenharia e construção” é mesmo o caminho para o desenvolvimento?

As privatizações dos anos 90, conduzidas pelo próprio BNDES, inauguraram um novo padrão de acumulação capitalista no país, caracterizado pela consolidação em terras tupiniquins de um capital oligopolista, particularmente nos setores extrativo, siderúrgico, agropecuário, bancário, de energia e construção civil. Como afirma Maria da Conceição Tavares, é neste momento que o BNDES teria atuado como árbitro na “escolha de vencedores”<sup>1</sup>, cabendo a partir daí ao Estado a função de sócio minoritário, via crédito e participações, na consolidação destes oligopólios.



No último período, a maior presença estatal, por meio do aumento nos financiamentos do BNDES e nas participações do BNDESPAR, apenas deu seguimento neste padrão de atuação do Estado como linha auxiliar de uma crescente concentração econômica. Neste sentido, o BNDESPAR se afasta do objetivo, previsto no seu próprio estatuto, de contribuir para a “democratização da propriedade do capital das empresas”. Assiste-se, na verdade, uma retração progressiva do raio de ação do Estado, um esvaziamento do direito público em favor de ganhos privados oligopólicos. Um padrão que combina, de modo perverso, mais recursos públicos para os negócios com menos poder de Estado na garantia de direitos. Desnecessário será elencar aqui as inúmeras e sistemáticas violações de direitos trabalhistas, socioambientais e contra o direito econômico perpetradas por grupos oligopolistas sustentados pelo fundo público.

Igualmente no pós-privatizações verifica-se uma financeirização crescente dos grandes grupos privados, nublando a distinção, tão propalada pelos que pretendem reeditar o “desenvolvimentismo”, entre os setores produtivo e financeiro. Seja a partir da abertura de capitais seja por meio de reestruturações societárias, a maior parte destes grupos oligopolistas conta hoje com a participação, senão o controle, de diferentes formas de capital financeiro (bancos, fundos de investimento, holdings). Da Odebrecht à Friboi, passando pela Fibria, BRF e Vale, todos estes são grupos controlados pelo capital financeiro – vale lembrar a perda bilionária da Aracruz/Fibria e da Sadia/BRF com derivativos na crise de 2008.

E como distinguir empresa nacional e estrangeira? Como se sabe, desde 1995, com o fim do estatuto constitucional da empresa de capital nacional, subsidiária de empresas multinacionais é para todos os efeitos brasileira se constituída sob as leis do país. Ao mesmo tempo, grupos privados tidos e havidos como genuinamente nacionais, são controlados por holdings sediadas fora do país, como nos casos da Friboi, controlada pela Blessed Holding, com sede no Delaware/EUA; ou da Gerdau, controlada pela Fundação Gerdau, sediada na Holanda. Além do que, nada impede que empresas nacionais, apoiadas pelo BNDES para serem “campeãs”, não venham a ser abocanhadas por capitais estrangeiros, como nos casos da Ambev, Cosan e

dos Grupos EBX e Pão de Açúcar.

Quanto ao foco nos setores de “commodities” e dos “serviços de engenharia e construção”, para além das dificuldades de caracterizá-los como setores industriais, a questão de fundo é saber se se trata, realmente, de uma opção política de desenvolvimento. Ou se na verdade estamos diante de uma “subordinação à trajetória”, uma política que se subordina, inclusive no campo internacional, às demandas de grupos oligopolísticos, constituídos na esteira das privatizações e que têm seu *core business* nestes setores. Nestes termos e abusando do anglicismo, nossa política de desenvolvimento seria, em realidade, uma não política à medida que tende, no limite,

a se justificar pelo famoso acrônimo TINA (*there is no alternative*).

A exposição acima tem, por óbvio, o objetivo de fortalecer o campo daqueles que, como o autor, defendem o caráter público do BNDES e a existência de uma política de crédito direcionado e, portanto, se opõem à investida da banca privada para abocanhar o *funding* do BNDES. Mas, direcionado para quem e para quê? Eis a questão! Este debate é urgente, até porque o atual vácuo institucional que favorece o obscurantismo há de ter fim e se trata de discutir o papel do Banco na melhoria da vida das brasileiras e dos brasileiros.

