



# **BNDES, MERCADO DE CAPITAIS E O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL**

## **Organizadores**

Julio Sergio Gomes de Almeida

Rafael Fagundes Cagnin

**OUTUBRO/2018**

## CONSELHO DO IEDI

<i>Conselheiro</i>	<i>Empresa</i>
Agnaldo Gomes Ramos Filho	Eldorado Brasil Celulose S.A.
Alberto Borges de Souza	Caramuru Alimentos S.A.
Amarílio Proença de Macêdo	J.Macêdo Alimentos S.A.
Carlos Eduardo Sanchez	EMS - Indústria Farmacêutica Ltda
Carlos Mariani Bittencourt	PIN Petroquímica S.A.
Cláudio Bardella	Bardella S.A. Indústrias Mecânicas
Claudio Gerdau Johannpeter	Gerdau Aços Longos S.A.
Cleiton de Castro Marques	Biolab Sanus Farmacêutica Ltda
Dan Ioschpe <i>Vice-Presidente</i>	Ioschpe-Maxion S.A.
Daniel Feffer	Grupo Suzano S.A.
Décio da Silva	WEG S.A.
Erasmus Carlos Battistella	BSBio Ind. E Com. de Biodisel Sul Brasil S.A.
Eugênio Emílio Staub	Conselheiro Emérito
Fabio Hering	Companhia Hering S.A.
Fábio Schwartsman	Vale S.A.
Fernando Musa	Braskem S.A.
Flávio Gurgel Rocha	Confecções Guararapes S.A.
Geraldo Luciano Mattos Júnior	M. Dias Branco S.A
Hélio Bruck Rotenberg	Positivo Informática S.A..
Henri Armand Slezynger	Unigel S.A
Horacio Lafer Piva	Klabin S.A.
Ivo Rosset	Rosset & Cia. Ltda.
Ivocy Brochmann Ioschpe	Conselheiro Emérito
João Guilherme Sabino Ometto	Grupo São Martinho S.A.

## CONSELHO DO IEDI

<i>Conselheiro</i>	<i>Empresa</i>
José Roberto Ermírio de Moraes	Votorantim Participações S.A.
Josué Christiano Gomes da Silva	Cia. de Tecidos Norte de Minas-Coteminas
Lírio Albino Parisotto	Videolar S.A.
Lucas Santos Rodas	Companhia Nitro Química Brasileira S.A.
Luiz Alberto Garcia	Algar S.A. Empreendimentos e Participações
Luiz Cassiano Rando Rosolen	Indústrias Romi S/A
Luiz de Mendonça	Odebrecht Agroindustrial S.A.
Marco Stefanini	Stefanini S.A.
Marcos Paletta Camara	Paranapanema S.A.
Ogari de Castro Pacheco	Cristália Produtos Químicos Farmacêuticos Ltda.
Olavo Monteiro de Carvalho	Monteiro Aranha S.A.
Paulo Cesar de Souza e Silva	Embraer S.A.
Paulo Diederichsen Villares	Membro Colaborador
Paulo Francini	Membro Colaborador
Paulo Guilherme Aguiar Cunha	Conselheiro Emérito
Pedro Luiz Barreiros Passos	Natura Cosméticos S.A.
Pedro Wongtschowski <i>Presidente</i>	Ultrapar Participações S.A.
Ricardo Steinbruch <i>Vice-Presidente</i>	Vicunha Têxtil S.A.
Roberto Caiuby Vidigal	Membro Colaborador
Rodolfo Villela Marino <i>Vice-Presidente</i>	Itaúsa - Investimentos Itaú S.A.
Rubens Ometto Silveira Mello	Cosan S.A. Ind e Com
Salo Davi Seibel	Duratex S.A.
Sérgio Leite de Andrade	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - USIMINAS
Victório Carlos De Marchi	Cia. de Bebidas das Américas - AmBev

# **BNDES, MERCADO DE CAPITAIS E O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL**

## **Sumário**

**Apresentação** .....1

**Introdução** .....4

### **1. O BNDES em uma encruzilhada: como evitar sua desmontagem**

*Ernani Teixeira Torres Filho*

Introdução.....7

A Evolução do Mercado de Crédito de 2003 a 2017: da expansão à crise.....9

O BNDES e as Transformações Recentes do Crédito Corporativo de Longo Prazo ....13

Os desafios do BNDES: os cinco fatores contracionistas.....22

Sugestões de Medidas para o BNDES .....30

Conclusões .....33

Bibliografia .....35

### **2. BNDES Relevante**

*João Carlos Ferraz*

Introdução.....36

Bancos de Desenvolvimento: to be or not to be? Ou... jabuticabas só no Brasil?.....37

Pilares de um banco de desenvolvimento. O que importa? .....39

BNDES relevante .....47

Reflexões finais .....51

Bibliografia .....52

### **3. Para um novo desenvolvimento, um novo BNDES**

*João Furtado*

Introdução.....54

Algumas críticas à atuação do BNDES .....57

Fundamentos para a atuação do BNDES em prol do desenvolvimento brasileiro ....60

Missão, compromissos e contrato de gestão com a sociedade brasileira .....64

As encruzilhadas e os impasses da economia brasileira .....65

Proposições.....71

Programas .....74

A remoção de duas restrições importantes da trajetória do BNDES .....88

Um novo arranjo organizacional para o BNDES .....91

#### **4. Aliviando as restrições de crédito em países emergentes: o impacto dos financiamentos do BNDES na produtividade**

*Filipe Lage de Sousa e Gianmarco I. P. Ottaviano*

Introdução.....	92
Escolhendo as Firms para a Análise .....	96
As firmas apoiadas pelo BNDES são mais restritas ao crédito antes do financiamento.....	102
Firmas apoiadas pelo BNDES melhoram sua produtividade em relação às não-apoiadas?..	104
Considerações Finais.....	109
Bibliografia .....	111

#### **5. Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais**

*Carlos Rocca*

Introdução.....	114
Como são financiados os investimentos no Brasil.....	117
Mercado de capitais brasileiro: potencial de crescimento no cenário atual .....	119
Condições para explorar o potencial de crescimento do mercado de capitais e algumas limitações a serem superadas .....	133
Conclusões .....	139
Bibliografia .....	142
Anexo .....	143

## **BNDES, MERCADO DE CAPITAIS E O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL**

### **Apresentação**

A questão do financiamento das empresas e especialmente de seus investimentos assume relevância ímpar para a economia brasileira no atual momento. O modelo de financiamento dos investimentos privados que prevaleceu nos últimos anos, com participação predominante do BNDES, não seguirá mais operando nas mesmas bases, dada a substituição da TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo – pela TLP – Taxa de Longo Prazo – e a antecipação da amortização dos recursos concedidos ao BNDES pelo Tesouro, com a conseqüente redução do volume de operações do Banco.

Ao mesmo tempo, os empréstimos das demais instituições de crédito do país, além de não contarem com prazos longos o suficiente para assegurarem o adequado financiamento dos investimentos, também apresentam taxas de juros demasiadamente elevadas. O uso de recursos externos implica, por sua vez, em risco cambial nem sempre compatível com a natureza dos projetos que demandam financiamento.

Nesse cenário, o desenvolvimento de um novo modelo de financiamento do investimento, especialmente para projetos de infraestrutura e setores industriais mais intensivos em capital, é prioritário e urgente. Por essa razão, o IEDI tem divulgado estudos de pesquisadores da área, com avaliações e sugestões para que sejam criados novos mecanismos de financiamento de médio e longo prazo e para que haja uma reformulação do papel do BNDES, a fim de que este possa continuar a servir como importante agente de nosso desenvolvimento.

Esta coletânea reúne estes estudos, cujos principais argumentos e conclusões fazem parte do documento “Indústria e o Brasil do Futuro”<sup>1</sup>, em que o IEDI apresenta sua visão sobre os principais desafios que o País deverá enfrentar para restabelecer a trajetória de crescimento sustentado e de desenvolvimento econômico e social e aponta as orientações fundamentais para que tais desafios possam ser superados.

É um elemento comum a todas as análises que, mesmo em uma conjuntura em que o nível de taxas de juros do Brasil convirja para padrões internacionais e ainda que ocorra

---

<sup>1</sup> O documento “Indústria e o Brasil do Futuro” está disponibilizado na íntegra no site do IEDI ([http://www.iedi.org.br/artigos/top/estudos\\_industria/20180918\\_industria\\_e\\_o\\_brasil\\_do\\_futuro.html](http://www.iedi.org.br/artigos/top/estudos_industria/20180918_industria_e_o_brasil_do_futuro.html)). Para uma versão resumida, o leitor pode recorrer à Carta IEDI n. 879 “A estratégia industrial do IEDI para o Brasil”, de 19/09/2018 ([http://www.iedi.org.br/cartas/carta\\_iedi\\_n\\_879.html](http://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_879.html)).

um fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, o BNDES deverá continuar desempenhando papel de grande importância, atuando em várias áreas, tais como infraestrutura, modernização e expansão da indústria, do agronegócio e dos serviços, inovação, exportação de manufaturados e de serviços, meio ambiente e pequenas e médias empresas.

No Capítulo 1, Ernani Torres defende que, a despeito dos reveses que nos últimos anos, a qualidade dos ativos do BNDES se manteve elevada, garantindo sua solvência e abrindo espaço para se repensar sua atuação. Neste sentido, o autor propõe ações dentre as quais destacamos: i) isenção pelo BNDES do pagamento de certos impostos e desobrigação de transferir dividendos à União, como ocorre em outros países; ii) redução do prazo de tramitação e das exigências para empresas de bom risco financeiro; iii) atuação do Banco como um importante *dealer* do mercado de debêntures, promovendo a liquidez desses títulos no mercado secundário.

João Carlos Ferraz, no Capítulo 2, sustenta, por sua vez, que o BNDES tem a forma e a função de uma instituição voltada para missões pró-desenvolvimento. Sugere que as autoridades devem avaliar se a extensão dos benefícios concedidos ao BNDES é adequada a suas missões, que o escopo de suas operações continue diversificado para diluir riscos, que sua atuação anticíclica seja preservada e que o Banco atue em parceria com a indústria financeira. Finalmente, sustenta que é fundamental o desenvolvimento de ferramentas de avaliação de políticas.

No Capítulo 3, João Furtado defende que certas críticas feitas ao BNDES, como a de favorecimento a grupos específicos, podem e devem ter resposta rápida, com o reforço da governança, incluindo conselhos independentes e conselheiros com mandatos definidos, impedimento de reconduções e regras de funcionamento que tornem públicas as atas das reuniões de diretoria e dos conselhos.

Para o autor, o financiamento em condições adequadas dos esforços de capacitação tecnológica das empresas (de todos os tamanhos) deve ser uma prioridade sobre todas as demais, norteador a atuação do BNDES. Assim, a produtividade se tornaria a missão principal do Banco. O autor sugere, por exemplo, a criação da Finame Produtividade e de um fundo de investimento em empresas de base tecnológica e inovadoras detentoras de tecnologias que possam servir para a elevação substancial da produtividade do sistema econômico.

Já o estudo de Filipe Sousa e Gianmarco Ottaviano sustenta, no Capítulo 4, que o BNDES tem a capacidade de mitigar as restrições de crédito impostas às empresas brasileiras.

Se for objetivo da política de desenvolvimento aumentar a produtividade da economia, como deve de fato ser, os autores defendem que o BNDES precisa privilegiar tecnologias de ponta, ou seja, que as linhas de fomento do Banco devem apresentar parâmetros que reforcem a adoção de tecnologias modernas.

Por fim, no Capítulo 5, Carlos Rocca sustenta que existem razões para acreditar que o mercado de capitais pode se transformar no mais destacado canal de financiamento de longo prazo da economia brasileira. Isso porém, desde que se mantenha um ambiente de juros baixos. O autor recomenda a atuação do BNDES em sinergia com o mercado de capitais, a exemplo da subscrição e apoio à emissão de debêntures como alternativa à concessão de financiamentos, compra de quotas de fundos de investimento em infraestrutura e sua atuação como “*market maker*” das debêntures de infraestrutura.

Pedro Wongtschowski  
Presidente do IEDI



## Introdução<sup>2</sup>

Nos últimos vinte anos, o Brasil tem convivido, na maior parte do tempo, com patamares muito elevados de juros, tanto na taxa básica definida pelo Banco Central (Selic), como nas taxas praticadas no mercado. Como consequência, ainda que este não seja o único fator, o quadro de juros altos desencorajou a realização de investimentos e deprimiu o desempenho industrial, prejudicando a evolução da produtividade e da competitividade da produção nacional, assim como bloqueou a diversificação dos canais de financiamento da economia, intensificando a dependência das empresas das fontes oficiais de crédito, tais como o BNDES.

A situação brasileira quanto aos níveis de juros é tão *sui generis* que chega a destoar intensamente em comparações internacionais. Segundo levantamento da OCDE<sup>3</sup>, no Brasil os juros médios cobrados nos financiamentos, já descontada a inflação, encontram-se muito acima das taxas da maioria dos emergentes, chegando em 2016 a um patamar de 43,3% a.a., o que significava mais de dez vezes os juros reais da África do Sul (3,4% a.a.), China (3,1% a.a.), Chile (1,8% a.a.) e México (0,1% a.a.), por exemplo.

Entre outubro de 2016 e março de 2018, contudo, o Banco Central promoveu reduções sistemáticas da Selic, que passou de 14,25% a.a. para 6,5% a.a., um dos níveis mais baixos já atingidos. O desafio presente é que esta nova realidade de juros básicos baixos se perpetue e que não seja apenas em um episódio passageiro, resultante do fraco desempenho da economia ou de outros fatores excepcionais que ajudaram a trazer para baixo a taxa de inflação.

Outro grande desafio será fazer as taxas dos empréstimos convergirem para os movimentos de redução da Selic. A evolução recente sugere que há muito a avançar neste ponto. Até o final do primeiro semestre de 2018, o Banco Central havia reduzido os juros básicos em mais de 50%; enquanto isso, os juros para os tomadores finais (empresas e a população em geral) pactuados com os credores não caíram sequer a metade disso.

A resistência à baixa dos *spreads* bancários é um fator importante para explicar essa disparidade. Como argumenta o Banco Mundial<sup>4</sup>, os *spreads* bancários no Brasil

---

<sup>2</sup> Esta Introdução tem como base o documento do IEDI “Indústria e o Brasil do Futuro”.

<sup>3</sup> OCDE (2018). “Relatórios Econômicos OCDE: Brasil 2018”.

<sup>4</sup> Banco Mundial (2018). “Emprego e Crescimento: a agenda da produtividade”

constituem um ponto absolutamente fora da curva no panorama internacional. Por essa razão, para que os níveis dos nossos juros se aproximem da média global é preciso que os *spreads* também deixem de ser tão distantes do padrão correspondente ao restante do mundo. Poderia contribuir muito para este fim a redução de todos os custos incidentes sobre o crédito, em função da tributação, de deficiências de nosso ordenamento jurídico referente a garantias e processos de falência empresariais, e de impedimentos à diversificação dos mecanismos de financiamento e à maior concorrência entre as instituições credoras.

O benefício de taxas mais competitivas se espalharia rapidamente pela economia, a começar pelo próprio setor público. Este é muito penalizado, em especial quando os juros elevados se associam a uma recessão grave como ocorreu em 2015-2016, o que torna insuportável a conta de juros do setor público e faz a dívida pública disparar. Na economia real, a indústria seria muito beneficiada, uma vez que a demanda de muitos dos bens industriais (em grande parcela, bens duráveis) exige algum tipo de financiamento. Ademais, um quadro de juros baixos no País desestimularia a repetição de longos episódios de valorização da taxa de câmbio, como presenciamos no passado e que tanto comprometeram a competitividade do produto nacional e restringiram as exportações de manufaturados.

Um ambiente de juros alinhados com o padrão internacional também funcionará como poderosa alavanca para a compra de ativos reais e para a diversificação das fontes de financiamento do investimento no País. O desenvolvimento do mercado de capitais se fortalecerá nesse ambiente, assegurando a todas as empresas acesso aos recursos financeiros indispensáveis para sua expansão e se modernização. Um mercado de capitais mais amplo e diversificado também contribuiria para estimular concorrência entre os agentes financiadores e, conseqüentemente, reduzir o custo dos financiamentos no País.

Cabe ressaltar ainda que, diante da substituição em andamento da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) pela Taxa de Longo Prazo (TLP) como parâmetro para os financiamentos do BNDES, a necessidade de construirmos canais alternativos de financiamento do investimento tornou-se ainda mais fundamental, pois as decisões de investir deixarão de contar com um mecanismo compensatório do elevado custo de capital que por um longo período vigorou no País.

Porém, mesmo após a constituição dos mecanismos de financiamento via mercado de capitais, como argumentam todos estudos a seguir, haverá espaço substancial para os bancos de fomento, como o BNDES, sobretudo em atividades como

financiamento do comércio exterior, aquisição de bens de capital e projetos de grande porte nas áreas industrial e agroindustrial, serviços e infraestrutura. Ou ainda, em operações que exigem condições especiais, porque são capazes de gerar ganhos para o conjunto da economia: crédito para micro, pequenas e médias empresas e apoio à inovação e ao desenvolvimento de uma matriz produtiva menos poluente e mais responsável ambientalmente.

Desse modo, as operações do BNDES precisam ser revigoradas, após terem regredido intensamente entre 2015 e 2018, para que o Banco retome seu papel de indutor do desenvolvimento, o que se reveste de especial relevância face à revolução pela qual o processo industrial vem passando no mundo.

O surgimento da indústria 4.0 ou manufatura avançada tornará ainda mais estratégica a função desempenhada pelo BNDES, como peça importante de uma ampla estratégia industrial no País, que apoie as iniciativas de empresas nacionais de participarem do esforço global de geração de tecnologias em áreas tais como manufatura aditiva, *big data*, robótica, novos materiais e muitas outras frentes associadas à 4ª Revolução Industrial, mas que também promova a modernização do atual parque produtivo, sem a qual dificilmente ocorrerá a disseminação dessas tecnologias para a grande maioria das empresas do País.

Quanto ao mercado de capitais, seu desempenho desde 2017 já prenuncia seu potencial de suprir os recursos demandados pelas empresas em um contexto de taxas de juros internas mais alinhadas aos padrões internacionais. Com a recente redução da Selic e a persistente escassez de crédito bancário, inclusive nas linhas operadas pelo BNDES, houve no ano passado forte crescimento das emissões primárias de ações e de dívida corporativa. O volume de recursos captados no mercado de capitais, como mostra o Capítulo 5, atingiu R\$ 177,9 bilhões, o maior valor observado desde 2005 e 55% acima do montante registrado em 2016.

Apesar disso, ainda há muito para o mercado de capitais crescer, o que reforça a necessidade do revigoramento do BNDES como instrumento do financiamento de longo prazo. Por enquanto, é ainda inexpressiva a participação de títulos de dívida privada corporativa na carteira consolidada de ativos financeiros líquidos na economia brasileira, da ordem de apenas 4,4% em 2017. Por essa razão, é importante que medidas sejam tomadas para aperfeiçoar o funcionamento de nosso mercado de capitais.

## 1. O BNDES em uma encruzilhada: como evitar sua desmontagem

Ernani Teixeira Torres Filho<sup>5</sup>

### *Introdução*

O Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) vem atravessando nos últimos dois anos um choque de grandes proporções. A rota de expansão que a instituição seguiu desde 2008 foi subitamente comprometida pela atuação, em simultâneo, de cinco fatores. O primeiro deles é conjuntural e está associado à forte queda na demanda de crédito, resultante da longa e profunda recessão que se abateu sobre a economia brasileira a partir de 2015. O segundo está relacionado às mudanças em curso na estrutura do mercado de crédito de longo prazo e com a perspectiva de a economia brasileira atravessar um regime prolongado de taxas nominais de juros (e de inflação) historicamente baixas, em níveis de apenas um dígito ao ano.

O terceiro e o quarto fatores decorrem da política econômica adotada pelo governo Temer, que compromete a capacidade de financiamento da instituição. Nesse conjunto se inclui a criação da Taxa de Longo Prazo (TLP). Por força da Lei nº 13.483,2017 foi estabelecida uma nova fórmula de determinação da taxa de juros para os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). Em lugar de ser determinada pelo Conselho Monetário Nacional, de acordo com a política econômica do governo, a exemplo da antiga Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), a nova taxa do BNDES - a TLP - seguirá automaticamente a taxa de risco cobrada pelo mercado para os títulos do Tesouro de 5 anos, adicionada ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

A essa medida, se soma a drenagem do caixa livre do BNDES que o Tesouro Nacional vem promovendo. Se toda a demanda anunciada pelo governo for atendida, o BNDES terá até 2018, devolvido cerca de R\$ 260 bilhões (Tesouro, FAT e PIS-PASEP), a metade do estoque de créditos do governo federal na instituição em 2016. Esses pagamentos reduzem sobremaneira o tamanho do ativo de crédito do BNDES. Além disso, comprometem sua liquidez no médio prazo. Esses fundos foram originalmente aplicados a um prazo médio superior a 7 anos, enquanto as antecipações reduzem o caixa da

---

<sup>5</sup> Professor do Instituto de Economia da UFRJ e ex-Superintendente do BNDES.

instituição de imediato. Isto compromete mais que proporcionalmente a geração própria de caixa da instituição nos anos seguintes.

Finalmente, o quinto fator é de ordem reputacional. O BNDES foi publicamente envolvido nas ações investigativas sobre o financiamento ilegal de políticos por grandes empresas nacionais. Sua atuação desenvolvimentista foi, nesse episódio, reduzida a um mero instrumento de subsídio a grandes interesses econômicos e vulgarmente comparada a uma “meia entrada” de cinema. Antigos dirigentes e vários de seus técnicos estão sendo investigados pelos órgãos de controle e da justiça.

A ação concertada desses cinco fatores levanta fortes indagações sobre o destino que o BNDES terá nos próximos anos. Não será a primeira vez que perguntas dessa natureza são feitas na história da instituição. Entretanto, nunca ao longo de seus mais de 60 anos de existência, o banco de desenvolvimento enfrentou uma situação de tão grande fragilidade.

Em compensação, existem elementos de robustez que ainda estão preservados. A qualidade dos ativos financeiros do BNDES garante sua solvência no futuro e abre espaço para se repensar sua atuação e sua base liquidez no futuro. Apesar de todas as ilações negativas que foram feitas, o risco de suas carteiras de empréstimos e de ações continua sendo muito inferior ao do restante do sistema bancário. O mesmo acontece com a capacidade do corpo técnico da instituição. Existe um conhecimento acumulado na gestão de operações de financiamento de longo prazo e de participação acionária que constituem uma vantagem competitiva da instituição. Esses dois elementos não são de fácil nem rápida constituição e podem ser de relevância estratégica para um governo que veja valor em dispor de um instrumento próprio e já consolidado para atuar no mercado financeiro com vistas à operacionalização de créditos de longo prazo voltados para a retomada da economia e do desenvolvimento nacional.

Diante desse cenário, esse texto busca, inicialmente, apresentar de forma sucinta a evolução do crédito do BNDES desde 2003, tendo como pano de fundo as transformações ocorridas no mercado financeiro nacional. Daquele ano até 2015, o Brasil foi um dos países onde o crédito doméstico mais cresceu em todo o mundo. O estoque dessas operações frente ao PIB passou, segundo o Banco Mundial, de quase 28% para 67%. Esse elevado aumento de escala foi, por sua vez, acompanhado por transformações estruturais importantes em termos de preço, prazo e volatilidade. O

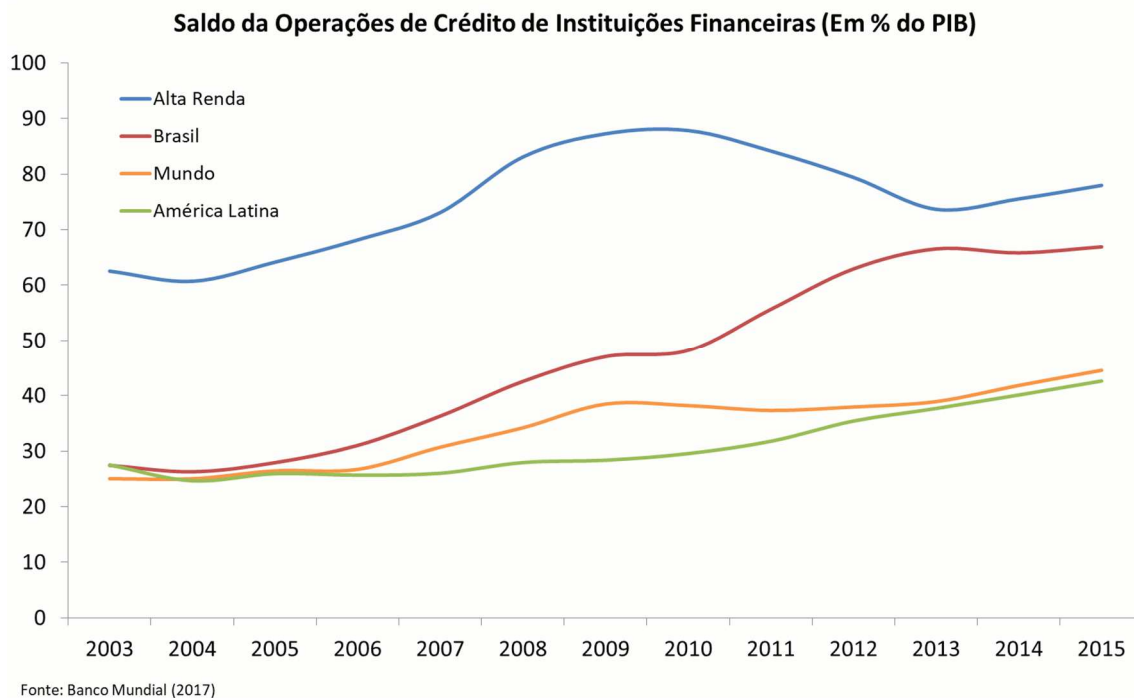
BNDES só teve participação relevante nesse processo depois da crise de 2008, mormente por causa de sua atuação anticíclica e graças a vultosos empréstimos que lhe foram concedidos pelo Tesouro Nacional.

