



CENTRO BRASILEIRO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Texto para discussão

O BNDES no século XXI

Por
André Nassif

NÚCLEO ECONOMIA POLÍTICA
2023

Resumo¹

As grandes transformações econômicas em curso, notadamente a transição energética, a revolução digital e as inovações tecnológicas a elas associadas, ensejarão uma expansão da demanda de recursos financeiros para investimento em atividades para as quais, face ao elevado grau de incerteza e risco, o mercado privado de capitais brasileiro não será capaz ou não estará disposto a ofertar crédito no montante requerido, ao longo do século XXI. O papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) na oferta de crédito de longo prazo, em montante e condições que atendam à agenda social, mas também estimulem os investimentos nessas atividades estratégicas, será crucial para que o Brasil aproveite as oportunidades que se vislumbram no decorrer do presente século. O ensaio faz uma breve recapitulação histórica, que permite distinguir as políticas de atuação do BNDES, desde sua criação, em 1952. Em seguida, tendo em vista as grandes transformações que prosseguirão no decorrer do século e as peculiaridades econômicas e sociais do Brasil, sugerem-se eixos prioritários de atuação, propõem-se formas diversificadas de captação de recursos financeiros e discute-se uma reconfiguração das taxas de juros inerentes às linhas de financiamento da instituição.

1. Introdução

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), criado em 1952, com seu papel preponderante no processo de desenvolvimento brasileiro, é uma das joias raras da nossa estrutura institucional. Foi responsável pelo financiamento de parte expressiva do parque industrial brasileiro numa época em que praticamente não havia mercado de capitais no país. Desde 2018, no entanto, quando os custos das suas principais linhas de financiamento passaram a ser pautados por taxas de juros determinadas livremente pelo mercado, o BNDES vem perdendo relevância como principal agente financiador de investimentos estratégicos para o desenvolvimento econômico e social brasileiro. Argumento, neste ensaio, que as grandes transformações econômicas em curso, notadamente a transição energética, a revolução digital e as inovações tecnológicas a elas associadas, ensejarão uma expansão da demanda de recursos financeiros para investimento em atividades para as quais, face ao elevado grau de incerteza e risco, o mercado privado de capitais brasileiro não será capaz ou não estará disposto a ofertar crédito no montante requerido, ao longo do século XXI. O papel do BNDES na oferta de crédito de longo prazo, em montante e condições que atendam à agenda social, mas também estimulem os investimentos nessas atividades estratégicas,

¹ André Nassif é professor do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF), economista aposentado do BNDES e autor de “Desenvolvimento e Estagnação: o Debate entre Desenvolvimentistas e Liberais Neoclássicos”, Editora Contracorrente (no prelo). E-mail: andrenassif27@gmail.com. Uma primeira versão deste ensaio beneficiou-se de comentários e sugestões de Florinda Pastorizza, Mário Cordeiro de Carvalho Jr, Cyro Andrade e André Lara Resende. Esta versão valeu-se também dos comentários recebidos dos participantes do Núcleo de Economia Política do CEBRI, em apresentação realizada em 31 de janeiro de 2023. Os argumentos, proposições e imperfeições são de responsabilidade do autor.

será crucial para que o Brasil aproveite as oportunidades que se vislumbram no decorrer do presente século.

2. O BNDES no século XXI: eixos estratégicos, *funding* e custos dos financiamentos

Começo com breve recapitulação histórica, que permite distinguir as políticas de atuação do BNDES desde sua criação. Grosso modo, a história da instituição, que sempre atuou, na prática, como uma agência governamental autônoma, abarca quatro fases: (i) período de substituição de importações (1952-1980), em que se priorizou o financiamento dos investimentos comandados por capital nacional em todos os setores da economia, com destaque para infraestrutura, bens de capital e bens intermediários, incluindo a participação acionária no capital social de empresas privadas, via BNDESpar – nesse período, as taxas de juros eram fixadas, caso a caso, com base em análise de retorno econômico-social de projetos; (ii) década da abertura comercial e demais reformas liberalizantes (1990), em que os financiamentos do BNDES foram orientados para dar suporte aos investimentos gerados em decorrência do programa de privatizações do governo federal e se iniciaram os programas de financiamento às exportações de máquinas e equipamentos, via Finamex e, posteriormente, BNDES Exim; (iii) fase de retorno da política industrial (2003-2014), em que o BNDES participou ativamente do desenho e implementação dos três programas levados a cabo no período – a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE); a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP); e o Plano Brasil Maior (PMB); e (iv) período pós-*impeachment* de Dilma Rousseff (pós-2016), em que houve notória perda de relevância do Banco como financiador de investimentos estratégicos – sobretudo depois da substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que havia sido criada em 1994 e embutia subsídio implícito, pela Taxa de Longo Prazo (TLP), introduzida no início de 2018 e determinada com base em títulos públicos negociados em mercado.