Aos que acham que neste momento não cabem ressalvas e que diante dos ataques deve-se cer-

rar fileiras na defesa do Banco cabe indagar: qual a melhor defesa? Ninguém ignora que por trás dos atuais ataques está a sanha da banca privada. Porém se contrapor a ela também exige clareza de que o atual contexto encobre disputas entre frações da burguesia monopolista sobre os recursos financeiros, legais e administrativos do Estado. Dizendo de forma direta, não nos parece razoável se posicionar a favor de tal ou qual fração monopolista de nossa burguesia, mas sim de defender a democratização do BNDES e do seu *funding* em favor de uma diversificação produtiva e da matriz energética, da desconcentração da propriedade e da melhoria e ampliação da infraestrutura pú-

blica de transporte, comunicação e saneamento.

Para que a defesa do Banco ganhe as ruas é importante promover não apenas atos em defesa do Banco, mas um debate amplo na sociedade. Discutir o Banco é, sem dúvida, pôr em questão o próprio projeto de País, um projeto que venha a ser realmente democrático, capaz de desconcentrar e distribuir a riqueza.

---

\* É professor de Ciência Política da UNIRIO e PUC-RJ e coordenador do Instituto Mais Democracia.

---

1 TAVARES, M. da Conceição e MIRANDA, José Carlos. “Brasil: estratégias de conglomeramento”. In: FIORI, José Luis (org.). *Estado e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999, p. 339.



# Paes x Crivella: duas óticas sobre a mesma conjuntura fiscal

“Na democracia, todo político devota todas as energias para demonstrar que os demais políticos não têm competência para governar. E todos eles estão certos”.

Parafraseado do jornalista Henry Louis Mencken (1880-1956)

É comum, quando ocorre mudança na gestão da prefeitura, que a população tenha interesse em saber quais foram os resultados das contas públicas do mandato a terminar e quais são as perspectivas para os próximos anos.

A pedido do então prefeito Eduardo Paes, o Sr. José Roberto Rodrigues Afonso fez um parecer sobre a "Avaliação do Desempenho Fiscal do Município do Rio de Janeiro para o período de 2009-2016", doravante chamado "Avaliação Fiscal". Com intenções semelhantes, o atual prefeito Marcelo Crivella encomendou, no último mês de abril, à Diretoria de Análise de Políticas Públicas da FGV, estudo sobre a conjuntura da cidade do Rio de Janeiro e os seus desafios econômico-financeiros, intitulado "Rio em Perspectiva – um diagnóstico de escolhas públicas". Apesar de possuírem o mesmo objeto, é possível encontrar divergências entre assuntos de extrema importância para a análise geral.

A presente matéria se propõe a destacar as principais diferenças entre os dois pontos de vista e apurar a veracidade das informações e dados apresentados. Para tanto, foram escolhidos três tópicos a serem esmiuçados: investimento, dívida pública e disponibilidade financeira. Buscamos, assim, esclarecer para a população o conflito de informações observado a partir da análise completa dos diagnósticos. Foi ressaltada a relação do município com o BNDES.

Todos os dados foram deflacio-

nados utilizando o IPCA de dezembro de 2016, salvos os que incluem o ano de 2017, deflacionados utilizando o IPCA de fevereiro de 2017.

## Investimento

É inegável o aumento exponencial dos níveis de investimento nos últimos anos da gestão de Eduardo Paes. Por isso, tal questão recebeu grande enfoque em ambos os documentos analisados. A mobilidade urbana foi um destaque, com a criação de vias e novos modelos de transporte, gerando um aumento de gastos nessa área

de aproximadamente 900% de 2009 a 2015, representando números expressivos nas contas públicas.

A "Avaliação Fiscal" parte da proposta de enfatizar que os altos investimentos realizados para Copa do Mundo e Jogos Olímpicos não ameaçaram o endividamento e não criaram riscos para o futuro. O especialista afirma que 61% dessa massa foram derivados da Poupança Corrente no período entre 2009 e 2016, apesar de a média do percentual apresentado pela tabela abaixo, de sua elaboração, ser de 55%.