A partir de 2015, houve uma ruptura nessa tendência. O mercado registrou uma queda nos novos empréstimos, particularmente às empresas. Essa contração esteve inicialmente associada às medidas restritivas do crédito direcionado para as Pessoas Jurídicas, adotadas pelo governo federal. No ano seguinte, somou-se a adoção pelos bancos comerciais de uma política de concessões mais restritiva em resposta ao forte aumento dos níveis de inadimplimento e de suas provisões de créditos duvidosos para empresas. Nesse segundo período, o BNDES, diferentemente da postura adotada nos anos anteriores, não atuou de forma a compensar a redução do crédito livre. A instituição agiu de forma passiva e passou a ser usada primordialmente como instrumento de ajuste fiscal.

Uma vez apresentado esse cenário do mercado de crédito, o texto analisa o desempenho do BNDES e do mercado de crédito corporativo de longo prazo, particular as debêntures. Segue-se uma avaliação dos fatores contracionistas que estão colocando em cheque o modelo operacional da instituição. São também apresentadas propostas de medidas necessárias para que o BNDES se ajuste à nova realidade de mercado, marcada por um cenário de taxas de juros e de inflação baixas e possa manter-se como instrumento da política de crédito corporativo do governo federal.

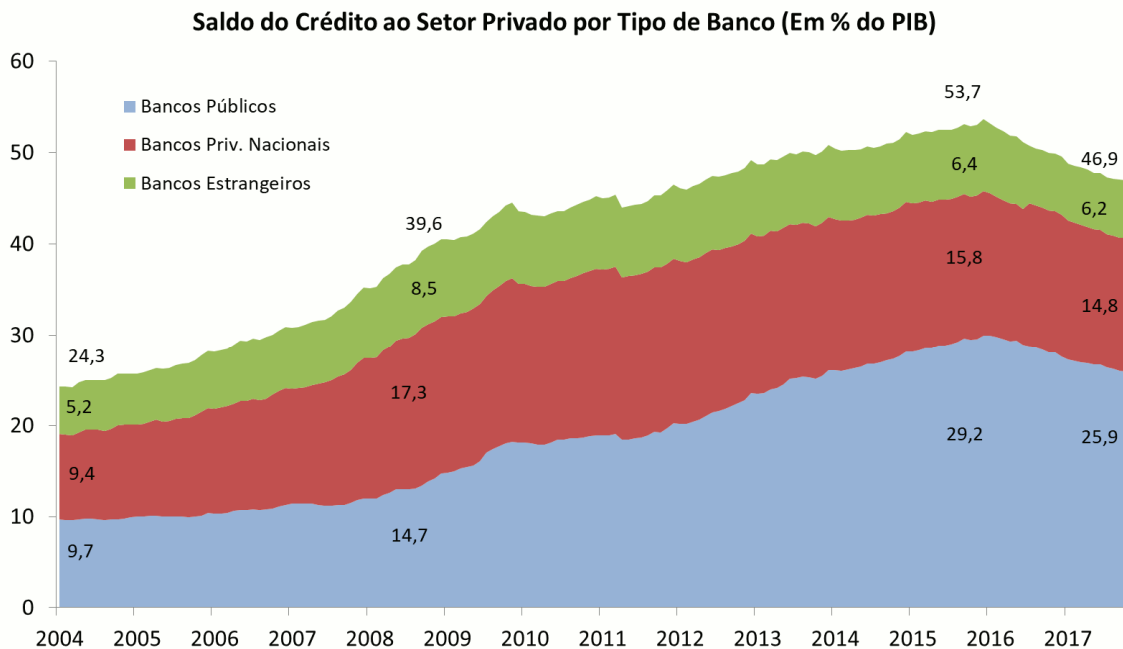
### ***A Evolução do Mercado de Crédito de 2003 a 2017: da expansão à crise***

A evolução recente do crédito no Brasil pode ser dividida em dois períodos. No primeiro, que se estendeu de 2003 a 2015, o mercado brasileiro foi um dos que mais se expandiu em todo o mundo (Banco Mundial, 2017). Esse crescimento rápido fez com que o país deixasse para trás um cenário historicamente caracterizado por uma oferta de crédito restrita, volátil e demasiado custosa (Torres e Macahyba, 2012). Em 2003, o saldo das operações de crédito de todas as instituições financeiras frente ao Produto Interno Bruto (PIB) era de 27,8%, percentual próximo à média das economias latino-americanas. Em 2015, esse mesmo indicador havia alcançado 66,9% do PIB, nível próximo ao dos países de alta renda e 50% acima do que então se verificava no continente latino-americano (Gráfico 1).



A expansão do crédito foi até 2008 liderada pelos bancos privados nacionais. Esse grupo de instituições demonstrou maior agilidade para atender a um mercado movido, em grande medida, pela demanda das famílias. Apoiados em inovações como o crédito consignado e a alienação fiduciária para imóveis, as instituições privadas conseguiram ofertar com mais rapidez novos produtos financeiros voltados para um mercado que estava se abrindo, enquanto as instituições estatais se reposicionaram mais lentamente (Gráfico 2).

Esse cenário inicial foi comprometido pelo choque gerado pela crise financeira internacional de 2008. Desde então, os bancos privados se retraíram ao mesmo tempo que as instituições públicas deram início a um forte processo de expansão. Com isso, entre dezembro de 2008 e dezembro de 2015, o estoque de crédito dos bancos públicos passou de 14,2% do PIB para 29,2%, enquanto o dos nacionais privados recuou de 17,3% para 15,8%.

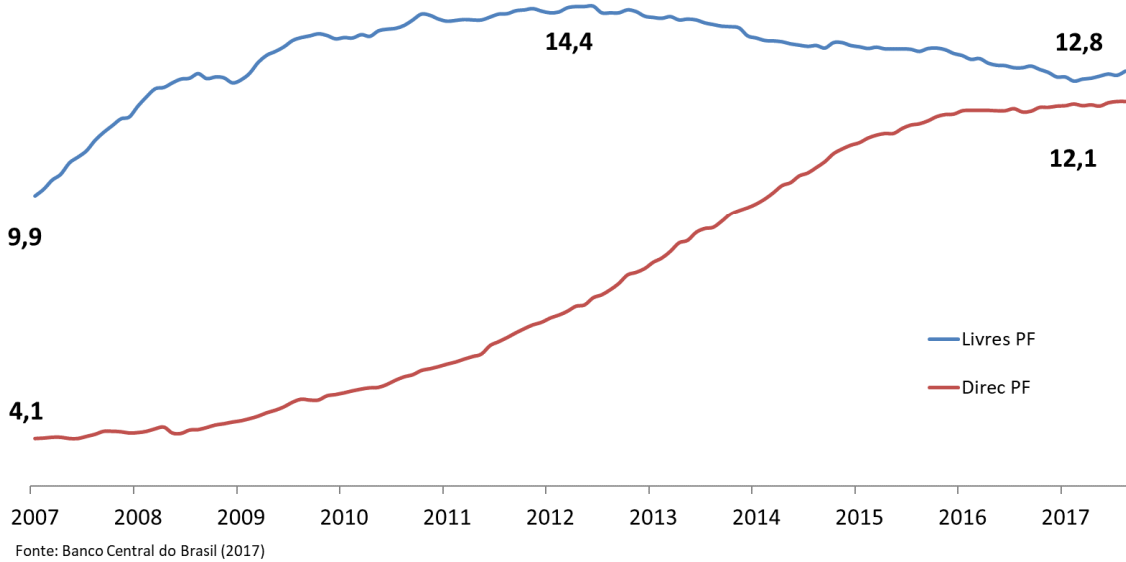


Fonte: Banco Central do Brasil

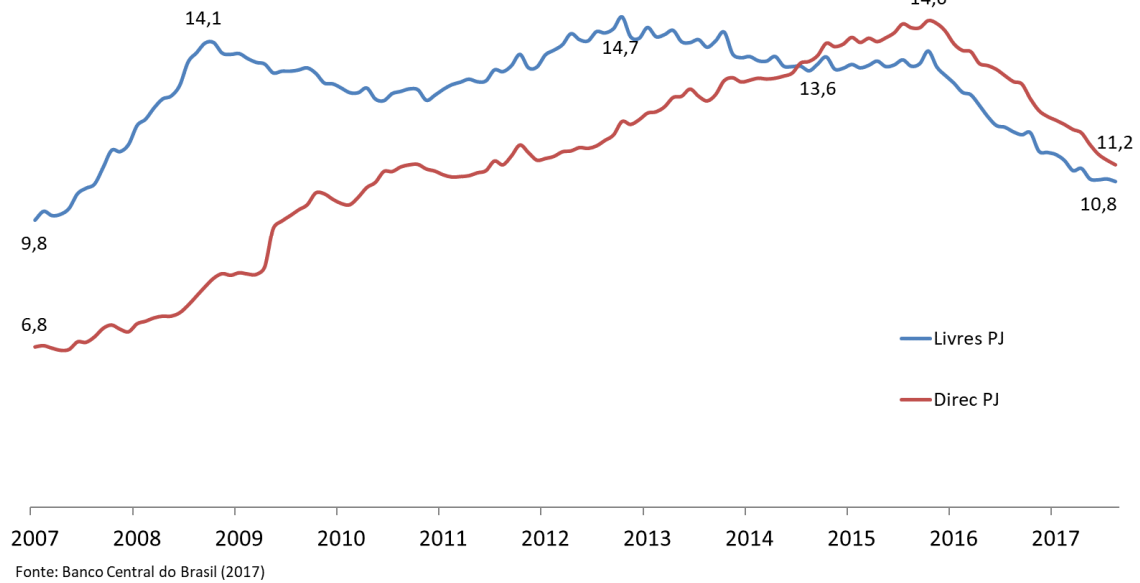
Esse crescimento dos bancos públicos esteve diretamente associado ao aumento das operações com recursos direcionados. Esses empréstimos são concentrados em duas modalidades. A principal delas é composta pelos programas do BNDES, voltados quase que exclusivamente para Pessoas Jurídicas (PJ). O segundo grupo importante são as operações imobiliárias realizadas pela Caixa Econômica Federal para as Pessoas Físicas (PF). Suas principais fontes de recursos são, respectivamente, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). A partir da crise de 2008, o Tesouro se somou a esses Fundos, graças à transferência de R\$ 400 bilhões para o BNDES. Com isso, ao final de 2016, 50% de todo o crédito bancário, tanto para as PF's quanto para as PJ's, passaram a ser de fontes direcionadas, contra 35% em 2008 (Gráfico 3).



**Evolução do Crédito Livre e Direcionado por Pessoa Físicas (PF) e Jurídicas (PJ)  
 de janeiro de 2007 a agosto de 2017 (Em % do PIB)  
 Crédito a PF por Fonte de Recursos**



**Evolução do Crédito Livre e Direcionado por Pessoa Físicas (PF) e Jurídicas (PJ)  
 de janeiro de 2007 a agosto de 2017 (Em % do PIB)  
 Crédito a PJ por Fonte de Recursos**



O longo período expansivo do crédito foi sucedido a partir do início de 2016 por uma forte contração. Entre janeiro de 2016 e outubro de 2017, o estoque dos empréstimos bancários recuou de 53,7% para 46,9%, uma queda de 6,3 pontos percentuais frente a um PIB que, nesse intervalo, recuou cerca de 8%. Essa retração se deu quase que exclusivamente (97%) no crédito às empresas e dividiu-se em partes iguais entre o segmento livre e o direcionado. O BNDES, isoladamente, respondeu por 45% da redução no crédito às empresas nesse período.

### ***O BNDES e as Transformações Recentes do Crédito Corporativo de Longo Prazo***

A melhor maneira de se analisar a evolução recente do BNDES é do ponto de vista do crédito corporativo doméstico de longo prazo. Esse mercado, no Brasil, é formado por quatro segmentos, que se distinguem conforme o originador do empréstimo e a fonte do financiamento. O maior deles é formado pelas operações diretas do BNDES. Estes créditos são gerados e mantidos na carteira própria da instituição (operações diretas) e são, em sua maioria, associadas a investimentos de maior valor absoluto e sujeito a retornos com prazos mais longos.

O segundo segmento em tamanho é constituído pelos repasses realizados pelos bancos comerciais com recursos do BNDES. Nesse caso, são os intermediários financeiros que estendem empréstimos de longo prazo para seus clientes para aplicação em alguma das finalidades admitidas pelo banco de desenvolvimento, por exemplo, a aquisição de um bem de capital ou a investimento de expansão de sua capacidade. Essas operações indiretas geralmente se destinam a investimentos de menor valor unitário, baixa complexidade e prazos relativamente mais curtos (até 5 anos).

Historicamente, as operações diretas e indiretas representaram cada uma, metade do saldo dos empréstimos do BNDES. A partir de 2014, a participação das operações indiretas começou a declinar, refletindo a queda acentuada nas vendas de máquinas e equipamentos. Entre 2014 e 2016, a produção de ônibus acumulada em 12 meses, por exemplo, caiu de 43.899 para 18.705 unidades e a de caminhões, de 203.330 para 60.482 unidades (ANFAVEA, 2016). Em dezembro de 2016, o estoque das operações indiretas havia recuado para 43% do total dos empréstimos do BNDES.

O terceiro segmento do mercado de crédito corporativo de longo prazo reúne as operações com debêntures. Esses títulos de dívida são adquiridos principalmente pelos bancos, para serem mantidos em sua tesouraria (recursos próprios) ou para serem colocadas nos fundos de investimento que administram (recursos de terceiros).

Finalmente, o último segmento é o menor de todos. Existe um pequeno segmento nesse mercado formado pelas “debêntures de infraestrutura”, que possuem características de mercado distinta do restante. Pelo fato de gozarem da isenção de imposto de renda para o investidor do tipo Pessoa Física, são muito demandadas por famílias que detêm patrimônio elevado e que buscam diversificar o risco e o retorno de suas carteiras.

Apesar de, na prática, apresentarem interconexões, cada um desses segmentos obedece a uma racionalidade própria, respondendo a vantagens competitivas específicas. No caso dos recursos BNDES, o custo baixo dos seus créditos e o apetite de longo prazo da instituição são os principais atrativos. No caso dos bancos, existem vantagens fiscais, regulatórias, de liquidez e de flexibilidade gerencial, que tornam as operações de longo prazo através do mercado de capitais mais eficientes do que as intermediadas por meio de seus balanços. No caso das Pessoas Físicas de alta renda, o incentivo fiscal lhes permite competir com os bancos nos empréstimos de longo prazo para as PJ, ao mesmo tempo em que as empresas acessam um crédito de menor custo.

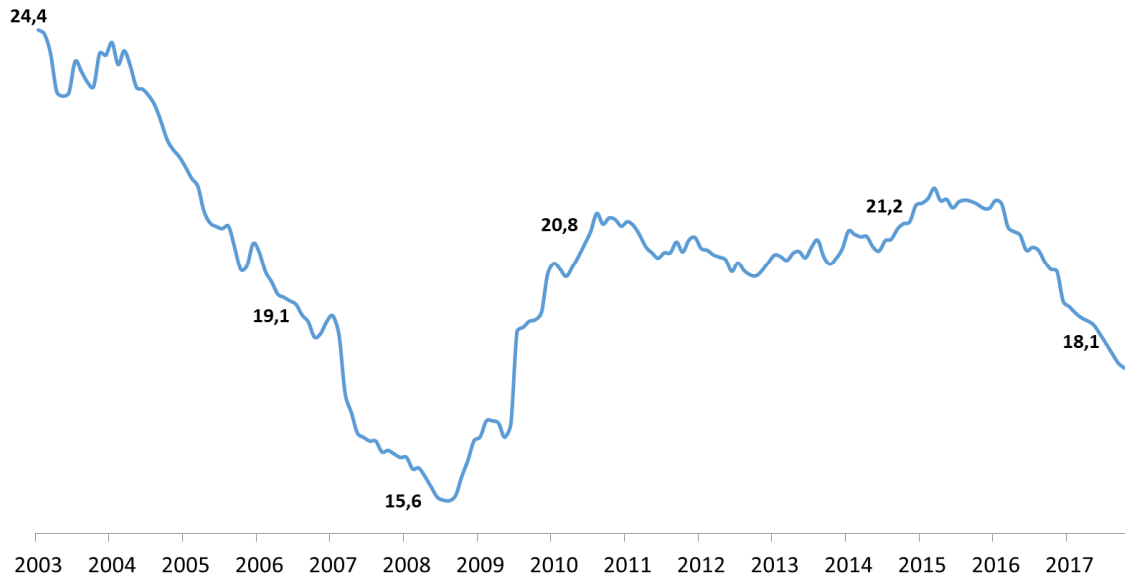
#### *BNDES: de agente anticíclico a instrumento de ajuste fiscal*

O BNDES tradicionalmente desempenhou no sistema financeiro brasileiro o papel de principal financiador de longo prazo das empresas. Sua atuação se faz presente em praticamente todos os setores. Seus empréstimos são vinculados a gastos com finalidades específicas (projetos de investimento, exportação de manufaturados e serviços etc.) de acordo com os objetivos legais associados a suas fontes de recursos para-fiscais. Em 2016, o banco de desenvolvimento respondeu por mais de 50% de todos os empréstimos bancários com prazos superiores a 5 anos (Banco Central, 2016).

A participação do BNDES no sistema financeiro nacional sempre foi relativamente grande. Entre 2010 e 2016, a instituição respondeu em média por 20,5% de todos os empréstimos bancários. Esse nível, no entanto, variou ao longo do tempo. Entre o final de 2004 e meados de 2008, caiu de 21,9% para 15,7% pelo fato de grande parte do crescimento do mercado nesse período ter se destinado às famílias, segmento que o BNDES não atua (Gráfico 4a).

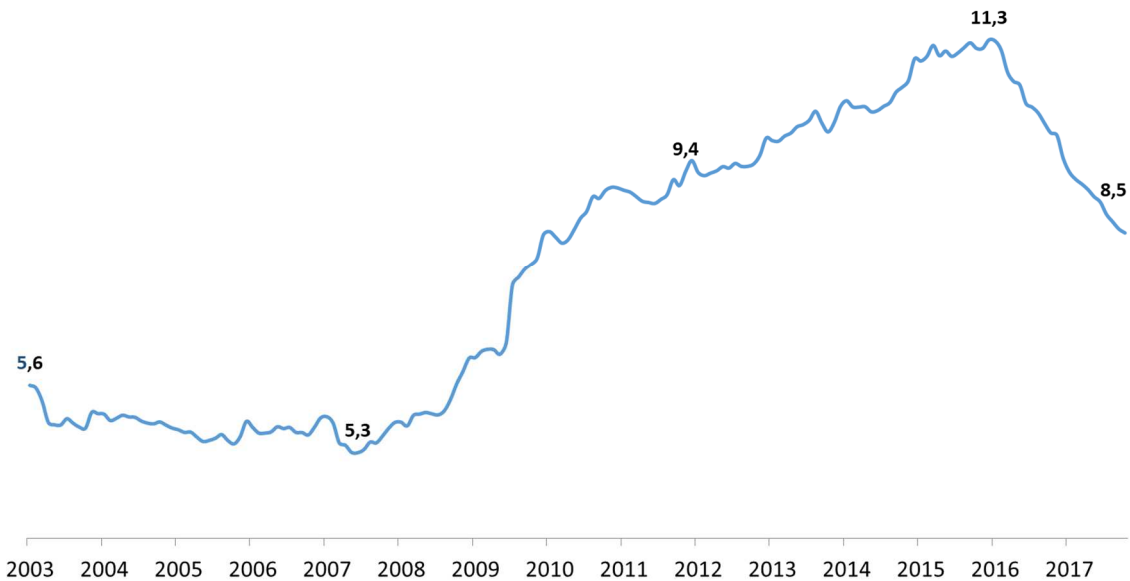
Durante a crise de 2008, o BNDES ajudou a sustentar o financiamento dos projetos de investimento em curso, compensando o encolhimento defensivo dos bancos comerciais e do mercado internacional. Em consequência, sua participação no crédito total aumentou de 15,6% em meados de 2008 para 20,8% em 2010. Nesse período, o volume de crédito do BNDES se tornou o principal fator de expansão do mercado. O saldo de suas operações saltou de 5,3% para 9,4% do PIB. (Gráfico 4b).

**Saldo das Operações de Crédito do BNDES  
Crédito do BNDES frente ao Total (%)**



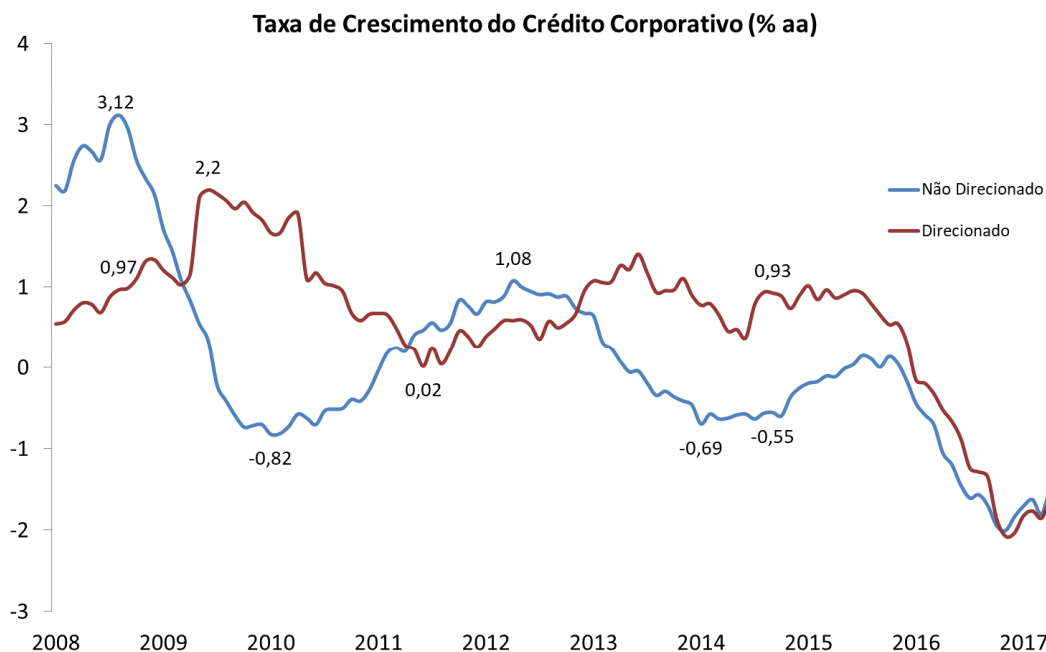
Fonte: Banco Central do Brasil, 2017

**Saldo das Operações de Crédito do BNDES  
Crédito do BNDES frente ao PIB (%)**



Fonte: Banco Central do Brasil, 2017

Até 2016, o BNDES continuou atuando de forma compensatória, reduzindo o impacto negativo do ciclo privado. O Gráfico 5 apresenta as taxas de crescimento dos empréstimos corporativos para os segmentos direcionado e livre. Observa-se que, entre 2008 e 2015, a aceleração das operações do BNDES - que responde pela quase totalidade dessa modalidade – se contrapôs sistematicamente à volatilidade das operações com recursos livres.

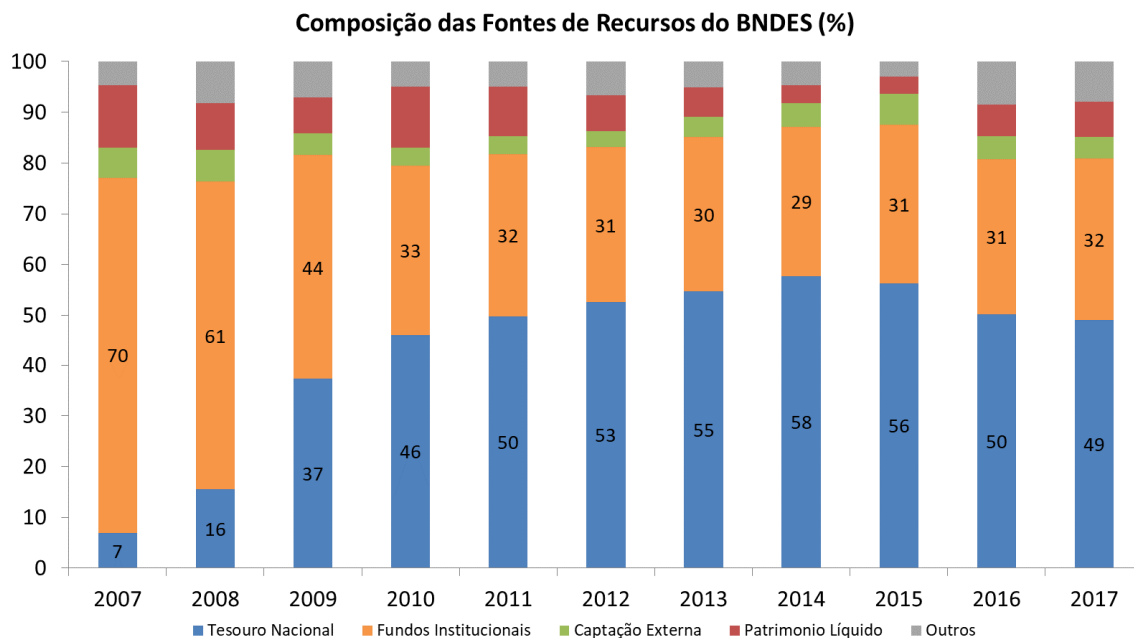


Fonte: Banco Central do Brasil, 2017

Essa atuação foi possível graças à manutenção, até 2015, de programas anticíclicos do governo federal. Esses empréstimos seguiam as mesmas taxas praticadas pelo FAT - a TJLP – que se mantiveram inferiores às taxas da SELIC durante todo esse período. Além disso, algumas dessas iniciativas, como o Programa de Sustentação do Investimento (PSI) contavam ainda com subsídio explícito do Tesouro Nacional. A atratividade desses programas de crédito do BNDES gerou uma demanda por fundos muito superior à capacidade de suprimento do FAT.