Nesse momento, a perda de competitividade na concessão de financiamento obriga o Banco a redirecionar suas atividades para a estruturação de projetos de concessão e parcerias público-privadas, tanto a nível federal quanto subnacional, notadamente em saneamento básico. Sem desmerecer a importância do papel do BNDES nessa estruturação, o fato é que sua capacidade como agente público de desenvolvimento tornou-se subaproveitada.

Excetuando o período 2009-2016, em que parte significativa do *funding* proveio de recursos do Tesouro Nacional, o passivo do BNDES, desde sua constituição, em 1952, formou-se, de um lado, pela combinação de recursos provenientes de fundos diversos, como a poupança forçada dos trabalhadores via Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e antigo Fundo PIS-PASEP, adicional do imposto de renda, recursos provenientes de empréstimos estrangeiros etc. e, de outro, por dotações orçamentárias próprias, decorrentes da lucratividade inerente aos financiamentos concedidos, o que revela notória capacidade de planejamento de seu corpo técnico de manter em crescimento os recursos financeiros da instituição.

Que papel o BNDES deveria desempenhar no século XXI? Quais deveriam ser suas principais fontes de financiamento? E o custo dos empréstimos, deveriam ser a taxas de juros de mercado, algum meio termo ou envolveriam subsídios explícitos? Ou as três alternativas, dependendo do caso? Não é possível dar respostas simples para questões complexas sem o auxílio da teoria econômica.

Começo pelas justificativas teóricas que embasaram a adoção da TLP, taxa de juros real livremente determinada pelo mercado, com base na média dos juros reais de 3 meses pagos pela NTB-N de 5 anos, a qual passou a balizar a maior parte dos financiamentos de longo prazo das empresas de grande porte. Na prática, os empréstimos são amortizados com base na TLP, uma taxa de juros real (componente fixa, descontada a inflação), acrescida do IPCA (componente variável) durante a vigência do contrato, além dos *spreads* básico e de risco. A ideia da TLP é vinculada à hipótese da teoria liberal neoclássica de que, sob *laissez-faire*, os mercados financeiros alocam poupanças para os demandantes de empréstimos da forma mais eficiente possível, produzindo taxas de juros reais socialmente ótimas. Mecanismos que gerem distúrbios e provoquem “repressão financeira” no mercado de crédito, como o crédito direcionado de bancos públicos, taxas subsidiadas etc., supostamente resultam em taxas de juros reais subótimas. Se o mercado gerar taxas de juros reais muito elevadas, será melhor deixar que os próprios fundamentos econômicos restaurem as condições ideais. É o domínio do *laissez faire, laissez passer*.

Neoclássicos menos fundamentalistas, como Joseph Stiglitz, rejeitam a hipótese dos mercados eficientes, mas alegam que falhas no mercado de capitais, como concorrência imperfeita e assimetria de informação, fazem com que os bancos, míopes quanto à capacidade de calcular o risco do tomador de empréstimos, racionem crédito e/ou fixem tetos homogêneos para as taxas de juros. Oferta insuficiente de crédito e juros anormalmente superiores aos que refletem os fundamentos ótimos do mercado financeiro justificariam a intervenção do Estado, mediante supervisão, regulação e políticas de crédito complementares para minimização das chamadas “falhas de mercado”.

A explicação keynesiana para a alocação subótima de crédito de longo prazo nada tem a ver com as hipóteses dos mercados eficientes ou a teoria das falhas de mercado. A principal razão está relacionada à incerteza radical (isto é, não mensurável através de cálculos probabilísticos de risco futuro) associada a projetos de investimento de longo prazo, como infraestrutura, aquisição de máquinas e equipamentos e inovações tecnológicas. Nos países em desenvolvimento, sobretudo, em face do maior grau de incerteza e risco, dificilmente o sistema financeiro privado alocará crédito de longo prazo na magnitude suficiente para sustentar taxas de investimentos adequadas para promover a acumulação de capital, o avanço da produtividade e o desenvolvimento econômico. O papel crucial de bancos de desenvolvimento, como o BNDES, continua sendo não apenas compensar a escassez relativa de crédito de longo prazo, mas também, em casos específicos, compartilhar riscos associados a investimentos de longa maturação e/ou em projetos de inovação, notadamente os que envolvem tecnologias de caráter disruptivo, que exigem capital “paciente”.