Afonso cita que as outras fontes de financiamento foram as operações de crédito a juros baixos e prazos longos e parcerias com o setor privado, aliviando o fluxo da dívida para os próximos anos. Entre essas operações, de acordo com o Projeto de Lei Orçamentária para 2017, destacam-se duas grandes obrigações tomadas pela prefeitura com o BNDES: uma para o Programa Estruturador de Transporte Urbano e outra para a construção do BRT, nos valores de R\$ 3,5 bilhões e R\$ 1,2 bilhão, respectivamente.

### Quadro 1 – % Poupança Corrente nos Investimentos.

Valores Constantes R\$ milhões	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Receita Corrente Líquida (A)	16.752,00	19.386,00	20.362,00	21.885,00	23.083,00	22.431,00	22.301	20.824
Despesa com Pessoal Líquida (B)	8.300,00	8.357,00	8.781,00	9.442,00	9.789,00	10.507,00	10.473	10.202
Outras Despesas Correntes (C)	4.842,00	6.172,00	7.478,00	9.784,00	9.705,00	9.423,00	8.959	9.174
Serviço da Dívida Exceto Reestruturação da Dívida (D)*	1.702,00	1.534,00	1.129,00	1.063,00	1.172,00	1.232,00	873	851
Poupança Corrente (E)=(A-B-C-D)	1.909,00	3.323,00	2.974,00	1.596,00	2.417,00	1.269,00	1.997	597
Investimentos	645,00	2.392,00	4.813,00	4.532,00	3.610,00	4.368,00	5.740	3.787
% da Poupança Corrente nos Investimentos	100%	100%	62%	35%	67%	29%	35%	16%

Fonte: Prestação de Contas 2008-2015; RREO<sup>1</sup> 2016

<sup>1</sup> Relatório Resumido de Execução Orçamentária.

### Quadro 2 – Perspectivas quantitativas sobre a dívida pública para Afonso

Empenho	Ano
R\$ 564 mi	JAN a OUT/2016
R\$ 810 mi	2017
R\$ 785 mi	2018
R\$ 734 mi	2019
R\$ 676 mi	2020

Fonte: Avaliação do Desempenho Fiscal do Município do Rio de Janeiro para o período 2009-2016.

### Quadro 3 – Comparação das perspectivas quantitativas sobre a dívida municipal entre os dois estudos

Empenho/FGV	Empenho/Afonso	Ano
R\$ 837 mi	R\$ 564 mi	JAN a OUT/2016
R\$ 1,16 bi	R\$ 810 mi	2017
R\$ 1,6 bi	R\$ 734 mi	2019

Fontes: Avaliação do Desempenho Fiscal do Município do Rio de Janeiro para o período 2009-2016 e "Rio em Perspectiva".

### Quadro 4 – Resultado Orçamentário em R\$ constantes 2009-2016

Em R\$ milhões constantes	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Receita Realizada	18.508,20	18.791,60	23.373,50	25.625,00	26.860,90	27.937,50	28.960,50	29.239,00	28.804,00
Despesas Executadas	18.838,75	17.346,80	21.894,90	26.922,80	28.445,10	28.025,10	29.636,10	30.240,80	29.427,10
Resultado Orçamentário	-330,6	1.444,80	1.478,70	-1.297,80	-1.584,20	-87,6	-675,6	-1.001,80	-623,10
Créditos Adicionais Por Superávit Financeiro	1.156,60	273,50	1.726,90	3.243,40	2.022,00	584,80	908,30	906,60	510,80

Fonte: Prestação de Contas 2009-2015; RREO 2016.

Neste tópico, o "Rio em Perspectiva" não partilha da mesma visão. Ao comentar como serão as despesas a partir de 2017, destaca a dificuldade com o fluxo da dívida, contraída principalmente junto ao BNDES para financiar obras dos grandes eventos realizados, que terá parcelas maiores neste ano. Afirma-se que tal situação afetará a disponibilidade de recursos para outras áreas mais essenciais ao bem-estar da cidade, tirando espaço para a alocação em serviços públicos, contrariando a ideia de que os investimentos não ameaçaram o endividamento.