Diante desse fato, o governo, para sustentar sua política, decidiu continuar realizando mais empréstimos diretos ao banco de desenvolvimento, que montaram a mais de R\$ 400 bilhões através da emissão de títulos públicos. Isto levou a um aumento exponencial

na participação direta do Tesouro Nacional na estrutura de fontes do BNDES. Passou de um nível pouco relevante (7%) em 2007 para a posição de liderança desde 2010. Atingiu o máximo de 58% em 2014 e, desde então vem recuando para 49% em setembro de 2017 (Gráfico 6). O Tesouro respondeu por 70% de todo o aumento dos créditos do BNDES no período. Como essa captação era feita através do lançamento de títulos públicos a custos de mercado, a diferença entre as taxas de captação do governo e a taxa TJLP praticada pelo BNDES foi automaticamente absorvida pela União.



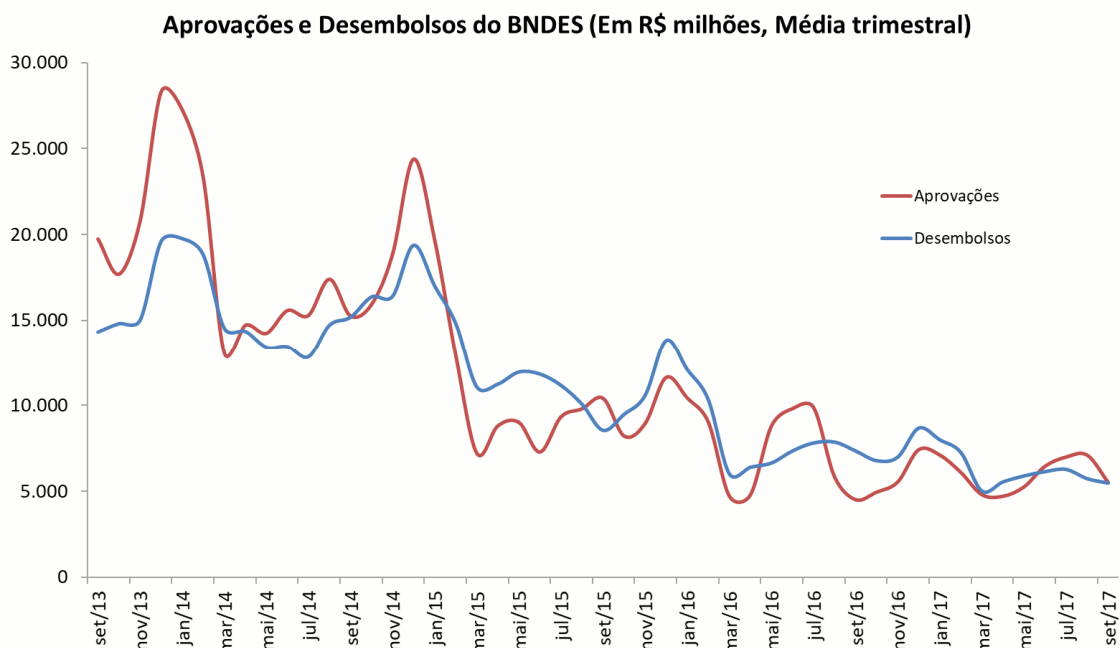
Fonte: BNDES (2017)

Obs.: Dados de 2017 são referentes ao mês de setembro.

Essa estratégia não era, no entanto, a única opção disponível para o governo à época. Alternativamente, o BNDES poderia ter tomado esses recursos – ou uma grande parte deles - diretamente junto ao mercado, lançando títulos de sua própria emissão, em lugar do Tesouro Nacional. O sucesso desse caminho requereria, no entanto, mudanças de natureza regulatória e na política monetária que garantissem atratividade e liquidez aos papéis do banco de desenvolvimento. Em compensação: aumentaria o déficit primário no montante da diferença entre a TJLP e a taxa SELIC; teria um custo de captação

superior ao do Tesouro Nacional; e aumentaria a concorrência com os títulos da dívida pública no mercado de capitais.

A desmontagem dos programas anticíclicos financiados com recursos da União foi iniciada em 2015, motivada pelo ajuste fiscal. Em consequência, os níveis de aprovação e de desembolso do BNDES desabaram e não se recuperaram mais (Gráfico 7). Em 2016, a oferta de créditos do BNDES foi ainda mais restringida, pela redução de seus coeficientes máximos de participação em projetos e por uma política deliberada de retenções. O resultado foi uma queda nos valores das aprovações e das liberações do BNDES. Os totais no 3<sup>a</sup> trimestre de 2017 correspondiam, respectivamente, a 20% e 25% dos montantes alcançados no último trimestre de 2014. Como resultado, o desembolso total do banco de desenvolvimento se limitou a R\$ 88,3 bilhões em 2016, pouco menos da metade dos quase R\$ 188 bilhões atingidos em 2014.

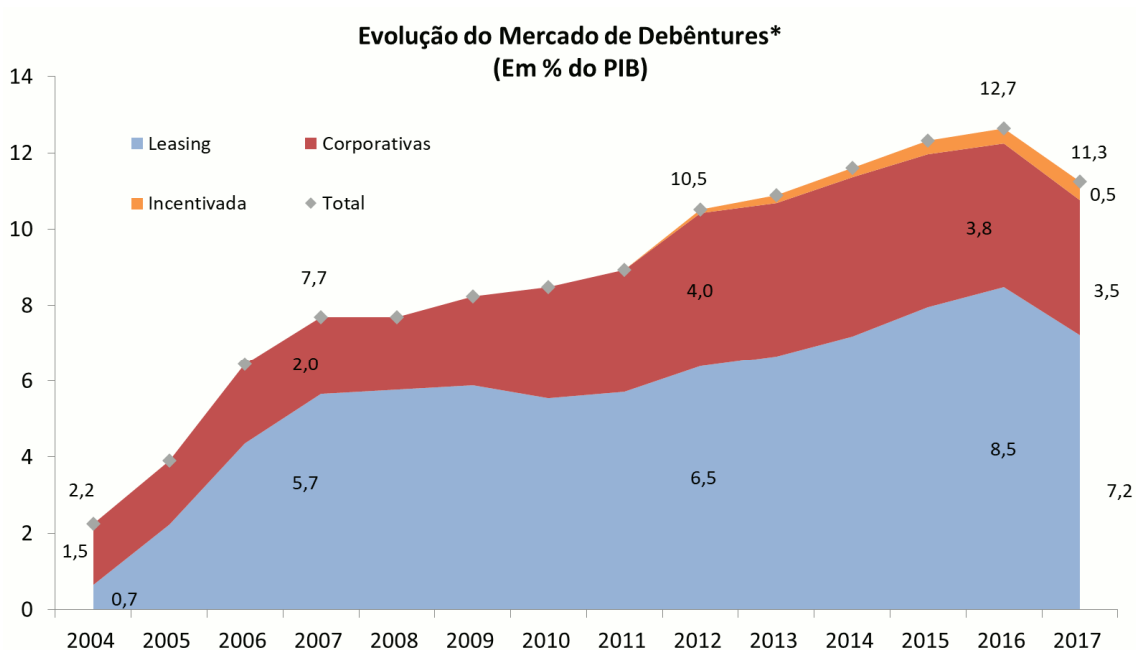


Fonte: BNDES (2017)

### O Mercado de Crédito de Longo Prazo: as Debêntures e o BNDES

A principal alternativa doméstica ao crédito de longo prazo do BNDES é a emissão de debêntures pelas empresas. Esse tipo de crédito também se expandiu rapidamente a partir de 2004. O saldo dessas operações passou de 2,2% do PIB em 2004 para 12,6% em 2016. Esses percentuais, no entanto, superestimam a real dimensão desse mercado (Gráfico 8).

As empresas de *leasing* foram as principais emissoras nesse período. Desde 2006, elas respondem em conjunto por cerca de dois terços do estoque dessas operações. Trata-se de uma característica única do mercado brasileiro e decorre do uso massivo que os bancos fazem desse instrumento como um mecanismo de arbitragem regulatória e fiscal. As instituições financeiras estão impedidas legalmente de emitir esse tipo de títulos que, por isso, gozam, frente aos instrumentos de captação bancários, de vantagens tributárias e da isenção de depósitos compulsório junto ao Banco Central.



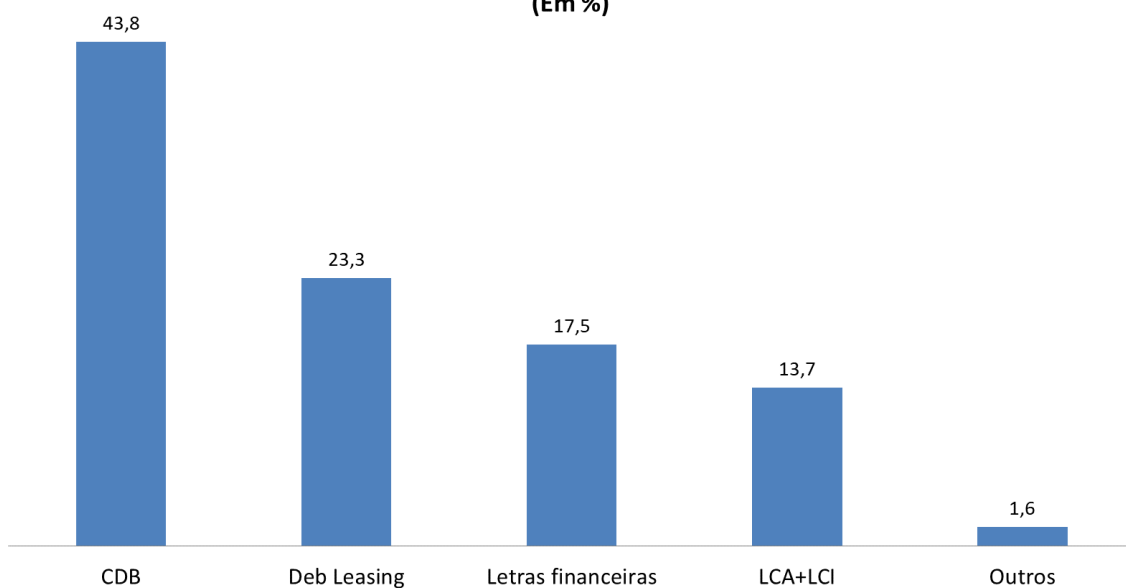
Fonte: ANBIMA (2017)

(\*) Os dados referentes às debêntures incentivadas correspondem à soma acumulada das emissões em mercado e os de 2017 são referentes até o mês de outubro.



Com a emissão de debêntures pelas empresas de arrendamento mercantil pertencentes ao mesmo conglomerado, os bancos conseguem driblar esse impedimento regulatório. Adquirem todas as debêntures emitidas sua *leasing* e recebem de volta os recursos pagos como empréstimo através do mercado interbancário, isento de impostos. O título comprado é, em seguida, vendido temporariamente a um cliente com cláusula de recompra (operação compromissada), o que o transforma, na prática em um instrumento de captação bancária semelhante a um Certificado de Depósito Bancário (CDB). As debêntures das *leasings* respondiam entre 2010 e 2016 pelo segundo lugar na captação dos bancos, só superadas pelos Certificados de Depósitos Bancários (CDB) (Gráfico 9).

**Composição Média do Estoque de Títulos de Dívida Bancária entre 2010 e 2017  
(Em %)**



Fonte: ANBIMA (2017)

Obs.: CDB (Certificado de Depósito Bancário); LCA (Letra de Crédito Agrícola); e LCI (Letra de Crédito Imobiliário).

Essas pseudo-captações não configuram, portanto, uma dívida corporativa. Seu propósito é gerar para os bancos comerciais um título com menores custos para servirem de instrumento de captação junto a seus clientes. Por esse motivo, esses dados devem ser excluídos do dimensionamento do crédito corporativo.

Além das *leasings*, há um amplo conjunto de empresas não financeiras que regularmente lançam debêntures no mercado. Entre 2007 e 2016, o estoque de títulos

dessas emissoras passou de 2% para 4,2% do PIB, incluindo-se os papéis incentivados ou não (Gráfico 8). Essas operações, como em todo o mundo, são estruturadas e distribuídas por bancos. Entretanto, a particularidade do mercado brasileiro é que aqui os maiores adquirentes desses papéis são as próprias instituições estruturadoras. No exterior, uma parcela mais relevante das colocações é feita junto a investidores institucionais (seguradoras, fundos de pensão, fundos de investimento) e Pessoas Físicas (Torres e Macahyba, 2014).

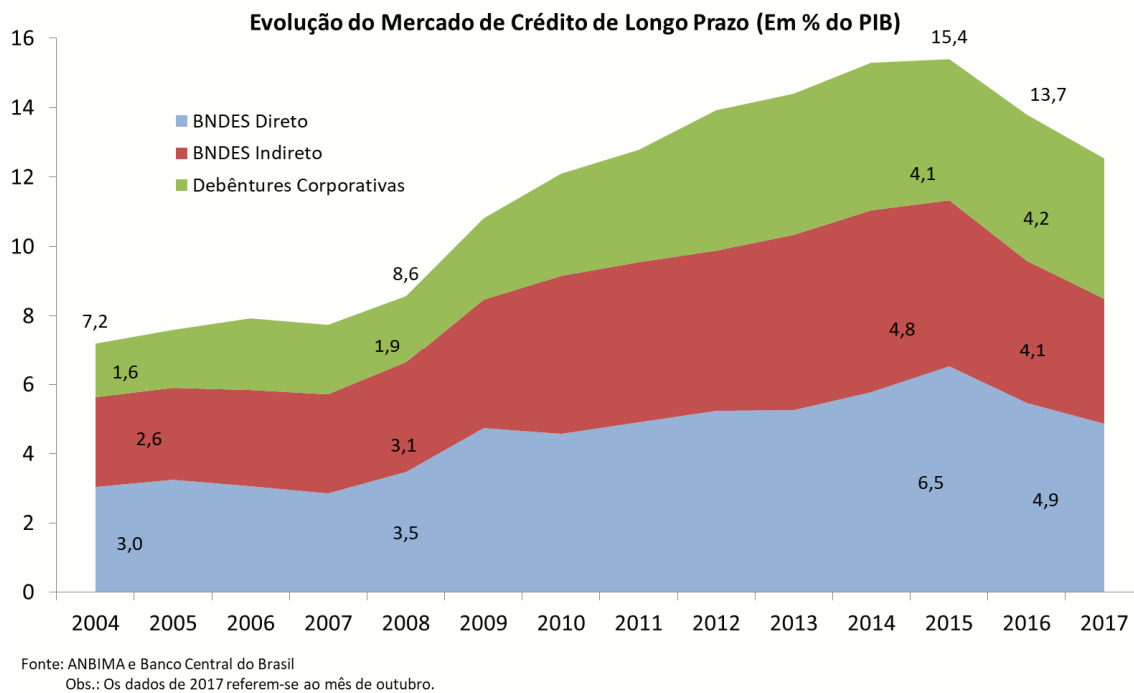
Na prática, os bancos brasileiros recomendam a seus clientes corporativos de maior porte emitir debêntures como forma de reduzir o custo de operações de maior monta (acima de R\$ 200 milhões), sempre que os limites de suas linhas de curto prazo se esgotam. Os recursos assim obtidos são utilizados para liquidar os saldos de empréstimos bancários de mais curto prazo, reabrindo os limites para a realização de novas operações de capital de giro. Os títulos adquiridos são, por sua vez, alocados dentro do conglomerado financeiro nas diversas carteiras de clientes sob sua administração e na própria tesouraria.

Para reduzir o custo e o tempo dessas emissões, os lançamentos são feitos através de um procedimento simplificado, a chamada Oferta Restrita ou do tipo “476”. Nesse caso, a operação só pode ser apresentada a um público de até 75 investidores, que precisam aportar valores mínimos elevados. Em compensação, esse tipo de Oferta não precisa de autorização prévia da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em 2016, 97% do valor das debêntures emitidas no ano foram distribuídas na forma de Ofertas Restritas.

Por esses motivos, a expansão do mercado de debêntures corporativas no Brasil não deve ser vista, a exemplo do que ocorre em outros centros financeiros internacionais, como um efetivo processo de desintermediação bancária. Trata-se, na prática, de uma maneira mais eficiente para alargar os prazos e reduzir os custos dos empréstimos bancários, usando as vantagens proporcionadas por títulos corporativos transacionados em mercados de capitais, em vez de contratos bancários.

Somando-se o saldo das operações do BNDES ao das debêntures emitidas pelas empresas *ex-leasing* chega-se a uma estimativa do tamanho e da evolução do crédito corporativo de longo prazo em moeda nacional. O saldo conjunto dessas operações era de 7,6% do PIB em 2003 e se manteve nessa dimensão até o início da crise financeira internacional de 2008. Desde então, cresceu até atingir 15,4% em 2015. Nos dois anos seguintes, houve forte retração para 12,5%, decorrente do desempenho do crédito do BNDES (Gráfico 10). O BNDES responde por 70% dos recursos destinados a essa

finalidade, mas origina apenas 35% do valor dessas operações. O restante é feito pelo sistema bancário.



### ***Os desafios do BNDES: os cinco fatores contracionistas***

Para se pensar o futuro da atuação do BNDES é importante ter presente que no momento existem cinco fatores atuando concomitantemente no processo de contração do crédito do BNDES. O primeiro é de natureza conjuntural e está associado à profundidade do processo recessivo em curso na economia brasileira. Houve uma forte queda da taxa de investimento – 21,5% do PIB em 2013 para 15,5% em 2017 – e uma retração ainda mais intensa da produção doméstica de bens de capital.

Esse determinante não deve, no entanto, se sustentar no tempo. A economia brasileira vem dando sinais de que, a partir do segundo semestre de 2017, entrou em uma fase de recuperação lenta. Desse ponto de vista, é razoável se supor que a demanda de crédito de longo prazo no Brasil volte a crescer a partir de 2018 mais rapidamente que o PIB. Diante desse cenário, cabe uma pergunta: será que essa retomada do crescimento

se traduzirá em uma maior demanda por recursos do BNDES? Em que condições essa demanda potencial se materializaria?

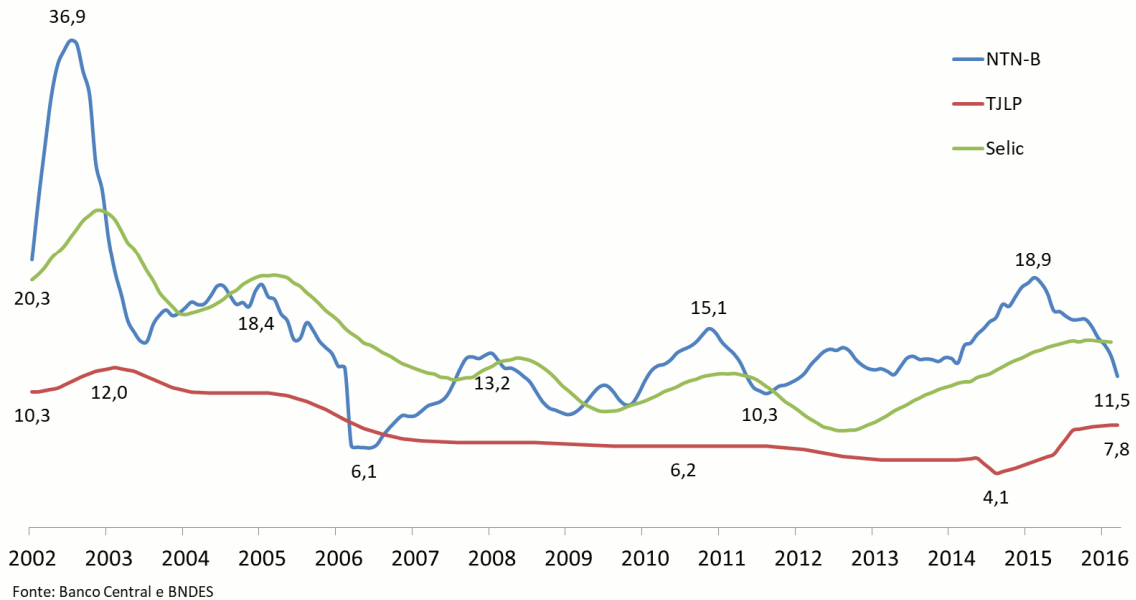
A resposta a essas indagações requer uma análise dos outros quatro fatores contracionistas que atuam sobre o crédito do BNDES:

- a. a perspectiva de se manter um regime de taxas de juros e de inflação historicamente baixas (um dígito) por um período prolongado (três anos pelo menos);
- b. o aumento da taxa de juros dos empréstimos do BNDES, com a introdução da TLP (Taxa de Longo Prazo) em lugar da TJLP;
- c. a aceleração dos pagamentos referentes aos empréstimos realizados pelo Tesouro Nacional; e
- d. os efeitos reputacionais negativos decorrentes da forte ação de mídia que associou a imagem do BNDES a empresas comprometidas com delitos de corrupção política e a efeitos concentradores de renda e de riqueza (“meia entrada”).

A competitividade dos empréstimos do BNDES esteve tradicionalmente apoiada numa combinação entre taxas de juros atrativas e prazos longos. Desse ponto de vista, a perspectiva de um período prolongado de taxas de juros relativamente baixas e a criação da TLP mudam o posicionamento de mercado da instituição em termos de preço. As vantagens associadas a prazos longos foram até o momento preservadas.

O BNDES sempre praticou uma taxa de juros básica, a TJLP, formada independentemente do mercado. Sua evolução não seguia a taxa de curto prazo fixada pelo banco central (taxa SELIC), nem acompanhava a estrutura a termo da taxa de juros, baseada nas taxas cobradas nos títulos de longo prazo do governo federal (NTN-B). De fato, entre 2002 e 2016, TJLP foi sempre inferior à SELIC e apenas em um curtíssimo período superou a taxa da NTN-B de 5 anos (Gráfico 11).

**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)**



Ao longo de 2017, esse cenário de taxas de juros nominais muito elevadas sofreu uma forte e, até certo ponto, inesperada reversão. Ao longo de 2017, a taxa SELIC foi reduzida de 13% para 7% ao ano. A expectativa dominante no governo e no mercado financeiro ao final do mesmo ano era de que a inflação e a taxa SELIC serão mantidas em níveis historicamente baixos por um período prolongado. Essa perspectiva está presente nas projeções de longo prazo divulgadas em outubro de 2017 pelas principais instituições financeiras (Tabela1). Esse cenário mais benigno de inflação e de taxa de juros se constitui, por si só, um fator suficientemente relevante para obrigar o BNDES a se ajustar a um novo padrão de concorrência de mercado.

Com a inflação e a taxa básica de juros mantidas em níveis baixos, o diferencial entre a SELIC – que indexa a captação dos demais bancos - e a taxa historicamente praticada pelo BNDES (TJLP) tende a se tornar muito pequeno. De acordo com a Tabela 1, até 2023 deverão se situar entre 50 e 90 pontos básicos. Esses valores são inferiores à margem (*spread*) que hoje é cobrada pelo banco de desenvolvimento, de cerca de 140 pontos básicos (bps), ou seja, uma margem de 1,4 % ao ano. O impacto do novo regime de taxas baixas de inflação e de juros sobre o BNDES, mantida a TJLP, se daria, no entanto, lentamente. Pelas projeções, a TJLP ainda manteria um diferencial a seu favor, apesar de muito inferior ao que apresentou no passado.

### Cenário de Longo Prazo

Itens	2017*	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	2023*
Crescimento Real do PIB (% aa.)	0,9	2,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
IPCA (IBGE) - % aa.	3,0	3,9	4,3	4,0	4,0	4,0	4,0
Taxa Selic nominal (ac. 12 meses) %	10,0	6,6	7,4	7,3	6,9	6,9	6,8
TLP (% aa.) - acumulado no ano	7,4	8,0	8,3	8,0	8,0	8,0	8,0
Taxa Selic nominal (ac. 12 meses) %	10,0	6,6	7,4	7,3	6,9	6,9	6,8
TJLP (% aa.) - acumulado no ano	7,1	7,0	6,9	6,6	6,4	6,1	6,0

Fonte: Bradesco. A projeção da TLP (nova taxa do BNDES) foi realizada pelo autor a partir de dados do Bradesco e de projeções próprias.

Entretanto, a substituição da TJLP pela TLP mudou essa perspectiva. A TLP será um espelho da 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, fixada em leilão pelo mercado. Com isso, a taxa básica do BNDES foi reposicionada para um nível que, ao longo do tempo, será superior ao da TJLP e ao da SELIC. Ficará, portanto, acima do custo básico de captação dos bancos (SELIC/CDI) e será maior do que a taxa cobrada das empresas de bom risco e que, por exemplo, conseguem acessar o segmento das debêntures incentivadas. Além disso, a TLP tenderá a flutuar muito e a aumentar substancialmente em momentos de crise (comportamento pro-cíclico).

O FAT também será comprometido pela TLP como mecanismo de captação de recursos de longo prazo. O ganho esperado de rentabilidade do Fundo ocorrerá em detrimento de sua perda de função. Os recursos do FAT serão competitivos apenas nas operações com mais de 5 anos. Desse ponto de vista, parte relevante do seu fluxo e do seu estoque tenderão a ficar ociosos e serão automaticamente aplicados em títulos da dívida pública. Estarão, portanto, sendo utilizados, na prática, para financiarem o Orçamento da União.

A alternativa do BNDES para reduzir seu custo de captação seria substituir o FAT por uma captação direta em mercado, baseada em taxas mais competitiva, como a SELIC ou CDI. Para isso, os mecanismos de captação disponíveis precisarão ser revistos e ampliados, tais como a emissão de Letras Financeiras e de debêntures, por meio da BNDESPar, sua subsidiária integral. De qualquer modo, o fato de o BNDES não ser um banco de rede, torna essa tarefa mais difícil e custosa frente aos bancos comerciais.

Do ponto de vistas das empresas, a introdução da TLP fará com que o BNDES, por falta de recursos adequados, deixe de cumprir alguns dos papéis que tradicionalmente desempenha há mais de seis décadas. As taxas domésticas para financiamento de investimentos aumentarão relativamente pela maior pressão de demanda sobre mercado que ainda são pouco profundos, como mostramos anteriormente. O pleno atendimento da demanda das empresas dependerá, portanto, da existência de mercados bancários privados e de dívida corporativa capazes de absorver a demanda de fundos para investimento com recursos livres. Isso, no entanto, ainda não se verifica no Brasil e requer tempo para ser desenvolvido. Ao final de 2016, os bancos privados detinham apenas 14% dos empréstimos com mais de 5 anos. O mercado de debêntures corporativas, além do seu porte limitado, dificilmente consegue absorver operações com duração média superior a esse prazo.