Esses fundamentos teóricos dão pistas de qual deve ser o papel do BNDES na alocação de financiamento dos investimentos no século XXI. É preciso, obviamente, usar

de seletividade. Com base nas transformações em curso e nas peculiaridades econômicas e sociais brasileiras, penso que os fluxos de crédito do banco devam priorizar seis eixos, numa ordem que poderia ser a seguinte: 1) Economia verde: projetos que incorporem tecnologias de baixa emissão de dióxido de carbono; 2) Inovações em geral; 3) Infraestrutura; 4) Projetos com potencial de redução das desigualdades sociais e regionais; 5) Financiamento às exportações (inclusive de bens e serviços de engenharia em obras no exterior, que rendem divisas e ativam emprego no Brasil); e 6) Apoio a micro, pequenas e médias empresas (MPMEs).

Nenhum desses eixos se enquadra nos argumentos neoclássicos de mercados eficientes ou falhas de mercado. Nem mesmo o apoio do BNDES às micro, pequenas e médias empresas tem amparo na teoria das falhas de mercado, mas sim na evidência de que, como são as grandes empresas que deflagram parte expressiva das inovações tecnológicas e contam com maiores economias de escala, a tendência à concentração, típica do capitalismo oligopolista, faz com que a taxa de sobrevivência das empresas de menor porte seja reduzida, o que dificulta ainda mais seu acesso a crédito privado de longo prazo. Por essa razão, as MPMEs contam com apoio de bancos de desenvolvimento aqui e em outros países.

Entretanto, uma vez que os projetos com maior potencial de transformação econômica são comandados pelas maiores empresas, sua incorporação na escala prioritária de desembolsos do BNDES fará com que os investimentos realizados tendam a produzir impactos para trás (nos setores fornecedores de bens intermediários) e para a frente (nos setores produtores de bens e serviços finais), induzindo efeitos multiplicadores que beneficiarão micro, pequenas e médias empresas. Esta é a principal razão para justificar o apoio financeiro do BNDES às MPMEs. Não faz sentido, porém, o argumento de que os desembolsos de um banco de desenvolvimento, como o BNDES, às empresas de menor porte devam representar parcela mais expressiva dos desembolsos totais, como vem ocorrendo nos últimos anos.

No que se refere ao custo dos financiamentos, o BNDES deveria operar com quatro tipos de taxas de juros, estipuladas caso a caso: taxas que reflitam (não necessariamente por completo) as condições de mercado; taxas subsidiadas; operações totalmente subsidiadas (a fundo perdido); e encargos baseados em cestas de moedas, em operações cujos recursos tenham sido captados em moeda estrangeira.

No primeiro caso, o governo deveria propor uma taxa alternativa à TLP e/ou um fator redutor da própria TLP. Afinal, não faz sentido um banco de desenvolvimento cobrar taxas totalmente determinadas pelo mercado. Prova disso é que a TLP de janeiro de 2023 já atingia 5,93% (contra 2,70% em janeiro de 2018, na ocasião dos primeiros contratos). Um IPCA acumulado em doze meses de, aproximadamente, 5,79% faz com que o custo nominal do financiamento no início dos contratos fique, atualmente, próximo a 11,72%, sobre os quais ainda incidem *spreads* para cobrir custos operacionais da instituição e, principalmente, o risco de crédito do tomador. Contam-se nos dedos os setores que obtêm taxas nominais de retorno sobre o capital investido iguais ou acima desse percentual. Segundo estimativas do CEMEC-FIPE (USP), as taxas nominais médias de retorno sobre o capital investido das 450 maiores empresas de capital aberto giraram em torno de 9,74% entre 2012 e 2020 – bem inferiores, portanto, às taxas de financiamento do BNDES contratadas em TLP atualmente. É verdade que as maiores companhias têm

facilidade de acesso ao mercado privado de capitais, mas, mesmo nesses casos, seria conveniente haver uma taxa menos “nervosa” que a TLP, geralmente definida em níveis que chegam a ser proibitivos aos investimentos produtivos.

No caso dos eixos que envolvam financiamento de projetos estratégicos de longa maturação e elevada incerteza futura, notadamente infraestrutura, inovações tecnológicas e incorporação de tecnologias associadas à economia verde e à sustentabilidade ambiental, a taxa de juros deveria ser determinada pelo governo em moldes tais que, ainda que não repliquem os da antiga TJLP, propiciem custos de financiamento inferiores às taxas de retorno esperadas sobre o capital investido. Isso tornaria atraente a demanda por financiamentos em projetos estratégicos para o desenvolvimento.