Na questão da receita, apesar da "Avaliação Fiscal" valorizar o sucesso na arrecadação dos tributos, principalmente do ISS, ambos os textos reconhecem que será impossível alcançar o mesmo desempenho fiscal para os próximos anos. Porém, tal fato recebe maior destaque no "Rio em Perspectiva", que busca demonstrar que o aumento de investimento não obteve retornos capazes de sustentar a boa situação fiscal em meio à crise nacional.

Os diagnósticos também divergem em referência às consequências desses investimentos para o desenvolvimento da cidade e da população. Enquanto a "Avaliação Fiscal" considera o ciclo de investimento realizado pela gestão de Paes produtivo e necessário, o "Rio em Perspectiva" avalia que o Rio se distanciou de uma visão moderna de cidade e desperdiçou a oportunidade que os investimentos para os grandes eventos trouxeram. Para sustentar tal argumento, afirma-se que a formulação de políticas públicas voltadas para os eventos culminou em uma priorização de ações de curto prazo, focadas em regiões específicas da cidade. Assim, deixou-se de lado necessidades estruturais para o desenvolvimento, como no caso do Porto Maravilha, onde, apesar do embelezamento do local, poucas foram as consequências positivas para a população.

Além disso, as análises discordam no que diz respeito ao saneamento básico. A "Avaliação Fiscal" valoriza os esforços realizados no setor, destacando que o investimento nessa área saltou de R\$490 milhões em 2008 para R\$1,5 bilhão em 2016, apresentando incongruência com a Prestação de Contas, na qual é encontrada uma despesa total em saneamento de, aproximadamente, R\$890 milhões em 2016 e R\$299 milhões em 2008. Ao mesmo tempo, os dados apresentados pelo outro estudo confirmam que o nível de esgoto coletado por água consumida caiu no período entre 2011 e 2015 e que assim, o Rio se encontra com o pior índice de tratamento de esgoto entre as cinco principais cidades do Brasil.

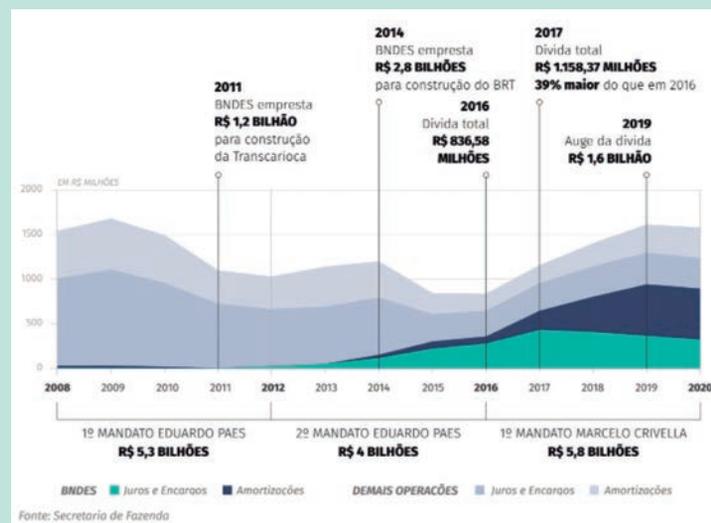
## Dívida Pública

Segundo Afonso, o Município conseguiu gerar poupança corrente para financiar uma parcela de R\$13,2 bilhões dos investimentos realizados no período 2009-2016 e assim, manter a Dívida Consolidada de forma sustentável. De acordo com a Prestação de Contas de 2016, a dívida consolidada líquida representava 50,7% da receita corrente líquida (RCL), e a dívida consolidada, 62,1% da RCL, permanecendo abaixo do limite de 120% determinado pelo Senado Federal.

Em 2010, houve uma recomposição da dívida. Com a finalidade de reduzir o custo total do endividamento, o Município do Rio de Janeiro e o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (Bird) formalizaram um contrato de empréstimo no valor de US\$ 1,045 bilhão. Tal montante seria usado integralmente para amortização de uma dívida antiga junto à União, no intuito de reduzir o montante de juros.