Além disso, o BNDES deixará de atuar como um mecanismo de proteção dos produtores nacionais de máquinas e equipamentos que praticam elevados níveis de nacionalização. Não poderá também exercer o papel de “financiador de última instância” dos projetos de investimento, como ocorreu em 2008 e 2009. Perderá, assim, a capacidade de realizar atuações de fomento e ações anticíclicas.

Em paralelo, a política de aceleração dos pagamentos dos créditos do Tesouro Nacional comprometerá a liquidez própria da instituição nos próximos anos, principalmente em um cenário de retomada do investimento. Os créditos do Tesouro Nacional foram aplicados em empréstimos com prazos médios superiores a 7 anos, e os pagamentos extraordinários não levam isso em conta. Assim, a dimensão e a rapidez no atendimento às demandas anunciadas pelo governo poderão limitar a capacidade de o Banco atender à demanda corporativa de crédito de longo prazo ao longo do período de transição, especialmente se houver dificuldades para que as fontes privadas sejam mobilizadas nos montantes e nos prazos adequados.

Para que o mecanismo da TLP não tivesse esse impacto tão negativo, seria necessário que o mercado financeiro brasileiro já apresentasse características que são comuns aos países ricos e que dispõem de moeda internacionalmente conversível. Nos EUA, na Europa e no Japão, por exemplo, os mercados de longo prazo são muito concorrenciais e amplos. Com isso, as taxas pagas pela dívida pública são baixas e relativamente estáveis. Essas características permitem que os bancos públicos locais possam captar grandes volumes de recursos privados, pagando um *spread* de até 25 bps ao ano a mais do que seu Tesouro Nacional. Nenhuma dessas características está presente na nossa realidade. Ao mesmo tempo, não há nenhuma garantia de que, no futuro próximo, o

Tesouro Nacional será capaz de impor ao mercado taxas de juros de Primeiro Mundo. Entretanto, o aprofundamento do mercado brasileiro será um processo inexorável em um cenário de baixas taxas de juros e de inflação. O problema está na violência do impacto de curto prazo gerado pela medida.

Nessa hipótese, o mais provável é que as empresas e os bancos se mobilizem para suprir essas necessidades adicionais de fundo de longo prazo com recursos externos. Com isso, retornaríamos em parte à situação anterior a 2004, com o aumento da dolarização dos balanços das empresas e, conseqüentemente, da instabilidade macroeconômica. Caso o governo viesse a oferecer garantia para o risco cambial estaria se introduzindo um fator de risco elevado nas contas fiscais .

Finalmente, o fator reputacional, pela sua dimensão política, é aquele que é mais difícil de ser incorporado a um cenário prospectivo. Seus impactos negativos afetam tanto as operações ativas – empréstimos – como as passivas – captação de recursos – do BNDES. A atuação exagerada e desinformada dos órgãos de controle pode simplesmente tornar inoperantes por muito tempo determinados mecanismos operacionais, até mesmo aqueles que foram menos afetados pelos fatores financeiros, tais como o apoio à exportação e a participação do Banco no mercado acionário (BNDESPar).

Os impactos negativos do fator reputacional se estendem a vários dos *stakeholders* do BNDES. O corpo técnico pode ter sua atuação limitada medida por riscos morais e financeiros que penalizem sua participação no processo decisório da instituição. Os financiadores potenciais do banco de desenvolvimento, no Brasil e no exterior, podem se retrair e, com isso, aumentar o custo de captação da instituição em momento de transição já bastante complexo. O problema reputacional também cria um ambiente negativo junto à opinião pública, inclusive junto aos empresários e aos membros do Congresso Nacional.

A reação ao último fator negativo dependerá basicamente do interesse do Poder Executivo em manter a instituição entre seus principais mecanismos de atuação. O BNDES, ao longo da história, mostrou flexibilidade e capacidade de responder às diferentes demandas de diferentes governantes, em busca de mudanças estruturais na economia. Foi assim nos anos 1970, com o programa de investimento do II PND; com a inserção internacional competitiva na década de 1980; com a privatização nos anos 1990; e com a expansão do crédito corporativo e a ação anticíclica nos 2000.

É difícil prever o que ocorrerá na arena política a partir da eleição de 2018 e qual será o futuro da coalizão de interesses que deu sustentação à criação da TLP e à



execração pública da instituição. Não há, no entanto, dúvida de que a interrupção do processo de desmontagem em curso e a reorientação do BNDES em novas bases e com novos focos dependerá necessariamente da atuação concertada do governo federal e da administração do BNDES por um longo período de tempo. O resultado de uma reorientação dessa natureza será, no entanto, mais bem sucedido quanto mais cedo for iniciada.

O processo de desmontagem em curso impacta a estrutura operacional do BNDES de forma diferenciada. Alguns segmentos das operações ativas, com o apoio à exportação (AEX) e a participação no capital das empresas (BNDESPar) terão dificuldade para recuperarem fôlego no futuro próximo, devido ao forte choque a estão sujeitos pelo fator reputacional. Nas áreas restantes, os fatores de ordem financeira e de mercado tendem a se sobressair e conseqüentemente a capacidade de resposta da instituição tende a ser maior.

A atividade operacional mais importante para determinar a escala que o BNDES terá no futuro será a das operações de repasse. Em um cenário de taxas de juros baixas e com a presença da TLP, os bancos agentes terão, pela primeira vez, condições de substituir os recursos do BNDES por fontes de mercado nas operações indiretas, com algumas vantagens: absorção da remuneração do BNDES, redução de custo operacional e oferecimento de produtos financeiros com menores exigências legais e normativas (p.e. a obrigação de índices mínimos de nacionalização). Isto poderia ser efetivado rapidamente, uma vez que praticamente todo o processamento das operações indiretas já é feito no interior das instituições repassadoras.

O banco de desenvolvimento manterá, no entanto, vantagens nas operações com prazos superiores a 3 anos, pela possibilidade de, com o seu financiamento, eliminar o problema de descasamento de prazos no interior das instituições repassadoras. Quanto maior a duração dos empréstimos, mais os recursos do BNDES se mostrarão competitivos. Entretanto, o sucesso de iniciativas desse tipo dependerá essencialmente de os novos programas do BNDES conseguirem ser desenhados de forma a atender adequadamente às necessidades de repassadores e de clientes finais em um ambiente mais competitivo. Essa tendência à substituição pelos bancos dos recursos do BNDES pelos de captação própria se estenderá para além das operações de repasse e abará também parte das operações diretas de menor porte (acima de R\$ 20 milhões), que hoje são formalmente originadas pelo BNDES, mas que, na prática, são estruturadas pelos bancos repassadores.

Os créditos a investimento de muito longo prazo (mais de 5 ou 7 anos), como infraestrutura e grandes projetos industriais, continuarão tendo o BNDES como fonte preferencial de recursos, por necessitarem de maiores prazos longo e de um *hedge* em moeda nacional. Não se incluem, no entanto, nesse conjunto os segmentos relacionados à produção de *commodities* internacionalizadas, já que as empresas desses segmentos têm condições de acessar facilmente o mercado internacional e de tomar dívida em moeda estrangeira.

Essa vantagem potencial dos recursos do BNDES terá, no entanto, para se efetivar que vir acompanhada de mecanismo de acesso mais simples, rápidos e transparentes. A metodologia tradicional de análise de projeto é muito intensiva em trabalho e requer um prazo longo de análise. Essa revisão do processo decisório voltando-o para o melhor atendimento da clientela, sem a perda do rigor na avaliação de risco, precisará envolver todos os diferentes níveis decisórios da instituição, do enquadramento à Diretoria.

A apoio à indústria de menor porte tenderá de uma forma geral a se mesclar com as atividades de repasse. Entretanto, a capacidade de o BNDES originar diretamente crédito pode dar lugar a novos programas de atendimento desse conjunto de empresas a partir de mecanismos massivos de análise de risco, como por exemplo o uso de metodologias do tipo *credit score*, associados ou não ao uso de fundos garantidores públicos. A grande dificuldade dessas iniciativas, no entanto, está na necessidade evitar comportamentos do tipo *moral hazard* de instituições intermediárias.

Finalmente, o passivo do BNDES terá que se adaptar a esse novo cenário. Diante do encarecimento relativo do FAT, o BNDES pode captar diretamente recursos livres junto aos bancos e ao público com base na Taxa Selic, para prazos mais curtos. Para isso, estão disponíveis instrumentos como Letras Financeiras ou Letras de Crédito Agrícola. O setor agrícola adquiriu uma relevância grande nos créditos do BNDES nos últimos anos. Um resumo da distribuição dos efeitos dos fatores de contração do crédito pelos diferentes segmentos operacionais do BNDES e da capacidade de resposta de cada um deles se encontra na Tabela 2.

**Fatores de Contração e Capacidade de Resposta por Segmento Operacional do BNDES**

Área do BNDES	Cliente Principal	Fator de Contração Dominante	Capacidade de Resposta
Operações Indiretas ou Repasses	Bancos	TLP e Regime de Taxas de Juros Baixas	Prazo longo e Crédito Simplificado
BNDESPar (Ações)	Empresas Listadas em Bolsa	Reputacional	Muito Baixa
Exportação	Empresas Exportadoras	Reputacional	Muito Baixa
Infra-Estrutura e Grandes Projetos Industriais	Empresas Concessionárias e Grandes Indústrias	TLP e Regime de Taxas de Juros Baixas	Prazo Longo
Indústria e Serviços de Menor Porte (Direto)	Empresas Industriais de Menor Porte	TLP, Regime de Taxas de Juros Baixas	Prazo Longo, Crédito Simplificado e Fundo Garantidor Público

Fonte: Elaboração do Autor

### ***Sugestões de Medidas para o BNDES***

Como base nesse cenário, as sugestões que serão apresentadas têm o propósito de criar condições para que o BNDES – e conseqüentemente o Estado brasileiro - possa continuar a atuar no mercado de crédito corporativo doméstico, no atendimento corrente do investimento, no fortalecimento da estrutura de capital das empresas e em ações de natureza anticíclicas.

Não se pretende com as iniciativas propostas evitar as mudanças estruturais em curso associadas ao novo regime de taxas de juros e de inflação baixas. O BNDES continuará precisando ajustar sua atuação à nova realidade de crédito do sistema bancário e do mercado de capitais: maior volume e maior duração da oferta voluntária de crédito corporativo de longo prazo.

Essa trajetória será benéfica para a economia brasileira sob qualquer ponto de vista e precisa ser, inclusive, no possível, estimulada pelo BNDES. As medidas sugeridas possibilitarão ao banco de desenvolvimento condições para promover um ajuste ordenado a essa nova realidade, mediante a criação de novos produtos financeiros, a revisão de seus mecanismos operacionais, garantindo que a instituição possa cumprir seu papel de financiar o investimento produtivo e promover o desenvolvimento nacional.

As propostas são de duas naturezas. Assim, o primeiro conjunto delas tem como foco adequar as condições financeiras dos fundos administrados pelo BNDES de modo a capacitá-lo a responder à nova realidade do crédito corporativo. O segundo conjunto se volta para diretrizes que deveriam nortear a nova estratégia do banco de desenvolvimento.

### *Medidas de Natureza Financeira*

Liquidação do passivo do BNDES com o Tesouro mediante a transferência para a União de créditos que foram originados com os recursos repassados pelo governo federal.

Com isso, o BNDES reduziria de imediato o tamanho do seu balanço (ativo e passivo) e de sua liquidez. Voltaria a ser uma instituição exclusivamente voltada a atividades de financiamento ao desenvolvimento que não teria mais envolvimento financeiro nem político com o Orçamento da União e com o Tesouro Nacional. A gestão da carteira que fosse transferida poderia continuar sendo feita pelo BNDES, que permaneceria como garantidor perante a União do risco dessas operações. Essa transferência poderia ser realizada através da criação de uma empresa federal de propósito específico, que carregaria esses créditos e débitos. Uma alternativa seria utilizar uma empresa estatal já existe para isso, no caso a EMGEA - Empresa Gestora de Ativos - do governo federal.

Ajuste no cálculo da TLP de forma a criar um mecanismo que reduzisse o *spread* atualmente cobrado acima do IPCA.

De acordo com a legislação em vigor, a TLP é um espelho da taxa que incide sobre os títulos públicos indexados ao IPCA pelo prazo de 5 anos, as NTN-B. O ajuste proposto seria criar por medida legal um redutor de fixasse esse *spread* em metade da taxa paga pelo Tesouro nesses mesmos títulos. Haveria assim um diferencial favorável a TLP frente às taxas cobradas pelo mercado nas NTN-B de cinco anos. Com isso, os recursos do FAT voltariam a ser competitivos. Ademais, esse diferencial seria flexível. A TLP acompanharia sempre a NTN-B, mas numa magnitude menor. Em situações normais, essa diferença tenderia a ser pequena. Porém, em momentos de estresse macroeconômico, quando as taxas de mercado tendem a subir muito, a diferença entre a TLP e a taxa da NTN-B de cinco anos aumentaria o que permitiria que os recursos do FAT pudessem, nessas oportunidades, ser usados como instrumento de atuação anticíclica.

Em termos algébricos, a determinação da TLP, de acordo com a proposta, passaria a seguir a seguinte fórmula:

$$\text{TLP} = \text{Variação do IPCA} + (0,5 \times \text{taxa de risco da NTN-B de 5 anos}).$$

Isenção pelo BNDES do pagamento de Imposto de Renda e Contribuições Sobre o Lucro e desobrigação de transferir dividendos à União.

Esses mecanismos extra-orçamentários são utilizados em outros países, como a Alemanha, para conferir vantagens marginais de custo a seus bancos de desenvolvimento, inclusive como meio de reduzir o impacto de ineficiências que são inerentes ao controle público dessas instituições.

Criação da Letra de Crédito de Infraestrutura ou a Letra Financeira Vinculada à Infraestrutura, que seria emitida com lastro em operações amparadas na Lei 12431 e nas condições estipuladas por essa Lei.

Com isso, o BNDES teria condições de concorrer em igualdade com as grandes empresas na captação de recursos de longo prazo, sempre que estivesse financiando diretamente projetos amparados nessa legislação. O financiamento do BNDES terá sempre uma importância muito grande em investimentos na fase de projeto e nos projetos que requeram prazos mais longos.

#### *Medidas Operacionais Específicas*

Redução do prazo de tramitação e das exigências relativas aos créditos para empresas de bom risco financeiro, inclusive a obrigatoriedade de análise de projeto.

Criação de um programa de garantias firmes para a parcela das ofertas de debêntures incentivadas que não fossem atendidas pelos bancos privados. Ao mesmo tempo, a instituição deveria atuar como um importante *dealer* do mercado, promovendo a liquidez desses títulos no mercado secundário.

Descentralizar o sistema decisório, permitindo mais celeridade à aprovação de operações.

Redução e agilização dos requerimentos das operações indiretas, tornando-as mais atrativas para os bancos agentes.

## **Conclusões**

O BNDES atravessa o momento mais difícil de sua história. A ação em simultâneo de fatores políticos e econômicos lançou a instituição em uma encruzilhada que a obriga inevitavelmente a se reinventar. O rumo que tomará ainda não está escrito. Entretanto, há um risco elevado de o BNDES ser desmontado em um prazo relativamente curto.

A capacidade de resposta instituição é limitada. Sua carteira de ativos e seu corpo técnico são elementos que permitem sustentar um redirecionamento positivo. Entretanto, o aspecto político da questão será determinante nesse processo. Um banco de desenvolvimento só tem sentido se o governo que o comanda vê valor na sua atuação. Ao longo de mais de 60 anos de existência, esse princípio esteve presente nos mais diferentes momentos da história do Brasil. Todos os governos até recentemente, de alguma maneira, perceberam a importância de manter o BNDES como um instrumento para levar a frente sua agenda de transformação no setor corporativo.

O fim do BNDES significa transferir uma parcela relevante de poder do Estado para os grandes bancos nacionais. A concorrência no provimento de crédito às empresas se reduzirá. Ao mesmo tempo, se eliminará o principal mecanismo de direcionamento de crédito às empresas, sem que outros instrumentos, como, por exemplo, os de garantias públicas, sejam alternativas viáveis. Não há nenhum país de porte no mundo que não disponha de mecanismos relevantes de direcionamento do crédito, o que varia são os instrumentos de direcionamento utilizados (Torres 2009).

O BNDES se manteve como um banco de porte elevado no sistema financeiro nacional por causa das deficiências estruturais do nosso mercado financeiro. Durante toda a segunda metade do século XX, foi impossível desenvolver um mercado privado que oferecesse crédito de prazos longos, em volume expressivo e a taxas razoáveis. Esse cenário, no entanto, começou a mudar a partir de 2003 com a modernização da dívida pública e a ampliação dos mercados domésticos de crédito. Entretanto, as elevadas taxas de juros que ainda eram cobradas limitaram o desenvolvimento mais rápido do mercado de crédito de longo prazo.

A experiência internacional mostra que era de se esperar que em algum momento as taxas de juros e a inflação viriam a atingir níveis mais baixos. Isto já havia ocorrido em outros países, inclusive os latino-americanos que, como o Brasil, se integraram ao sistema financeiro internacional, como México, Colômbia, Peru e Chile. Quando esse

novo regime se instalou, os mercados voluntários de crédito privado de longo prazo em moeda local se materializaram.

Assim, com a instalação de um regime de taxas baixas de juros, como agora, o BNDES tende a sofrer mais intensamente a ação concorrencial dos bancos comerciais e do mercado de capitais. Isso implica necessariamente na redução de seu tamanho – ao menos em termos relativos - e na mudança de foco de sua atuação. Esse processo, em tempos normais, iria ocorrer, de forma lenta, o que permitiria ajustes incrementais. Foi isso que aconteceu com as instituições de desenvolvimento de outros países, inclusive no 1º Mundo.

O desenvolvimento do mercado de crédito corporativo de longo prazo já está em curso lento há mais de uma década. Esse processo foi acelerado pela perspectiva de o mercado financeiro atravessar, pela primeira vez, um período prolongado com inflação e taxas de juros baixas. Esse novo quadro, por si só, já obrigaria o BNDES a se ajustar. O problema dessa transição no Brasil, é que o aumento exagerado da taxa de juros do FAT, com a criação da TLP; a aceleração das amortizações ao Tesouro; e o problema reputacional tornam esse processo de ajuste do BNDES muito rápido, problemático e caótico.

Ainda há tempo de um cenário de desmonte ser evitado. Existem decisões importantes que podem ser tomadas que tornariam o ajustamento do BNDES mais lento e orgânico. Essas medidas precisariam, no entanto, ser discutidas, tomadas e implementadas no período 2018-2019. Caso contrário, o processo de desconstrução do BNDES ocorrerá de forma rápida e sem rumo, comprometendo desnecessariamente a instituição e a capacidade de o Estado brasileiro poder ter uma atuação positiva nas transformações necessárias à retomada do desenvolvimento nacional.

Qualquer que venha a ser o conjunto de medidas adotadas, há um tripé básico que precisará ser mantido. O primeiro é a completa separação financeira entre o BNDES e o Tesouro Nacional mediante o imediato pagamento com créditos gerados e principalmente garantidos pela União dos empréstimos realizados entre 2008 e 2015. O segundo é o foco do BNDES no investimento e principalmente no aumento da produtividade, dois elementos fundamentais para o desenvolvimento sustentado da economia nacional e que se mantiveram em níveis preocupantemente baixos nos últimos anos. Finalmente, o terceiro é a reconstrução dos marcos financeiros da instituição em sintonia com a realidade de mercado local e da experiência internacional.

## ***Bibliografia***

Anfavea (2016). Estatísticas. Acesso em 20/10/2016. <http://www.anfavea.com.br/estat%C3%ADsticas.html>

ANBIMA (2016). Consolidado Mensal de Debêntures de Dezembro de 2016. Acessado em 27/09/2016 em <http://www.debentures.com.br/downloads/dadosconsolidados/Consolidado-Estat%C3%ADsticas-Deb%C3%AAntures.xlsx>

Banco Mundial (2017), *Global Financial Development Database*. <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>

Banco Central do Brasil (2017). Sistema Gerenciador de Séries Temporais. <http://www4.bcb.gov.br/pec/series/ingl/avisoi.asp>

BNDES (2016a). Séries Setoriais. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-operacionais/desempenho>

BNDES (2016b). Corporate Presentation. Disponível em [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_en/Galerias/Download/AF\\_DEPCO\\_english.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_en/Galerias/Download/AF_DEPCO_english.pdf)

BNDES (2017). Series históricas. Disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/relacoes-com-investidores/informacoes-gerenciais/series-historicas>

Torres, E. (2009). *Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES* In: Ensaio sobre Economia Financeira ed. Rio de Janeiro : BNDES, p. 11-56

Torres, E. and Macahyba, L. 2015. Long Term Corporate Financing In Brazil: Is Brazil Becoming Normal? MINDS. Discussion Paper No 2. <http://www.minds.org.br/media/papers/toorres-filho-e-macahyba-2015.pdf>

Torres, E. and Macahyba, L. (2014). Os Mercados Brasileiro e Britânico de Títulos Corporativos. Confederação Nacional da Indústria e Embaixada Britânica no Brasil. Acessado em 24/10/2016. [http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/conteudo\\_18/2014/04/09/6204/20140409104004610028i.pdf](http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/conteudo_18/2014/04/09/6204/20140409104004610028i.pdf)

Torres, E. and Macahyba, L. (2012) O Elo Perdido: Mercado de Títulos de Dívida corporativa no Brasil. IEDI/ITB, 2012. 83 p. Acessado em 20/10/2016 <http://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4ff6e4934e2d3070.pdf>



## 2. BNDES Relevante

João Carlos Ferraz<sup>6</sup>

### *Introdução*

Este artigo não trata do BNDES do passado ou do presente, mas do BNDES do futuro. Nele proponho as seguintes inquietudes: qual deve ser sua contribuição para a evolução do país, a partir do seu estágio de desenvolvimento e em meio a transformações importantes na economia real (no Brasil e no mundo)? Que lições podem trazer as experiências de bancos de desenvolvimento de outros países? A partir de minha experiência de 9 anos, que pilares devem sustentar o BNDES -e mesmo qualquer banco de desenvolvimento? É possível discernir e apontar, hoje, consensos sobre que espaços o BNDES deve ocupar? Se sim, quais são eles? O BNDES está preparado para realizar estes consensos? Que competências ele possui e quais deve ainda conquistar? Há algum outro espaço não consensual, mas que podem ser interessantes para uma instituição pública de fomento? Este ensaio explora estes temas. E, como ensaio, sua ambição é provocar o debate sobre como manter o BNDES relevante para o país, como o tem sido desde 1952, ano de sua fundação.

É muito importante deixar clara a questão mestre deste ensaio: como o BNDES pode e deve ser relevante para o Brasil? Fazendo jogo com as palavras: este ensaio é irrelevante para aqueles que não consideram bancos de desenvolvimento como instituições pertinentes para uma economia nacional. E, ao contrário, este ensaio pode ser relevante para aqueles que sim estão convictos que instituições públicas de fomento podem contribuir efetivamente para o desenvolvimento do país.

O ensaio está organizado em três partes, além desta introdução e reflexões finais. A seguir se analisa a natureza das instituições públicas de fomento, iniciando com a explicitação da posição de autores com convicções opostas com relação à sua pertinência. Depois são introduzidas evidências sobre as configurações de bancos de desenvolvimento pelo mundo afora. As duas seções seguintes são reflexivas. A primeira é baseada nas lições apreendidas e aprendidas durante meu período no BNDES. A segunda introduz alguns dos desafios que o BNDES deverá enfrentar.

---

<sup>6</sup> Professor Adjunto do Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Entre junho de 2007 e junho de 2016 ocupou as funções de Diretor e de Vice-Presidente do BNDES.

## ***Bancos de Desenvolvimento: to be or not to be? Ou... jaboticabas só no Brasil?***

Por que é necessária a ação pública através de bancos de desenvolvimento? As respostas são variadas: pela existência de inúmeras falhas de mercado? Para prover empuxo à fase ascendente e mitigar desafios da fase descendente de um ciclo econômico. Para antecipar ciclos? Para enfrentar as incertezas do cálculo econômico associadas a investimentos de longo prazo (infraestrutura) e/ou de resultados incertos (inovação) e/ou de novos desafios do desenvolvimento (mudança climática)? Para desenvolver mercados (inclusive o mercado financeiro)? Para alavancar a internacionalização competitiva das empresas brasileiras? Para apoiar o desenvolvimento de terceiros países? Para apoiar políticas públicas? Todas estas são missões debatidas na literatura e encontradas em várias instituições públicas de fomento pelo mundo afora.

Embora se possa encontrar nuances entre diferentes autores, é possível estilizar a existência de duas visões contrapostas, inclusive no debate brasileiro: uma em que órgãos públicos devem ser restritos para atuar somente em situações de falhas de mercado (Lazzarini et al 2015); a outra, onde fontes privadas e públicas de financiamento são complementares, mas o Estado tem um papel estratégico na definição e implementação de missões de interesse público (Mazzucato e Penna 2016).

Para o primeiro, mercados financeiros competitivos e completos devem prevalecer e fornecer soluções ótimas para o financiamento de um sistema econômico. Taxas de juros flexíveis conduzem a alocação de excessos ou insuficiências. Há ainda uma visão pró-mercado extrema que argumenta que a falta de fontes privadas de crédito financeiro se deve à repressão financeira e/ou à distorções das condições de crédito oferecidas pelas instituições públicas de fomento. No entanto, a grande maioria dos autores desta corrente não discute *heads on* o outro lado da moeda: quais as razões e os determinantes de uma estrutura a termo das taxas de juros, tendenciosa à volatilidade e ao curto prazo? Na ausência de uma instituição pública, uma indústria financeira com tais características induziria o volume e a qualidade de investimentos no tempo e no volume das necessidades do país?