Empréstimos com subsídios diretos do Tesouro deveriam ser evitados, sendo sua concessão restrita a casos muito específicos (por exemplo, financiamento a inovações relacionadas ao sistema de saúde, economia digital e projetos ambientalmente sustentáveis), mas, ainda assim, com justificativas precisas, valores transparentes e previstos no orçamento público. Empréstimos totalmente subsidiados (a fundo perdido) só deveriam ser concedidos em caráter excepcional, como, por exemplo, para investimentos em inovações tecnológicas de micro, pequenas e médias empresas e *start ups*. De todo modo, com maior articulação do BNDES com as áreas governamentais que venham a desenhar uma futura política industrial e políticas sociais, será preciso definir, de forma transparente, os programas que contemplarão subsídios, sejam explícitos ou implícitos.

As análises dos impactos econômicos, sociais e ambientais dos financiamentos devem ser aprimoradas. Todas as operações que envolvam custo de financiamento inferior ao das condições de mercado devem ser precedidas de exigências mínimas de performance, sobretudo relativas ao incremento da produtividade, um indicador fácil de ser calculado e monitorado. Excetuando-se os financiamentos às micro, pequenas e médias empresas, geralmente intensivas em trabalho, não faz sentido que as condições de financiamento sejam condicionadas à geração de emprego no curto e médio prazos, a qual depende da política macroeconômica em curso. Sendo assim, a principal razão que justifica a concessão de financiamento do BNDES a projetos de investimentos sob cláusula de taxas de juros abaixo das de mercado é que estes contribuam para o aumento da produtividade, geração de externalidades e fomento do emprego no **longo** prazo.

Tendo em vista os enormes desafios inerentes às transformações tecnológicas esperadas no decorrer do século XXI, principalmente as relacionadas às economias verde e digital, é evidente que o crédito privado será escasso para financiar grandes projetos de investimento. O problema é que, com o *funding* atual, o BNDES não terá meios para dar conta do recado. Será preciso, portanto, que a instituição encontre fontes diversificadas de financiamento. Minhas principais sugestões são: i) reconfigurar a estrutura de captação de recursos provenientes dos fundos institucionais, como o FAT; ii) introduzir formas adicionais de captação de recursos no âmbito da reforma tributária, de modo a proporcionar fontes mais perenes para a composição do passivo do BNDES; iii) buscar recursos, em moeda estrangeira, em instituições multilaterais ou regionais como Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e Banco do BRICS, bem como em bancos governamentais, como o China Development Bank e outros; iv)

estruturar projetos de investimento para descarbonização em parceria com empresas privadas, públicas ou entidades da federação, com o objetivo de acessar recursos financeiros externos; v) captação de recursos via emissão de títulos verdes (*green bonds*), aposta promissora no financiamento de tecnologias com baixa emissão de CO₂. Nenhuma dessas sugestões acarretam impactos fiscais adversos.

Ademais, a BNDESpar deve ser fortalecida, seja para estimular o alongamento da estrutura de capital e a emissão de debêntures de empresas relativamente consolidadas, seja para apoiar o lançamento de empresas *start up* no mercado acionário ou mesmo para engendrar articulação com *family offices* (gestores de fortunas), objetivando a estruturação de fundos garantidores atrativos para captar recursos, em moeda nacional, destinados ao financiamento de exportações

Em suma, as grandes transformações em curso recomendam não apenas a ampliação e diversificação das operações de financiamento do BNDES, mas também maior articulação com fontes privadas de financiamento – o que poderá contribuir para o fortalecimento do mercado privado de capitais. Com maior ritmo de crescimento econômico, não há razão para temer que o BNDES expulse (*crowd out*), mas sim que atraia e amplie (*crowd in*) o mercado de financiamento privado brasileiro. O enorme atraso da infraestrutura física e social do país, além do ritmo lento de crescimento da produtividade nas últimas décadas, indicam que não faltam oportunidades para a atuação de bancos públicos e privados na superação dessas deficiências. É onde o BNDES poderá ter um papel de natural relevância.

CEBRI

CENTRO BRASILEIRO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS
Rua Marquês de São Vicente, 336
Gávea, Rio de Janeiro - RJ - Brasil
CEP: 22451-044

Tel: +55 (21) 2206-4400
cebri@cebri.org.br

cebri.org