A Medida Provisória nº 2.185-35/2001 estabeleceu que, ao amortizar uma parcela do saldo devedor da dívida, os juros cairiam de acordo com a quantidade amortiza-

**Figura 1 – Serviço Realizado e Previsto da Dívida da Administração Direta**



da. Assim, essa manobra financeira permitiu aliviar o peso, aumentando a capacidade de endividamento para os grandes eventos que viriam. Porém, isto só foi possível ultrapassando o teto do gasto com serviço da dívida, de 12,5%, em 2011; parte da dívida interna foi transformada em dívida externa, aumentando a vulnerabilidade do estoque a variações no câmbio.

A "Avaliação Fiscal" mostra que houve uma redução dos principais indicadores. A dívida atual estaria perto de 40%<sup>1</sup> inferior à verificada oito anos atrás. Após a reestruturação da dívida e de seu serviço, foi constatado o valor empenhado até outubro de 2016, em juros e encargos, e foram feitas previsões para o ano atual e para os próximos três anos, assumindo uma trajetória decrescente, como é expressa no quadro a seguir.<sup>2</sup>

Entretanto, segundo o "Rio em Perspectiva", como já foi citado anteriormente, o fluxo da dívida contraída começa a pesar a partir deste ano. Em 2016, o valor do orçamento comprometido com o pagamento da dívida administrativa foi R\$837 milhões e em 2017, R\$1,16 bilhão, quase 40%

maior. Dentro desse montante, 56% eram provenientes de contratos estabelecidos entre a Prefeitura e o BNDES.

Consequentemente, ao comparar o ritmo de pagamentos, o estudo conclui que há uma sobrecarga para o período presente e que em cerca de quatro anos o município terá arcado com R\$ 3,3 bilhões, enquanto o mandato anterior pagou um total de R\$ 868 milhões. Ainda que o município apresente um endividamento dentro dos níveis aceitáveis, o previsto é que até 2019 haja um aumento no serviço da dívida contraída, como é expresso nas figuras a seguir:

## Disponibilidade Financeira

É fato que a disponibilidade de caixa da Prefeitura está decrescendo nos últimos anos devido os constantes déficits orçamentários (Vide quadro 4). Nesses anos, os déficits foram cobertos por créditos adicionais abertos por superávit financeiro<sup>3</sup>, o que resultou na queda da disponibilidade financeira.

Segundo Afonso, o aumento dos déficits orçamentários e dos restos a pagar, que diminuiu a dispo-

nibilidade financeira, é resultado de um esforço fiscal para realizar os investimentos. Apesar disso, ele salienta que a disponibilidade em caixa manteve-se elevada durante o período analisado e que, mesmo com a diminuição das transferências constitucionais, dos repasses dos royalties e participações em petróleo, a receita não sofreu grandes quedas. A manutenção do nível de caixa foi possível devido ao grande esforço fiscal feito pela prefeitura e pelos rendimentos das aplicações financeiras, que geraram elevados e crescentes montantes de recursos em caixa, evidenciando uma gestão eficiente.

A "Avaliação Fiscal" também traz comparações entre as receitas de aplicações financeiras e da receita tributária do Rio com as de outras capitais, constatando que o peso destas receitas estava acima da média nacional, demonstrando, mais uma vez, que o município te-

ve um gerenciamento satisfatório de suas finanças públicas.

O "Rio em Perspectiva" ressalta que a gestão anterior deixou o caixa do Tesouro com um déficit de R\$ 320 milhões, resultado da diferença entre os recursos disponíveis em caixa e as obrigações financeiras dos últimos anos. Essas obrigações contêm os restos a pagar e o cancelamento de empenhos, realizado em dezembro passado. O cancelamento destes recursos, destinados ao pagamento de serviços em desenvolvimento ou já finalizados, foi considerado o principal responsável pelo saldo negativo. Ao serem anulados, esses gastos foram repassados para o próximo ano sem que houvesse recursos suficientes para saldá-los.

Esta pesquisa também evidencia que a evolução da disponibilidade financeira teve uma tendência de baixa nos últimos anos, diferentemente dos restos a pagar, que apresentaram um movimento oposto, ultrapassan-

do-a no fim do exercício anterior.