Aqueles que reconhecem um papel ativo das intervenções no financiamento de longo prazo consideram que as forças do mercado livremente não podem ou não são capazes

de lidar não só com falhas de mercado mas com incertezas . Qualquer decisão econômica envolve expectativas em relação ao futuro, sendo esta dimensionada pelo fator temporal e pela própria natureza dos projetos. Assim, o tempo e a natureza de um investimento definem a extensão da incerteza de um projeto: quando um investimento se direciona à inovação ou à algum novo desafio do desenvolvimento; quando a sua maturidade é longa; quando há turbulência no ambiente financeiro, econômico e/ou político. Se a incerteza prevalece, mesmo que recursos estejam disponíveis, as fontes de mercado podem não estar dispostas a fornecer os fundos necessário, independentemente do mecanismo de preço.

Mazzucato (2016:141), ao discutir políticas de inovação e seus órgãos executores, é enfática sobre as instituições orientadas por missões: *“missões implicam estabelecer direções da mudança”*. Para aumentar suas capacidades de prospectar e definir cursos de ação, as agências públicas devem ser instituições pró- descoberta, intensivas em aprendizado. Se são indutoras de tendências, essas agências naturalmente enfrentam o imponderável. E, ao enfrentar o imponderável elas devem estar preparadas para assumir custos e se beneficiar de recompensas de retornos positivos. Chang (2006) argumenta que há certas funções que as instituições públicas devem assumir para promover o desenvolvimento econômico e que estas devem ter as formas adequadas para melhor servir a essas funções. O autor propõe o incentivo ao investimento como uma função crítica a ser realizada pelas instituições públicas.

Muito importante e como defendia Gerschenkron (1962), as missões de um banco de desenvolvimento estão diretamente relacionadas aos desafios que uma sociedade enfrenta em momentos específicos do tempo. Na Alemanha, no passado recente, *“o KfW desempenhou um papel fundamental no apoio ao desenvolvimento e uso da tecnologia verde e do setor financeiro precisamente por causa de uma combinação de seu mandato econômico geral, sua estrutura de financiamento híbrido, seu conhecimento técnico e sua participação na formulação de políticas nacionais* (Moslener, Thiemann e Volberding 2017: 11). Na China, o Banco de Desenvolvimento da China (CDB) também apoia tecnicamente o Estado na elaboração de planos nacionais e... *“desempenha papel chave no desenvolvimento do mercado financeiro e do sistema de crédito”* (Xu: 2017: 11).

No entanto, o debate carece de aprofundamento em duas direções: qual a real extensão e profundidade dos mercados financeiros e, qual o grau de autonomia política que uma instituição pública de fomento tem para definir suas missões.

São poucos os estudos sobre a disposição da indústria financeira privada em financiar o desenvolvimento, o longo prazo, como faz Rezende (2015). Quando o fazem, a maior parte trata da sua ação durante períodos de crise e as evidências são muito fortes. Como apontam Brei e Schclarek (2017: 13), na América Latina e o Caribe há *“evidências robustas de que bancos nacionais de desenvolvimento e bancos comerciais públicos aumentam os empréstimos em resposta a períodos de crise em relação aos tempos normais, enquanto bancos privados nacionais e estrangeiros diminuem seus empréstimos em relação aos seus padrões normais de empréstimo”*.

Sobre o poder das instituições públicas de fomento definirem missões, são poucos os estudos que ponderam que, como instituições públicas que são, os bancos de desenvolvimento seguem orientações de governos, a partir de suas prioridades políticas, validadas por meio de eleições, em regimes democráticos. Assim, por mais que bancos de desenvolvimento contribuam tecnicamente para a formulação de políticas, as suas diretrizes e prioridades são definidas no âmbito da política (Ferraz e Coutinho 2017).

### ***Pilares de um banco de desenvolvimento. O que importa?***

#### *Escala e escopo*

Para serem relevantes, bancos de desenvolvimento devem ter escala e escopo. A operação em grandes volumes resulta na queda do custo unitário médio do produto ou serviço (financeiro). Já a economia de escopo ocorre quando a redução nesse custo médio se dá pela produção conjunta de mais de um produto ou serviço<sup>7</sup>.

Luna-Martinez, J. e Vicente, C. L. (2012), Ferraz et al (2013), Mazzucato e Penna (2016) e Griffith-Jones et al (2017) ao analisarem experiências internacionais informam que prevalece a diversidade nas missões de bancos de desenvolvimento, sendo as principais:

(i) financiar novas atividades econômicas ou a expansão das capacidades existentes (fábricas, serviços públicos) e capacitações (inovação) assim como induzir a geração de externalidades (por exemplo, projetos de mitigação de mudanças climáticas);

---

<sup>7</sup> Desnecessário dizer que, assim como em praticamente todas as atividades econômicas, escala e escopo não são relevantes somente para bancos de desenvolvimento, mas para qualquer instituição financeira que pretenda fazer diferença nos mercados.

- (ii) apoiar o desenvolvimento dos mercados financeiros;
- (iii) contribuir para a estabilidade sistêmica ao assumir um papel anticíclico;
- (iv) apoiar o desenvolvimento de políticas públicas nacionais ou locais e planejamento de longo prazo.

A escala pode ser revelada pelo tamanho e pela importância econômica dos bancos de desenvolvimento em suas economias. Em 2013, os vinte e três membros do International Development Finance Club (IDFC) tinham uma base combinada de ativos de cerca de US\$ 2,8 trilhões (IDFC 2014). Somente na América Latina existem 79 instituições financeiras de fomento, incluindo bancos comerciais públicos com alguma missão de desenvolvimento. Estes bancos públicos têm importância considerável pois, em média, possuem 20% dos depósitos ou das carteiras de ativos e/ou patrimônio bancário da indústria financeira da região (ALIDE 2017). O quadro 1 traz informações mais objetivas, mostrando uma grande variedade de situações em países selecionados. A relação ativo/PIB varia de 1% e 7,1% nos casos do Canadá, México, Japão, Espanha e França e entre 13,3% até 24,3% no caso do Brasil, China, Alemanha, Coreia e Itália.

**Expressão dos Bancos de Desenvolvimento em Países Selecionados - 2015**

IFDs	Ativo (A) (US\$ bi)	PIB (B) (US\$ bi)	Participação (A/B)
KfW (Alemanha)	547	3.289	16,6%
Vnesheconombank (Rússia)	64	1.326	4,8%
Nacional Financiera (México)	22	1.142	1,9%
Caisse des Dépôts et Consignations (França)	170	2.375	7,1%
Cassa Depositi e Prestiti (Itália)	433	1.780	24,3%
China Development Bank (China)	1.662	10.355	16,1%
Korea Development Bank (Coreia do Sul)	263	1.410	18,6%
Instituto de Crédito Oficial (Espanha)	68	1.176	5,8%
Japan Finance Corporation (Japão)	206	4.622	4,4%
Business Development Bank of Canada (Canadá)	15	1.553	1,0%
BNDES (Brasil)	236	1.769	13,3%
<b>Total</b>	<b>3.685</b>	<b>30.798</b>	<b>12,0%</b>

Fonte: ABDE 2016

O escopo se revela pelos espaços de atuação. A maioria dos bancos não é especializada e sim diversificada em termos de instrumentos e segmentos atendidos, como mostra o

quadro a seguir. O apoio à indústria, às empresas de menor porte, inovação, economia verde, internacionalização e ao mercado de capitais é uma constante entre bancos de destaque no mundo. O apoio à agricultura, infraestrutura, exportações e grandes empresas é menos constante mas isto não quer dizer que estes países não desenvolvam instrumentos de apoio a estes segmentos. A lógica desta diversificação é bem direta e não é diferente de outras instituições financeiras: distribuição de riscos e recompensas por uma gestão de portfólios: segmentos taxas baixas e prazos longos podem ser compensados por operações de menor prazo e maior custo; operações de maior risco podem ser compensadas por segmentos de retorno previsível e seguro.

**Áreas de Atuação de Bancos de Desenvolvimento Seleccionados**  
Setores, porte e segmentos apoiados por IFDs

		CDB (China)	KfW (Alemanha)	BNDES (Brasil)	KDB (Coreia do Sul)	JFC (Japão)	CDP (Italia)	CDC (França)	ICO (Espanha)
Setores	Agricultura	x		x		x			x
	Infraestrutura	x	x	x	x		x	x	x
	Industria	x	x	x	x	x	x	x	x
	Comercio e Serviços	x	x	x		x		x	x
Porte	MPME	x	x	x	x	x	x	x	x
	Grande empresas	x	x	x	x		x	x	x
Segmentos	Exportação		x	x			x	x	x
	Inovação	x	x	x	x	x	x	x	x
	Economia Verde	x	x	x	x	x	x	x	x
	Internacionalização	x	x	x	x	x	x	x	x
	Mercado de capitais	x	x	x	x	x	x	x	x
	Cooperação financeira								
	Internacional	x	x						x

Fonte: BNDES 2017

### *Capacidade financeira*

Para financiar os desafios do desenvolvimento, as instituições financeiras de fomento devem possuir e manter balanços sólidos e longos. Para consolidar balanços desta natureza, três requisitos são necessários.

Desenvolvimento, em qualquer plano, somente se logra com sustentabilidade no longo prazo. Assim, o primeiro requisito é explicitar no planejamento estratégico as prioridades de desenvolvimento definidas no âmbito político em uma perspectiva de

longo prazo. Paciência e tenacidade são as atitudes corporativas para alcançá-las e, desde a perspectivas econômico-financeira, ser rentável e ter uma estrutura de funding de longo prazo são essenciais para qualquer instituição pública de fomento.

No caso brasileiro, pelo menos até o presente o BNDES possui este atributo, como revelado, indiretamente, pela participação da instituição nos mercados de crédito. Em outubro de 2017 o mercado de crédito de longo prazo no Brasil correspondia a 13,2% do PIB, divididos em 4,2% para debentures corporativas, 4,1% para operações de crédito dos bancos comerciais com recursos do BNDES (crédito indireto) e 4,9% em operações diretas do banco. Em setembro de 2016, segundo o Banco Central, créditos com mais de 5 anos estavam concentrados no BNDES (50,9%), Banco do Brasil (22,3%) e Caixa (12,7%). Os restantes 14,1% estavam distribuídos entre os 4 principais bancos privados do país.

O segundo requisito é ter um balanço sólido, rentável, que lhe permita assumir riscos sem que isto afete sua base de capital. Como mostra o quadro a seguir, bancos de desenvolvimento selecionados apresentam ativos, taxas de retorno e níveis de inadimplência bastante razoáveis. Desde uma perspectiva de risco, os bancos de desenvolvimento também estão atentos. Em uma região como América Latina, que, para os críticos de bancos de desenvolvimento, já foi considerada como inapta para este tipo de instituição, a situação atual é de tranquilidade, talvez mesmo até excessiva: em 2016, a Corporación Financeira de Desarrollo do Peru apresentou uma taxa de capital regulatório de 28,8%; o Banco Nacional de Comércio Exterior do México, 18,5%, a Nacional Financiera, também do México, 13,3%, o Banco de Comercio Exterior da Colômbia, 16,8% e o Banco de Inversión y Comercio Exterior da Argentina, 33,7%. Estes resultados não diferem daqueles alcançados pelos bancos comerciais brasileiros.

**Estrutura e desempenho econômico-financeiro por IFDs - 2015**

	CDB (China)	KfW (Alemanha)	BNDES (Brasil)	KDB (Coreia do Sul)	JFC (Japão)	CDP (Italia)	CDC (França)	ICO (Espanha)
Ativo (US\$ bilhões)	2.055,30	558,90	279,50	273,60	228,70	214,40	173,20	69,10
Carteira de crédito (US\$ bilhões)	1.499,50	457,50	208,80	125,90	192,00	115,30	24,60	46,90
Lucro líquido (US\$ bilhões)	16,70	2,40	1,90	1,60	0,50	1,00	1,40	0,00
Taxa de inadimplência (%)	0,81	0,09	0,06	5,70	3,93	0,16	3,95	8,80
Retorno/Ativo (%)	0,90	0,43	0,67	0,57	0,23	0,46	0,83	0,05
Retorno/Patrimônio líquido (%)	11,74	8,62	15,37	5,17	1,05	4,60	3,70	0,63

Fonte: BNDES 2017

O terceiro requisito é captar recursos que lhes permitam financiar os desafios do desenvolvimento a taxas e prazos adequados. A fim de cumprir suas missões, estas instituições contam com o apoio explícito de seus Estados nacionais por meio de uma combinação de diferentes instrumentos. O próximo quadro informa o escopo de instrumentos utilizados por bancos de desenvolvimento de 12 países, a maioria deles podendo ser considerada como países desenvolvidos: pagamentos de dividendos, recolhimento de impostos, garantia soberana para empréstimos e acesso a recursos parafiscais.

Todos os bancos arrolados utilizam combinações de instrumentos de apoio, com a exceção do BNDES que utiliza somente o acesso a recursos parafiscais. A garantia soberana é o instrumento mais frequente (10 bancos em 12), seguido de não pagamento de impostos e acesso a recursos parafiscais (7 bancos em 12). O acesso a recursos parafiscais se dá de forma diferenciada, desde o acesso a fundos especiais, como o caso do FAT no Brasil, ou pelo financiamento do Banco Central, no caso do CDB chinês. Através de um instrumento denominado *Pledged Supplementary Lending*, o Banco Central da China injetou, até o final de 2016, algo em torno a US\$ 150 bilhões, principalmente no CDB, a taxas inferiores à média das taxas dos títulos corporativos AAA e à taxa básica de juros de longo prazo. Segundo Xu (2017), o objetivo é não só prover fundos para investimentos em infraestruturas como também usar a taxa destes empréstimos como guia para a taxa de juros de longo prazo do país.

Apenas três dos bancos não pagam dividendos aos seus controladores: KfW (Alemanha), Vneskonombank (Rússia) e Nafin (México). O KfW alemão é o banco que combina o maior número de instrumentos de apoio: não paga dividendos, não recolhe impostos, têm garantia soberana automática e acesso a recursos parafiscais. Com este tipo de apoio o KfW, em 2015, tinha ativos totais no valor de € 503 bilhões e desembolsou € 79 bilhões, dos quais € 50 bilhões no país: € 20 bilhões para PME, € 16 bilhões para habitação, € 7,7 bilhões para educação, desenvolvimento social e infraestrutura. No âmbito externo foram € 28 bilhões para negócios internacionais, a maioria (€ 20 bilhões) para promoção de exportações alemãs.

O FAT, no Brasil, é uma fonte de quase capital, portanto, adequada para um banco de desenvolvimento. De forma próxima, os empréstimos do Tesouro foram concedidos com prazos acima de quarenta anos. Portanto, também adequados. Porém, por razões de natureza fiscal, não associadas à natureza dos compromissos firmados -financiar o longo prazo-, o BNDES, seguindo orientações de governo, deve pré-pagar ao Tesouro, até o final de 2018, mais da metade (R\$ 330 bilhões) dos empréstimos concedidos. Esta



reviravolta de orientações de governo, em menos de dez anos, se contrapõe com a perenidade de orientações e, principalmente, dos instrumentos utilizados por instituições públicas de fomento em outros países.

Regimes financeiros das IFDs selecionadas

IFDs	Benefícios indiretos			Benefícios diretos	
	Pagamento de dividendos ao Estado?	Pagamento de dividendo mínimo obrigatório?	Recolhimento de impostos?	Garantia estatal explícita para as obrigações?	Utiliza recursos (para) fiscais?
KfW (Alemanha)	N	N	N	S	S
Vnesheconombank (Rússia)	N	N	N	N	S
Nacional Financiera (México)	N	N	S	Parcial	N
Japan Finance Corporation (Japão)	S	N	N	S	S
Japan Bank of International Cooperation (Japão)	S	N	N	S	S
Business Development Bank of Canada (Canada)	S	N	N	S	N
Caisse des Dépôts et Consignations (França)	S	N	S	S	N
Cassa Depositi e Prestiti (Itália)	S	N.D	S	Parcial	N
China Development Bank (China)	S	N.D	S	Parcial	N
Korea Development Bank (Coreia do Sul)	S	N	S	Parcial	S
Instituto de Crédito Oficial (Espanha)	S	N	S	S	S
BNDES (Brasil)	S	S	S	N	S

Fonte: Madeira 2015

### *Autonomia técnica e interação com a sociedade*

Qualquer instituição pública de fomento deve estar alinhada com as políticas públicas, cultivar parcerias com o setor financeiro, negociar constantemente com os beneficiários de financiamentos e interagir com os segmentos da sociedade impactados pelo seu fomento.

É pouco provável que uma instituição pública de fomento, pela importância estratégica que ocupa entre as instituições de um Estado, seja capaz de prevalecer, impor e implementar prioridades que julgue relevante, à revelia dos poderes políticos constituídos. Causa surpresa, portanto, a assertividade de analistas e comentaristas quanto à autonomia política do BNDES, quanto à sua capacidade de definir e implementar prioridades, sem a devida consideração sobre os espaços institucionais que a agência ocupa.

Qualquer política pública, para ser eficaz, exige agências executoras eficazes o que somente é logrado quando estas possuem autonomia técnica: capacidades internas para discernir, fomentar, implementar e monitorar projetos coerentes com as diretrizes de política. Mesmo assim esta agência sempre conviverá com a tensão entre assumir riscos – maiores ou menores dependendo da natureza dos desafios de desenvolvimento e suas missões – e preservar sua base de capital, justamente para ser capaz de atuar com paciência, no longo prazo. O caso do banco alemão KfW é ilustrativo: “embora o KfW possa ser uma instituição de propriedade do governo, ele possui autonomia operacional que lhe é provida legalmente” (Moslener, Thiemann e Volberding 2017: 12).

A autonomia técnica se revela em processos de decisão impessoais e coletivos; em um processo de aprovação de projetos que atravessa distintas câmaras coletivas de decisão quanto à pertinência técnica de um projeto ao mesmo tempo em que se preserva a avaliação independente de risco de crédito, com capacidade de deferimento ou indeferimento normativamente regulada. Ao mesmo tempo é necessário cultivar a excelência desta capacidade técnica: seleção de funcionários por concursos competitivos, aprendizado contínuo e, principalmente, o investimento em melhorar as práticas de avaliação e monitoramento das atividades de fomento. Somente desta forma uma instituição de fomento será capaz de mitigar as incertezas associadas ao fomento dos desafios do desenvolvimento.

A interação com a sociedade tem importância central para uma instituição pública de fomento. Uma das principais justificativas à própria existência destas instituições está relacionada aos riscos de sua captura por grupos de interesse com poder suficiente para pautar prioridades e lograr benefícios. Por outro lado muitos analistas apontam que a única resposta aos riscos de captura é o isolamento destas agências do público – a figura da torre de marfim é sempre evocada. Porém, este não é um tema para ser tratado de forma tão simplista. Diferenças de interesse são a norma permanente no relacionamento entre qualquer instituição pública e diferentes grupos sociais. As tensões relacionais não podem ser descartadas ou ignoradas, mas aceitas e tratadas, tendo o bem público como a principal referência para a agência de fomento. Ações de uma instituição pública sem consulta é uma ação antidemocrática. E a crença que os agentes econômicos não fazem lobby por seus interesses é, no mínimo, muito ingênua. A representação de interesses em associações setoriais é legítima; o conflito de interesses é a norma.

É neste âmbito onde o viver e conviver com o contraditório se revela. Não somente uma instituição pública de fomento deve permanentemente negociar com os beneficiários dos financiamentos, mas também interagir com os grupos sociais impactados pelas ações de fomento. Para isto, é essencial a alta capacitação técnica e analítica de seus funcionários.

Como mitigar capturas? Como mitigar externalidades negativas e alavancar aquela positivas? Através da explicitação do papel desempenhado por cada ator em um determinado projeto. E, a partir daí negociar, negociar, negociar e negociar ... Afinal de contas, arbitrar interesses, tendo o bem público como referência é o "karma" dos praticantes de políticas públicas.

#### *Planejamento de longo prazo*

O longo prazo é a referência temporal para um banco de desenvolvimento. Operar neste horizonte demanda planejamento para igual período. O futuro é imprevisível e justamente por isto é necessário desenvolver uma atitude de mirar o longo prazo, de se preparar para os riscos do imponderável.

O professor Fábio Erber, também funcionário do BNDES era um excelente frasista. Uma de suas máximas mais primorosas: não se faz política sem teoria. Qualquer política, pública ou privada, deve estar ancorada em conceitos substantivos e forte quadro analítico para permitir a identificação e a concatenação entre desafios e oportunidades e capacidades internas e para direcionar ações, mobilizando os recursos necessários, em um horizonte de tempo determinando.

Qualquer ação pública – e também privada – demanda um quadro de referência organizado. Técnicas de cenários e de posicionamento estratégico podem e devem ser utilizadas pois estas constituem a base de um processo de planejamento de longo prazo. Este deve ser organizado a partir de dois tipos de nortes: o norte político, o das diretrizes políticas, das missões e o norte da substância, da transformação destas diretrizes em prioridades corporativas e metas e, a partir destas, a organização e alocação de capacitações econômico-financeiras e operacionais. Porém, nunca se deve esquecer que um plano sem orçamento é um plano de papel e nada mais.

Como o futuro é imponderável, um processo de planejamento deve evoluir das “melhores práticas” para os “bons processos”. A concepção e a implementação de

ações devem ser consideradas como processos de aprendizagem, orientadas por metas quantitativas e qualitativas e resultados mensuráveis, sempre tendo como requisito uma compreensão adequada da temporalidade destas ações: das decisões quanto ao financiamento, ao logro de aumento de capacidades e capacitações até a observância e mensuração de impactos, sempre considerando as dimensões contraditórias destes impactos.

## ***BNDES relevante***

### *Tamanho: uma referência histórica*

O país atravessa momentos difíceis que podem ser retratados pela profunda queda da relação investimento sobre o produto que, em 2017, ficou em torno a 15%, 5 pontos percentuais abaixo do nível de 2013. Apesar das mudanças de ênfase, ao longo de sua história a missão do BNDES é apoiar o investimento. Na média, entre 1952 e 2017, este apoio foi de 1,45% do PIB (Barboza, Furtado, Gabrielli 2018). Supondo um PIB de aproximadamente US\$ 2 trilhões, isto significaria, atualmente, um desembolso da ordem de US\$ 30 bilhões ano. Um valor semelhante pode também ser obtido considerando-se a participação média do BNDES como fonte de financiamento do investimento, entre 2005 e 2017 (CEMEC 2018). Os desembolsos correntes do BNDES estão por baixo deste montante e, caso a taxa de investimento cresça, nos próximos 3 anos para uma posição intermediária, por exemplo, 18% do PIB, mesmo que outras fontes de financiamento compareçam com presteza e força, será necessária uma participação mais ativa do BNDES, para além da posição tímida atual<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Comentários específicos sobre a nova taxa que regula as transações financeiras do BNDES, a TLP. Esta taxa tem implicações ainda não completamente discerníveis mas que devem ser ainda objeto de reflexão e debate. Por um lado, no curto prazo, a TLP pode ter um custo de captação anualizado acima da taxa interbancária o que induz pré-pagamentos pelo lado dos devedores e até mesmo induzir uma estratégia financeira curto-prazista por parte do BNDES. Por outro lado, como a TLP está referenciada aos títulos brasileiros de 5 anos, se poderia argumentar que, teoricamente, para empréstimos mais longos, o BNDES teria vantagens de custo, se as curvas acima deste período forem mais altas. Neste cenário, o BNDES estaria bem colocado para o longo prazo. Ao mesmo tempo deve se considerar que as implicações mesmo nas operações mais “curtas”, de até 5 anos, como as operações FINAME ou mesmo do cartão BNDES, pois estas carregam consigo condicionalidades de produção (competitiva) local. No mínimo é desejável considerar e debater as implicações de um cenário onde estas condicionalidades sejam abandonadas ou não praticadas.

### *Os desafios dos consensos*

A presença do fomento do BNDES tem muito a ver com os vetores do crescimento do investimento do país. Curiosamente, há um interessante consenso, entre formuladores de política (de ontem e de hoje) e analistas (de visões pró-falhas de mercado e pró-intervenção orientada por missões): as prioridades do BNDES deveriam ser infraestrutura, empresas de menor porte, inovação e meio-ambiente. Sem entrar no mérito que a maior proporção do investimento é, de fato, investimento em expansão de capacidade de empresas de maior porte e que estas podem ter dificuldades de acessar mercados pelo seu tamanho diminuto (em moeda nacional) ou de alto risco (em outra moeda), vale a pena explorar a natureza destes denominadores comuns desde a perspectiva de sua realização efetiva pelo BNDES.

Investimentos em infraestrutura, empresas de menor porte, inovação e meio-ambiente intensivas em externalidades, de alto retorno social, indutoras de transformação estrutural, entre outras razões. Mas também são os investimentos com maior incerteza. Relativamente a investimentos fixos em atividades industriais, por exemplo, estes envolvem longos períodos de maturação, risco de crédito ou possibilidade de não retorno.

Caso infraestrutura, empresas de menor porte, inovação e meio-ambiente realmente sejam as diretrizes políticas e as missões e prioridades do BNDES, a instituição deve contar com os seguintes recursos:

- Estrutura de capital sólida e balanço longo e rentável capaz de suportar incertezas e riscos.

Disposição aos riscos de desenvolvimento e não somente “apetite a risco” uma expressão que tem por detrás uma atitude relativamente conservadora. A instituição deve estar disposta a incorrer nos riscos (protegendo-se) e recompensas (lucrando e financiando a expansão de seu capital) associadas a estes objetivos;

- Acesso a recursos financeiros que lhe permita atrair investidores (taxa, prazo, nível de cobertura).

Isto significa não somente a avaliação, por parte das autoridades, se a natureza e extensão dos benefícios concedidos são adequados, mas também se o escopo de atuação da instituição deve se concentrar somente nestas missões. Afinal de contas, o financiamento interno pode parcialmente compensar os limitados benefícios

concedidos no Brasil à sua principal agência de fomento, ao contrário de outros países. Para cumprir as missões consenso é essencial manter o atual escopo diversificado de instrumentos e operações do BNDES de modo a realizar operações seguras, de baixo risco e operações lucrativas, inclusive para grandes empresas em empréstimos com a devida estrutura a termo da taxa de juros ou de mercado de capitais, com as devidas condicionalidades de governança, sustentabilidade, etc.

### *Agir pro, contra e ex-ante ao ciclo*

Como o investimento é pró-cíclico e o BNDES é agente relevante de seu financiamento, agir pró-cíclicamente é de sua competência. Porém, na fase de ascensão do ciclo, a instituição deve estar atenta para abrir espaços para a indústria financeira; afinal de contas, o desenvolvimento desta indústria também deve ser de seu interesse.

Quando as taxas de crescimento arrefecem e a indústria financeira age para proteger seus balanços, quando os mercados reduzem ou param de fornecer financiamento ao sistema econômico, cresce a importância das instituições públicas. Mas, para ser eficaz, o papel anticíclico de um banco de desenvolvimento deve ser adequado e específico ao momento e às necessidades dos agentes econômicos. Se há demanda reprimida por investimento associada a restrições de crédito, então, a solução é irrigar o sistema. Se são altos os níveis de alavancagem, a ação contracíclica deve ser fornecer capital de giro e renegociar termos de crédito, para manter os negócios à tona. Em suma, é importante reconhecer os diferentes tipos de “papel anticíclico” que um banco de desenvolvimento pode desempenhar.

Finalmente, um banco de desenvolvimento deve desempenhar um papel pré-ciclo, apoiando investimentos de muito longo prazo, promovendo a preparação de projetos ou enfrentando desafios de desenvolvimento que podem dar frutos em um futuro próximo. ciclo.

### *“Parceirar”*

É crescente a convicção na sociedade brasileira que a indústria financeira - bancos comerciais, mercado de capitais de renda fixa ou variável- deve evoluir na direção do financiamento de longo prazo. Bancos de desenvolvimento são condição necessária – mas não suficiente - para o desenvolvimento de um país. As evidências de países desenvolvidos assim o indicam. Na grande maioria dos países os bancos de

desenvolvimento não operam em oposição, mas em parceria a uma indústria financeira local. Potencialmente e nos próximos anos, essa complementaridade pode se tornar ainda mais importante pois a regulamentação bancária internacional e as nacionais estão evoluindo para serem mais rigorosas, exigindo que os bancos fortaleçam sua base de capital. A experiência do BNDES em “parceirar” com bancos comerciais e com o mercado de capitais, através de fundos ou não, e induzir mercados secundários devem ser aprofundadas.

### *Go digital*

A digitalização é um processo sistêmico, penetrante (*pervasive*) em todas as esferas econômicas. A indústria financeira, em particular é uma das atividades econômicas onde a digitalização se faz mais presente e aguda, em processos, nos seus clientes e em novos entrantes (fintechs). A trajetória é perceptível: custos decrescentes e oferta crescente de soluções digitais e, principalmente, desintermediação. A digitalização aumenta eficiência e precisão e permite o desenvolvimento de soluções personalizadas. As instituições financeiras têm a capacidade potencial de oferecerem soluções diretamente para seus clientes. Isto demanda investimentos intensivos em tecnologias digitais, associações com empresas ágeis e flexíveis de soluções, especialmente as fintechs, forte capacidade de avaliação em massa de crédito (*credit score*), através de big data e inteligência artificial e, principalmente, investimentos em ciber segurança.

### *Ferramentas de avaliação*

Bancos de desenvolvimento lidam inerentemente com contradições: qualquer projeto tem impactos de várias dimensões. Uma atitude explícita para reconhecer a natureza contraditória de sua missão é essencial.

As experiências passadas do BNDES sugerem que identificar as “racionalidades ocultas” de Hirshman é de fato um desafio. Mas há outro e ainda maior desafio. Quando iniciar, quando encerrar uma intervenção de política? Ou, como circunscrever uma iniciativa política aos limites de sua eficácia? A esse respeito, as ferramentas disponíveis para os economistas são muito imperfeitas: os chamados métodos tecnicamente sólidos geralmente exigem evidências que simplesmente não estão disponíveis ao tempo das intervenções. Estimar custos e benefícios ex ante pode não ser trivial quando os parâmetros de cálculo como mudança estrutural, inovação, meio-ambiente, investimentos de longo prazo, duração de ciclos econômicos sejam de difícil estimativa. Simplesmente, a evidência necessária e suficiente é sempre tardia.

Para tanto, é necessário valorizar o DNA técnico e analítico acumulado na instituição, institucionalizar processos de busca sistemáticos e permanentes, experimentar e implementar soluções inovadoras relacionadas a: (i) metodologias de identificação de ativos tangíveis e intangíveis de projetos e beneficiários; (ii) garantias e instrumentos financeiros, especialmente aqueles relacionados a capital de risco e compartilhamento de riscos; (iii) métodos de impacto ex ante, associados a processos de acompanhamento e avaliação ex post. Estes são ingredientes essenciais para um constante processo interno de aprendizagem e para prestar contas às suas sociedades. As iniciativas do BNDES nesta direção, através da ferramenta “Tese de Impacto de Investimento em Projetos” devem ser valorizadas (Almeida e Braga 2017)

### ***Reflexões finais***

O país atravessa um momento de retração dos investimentos ao mesmo tempo em que estão em curso transformações nos padrões de produção, concorrência, modelos de negócio, consumo e estilos de vida. É justamente na incerteza o momento quando se deve discutir como preparar um BNDES relevante para o futuro do país. O BNDES tem a forma e a função de uma instituição voltada para missões pró-desenvolvimento. Sem perder o seu DNA de efetivo contribuinte para o Brasil, o BNDES deve evoluir com a sociedade na gestação de uma nova agenda de desenvolvimento. Porém, devemos estar sempre atentos aos ensinamentos de Harvey Leibenstein (1978): sempre haverá espaço para o BNDES ser mais eficaz, eficiente e efetivo.

Espero que este artigo possa contribuir para o debate sobre se e como as instituições do Estado podem, de forma inovadora, contribuir para um desenvolvimento econômico sustentável do Brasil.



## **Bibliografia**

ABDE 2016. Estratégia para o tratamento fiscal diferenciado às agências financeiras oficiais de fomento, 2016. (relatório preliminar), Rio de Janeiro

ALIDE. 2017. *Banca de desarrollo y financiamiento en una era de cambios tecnológicos*, ALIDE, Lima, mayo. [http://www.alide.org/download/2017/47asam\\_docbasico.pdf](http://www.alide.org/download/2017/47asam_docbasico.pdf).

Almeida, H.T.V., Braga, J.P.C. (orgs) 2017. “Explicitando as contribuições para o desenvolvimento no BNDES: a Tese de Impacto de Investimento em Projetos (TIIP) como método de avaliação ex ante”. *Textos para Discussão 116*. Agosto de 2017. BNDES, Rio de Janeiro, 92p.

Barboza, R. M., Furtado, M., Gabrielli, H. 2018. “A atuação histórica do BNDES: o que os dados têm a nos dizer?” *Textos para Discussão 123*. Abril de 2018. BNDES, Rio de Janeiro, 32p.

BNDES. 2017. *Livro verde: nossa história tal como ela é*. BNDES, Rio de Janeiro, 333p.

Brei, M., Schclarek, A., 2017. “The Countercyclical Behavior of National Development Banks in Latin America and the Caribbean”. BNDES/CAF/IPDProject, University of Columbia, mimeo, NY.

CEMEC 2018. Relatório Trimestral de Financiamento dos Investimentos no Brasil. Nota Técnica CEMEC 03/2018. CEMEC, São Paulo. 27p.

Chang, H.J., 2006. “Understanding the relationship between institutions and economic development: some key theoretical issues”. *UNU-Wider Discussion Paper No. 2006/05*.

Ferraz, J.C., Ramos, L., 2018. “Inclusión Financiera para la inserción productiva de las empresas de menor tamaño en América Latina: Innovaciones, factores determinantes y prácticas de las instituciones financieras de desarrollo”. *Informe Regional, LC/TS.2018/22*, CEPAL, Santiago, Chile

Ferraz, J.C., Coutinho, L. 2017. “Investment policies, development finance and economic transformation: Lessons from BNDES”. *Structural Change and Economic Dynamics*. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2017.11.008>

Ferraz, J.C., Além, A.C., Madeira, R.F., 2013. “A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo”. *Revista do BNDES*. No. 40, pp. 5–42. BNDES, Rio de Janeiro,

Gerschenkron, A. 1962. *Economic backwardness in historical perspective, a book of essays*, Cambridge, Massachusetts: Belknap Press of Harvard University Press.

Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A., Rezende, F., Schlarek, A., Brei, M., 2017. *The Future of Development Banks: A Framework Paper for the BNDES/CAF/IPD Project*. BNDES/CAF/IPD Project, University of Columbia, mimeo, NY.

IDFC, 2014. *The Club of Experts in Sustainable Development Financing*. International Development Financial Club (IDFC), mimeo, Frankfurt.

Lazzarini, S.G., et al., 2015. "What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002–09". *World Development*. 66, 237–253.

Leibenstein, H., 1978. *General X-Efficiency Theory and Economic Development*. Oxford University Press, New York.

Luna-Martinez, J., Vicente, C.L., 2012. "Global survey of development banks". *Policy Research Working Paper No. 5969*. World Bank, Washington.

Madeira, R. 2015. Transparência dos bancos de desenvolvimento: experiências internacionais. Nota Informativa BNDES, Rio de Janeiro, n. 25, nov. 2015. (documento interno)

Mazzucato, M., Penna, C., 2016. "Beyond market failures: the market creating and shaping roles of state investment banks". *Journal of Economic Policy Reform* 19 (4), 305–326.

Mazzucato, M., 2016. "From market fixing to market-creating: a new framework for innovation policy". *Industry and Innovation*. 23 (02), 140–156.

Oliveira, F., 2013. Entrevista ao Jornal dos Economistas, no. 285, abril de 2013. Corecon-RJ

Rezende, F., 2015. "Why does Brazil's banking sector need public banks? What should the BNDES do?" *PSL Quarterly Review*, vol. 68, n. 274 (September 2015), 239-275

Schumpeter, J.A., "Science and Ideology", *The American Economic Review*, Vol. 39, No. 2 (March 1949), pp. 346-359

Xu, Q., 2017. "CDB: Born Bankrupt, Born Shaper". BNDES/CAF/IPD Project, University of Columbia, mimeo, NY.

### 3. Para um novo desenvolvimento, um novo BNDES

João Furtado<sup>9</sup>

#### ***Introdução***

Este documento procura discutir e responder duas perguntas: o desenvolvimento brasileiro precisa de um banco público que o promova? Em caso afirmativo, seria o BNDES esse banco? Embora pareça lógico responder desse modo às questões, talvez seja mais honesto responder as perguntas de modo invertido, pois a segunda pergunta domina a primeira: quais seriam as funções promotoras do desenvolvimento brasileiro que só um banco público da natureza do BNDES poderia cumprir, para então podermos dizer se o Brasil precisa de fato de um banco de desenvolvimento, e se esse banco pode e deve ser o BNDES.

Para enfrentar as duas questões apresentadas, o documento desdobra-se em 9 seções, além desta apresentação. Após uma *introdução* (2), o documento apresenta *Algumas críticas à atuação (recente) do BNDES* (3), que serve de apoio para pensar os *Fundamentos para a atuação do BNDES em prol do desenvolvimento brasileiro* (4), que se desdobra no reencontro da missão institucional com aquilo que preconiza a Constituição da República Federativa do Brasil, traduzidos em *Missão, compromissos e contrato de gestão com a sociedade brasileira* (5). Logo em seguida são apresentadas *As encruzilhadas e os impasses da economia brasileira* (6) procura apresentar uma leitura sintética do estágio brasileiro de desenvolvimento industrial, fundamental para a construção de uma visão compartilhada de onde estão o sistema produtivo e os padrões de competição brasileiros, temas que antecedem as *Proposições* (7), delineando os rumos que pensamos serem os que justificam uma eventual existência do BNDES, e os *Programas* (8), onde algumas ações concretas são apresentadas, sem no entanto terem forma de “política operacional” (da alçada interna). *A remoção de duas restrições importantes da trajetória do BNDES* (9) e *Um novo desenho organizacional* (10) completam o documento, discutindo de modo franco e direto questões centrais para um novo capítulo da história do banco.

O documento é construído a partir de um argumento central: o desenvolvimento brasileiro demanda ações públicas, mas ele só poderá ser alcançado se estiver realmente baseado na iniciativa privada, nos mercados, na concorrência, na busca

---

<sup>9</sup> Economista, professor na Escola Politécnica da USP

sistemática de posições competitivas superiores por meio de estratégias empresariais consistentes e dirigidas à construção de vantagens renováveis por meio de ações deliberadas dos protagonistas fundamentais, que são as empresas. É essa visão do desenvolvimento que permite colocar a produtividade, a eficiência, a tecnologia e a inovação no centro do dinamismo do sistema econômico, como mola propulsora das ações dos atores, da sua dinâmica coletiva - a concorrência - e portanto do desenvolvimento.

O documento não faz - pelas limitações decorrentes da própria natureza do trabalho contratado - qualquer avaliação dos méritos e deméritos da atuação do BNDES. O banco que se apresenta e é apresentado como o grande protagonista do desenvolvimento não pode estar, como nenhum observador atento pode estar, como a sociedade brasileira não está, satisfeito com o desenvolvimento brasileiro. É isso que importa, não os elogios ou as críticas ao BNDES. Como pode o Banco, se é que pode, tornar-se um ator relevante para o desenvolvimento brasileiro, como foi no passado?

O BNDES é uma das mais importantes e prestigiosas instituições brasileiras. Fundado por Getúlio Vargas em 1952, representou o alicerce institucional culminante do grande projeto de industrialização de Vargas. O projeto foi encetado, não sem ousadia, já nos anos 1930<sup>10</sup> e estruturado de modo muito mais vigoroso e consistente no governo iniciado em 1951 (e encerrado de modo intempestivo em agosto de 1954<sup>11</sup>). Ao lado da CSN e da Petrobras, que foram os dois alicerces materiais da industrialização, o BNDE representou o grande instrumento apoiador, quando não o viabilizador, da geração de projetos - de infraestrutura e da indústria de transformação - que nos anos 1950 e nos dois decênios seguintes deram um extraordinário impulso ao aparelhamento do desenvolvimento brasileiro e à indústria de transformação. É indiscutível a importância histórica dessa instituição singular (no contexto brasileiro) que é Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, que ganhou o *Social* em sua sigla no início dos anos 1980, durante o governo de Figueiredo e sob o comando de Delfim Netto no Planejamento.

Papéis históricos de grande relevo justificam a perenidade das instituições? O próprio desenvolvimento não deve produzir as grandes transformações que tornam

---

<sup>10</sup> Os historiadores e os economistas que se dedicam à história econômica ainda não encerraram o debate sobre o período Getúlio Vargas dos anos 1930 e sobre a natureza das suas ações: foram, afinal, ações deliberadas em prol da industrialização ou ações fortuitas e tópicas? Entre os intérpretes das ações deliberadas está Pedro Fonseca, professor e pesquisador da UFRGS.

<sup>11</sup> Um dos trabalhos acadêmicos mais ricos e instigantes sobre o chamado segundo governo Vargas é o de Sérgio Vianna, sobre “A política econômica no Segundo Governo Vargas: 1951-1954”, que recebeu o Prêmio BNDES de Economia em 1987.

redundantes e ociosas as instituições que o promoveram? Quando a família auxilia a criança em seus primeiros passos não é para que ela possa, com autonomia crescente, caminhar e desenvolver-se? Não seria esse o ponto culminante do processo de desenvolvimento, quando as formas de atuação e as instituições de Estado, que tiveram que ser formadas para suplementar os papéis insuficientes da iniciativa privada, se mostram desnecessárias, justamente por terem sido capazes de gerar uma dinâmica econômica suficientemente lastreada nos indivíduos, nas empresas e nos capitais privados - quer dizer, em suas forças autônomas? Não teria sido assim e nesse momento alcançado o que foi estabelecido na Constituição - no seu primeiro artigo e no primeiro artigo do capítulo referente à ordem econômica e financeira, que outorgam à propriedade privada e à livre iniciativa a responsabilidade básica pelo funcionamento do sistema econômico? Para lembrar o que não deveria ser nunca esquecido: a Constituição propugna que a propriedade privada e a livre iniciativa são os esteios da ordem econômica (“fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa” - artigo 170), ressaltando, entretanto, que a propriedade tem uma função social e as empresas estatais podem desempenhar papéis suplementares, sempre que a livre iniciativa não seja capaz de produzir os resultados almejados.

Como em outras oportunidades, a Constituição aponta grandes objetivos, mas não explica exatamente como alcançá-los. Por exemplo, no inciso IV do primeiro artigo, a Carta afirma “os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa”, sem no entanto estabelecer como eles devem ser compatibilizados, uma tarefa distante do trivial. Logo a seguir, no inciso II do artigo terceiro, menciona “garantir o desenvolvimento nacional” (que não é definido) e no inciso seguinte “erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais” (que também não são determinadas), sem que no entanto seja possível concluir se essa missão superior caberia à propriedade privada, à livre iniciativa ou ao papel suplementar do Estado. Em que pese a inconclusividade da Carta, o bom senso e a observação da realidade parecem indicar que a consecução dos objetivos superiores que ela aponta demandam ações estruturantes e de longo prazo, o que pode eventualmente demandar intervenções do Estado que perpassam diversos governos e não devem sofrer discontinuidades, sob o risco de que os esforços realizados sejam perdidos antes de sua maturação.

Seria tentador recorrer ao ambiente internacional e aos muitos diferentes países para encontrar em suas experiências as prescrições e respostas fáceis. Existem no mundo mais de 500 bancos de desenvolvimento, com as mais diferentes histórias, trajetórias, funções, modelos de governança e resultados. Mais do que isso, os bancos de desenvolvimento existem em países desenvolvidos e em desenvolvimento, e a sua demografia não tem

apresentado uma tendência linear: o seu número vinha se reduzindo desde os anos 1980-90, mas a crise deflagrada em 2008 representou uma reversão e desde então novas instituições financeiras promotoras do desenvolvimento foram criadas - em regiões, em países e também agregando esforços de vários países. O exemplo mais notável é o chamado Banco dos BRICS, criado em 2014 (sediado na China e integrado pelo Brasil). Existem pois evidências no mundo em favor de bancos de desenvolvimento e elas envolvem países, regiões (subnacionais e supranacionais), setores (agricultura, tecnologia), segmentos empresariais (pequenas empresas). Também existem evidências que sustentariam a sua desimportância ou, pior, os efeitos nocivos de suas ações, seja pelo fracasso dos seus projetos, seja pelos seus custos para o orçamento público e a sociedade.

Por isso, nem a experiência histórica brasileira nem a experiência internacional são suficientes para justificar a existência de um banco de desenvolvimento, o que é mais verdadeiro ainda quando esse banco representa um custo importante para a sociedade brasileira e para os trabalhadores, no primeiro caso em razão da dimensão fiscal e no segundo em decorrência dos mecanismos de seu financiamento compulsório (FAT). Se a sociedade brasileira precisa decidir sobre a necessidade e a oportunidade de contar com um banco de desenvolvimento - seja o BNDES ou outro - a resposta não pode ser dada olhando para o passado, mas com uma visão de futuro.

### ***Algumas críticas à atuação do BNDES***

São frequentes as críticas aos bancos de desenvolvimento e ao BNDES em particular. No passado, a crítica principal era dirigida ao “hospital de empresas”, quando o banco foi chamado, por mais de um governo, a impedir a quebra de empresas que haviam entrado em concordata, por razões normais de negócios ou vítimas de administrações temerárias. Existem certamente casos em que o banco foi chamado a salvar empresas e arcou com prejuízos, mas há também casos importantes em que a intervenção do banco permitiu criar empresas brasileiras de alto nível, competitivas e lastreadas em administrações profissionais<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> O caso da Perdigão é possivelmente um dos mais emblemáticos. O controle da empresa passou da família (Brandalise) para um grupo de fundos de investimento (Previ, Petros, BNDES/Fapes, rev/Banerj, Fundação Sistel e Real Grande) em 1994 e o BNDES indicou um funcionário de carreira do banco (Nildemar Secches) para administrá-la. Após a crise de 2008, o BNDES ajudou a estruturar a crise da Sadia fundindo as duas empresas, com controle majoritário da Perdigão.

Existem dois níveis principais de críticas ao BNDES. O primeiro refere-se à sua condução em diferentes governos, que o utilizam, segundo os críticos, para finalidades ilegítimas, eventualmente para oferecer aos “amigos” créditos em condições vantajosas. As críticas dirigidas à utilização do BNDES para favorecimentos a grupos específicos, por razões estranhas ao fomento ao processo de desenvolvimento, podem ser resolvidas com o reforço da governança, incluindo conselhos independentes e conselheiros com mandatos definidos, impedimento de reconduções e regras de funcionamento que tornem públicas as atas das reuniões de diretoria e dos conselhos. O segundo nível é mais estrutural e diz respeito à própria natureza de suas intervenções, em substituição ao mercado - empresas e investidores, sendo este o tema principal abordado neste documento. Afinal, se existem críticas à governança do BNDES, existirão as mesmas críticas, com intensidade redobrada, a muitas outras instituições brasileiras, sejam públicas ou privadas, e nem por isso se defende a sua extinção. Por isso a reflexão e a discussão desse documento estão direcionadas à necessidade ou não de um banco público para fomentar o desenvolvimento brasileiro.

O uso de recursos de natureza pública para o financiamento de projetos privados é uma das principais críticas dirigidas ao BNDES. Ela procede? Esse uso encontra justificativa na natureza dos projetos financiados, que teriam, por hipótese, retorno social superior ao retorno privado em uma magnitude pelo menos equivalente ao subsídio implícito no financiamento? O conceito de externalidade positiva é útil para o entendimento do tema. Se um investidor privado tomar a sua decisão racionalmente (espera-se), ele deverá privilegiar, quando não ser guiado exclusivamente, pela perspectiva de retorno financeiro. Se assim fizer, esse investidor poderá, por exemplo, privilegiar investimentos que geram externalidades negativas para a sociedade (poluição, por exemplo) e deixam de gerar externalidades positivas (postos de trabalhos mais qualificados, por exemplo). Quando o poder público fornece recursos financeiros vantajosos para que o investidor privado decida a favor do projeto que possui menores custos ambientais (uso de recursos renováveis, por exemplo) e maior retorno social (aumento da competitividade da economia, por exemplo), terá assumido, por algum mecanismo, o custo financeiro de um benefício para toda a sociedade. Espera-se, por critérios mensuráveis, que o benefício seja superior ao custo.

Mas a missão - e o sucesso e fracasso - do banco de desenvolvimento tem, sobretudo, que confrontar os custos e os benefícios em dois horizontes temporais e em duas escalas de magnitude. O Brasil é invejado mundialmente por sua matriz energética, predominantemente de origem renovável, mesmo construída nos anos 1950, 1960 e 1970. Uma fração importante dessa matriz corresponde ao vetor de combustíveis

líquidos de origem renovável, e a parte mais importante desses biocombustíveis nasceu nos anos 1970 e consolidou-se nos anos 1980, com investimentos em grande parte financiados pelo Estado, com importantes subsídios (em um período de inflação ascendente, as condições dos empréstimos eram pré-fixadas e não envolviam correção monetária). Este subsídio à formação de capital representou um custo importante para a sociedade brasileira? Sem dúvida, mas ele tem que ser comparado com os benefícios decorrentes da transformação da matriz energética brasileira, com a constituição de um setor - há muito tempo competitivo, que caminha com suas próprias competências - gerador de produção, criador de empregos, exportações, economia de importações, demanda de produtos e serviços tecnológicos, empregos crescentemente qualificados, descontando-se dessa lista de vantagens e benefícios alguns efeitos secundários negativos (por exemplo, os efeitos das queimadas que antecedem a colheita). Os investimentos pioneiros, quase sempre subsidiados (na formação de capital e no prêmio ao álcool carburante) permitiram que as empresas e o setor construíssem uma curva de aprendizado que reduziu em mais de 60% o custo inicial do produto.

A missão dos bancos de desenvolvimento e do BNDES consiste, precisamente, em utilizar avaliações diferentes das que realiza o mercado para promover investimentos que sejam geradores de benefícios para a sociedade, mas cujo retorno privado seja - momentaneamente ou temporariamente - insuficiente sob as condições de mercado existentes. Isso não significa que não exista alguma sobreposição entre ambas as avaliações. Mas o mercado poderá demandar um investimento com prazos de maturação e de retorno mais curtos, bem como intensidade de capital e risco inferiores. Sobretudo, o mercado e os investidores e financiadores privados não têm nenhuma razão econômica para calcular transbordamentos ou retornos sociais, mesmo quando publicam relatórios ambientais ou sociais.

Na situação atual, a prevalência por um período muito longo de uma taxa de juros muito elevada reduz substancialmente o universo de projetos de investimento realizáveis sob as condições “de mercado”. Isso tornou o leque de projetos financiados pelo banco extremamente largo. Por vezes, como parece ter sido no programa anti-cíclico PSI, excessivo, com custos fiscais que estão longe de corresponder aos seus resultados para a sociedade. De fato, em uma avaliação realista e desapaixonada, será necessário reconhecer que o Brasil esgotou a sua capacidade de conceber e implementar política industrial junto com a substituição de importações, e ainda não conseguiu formar novas competências institucionais e políticas nessa matéria.