Ademais, destaca-se que, além das despesas deixadas pela gestão anterior, as estimativas realizadas em 2016 previam uma receita de R\$ 29,5 bilhões para 2017, contra os R\$ 26,3 bilhões previstos para o mesmo período, em recálculo em março deste ano, o que significa que a estimativa para 2017 é 11% menor do que era, devido à atual conjuntura estadual e nacional, tendendo a complicar ainda mais a situação econômica do município durante a nova gestão.

### Considerações Finais

Dessa forma, enquanto Afonso pretende valorizar o esforço de investimento realizado na prefeitura de Paes e mostrar que este não gerou consequências negativas para o Caixa e para a Dívida Pública, o "Rio em Perspectiva" busca avaliar a gestão fiscal da cidade pela ótica das consequências e dificuldades geradas pa-

ra o início do mandato de Crivella.

O primeiro procura demonstrar que, apesar da piora da situação socioeconômica do país, o Rio manteve sua gestão fiscal eficiente e equilibrada, preservando a dívida abaixo dos limites e os recursos em caixa em níveis aceitáveis. Já o segundo examina o legado deixado pela gestão anterior como um provedor de grandes obstáculos para a manutenção do equilíbrio orçamentário, apontando que haverá dificuldade na provisão de recursos suficientes para a população e contrariando a afirmação de que o endividamento não criou riscos ao futuro.

1 Mais informações: pág. 17 do estudo – Avaliação do Desempenho Fiscal do Município do Rio de Janeiro para o período 2009-2016.

2 Mais informações no Jornal dos Economistas (JE) N° 323 - Junho/2016.

3 Quando existe superávit financeiro, pode-se abrir créditos adicionais ao orçamento com cobertura dessa disponibilidade.

FÓRUM POPULAR DO ORÇAMENTO – RJ (21 2103-0121). Para mais informações acesse: [www.facebook.com/FPO.Corecon.RJ](http://www.facebook.com/FPO.Corecon.RJ)  
Coordenação: Luiz Mario Behnken, Pâmela Matos e Talita Araújo. Assistentes: Est. Bruno Lins, Est. Hellen Machado e Est. Thamyris Meirellis.

Os conselheiros federais registrados no Corecon-RJ participaram da discussão no Conselho Federal de Economia que deu origem à nota abaixo:

## Nota do COFECON sobre o agravamento da crise político-institucional brasileira

■ O Conselho Federal de Economia (Cofecon) vem a público manifestar-se sobre o agravamento da crise política e suas consequências para o ambiente econômico e social do país, que colocam na ordem do dia nova deterioração das expectativas, aumento da incerteza e movimentos especulativos, com o consequente cancelamento e adiamento de decisões de investimentos e ampliação do desemprego.

O Cofecon tem se posicionado de forma crítica em relação à agenda do atual governo, em particular quanto às reformas propostas, em fa-

ce sobretudo da necessidade de legitimidade e de ampla discussão com a sociedade. Pretender reafirmar a centralidade desta agenda, no atual cenário, por si só contribui para a polarização política, dificultando soluções pactuadas para a crise.

Neste contexto torna-se imprescindível a apuração célere das graves denúncias envolvendo a Presidência e os demais poderes da República, com a estrita observância das normas legais e constitucionais vigentes.

Em havendo vacância do cargo de Presidente da República e,

em respeito ao Estado Democrático de Direito, o Cofecon defende que, mediante à aprovação de uma Proposta de Emenda Constitucional, sejam convocadas eleições gerais diretas antecipadas para a Presidência da República, a Câmara dos Deputados e 2/3 do Senado Federal, com mandatos que excepcionalmente finalizem em 2022.

Faz-se também necessária, em meio a um amplo debate nacional, a convocação simultânea de uma Assembleia Constituinte eleita exclusivamente para a realização de uma reforma política, com prazo

determinado para o encerramento dos trabalhos.

Somente com a mais ampla discussão na sociedade sobre os melhores caminhos para a economia brasileira poderão ser construídas alternativas legítimas, viáveis e duradouras para a refundação do sistema político-partidário brasileiro, e uma política econômica voltada para a estabilização e retomada do crescimento econômico sob a perspectiva de desenvolvimento social.

Conselho Federal de Economia