## ***Fundamentos para a atuação do BNDES em prol do desenvolvimento brasileiro***

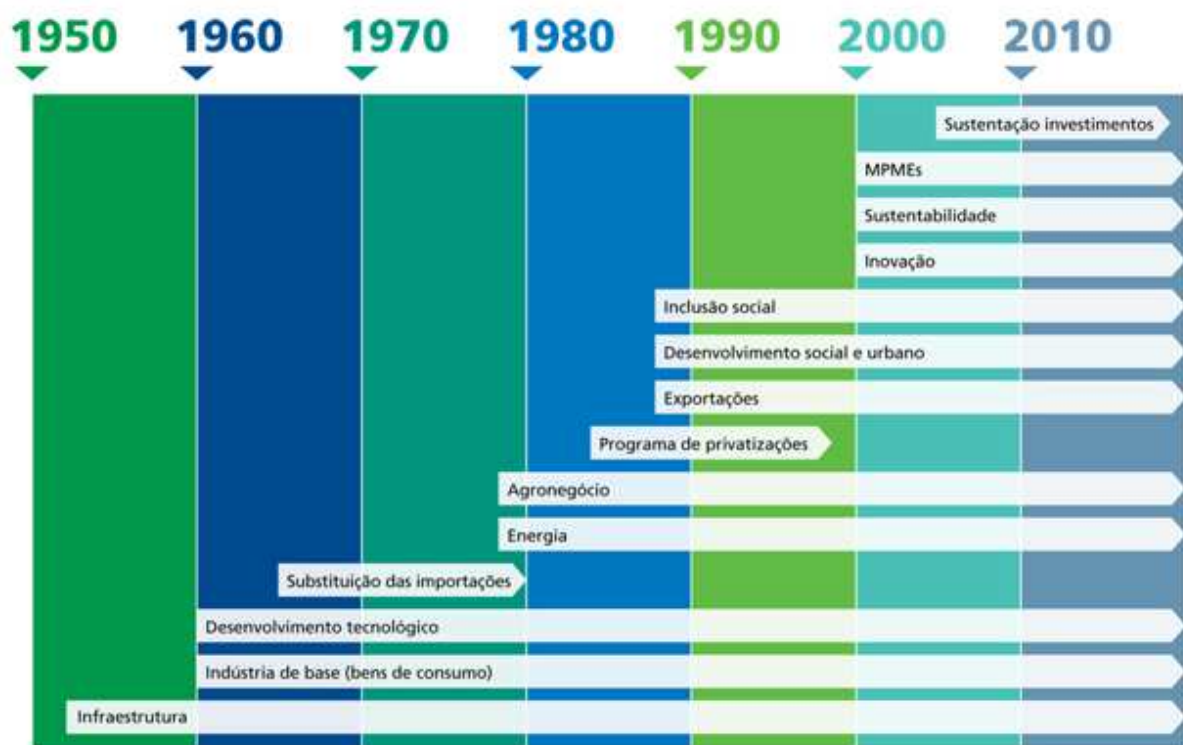
O principal desafio para uma reflexão séria, desinteressada e desapaixonada sobre o eventual papel ou os eventuais papéis do BNDES no desenvolvimento brasileiro exige, preliminarmente, o afastamento de duas posições igualmente imobilizantes: a defesa incondicional do Banco Nacional de Desenvolvimento e a negação liminar da necessidade de sua existência. Se a primeira sacraliza o papel do BNDES na promoção do desenvolvimento, a segunda o relega a papéis menores e secundários, antes da sua marginalização ou da subordinação a lógicas reducionistas do desenvolvimento. As duas posições extremas e extremadas (e o maniqueísmo associado) não prestam um bom serviço ao debate e não ajudam a construir uma reflexão fundamentada e consistente, que possa produzir proposições e soluções superiores para o Brasil, sejam elas em favor de missões para o Banco ou para as eventuais alternativas.

Quando o BNDE foi criado, em 1952, a sua missão principal consistiu em disponibilizar os instrumentos financeiros para viabilizar que a indústria brasileira e sobretudo as suas infraestruturas associadas (inclusive as da urbanização acelerada) pudessem ser alçadas a um novo patamar. Enriquecido pela experiência do período da Segunda Guerra Mundial, e pelos estudos e proposições que foram produzidos pela Assessoria Econômica de Getúlio Vargas e pela Cooperação com os Estados Unidos, o Estado impulsionou a criação dessa Instituição que se tornou, ao longo dos decênios seguintes, vital, em um primeiro momento, e progressivamente onipresente no funcionamento da economia brasileira, duas características que ficarão mais claras ao longo dos próximos parágrafos.

No período inicial, além da mobilização de recursos financeiros adequados a projetos mais exigentes, o BNDE lançou mão de importantes inovações institucionais que permitiram que a sua atuação alcançasse elevados padrões de desempenho técnico e no caráter público do seu papel. O próprio conceito de projeto constituiu uma inovação institucional e ela norteou a atuação do BNDE, assegurando que os seus financiamentos pudessem ser acompanhados de modo efetivo ao longo de sua execução. Na sua origem, portanto, o BNDE representou uma dupla inovação: no seu objeto, que foi o financiamento de longo prazo, até então inexistente ou muito escasso; e na sua forma de atuação, com critérios técnicos superiores na avaliação dos projetos submetidos e no acompanhamento daqueles aprovados.

Ao longo do tempo, nestes mais de 30 anos posteriores aos grandes desafios da industrialização e da substituição de importações (anos 50, 60 e 70), o já BNDES (com o S agregado em 1982) foi assumindo novas áreas de atuação. Na representação gráfica em que o Banco sintetiza a multiplicidade das suas formas de atuação essas novas funções vão surgindo e alargando o escopo inicial, quase se isso ocorresse naturalmente:

### A evolução das áreas de atuação do BNDES desde a sua fundação



Fonte: BNDES

Até o final da década de 1960, o BNDES permaneceu focado na área de infraestrutura. Atuando como arquiteto do desenvolvimento econômico, no início da década de 1970, o banco expandiu seu escopo de atuação de modo a incluir suporte à modernização e reorganização de um conjunto de empresas intensivas em trabalho e com potencial exportador, como calçados, têxteis e vestuário. Em meados dos anos 1970s, o BNDES

passou a administrar os recursos oriundos do PIS-PASEP e, com uma base financeira ampliada e mais estável, foi agente central no suporte da política de substituição de importações em setores estratégicos intensivos em capital (e.g. bens de capital, metalurgia, petroquímica, papel e celulose), priorizados pelo II PND.

Em convergência às ideias predominantes (resumidamente, o “Consenso de Washington”), no final da década de 1980 o BNDES começou a planejar o processo de privatização em áreas como mineração, metalurgia, telecomunicações e energia. Já em 1991, o banco participou ativamente nas privatizações com suporte técnico, jurídico, administrativo e financeiro nos leilões de empresas públicas. Em paralelo, o escopo de atividades do banco também aumentou na direção de estabelecer linhas de crédito voltadas à exportação de bens e serviços nacionais. Nos anos 2000, durante o governo Lula, o BNDES recebeu missões adicionais, com destaque para seu papel na política industrial e tecnológica, incluindo a promoção de investimento direto voltado à exportação de bens e serviços de engenharia, suporte a fusões e aquisições no Brasil e no exterior, e suporte à P&D e inovação, e sua atuação como fonte de financiamento anti-cíclico durante (e após) a crise financeira internacional de 2008-2009.

A forma como foram sendo agregadas funções, atividades, papéis – de modo consistente ou *ad hoc* – ao longo de sucessivos períodos históricos e ciclos presidenciais, desde pelo menos o final do período do II PND (1975-79), representaram um enorme alargamento das funções do BNDES. Motivadas por demandas pontuais, da conjuntura ou dos arranjos políticos momentâneos, essas novas funções e atividades alargam a atuação, mas não a tornam mais estruturante. Em nenhuma dessas *novas* áreas fez o BNDES qualquer diferença, muito menos que seja comparável àquela que teve em sua atuação nos primeiros 30 anos de existência. Quereria isso dizer que o papel do banco foi, neste período mais recente, pouco relevante? Por certo, não. Que o digam os beneficiários do Cartão BNDES ou as exportações de aeronaves, em dois extremos de uma atuação que abrange atores muito distintos (miríade de empresas e uma grande campeã nacional). Ou, na década das privatizações, a transferência do capital controlador para mãos privadas, que criou novas estruturas econômicas e padrões de desempenho empresarial muito distintos daqueles que vigoravam. Ou ainda, mais recentemente, o papel contra-cíclico após a crise deflagrada em 2008. Mas nenhuma dessas ações, por proeminentes ou atrativas que se afigurem momentaneamente, alcança a importância decisiva que o BNDE teve, para o Brasil e para o desenvolvimento brasileiro, nos seus primeiros 30 anos de existência.

De grande artífice (e também excelente operador) da industrialização brasileira (e de suas bases de infraestrutura) o banco transformou-se em um diligente faz-tudo com atuação pontual - e pontualmente relevante - em todas as dimensões onde necessidades urgentes são identificadas pelos governos ou pelas áreas proeminentes dos governos. A mera *criação de novas caixinhas*, para que o BNDES possa executar uma nova função, está longe de promover o seu reencontro com a sua missão singular de promotor do desenvolvimento brasileiro. O inverso seria, muito provavelmente, mais verdadeiro: cada uma dessas novas funções afasta ainda mais o Banco da sua ingente e insubstituível missão, de promover o desenvolvimento brasileiro por meio do apoio vigoroso e qualificado à criação de novas capacidades econômicas, que possam produzir a contemporaneidade das estruturas produtivas e do sistema econômico brasileiros. Na missão constitucional, esse sistema deve estar baseado no trabalho e na livre iniciativa, que devem formar a base para a *soberania*, a *cidadania*, a *dignidade da pessoa humana* (como preconiza o artigo primeiro), bases de uma “sociedade livre, justa e solidária”, que possa “garantir o desenvolvimento nacional”, “erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais” e “promover o bem de todos”. Sem um sistema econômico vigoroso, dinâmico e competitivo vários desses atributos constitucionais serão irremediavelmente sacrificados.

Se a criação de novas funções (ou “caixinhas”) contribui apenas marginalmente para a missão maior do banco, mas com riscos sérios de desvirtuá-la, a mobilização de sua grande estrutura e de muitas de suas competências mais consolidadas (outras “caixinhas”) para o alcance de objetivos de momento também não contribui muito para os propósitos maiores. Essas funções podem ser o enfrentamento de uma severa restrição externa, a transferência de ativos, a criação de grandes empresas nacionais ou o enfrentamento de uma crise cíclica - pouco importa a relevância momentânea do novo objetivo, ele é só isso mesmo, um objetivo momentâneo, de uma fração de um governo. O currículo do BNDES poderá receber mais essa condecoração, mas ela não ajudou o desenvolvimento brasileiro e provavelmente protelou-o com mais uma ação diversionista. Pior, esse novo sucesso terá reforçado as expectativas de todos os agentes políticos relevantes de poderem utilizar o banco para os seus propósitos e para os objetivos setoriais e parciais de suas agendas.

A direção do Banco sempre poderá justificar as suas ações como sendo a resposta a diretrizes do governo, o que apenas parcialmente corresponde à realidade. A depender da direção que o banco possua em cada momento, poderá ter um grau de autonomia maior ou menor, mas sempre relativamente elevado com relação àquela que possuem outras áreas do governo. E o atendimento de demandas específicas de

um determinado governo, de cada governo e de todos os sucessivos governos, não impediria o BNDES de exercer a sua verdadeira e única missão - o apoio enérgico e decisivo aos preceitos constitucionais, aos valores sociais do trabalho e da livre iniciativa, por meio da criação de novas oportunidades de transformação da base econômica e dos alicerces do desenvolvimento. Se não for essa a missão do Banco, e se as suas principais ações não forem nessa direção, com resultados efetivos demonstráveis, será difícil justificar a sua existência.

O enfrentamento da verdadeira missão envolve a resposta à questão portanto crucial: poderá o BNDES levar a contento a sua grande missão? Se a resposta a essa questão for negativa, talvez tenhamos que admitir que a sua razão de ser deixou de existir. Uma resposta afirmativa, diversamente, envolve a definição de políticas, programas e ações que possam ser implementadas a contento pelo BNDES (ou com o BNDES), e que não possam ser desempenhadas pelas iniciativas privadas ou por outras instituições públicas, de modo a alçarem a economia brasileira a um novo patamar.

Se nos anos de 1950 era a infraestrutura - base da industrialização e da urbanização - o desafio maior do desenvolvimento e do BNDE como instrumento financeiro de sua promoção, se nos decênios seguintes foi a indústria de transformação e o completamento da base industrial brasileira que mobilizou os recursos e as competências do banco para o alcance de sua trajetória bem-sucedida, quais seriam os grandes desafios deste segundo quartel do século 21?

### ***Missão, compromissos e contrato de gestão com a sociedade brasileira***

O BNDES é uma das mais poderosas instituições do Estado brasileiro. A ele foi concedida uma missão de alta relevância e recursos financeiros e humanos correspondentes. Por isso mesmo, o BNDES deveria evitar, sempre que possível, imiscuir-se nas questões (comezinhos) da conjuntura e do financiamento a tudo aquilo que os demais atores - privados e públicos - tratam com grau aceitável de proficiência.

A maior parte dos objetivos do desenvolvimento transcende qualquer mandato presidencial ou legislativo, mesmo no caso (que se tornou normal) de mandatos executivos que tendem a ser renovados e perfazem 8 anos. Por isso mesmo, existe uma contradição evidente entre a atuação do BNDES como instrumento da sociedade brasileira para a promoção do desenvolvimento nacional e as suas respostas aos governos que se sucedem a cada 4 ou a cada 8 anos. Em um certo sentido, o BNDES

deveria ser uma espécie de guardião das missões constitucionais em prol do desenvolvimento brasileiro.

### ***As encruzilhadas e os impasses da economia brasileira***

O grande desafio da agenda brasileira de desenvolvimento consiste no revigoramento da sua capacidade de crescimento, que exige, além da sonhada estabilidade do ambiente macroeconômico, alicerces saudáveis em termos da estrutura produtiva, do sistema industrial, das cadeias produtivas, dos padrões de competição e, por fim, dos níveis de competitividade. Embora muitos economistas pretendam que a estabilidade macroeconômica é a condição necessária para a retomada do crescimento sustentável, essa promessa tem sido frustrada há quase um quarto de século, sem evidências de que possa ser cumprida. A redefinição das condições para o crescimento sustentável pode beneficiar-se de um ambiente macroeconômico mais estável, mas este está longe de assegurar o crescimento, muito menos padrões de competitividade saudáveis.

A realidade oferece evidências sistemáticas e eloquentes do grande atraso relativo do nosso sistema industrial. Este atraso não decorre meramente da ausência de crescimento, está mais ligado à ausência de mudanças na sua estrutura e nas suas fontes de dinamismo. O último surto de crescimento com mudanças estruturantes no sistema industrial ocorreu nos anos 1970, com desdobramentos na primeira metade dos anos 1980, e corresponde grosso modo à implantação de atividades típicas do padrão de produção que o mundo construiu ao longo da primeira metade do século 20 e difundiu no quarto de século seguinte. Insumos básicos (siderurgia, siderurgia de não-ferrosos, petroquímica, celulose) e bens de equipamento característicos do padrão metalmeccânico foram os grandes alicerces dessa etapa da industrialização brasileira e desde então o fosso que nos separa do mundo aumentou, distanciando cada vez mais o sistema industrial brasileiro do padrão vigente nos países mais avançados (o núcleo dos países da OCDE) e nos retardatários com ambições industriais consistentes (representados pelos Tigres Asiáticos e agora transportados para outra escala e proeminência pela China).

Desde que se completou no Brasil, durante o período do II PND (1975-79), a implantação das estruturas setoriais que orientaram o sistema industrial do século 20 nos principais países, e o mundo acelerou o ritmo das mudanças em direção a um novo paradigma técnico-econômico, as iniciativas brasileiras nessa direção têm sido incipientes e descoordenadas. Sempre se poderá argumentar que a crise da economia brasileira

(entre 1979 e 1982) produziu um tal turbilhão que nenhuma atenção poderia ser dada a qualquer outra dimensão que não a dívida externa, o déficit público e a inflação, temas que monopolizaram a atenção dos gestores das políticas econômicas pelo menos até 1994 e que serenaram, desde então, mesmo sem terem sido equacionados de modo definitivo. Mas também devemos reconhecer, a bem do realismo, que as ações estruturantes que diferentes organismos governamentais ensaiaram ao longo desses muitos anos desde o esgotamento da substituição de importações foram insuficientes ou deficientes, em qualquer caso incapazes de produzir resultados que possam justificar os esforços e lastrear novas ações.

Muitas tentativas, em vários campos, foram iniciadas e interrompidas antes que pudessem frutificar. Governos, mesmo quando reeleitos, possuem mandatos muito mais curtos do que o período de maturação dos investimentos em novas áreas tecnológicas e para gerarem as mudanças estruturais que são imprescindíveis para que o sistema industrial brasileiro conheça o revigoramento sem o qual não poderá sobreviver em um horizonte mais longo. Algumas empresas brasileiras podem orgulhar-se de terem conseguido ganhos relevantes de produtividade e de competitividade, ostentando resultados que encham de justo orgulho os seus dirigentes, acionistas e colaboradores, para cujo bem-estar contribuem. Mas como não é de andorinhas isoladas que se faz verão, também não é de casos destacados - e isolados - que se faz um sistema industrial. Um sistema é, por definição, um conjunto complexo de relações recíprocas que permitem que cada empresa avance em seus padrões de produção e de competitividade puxando outras, delas recebendo, em retorno, idênticos estímulos. Afinal, ilhas de excelência, que o Brasil possui, não formam um sistema industrial e não são capazes de impulsionar a economia brasileira e o seu processo de desenvolvimento. Muitas dessas ilhas de excelência contaram, ao longo de suas trajetórias, com o apoio financeiro - maior ou menor - do BNDES aos seus investimentos, mas essas empresas possuem estruturas de financiamento muito mais favoráveis nos mercados privados do que as demais empresas brasileiras. Por mais que possamos identificar no vasto território industrial brasileiro casos extraordinários de empresas bem-sucedidas, temos que reconhecer que o sistema industrial brasileiro está em processo de enfraquecimento e vem perdendo algumas de suas principais qualidades, entre elas a forte integração entre os seus elementos constituintes.

Enquanto o Brasil completava as tarefas - importantes, sem dúvida - da segunda revolução industrial, o mundo iniciava a transição para a terceira, baseada não mais nas escalas e nos volumes de produção, mas cada vez mais na produção flexível, na automação de base microeletrônica, na superação do fordismo. O mergulho na crise nos

anos 1980 contribuiu de maneira decisiva para que as tarefas de promover o desenvolvimento das indústrias recém-implantadas e a adesão progressiva ao novo padrão industrial emergente não pudessem realizar-se.

O grande desafio do BNDES não pode ser, portanto, o apoio ao núcleo superior da estrutura industrial brasileira e dos demais setores, pois esses possuem alternativas de financiamento relativamente saudáveis para a maior parte das suas atividades empresariais mais rotineiras, mesmo para investimentos de capital fixo de prazo mais longo. Haveria, sem dúvida, atividades e projetos dessas empresas que seriam merecedores de atenção especial e recursos financeiros de qualidade superior, como é o caso do financiamento das exportações de equipamentos, em que os produtores e exportadores brasileiros possuem evidentes desvantagens e enfrentam competidores apoiados por instituições e programas especialmente vigorosos. Mas é possível sustentar que a maioria das operações de financiamento que são direcionadas para a elite empresarial brasileira melhora o desempenho financeiro dessas empresas, mas não faz diferença relevante em termos da promoção do desenvolvimento. Os investimentos ocorreriam, na maior parte dos casos, com os recursos de outras fontes. Os recursos e as ações do BNDES devem ter outro destino, que é o de produzir a diferença no sistema industrial. E nessa função, nobre, o seu papel é possivelmente insubstituível, seja pela natureza das operações, seja pelos riscos envolvidos, seja - mais que tudo - pela necessidade de serem esses investimentos articulados em um desenho inteligente que só pode ser produzido no interior do Estado, em sintonia e colaboração estreita com os atores privados e os investidores.

Uma das fragilidades reconhecidas da indústria brasileira é a atrofia da sua função tecnológica, um fato amplamente reconhecido (cujas causas não cabe discutir ou analisar aqui). Desde pelo menos os anos 1980, quando os investimentos do II PND foram completados, a indústria brasileira acumula um atraso crescente. Mas diferentemente dos investimentos típicos do II PND, os investimentos dos ciclos industriais subsequentes não estão associados simplesmente à implantação de novas plantas, por modernas que sejam. Eles demandam, também, esforços tecnológicos sistemáticos e, em alguns casos, crescentes. O pacote de investimentos do II PND envolvia escalas de produção elevadas e tecnologias consolidadas, mas os desafios estavam restritos à aquisição, demandando esforços modestos para o uso e o aperfeiçoamento (que oferecia subsequentemente oportunidades meramente incrementais).



Desde o advento da terceira revolução industrial, iniciada com a introdução dos controladores programáveis no início dos anos 1970, a velocidade das mudanças cresceu e os processos produtivos e os mercados passaram a demandar esforços crescentes para acompanhar o deslocamento das fronteiras tecnológicas e dos padrões de competição. Foi neste ponto da evolução que a indústria brasileira “perdeu o pé”, e é para este processo de recuperação e transformação que a indústria e a economia brasileiras precisam ser preparadas.

O elemento fundamental desse processo é a constituição, nas empresas, nas indústrias (setores), nas cadeias produtivas e nas aglomerações setoriais (*clusters*, distritos industriais, arranjos produtivos localizados), de capacidades tecnológicas que produzam a atualização dos padrões de produção, de comercialização e de competição. O financiamento - em condições adequadas - dos esforços de capacitação tecnológica das empresas (de todos os tamanhos) deve ser uma prioridade sobre todas as demais. O desenho das linhas básicas dos programas correspondentes é apresentado adiante neste documento, mas aqui são apresentadas algumas fundamentações.

A capacitação e o desenvolvimento tecnológicos representam atividades nucleares de qualquer empresa acima de certo porte. No caso de setores com grande número de pequenas empresas, sobretudo quando aglomeradas, essa responsabilidade pode ser desempenhada por instituições externas, de natureza coletiva. Ainda assim, ela é vital no mundo contemporâneo e nenhuma empresa pode prosperar, talvez mesmo sobreviver, se não puder contar com o acesso a fontes de informação, conhecimento e desenvolvimento tecnológico, sejam elas internas ou externas. Na ausência desse ativo de caráter cumulativo, o provável é que as empresas regridam para padrões competitivos baseados em fatores espúrios e insustentáveis frente às trajetórias globais.

A constituição dessa capacidade no Brasil corresponde, nos dias de hoje, ao desafio da infraestrutura nos anos 1940-50. Naquela época, os investimentos industriais eram impedidos pela inexistência de infraestrutura - energia, sobretudo, mas transportes também. Foi a entrada em cena de recursos financeiros dedicados e de uma instituição vitalizada por um mandato claro que permitiu que o Brasil superasse essa paralisante restrição ao longo dos anos 1950-60, pavimentando o terreno para o avanço industrial e a urbanização. Na atualidade, a esmagadora maioria das empresas industriais brasileiras - incluindo algumas das grandes empresas - esgotou o seu potencial de desenvolvimento e de competitividade com o acervo de recursos produtivos disponíveis. Para avançarem, para conquistarem novos padrões de competitividade, para enfrentarem os desafios vindouros (como a indústria 4.0), elas precisam ter acesso

a novos recursos produtivos, em bases regulares. A única forma de assegurá-los é por meio de competências tecnológicas.

Essas competências requerem a existência, nas empresas, de pelo menos um neurônio tecnológico, um indivíduo dotado das características técnicas necessárias para o diálogo com o mundo externo na linguagem que é a da tecnologia. O tecnólogo pode ser também o elemento central do desenvolvimento de competências na empresa, mas ele é sobretudo a antena que capta as mudanças no ambiente externo e as traduz para o mundo interno. Sempre que a empresa tem um tamanho suficiente para possuir um núcleo tecnológico mais robusto, essa deve ser a solução privilegiada. Aliás, um pequeno número de empresas brasileiras possui mais do que um núcleo tecnológico, possuem áreas tecnológicas densas e competentes. Mas se, ao contrário, a empresa não possui o tamanho mínimo necessário para dispor de um tecnólogo, o sistema público ou o associativo (setorial, local) deve encontrar engenharias institucionais e meios de provê-lo.

A iniciativa recente da CNI que criou os Institutos SENAI de Inovação poderia ser considerada um embrião na direção apontada. Os institutos representam a oportunidade para a indústria de oferecer para as empresas industriais centros de competências temáticas capazes de desenvolverem soluções para os desafios que elas identificam. Na sua maioria, mesmo os Institutos que já estão bem estruturados (em termos de instalações e equipes) desenvolvem projetos quase exclusivamente com empresas de maior porte e não alcançam as pequenas e médias empresas. Com instalações e equipamentos modernos, eles podem ser a base física para serviços tecnológicos, mas ainda carecem de equipes capazes de apresentar capilaridade e promover penetração dos vetores tecnológicos e da evolução técnica e produtiva na vasta demografia industrial brasileira. Para superar essa limitação são necessários outros investimentos, em equipes mais numerosas que devem contar com pesquisadores e desenvolvedores e também com profissionais que sejam capazes de levar as mensagens da tecnologia às empresas e atraí-las para a capacitação e o desenvolvimento de processos de aprimoramento industrial e aquisição de competências tecnológicas.

Um meio alternativo de oferecer maior capilaridade nas ações de natureza tecnológica é por meio de serviços de consultoria para a produtividade. Ao contrário de outras abordagens, que identificam a necessidade de eliminação pura e simples da “cauda” inferior das empresas brasileiras, é nosso entendimento que a grande maioria das empresas, mesmo as que estão distantes da fronteira de produtividade, são um ativo da

economia brasileira e podem ser promovidas a uma condição superior - com políticas, programas e ações com esse propósito. Programas como o Brasil Mais Produtivo vão exatamente na direção proposta, mas carecem, ainda de escala adequada.

#### Quadro: O Brasil Mais Produtivo

O programa Brasil Mais Produtivo vai atender, ao longo de 2016 e 2017, 3 mil empresas de pequeno e médio porte da indústria de transformação em todo o país, com o objetivo de aumentar em 20% sua produtividade. O programa – que terá coordenação técnica do Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial (SENAI) – prevê modificações rápidas e de baixo custo nas empresas para alcançar ganhos expressivos de produtividade por meio de técnicas de manufatura enxuta. A iniciativa, sob coordenação do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC), tem como parceiros, além do SENAI, a Agência Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos (Apex-Brasil), a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Fonte: SENAI

O escalonamento dessa iniciativa tão necessária pode envolver a mobilização de novos profissionais, de forma independente ou em associação com as instituições existentes, demandando uma escala muito superior e uma maior variedade de participantes (públicos e privados). Assim como a EMBRAPA credenciou instituições de pesquisa e desenvolvimento capazes de executarem projetos de interesse empresarial, o modelo proposto poderia credenciar instituições - públicas e privadas - capazes de oferecerem serviços de desenvolvimento produtivo. Evidentemente, dadas as dificuldades típicas das pequenas empresas, e as urgências em que estão mergulhadas, impedindo-as de se dedicarem a qualquer atividade de horizonte mais longo ou retorno mais demorado, o processo deveria conter um elevado grau de subsídio ou diferimento de pagamento. Se a solução do subsídio parece impraticável na situação orçamentária atual, a alternativa poderia ser o financiamento com prazos dilatados e carências adequadas aos diferentes casos. Nem sempre o instrumento financeiro é um bom substituto do fiscal, mas neste caso, face às restrições, talvez esse seja o caminho e talvez ele possa funcionar a contento. O que vale para serviços tecnológicos e para consultorias técnicas de produtividade vale, com igual razão, para programas de serviços de consultoria em design, em comercialização e em exportação.

Os esforços propostos até aqui produzirão resultados importantes e poderão ter grande impacto sistêmico na indústria e na economia brasileira, mas possuem um efeito adicional: eles são uma base importante que prepara o tecido industrial e a economia para a manufatura avançada ou a indústria 4.0. Embora os desafios desse novo modelo industrial e econômico sejam muito maiores, e envolvam novas tecnologias de natureza muito distinta, a difusão de conceitos, práticas e tecnologias de base microeletrônica e os conceitos associados à produção enxuta, ele é fundamental para cobrir lacunas existentes e pavimentar o terreno.

Existem muitas dificuldades para o desenvolvimento conceitual e a operacionalização de uma agenda desta natureza. Muitas dessas dificuldades são legítimas, outras são apenas compreensíveis. Afinal, depois de tantos anos exercendo um papel é difícil modificar o enquadramento mental dos indivíduos e das organizações para novos papéis, ainda mais quando eles tiveram, por tanto tempo, negada a sua relevância ou a sua exequibilidade (ou ambas).

### ***Proposições***

Neste item são apresentadas algumas das proposições, precedidas de uma caracterização dos grandes desafios.

É possível identificar em diversos elementos da realidade evidências a demonstrarem que a indústria brasileira se encontra ainda às voltas com desafios que dizem respeito à segunda revolução industrial. A situação atual de vários dos setores de base, criados ou alçados a novos patamares de desempenho durante o II PND (1975-79), é de recuo ou crise aberta. A grande siderurgia, o alumínio, a petroquímica, os grandes projetos de energia, que criaram produtos competitivos em escala internacional à época do Governo Geisel e (nos anos subsequentes em alguns casos), encontram-se hoje em estado de grandes dificuldades (plantas paralisadas, envelhecidas). Em muitos setores industriais, mas também nos serviços e no setor primário, ilhas de excelência convivem com um tecido empresarial envelhecido e incapaz de acumular os recursos e as competências para realizar os desafios que o ambiente internacional aponta como vitais para uma existência em bases sustentáveis, mesmo que seja abandonado o objetivo - a todos os títulos legítimo - de equiparação com os padrões de produção e de consumo vigentes nos países que o mundo inveja.

A consequência em termos de política econômica e industrial não é, como pretendem algumas correntes de economistas, a necessidade de eliminação das franjas (mais estreitas ou mais largas) de empresas menos ou muito menos eficientes do que a “fronteira” tecnológica e produtiva, mas a imperiosa missão de alçar essas capacidades empresariais a uma condição superior, em que sejam ao mesmo tempo aproveitadas as competências existentes e revigoradas com novos estímulos e aportes. A missão da produtividade deveria ser a missão principal do BNDES na promoção do desenvolvimento brasileiro. Produtividade por promoção, não por eliminação. Essa verdadeira “solução final”, que vem sendo defendida por alguns acadêmicos de instituições que não conhecem intimamente a estrutura industrial brasileira, eliminaria estruturas empresariais, recursos humanos, competências que foram desenvolvidas ao longo de muitos anos e que podem ser alçadas a uma posição superior se políticas adequadas forem implantadas. Produtividade, em qualquer caso, depende fortemente de capacitação humana e de ambientes produtivos, equipamentos e sistemas de produção adequados, mercados com dinamismo e potencial de crescimento, apoios públicos e privados convergentes para esse grande propósito – enfim, muito mais do que simplesmente escolaridade.

Para fazê-lo, existem dois grupos de atores-alvo, cada qual demandante de instrumentos apropriados. O primeiro é a massa de pequenas, médias e grandes empresas que possuem uma existência econômica envolta em um dinamismo que apesar de todos os esforços não viabiliza uma trajetória de crescimento, de modernização ou de expansão internacional. O segundo é formado pelas grandes empresas que possuem estruturas consolidadas, com diferentes funções empresariais desenvolvidas e consolidadas, mas apresentam uma ausência de competências tecnológicas singulares, sendo portanto incapazes de criarem diferenciação produtiva e competitiva.

Para as primeiras empresas é necessário criar instrumentos que sejam capazes de atualização industrial e produtiva. Os instrumentos disponíveis propiciam recursos financeiros sobretudo para aquisições de máquinas e equipamentos, mas, quando existem, são frágeis em assegurar a essas empresas o acesso a serviços tecnológicos e serviços empresariais avançados. Os instrumentos criados ao longo da industrialização brasileira destinavam-se a promover o investimento em aumentos de capacidade de produção, um fenômeno que tem sido raro na maioria dos segmentos industriais. Para que as empresas possam realizar investimentos significativos em aumentos de capacidade produtiva, precisam, antes, desenvolver os seus padrões de produção, os seus modelos comerciais, as suas modalidades de inserção competitiva nos mercados

interno e externo em outras bases, que assegurem novos patamares de rentabilidade (na produção) e que estimulem, em decorrência, novos investimentos.

Este revigoramento da grande massa de empresas que compõem a vasta demografia industrial brasileira não é evidentemente uma exclusiva responsabilidade de uma só instituição de política pública, mas também não pode ser realizada com o alheamento de uma instituição do porte, da competência e da responsabilidade do BNDES. Sempre que instado a ações de base ampla, o BNDES argui que é um banco de atacado e não possui capilaridade de atuação mais voltada para os pequenos, pelo menos não de forma direta, mesmo sabendo o significado dessa renúncia em termos de restrições no acesso ao seu crédito e nas condições draconianas que são impostas às empresas que mais precisam de seus recursos.

Essa resposta pronta, repetida *ad nauseum*, não faz jus às qualidades e às competências de um corpo funcional de quase três milhares de pessoas, com elevada formação acadêmica e profissional, que possui ademais fortes incentivos à realização de estágios de estudos mais avançados (mestrados, doutorados) e de especialização instrumental (MBAs e cursos de curta duração), e uma carreira invejada nos setores público e privado, além de benefícios complementares e planos de aposentadoria inexistentes alhures. Dessa instituição especialíssima a sociedade brasileira espera um desempenho correspondente em termos de contribuição ao desenvolvimento brasileiro. E isso pede mais do que respostas prontas. Exige compromisso com a inteligência e a inovação, inclusive a sua própria inovação, das suas práticas, dos seus instrumentos, das metas e das ambições em termos de missão, visão e valores.

A resposta da instituição, se ela deseja superar o papel do “faz-tudo” afeito às demandas circunstanciais e aos benefícios das retribuições, não pode ser a resposta pronta, imobilista e conservadora que se traduz em um lacônico “foi sempre assim, assim será sempre”. A recusa liminar à reflexão sobre novos modos de consecução da missão fundadora é o começo do fim, a estrada confortável que conduz - mais tarde ou mais cedo - à decadência.

O segundo grupo de empresas forma um universo relativamente familiar para o BNDES, mas a sua atuação não tem colaborado de modo enérgico para promover o salto de competitividade para alçar essas empresas a uma inserção competitiva mais vigorosa, com projeção internacional relevante. Essas empresas possuem dimensões e competências que poderiam formar a base para a criação de singularidades competitivas, aliando as competências formadas e adquiridas em suas trajetórias

anteriores a novas qualidades e habilidades desenvolvidas e adquiridas com o apoio de programas e instrumentos desenhados para essa finalidade.

Um eixo fundamental dessa ação deveria ser a multiplicação de vínculos promotores de diferenciação competitiva, seja por tecnologia propriamente dita, seja por ativos paratecnológicos (certificações, selos de eficiência energética e desempenho ambiental, por exemplo). A miríade de programas e instrumentos existentes no Brasil e em suas múltiplas instituições já representa um cipoal de dificuldades para a sua compreensão, mais ainda para o seu uso adequado pelas empresas. O acesso das empresas a esses instrumentos poderia ser alavancado por um programa de aquisição de competências tecnológicas, seja no Brasil ou no exterior, por parte de empresas brasileiras. Esse programa financiaria o conjunto da estratégia tecnológica da empresa, incluindo a montagem de equipes de P&D, de laboratórios, de projetos de colaboração com ICTs no Brasil e no exterior, a aquisição de empresas de base tecnológica (no Brasil e no exterior), incentivando - com carências, prazos e taxas adequados - o salto tecnológico.

No item 8, a seguir, os programas derivados das proposições anunciadas são apresentados em linhas gerais, mas concretas.

## ***Programas***

Este item apresenta um delineamento básico de programas formulados a partir da análise e da argumentação precedente. Eles não esgotam os possíveis caminhos, mas servem como uma ilustração das possibilidades e um estímulo para a reflexão. Com o incentivo a pensar o seu papel para os alicerces do século 21 brasileiro, a inteligência e o espírito público de tantos bons profissionais do banco e de outras instituições públicas e privadas poderão produzir resultados muito superiores. É, portanto, como contribuição inicial que este elenco de proposições é apresentado.

### ***A. Finame - reformulação e ampliação de escopo***

O financiamento à aquisição de bens de capital, equipamentos e veículos de transporte é uma das atividades mais tradicionais da atuação do BNDES. É por meio dela que o banco estimula a venda e a produção desses produtos em território nacional, constituindo uma vantagem relevante para os seus fabricantes (com relação aos congêneres importados). Há muito o que fazer para integrar esse importante instrumento aos novos tempos. O cadastro dos equipamentos “finamizados” é velho e estático, incapaz de orientar a evolução da produção e das

tecnologias, restringindo-se - praticamente - a uma resposta binária (alcança ou não alcança o índice de nacionalização).

Uma vez “finamizado”, o equipamento aí permanece, fazendo jus aos benefícios do apoio financeiro concedido a todo e qualquer equipamento, mais antigo (e arcaico) ou mais moderno (e produtivo), consuma muita energia ou promova economias substanciais, seja vital para a produtividade e a competitividade das pequenas empresas ou cumpra funções auxiliares menores.

É no mínimo muito perturbador que a instituição cuja missão é a promoção do desenvolvimento brasileiro traduza tão precariamente as suas preocupações com o desenvolvimento tecnológico e os incentivos à sua promoção naquele que é o mais antigo e o mais capilarizado dos seus programas<sup>13</sup>. Conteúdo nacional deve ser uma preocupação, mas ela não pode ser a única preocupação e a promoção do um produto nacional não pode e não deve fazer-se em detrimento da produtividade e da competitividade.

Essas limitações podem ser superadas de modo gradual, com uma série de medidas que o banco e a rede de empresas e associações empresariais poderiam construir gradualmente. A título de sugestão, três medidas são aqui apresentadas.

1. O BNDES deveria deixar de ser o banco das montadoras de caminhões, ônibus e assemelhados, que concentram elevadas proporções dos financiamentos, mesmo em

---

<sup>13</sup> Quando este documento estava sendo preparado, o BNDES divulgou uma circular modificando a sistemática de credenciamento dos equipamentos:

“O Superintendente da Área de Operações Indiretas – AOI, no uso de suas atribuições, COMUNICA a V.Sa.(s) que foi aprovada a Nova Metodologia de Cálculo do Índice de Credenciamento no CFI do BNDES, bem como o novo Regulamento para o Credenciamento de Máquinas, Equipamentos, Sistemas Industriais e Componentes no Credenciamento Finame (CFI) do Sistema BNDES, cuja vigência terá início em 03/12/2018.

A Nova Metodologia de Cálculo do Índice de Credenciamento encontra-se detalhada no referido Regulamento, aprovado pelo BNDES nos termos da Resolução DIR n.º 3.208/2017-BNDES, de 09/10/2017, que substituirá o Regulamento em vigor (Resolução DIR n.º 3.150/2017-BNDES, de 01/06/2017), a partir de 03/12/2018, conforme arquivo anexo.

Nesse contexto, cumpre informar que foi prorrogada para o dia 02/12/2018 a data limite da vigência da redução temporária, para 50% (cinquenta por cento), do Índice Mínimo de Nacionalização em Valor (INv). Ressalta-se ainda que os produtos cadastrados nessa condição de índice em valor terão um prazo de 6 (seis) meses, até 31/05/2019, para se adequarem a Nova Metodologia.

O novo Regulamento do CFI do Sistema BNDES encontra-se disponível para consulta no site do BNDES, no seguinte endereço

<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/servicos-online/credenciamento-de-equipamentos/normas-aplicaveis-credenciamento/novo-regulamento-para-o-credenciamento-de-maquinas-equipamentos-sistemas-industriais-e-componentes/>”



períodos normais (e elevadíssimas em períodos como o do programa dito de “sustentação do investimento”). O banco pode financiar programas de modernização da produção, seja para os produtores (“montadoras” e suas cadeias de fornecedores) ou para os seus clientes, mas associando as vantagens dos seus recursos a esforços vigorosos e consistentes para o aumento da competitividade, no mercado interno e nos mercados externos.

2. Reformulação do cadastro da FINAME para permitir a identificação de equipamentos e soluções tecnológicas que sejam capazes de promover a progressiva elevação dos patamares de produtividade da economia brasileira, sobretudo dos setores cuja competitividade está erodida pela evolução dos competidores internacionais. Essa reformulação deveria privilegiar os instrumentos de difusão de produtividade e oferecer, às empresas produtoras e usuárias (dos equipamentos), condições para acelerarem a adoção e a migração para novas gerações. Neste eixo orientador, equipamentos destinados a promover a produtividade, a competitividade e a inserção internacional das empresas médias e pequenas deveriam receber forte apoio.

3. A FINAME deveria incorporar ao seu acervo de itens financiáveis serviços de todas as naturezas, com ênfase em serviços tecnológicos, design, consultorias de engenharia, de exportação, de capacitação em manufatura enxuta e em manufatura avançada, para listar apenas os mais evidentes. Esta incorporação deveria ser preparada por uma consulta pública para identificar o leque de serviços e ofertantes potenciais, sejam eles públicos (SENAI, ICTs) ou privados (empresas e profissionais), bem como as modalidades de oferecimento. Empresas aderentes a programas de capacitação (tecnológica e outros, tal como definidos em “2”) poderiam fazer jus a vantagens dentro do programa FINAME. Sempre que uma empresa tiver contratado serviços tecnológicos ou promotores de sua competitividade, ela deveria receber um tratamento mais favorecido, da mesma forma que uma empresa contratante de financiamento para aquisição de máquinas ou equipamentos deveria contar com o benefício de financiamentos favorecidos na contratação de serviços tecnológicos associados.

É evidente que estes três elementos são apenas um primeiro esboço de algo que poderia e deveria ser desenvolvido pela inteligência do banco, em diálogo harmonioso e construtivo com as empresas, as associações empresariais e as demais instituições envolvidas. Mas o direcionamento está claramente apontado: a FINAME é um instrumento importante demais para ser tão pobremente utilizado como instrumento de política industrial, reduzido a um conteúdo local (e mesmo nesse papel, utilizado precariamente, como se sabe).

## B. *Finame Produtividade*

Um programa FINAME especial para aquisição fortemente subsidiada de produtos e serviços promotores de produtividade empresarial e das cadeias produtivas, concentradas em 3 eixos: a) cadeias com potencial de exportação (FINAME - EXPORTAÇÃO); b) setores produtores de "bens salário" (para ajudar no combate à inflação) (FINAME - CONSUMO); c) projetos de infraestrutura (para remover gargalos com economia de investimento) (FINAME - INFRAESTRUTURA). Esse programa poderia ter uma vertente Indústria 4.0, mas começa muito antes (produção enxuta, difusão de formas básicas de automação - coisas da antiga microeletrônica).

Existem poucas razões que justifiquem, em uma economia crescentemente composta por serviços, que os serviços avançados - sobretudo quando são promotores de produtividade - sejam excluídos do financiamento e do fomento. É claro que existem serviços e serviços, mas os serviços avançados, promotores de produtividade e de competitividade, são alavancas do desenvolvimento econômico e do fortalecimento da base industrial.

- FINAME - PRODUTIVIDADE EXPORTAÇÃO

A projeção internacional da economia brasileira é uma de suas principais fragilidades históricas, reforçada por mais de 20 anos de atraso industrial (desde o encerramento dos projetos do II PND). A superação dessa deficiência é merecedora de um esforço de política pública.

Como certificar equipamentos médicos com selos dos principais mercados desenvolvidos? Como elevar a eficiência energética e assegurar os selos dos países importadores? Como alcançar as normas técnicas de tantos diferentes países?

É para dar respostas a estes desafios que a linha Produtividade-Exportação deve ser estruturada, com prazo mínimo de funcionamento de 10 anos.

- FINAME - PRODUTIVIDADE CONSUMO

A inflação explosiva com que o Brasil conviveu até 1994 foi debelada pelo Plano Real, mas a inflação brasileira está longe de estar inteiramente controlada. Os níveis inflacionários do Brasil ainda são elevados para os padrões internacionais, com efeitos não desprezíveis em várias dimensões da vida econômica e financeira.

O programa proposto neste subitem destina-se a promover o desenvolvimento de ações de produtividade direcionadas ao aumento da produtividade de bens e serviços componentes da cesta de consumo dos trabalhadores (“bens salário”) e, por essa via, contribuir para o controle da inflação pelo lado da oferta (e não pela redução da demanda). Produtos de consumo doméstico (alimentos), serviços urbanos (transporte), habitação (produtos destinados à construção civil) são exemplos de atividades ou setores que deveriam receber apoios dirigidos ao aumento de sua produtividade e, por consequência, à redução de seus preços.

- **FINAME - PRODUTIVIDADE INFRAESTRUTURA**

Projetos de infraestrutura representam investimentos de grandes proporções. Seus custos são elevados e as suas vidas úteis são longas. Por consequência, os seus prazos de amortização são dilatados, o que tem consequências muito sérias em um país onde historicamente as taxas de juros são elevadas. Essa é mais uma razão para que os investimentos em infraestrutura, ou melhor, a solução dos graves problemas de infraestrutura existentes no Brasil se faça com projetos de excepcional qualidade, abordagens inovadoras, tecnologias adequadas à realidade física e aos elementos econômicos.

*C. Fundo de investimento em empresas de base tecnológica e inovadoras*

O Brasil possui um conjunto amplo e diversificado de instrumentos para a promoção do desenvolvimento tecnológico. Esses instrumentos possuem importantes limitações, sobre as quais não cabe aqui realizar um detalhamento. Fiquemos nos resultados: o Brasil, com todos os investimentos realizados, não foi ainda capaz de transformar a base de empreendedores tecnológicos e inovadores em uma produção regular de empresas exitosas, seja no mercado brasileiro, seja, menos ainda, no ambiente internacional.

Programas como o PIPE, da FAPESP, ou o Criatec, do BNDES, que são possivelmente os mais reconhecidos, possuem vigor e coerência insuficientes para modificarem essa realidade. Nenhum dos dois programas foi capaz de produzir ou colaborar decisivamente para o sucesso internacional de qualquer empresa. No caso do PIPE, as limitações decorrem do próprio programa e da instituição que o sedia, que impede investimentos em quaisquer atividades que não sejam a pesquisa. No caso do Criatec, que realiza investimentos em empresas que já superaram o estágio inicial do projeto de P&D e possuem produção e vendas, a terceirização da operação para agentes privados representa uma evidente limitação, ao menos quando se considera o papel de promoção do desenvolvimento, e não meramente a função de investidor de risco.

Uma forma de superar as limitações existentes no mundo das empresas de base tecnológica e sobretudo a insuficiência de seus efeitos promotores do desenvolvimento do sistema industrial e da economia, é por meio da aceleração e da multiplicação dos investimentos, em uma estratégia de criação de novas fontes de produtividade, de progresso tecnológico e de motores de concorrência. Uma das mais severas restrições às empresas no Brasil, e sobretudo às empresas de crescimento rápido (como costumam ser ou como deveriam ser as empresas “de tecnologia”), é o acesso ao crédito. É bem verdade que o ambiente para empresas pequenas e formalizadas no Brasil é extremamente inóspito, mas uma vez superados os cipoais que dificultam os seus estágios iniciais (formação e início de atividades), o acesso ao crédito e as próprias condições desse crédito passam a representar uma barreira de difícil superação. E apesar de todos os discursos muito corretos em favor da pequena empresa e do empreendedorismo<sup>14</sup>, essas empresas encontram muito poucas facilidades nas realidades das suas trajetórias.

Um programa nacional de desenvolvimento da base industrial, com vistas ao seu rejuvenescimento e à formação de novas fontes de dinamismo tecnológico para incorporação ao sistema industrial e à economia, deveria combinar as necessidades de retorno com o objetivo maior de uma forma mais ousada do que prudente. O objeto aqui não é o apoio às *startups* ou às empresas emergentes de base tecnológica de uma maneira geral, mas a um recorte preciso e relativamente bem delimitado desse universo: empresas detentoras de tecnologias que possam servir para a elevação substancial da produtividade do sistema econômico. Neste campo, a responsabilidade de correr riscos maiores - mas riscos responsáveis, com avaliação criteriosa - é exigida para que sejam criadas as condições de superação de uma ameaça real de dimensões muito superiores: o progressivo sucateamento do sistema industrial brasileiro e a eliminação de qualquer possibilidade de desenvolvimento. Dito de outro modo, o retorno potencial dos investimentos a serem feitos, incorrendo em algum risco, não deve ser medido exclusivamente pelo retorno financeiro para os investidores (o Banco ou os seus agentes operacionais), mas deve incluir também o potencial de retorno para a sociedade, para a economia brasileira e, indiretamente, para a carteira de empresas

---

<sup>14</sup> Esse discurso convive com o discurso anti pequena empresa, veiculado por uma corrente de economistas oriundos da FGV do Rio de Janeiro e abrigados em vários *think tanks* promotores de reformas. Tendo descoberto a existência de heterogeneidade intrassetorial, defendem suprimi-la pela eliminação dessas empresas da “cauda inferior”. A facilidade com que falam publicamente em favor dessa “solução final”, sem qualquer conhecimento prático das realidades que pretendem exterminar, é muito perturbadora.

financiadas pelo BNDES e que serão beneficiadas pelo revigoramento da base tecnológica produzido por essas empresas.

A principal dificuldade declarada pelo Banco quando se defronta a este desafio diz respeito à sua limitada capacidade operacional para lidar com muitas empresas, de dimensões reduzidas. Nasceu no próprio BNDES, em ricos debates entre seus profissionais, a ideia de enfrentar com criatividade estas dificuldades: toda e qualquer empresa pequena, de base tecnológica, com um plano de desenvolvimento tecnológico e de negócios promissor, que pudesse enquadrar-se nas prioridades e nas condições estabelecidas faria jus a um aporte de capital por parte do BNDES por meio de um “bônus de subscrição” eventualmente conversível no caso de a empresa prosperar e demandar novos aportes. A cobrança única do BNDES seria a execução do plano de investimentos submetido e aprovado. O programa poderia ser iniciado com um piloto temático (por exemplo, soluções para a elevação da produtividade na agricultura) ou setorial (por exemplo, equipamentos para a elevação da produtividade em setores pulverizados (alimentos, calçados, cerâmica, madeira, metalurgia, plásticos), e do aprendizado produzido por este piloto de dimensões modestas o Banco e seus eventuais parceiros passariam de modo gradual para escalas superiores, com recortes mais abrangentes.

Um dos propósitos desse programa é a renovação da base empresarial brasileira, com empresas envolvidas desde o seu nascimento com novas tecnologias e com a condução de atividades de pesquisa e desenvolvimento, duas dimensões que representam uma reconhecida deficiência da indústria brasileira (e do conjunto da economia). Essas empresas, por mais promissoras que possam parecer a um observador externo, ainda mais quando admira novas tecnologias e inovações, são de extrema fragilidade: enquanto a maioria das empresas brasileiras, mesmo grandes empresas, possui robustez em muitas dimensões empresariais e uma frequente fragilidade tecnológica, as EBTs possuem algum vigor tecnológico e grandes deficiências em todas ou quase todas as demais dimensões empresariais. O sistema brasileiro de fomento à tecnologia, com seus mecanismos de apoio a empresas emergentes, financia quase exclusivamente o desenvolvimento tecnológico, raramente provendo recursos para o desenvolvimento e o acúmulo das demais competências e funções empresariais em bases regulares. E como o acesso ao crédito em geral é restrito e caro, elas raramente possuem recursos para financiarem essas outras dimensões do seu desenvolvimento. O que se produz, em muitos casos, é uma ilha tecnológica, sem ligações com o mercado e com os demais elementos do ecossistema. Por isso mesmo, essa insularidade com relação ao mundo da produção e dos mercados termina por produzir, mais cedo ou mais tarde, um atraso

também nas dimensões tecnológicas, pois sem vínculos com usuários e com a renovação de demandas que eles fazem, o dinamismo tecnológico perde-se, ensimesmado nas rotinas da empresa.

O novo fundo de investimento em empresas de base tecnológica deveria prover recursos para que os seus projetos de desenvolvimento tecnológico nasçam vinculados a demandas reais ou potenciais com elevado grau de vinculação à realidade - à do presente e à das tendências emergentes, uma competência que se encontra muito distante das instituições brasileiras, mesmo aquelas que supostamente se dedicariam a essa missão. Para isso, devem coexistir nessas empresas profissionais “de mercado” (com experiências relevantes em produção e comercialização) ao lado dos profissionais com capacitações científicas e tecnológicas para a execução das atividades de P&D. Um programa de desenvolvimento dessas empresas deveria incluir itens como a participação em feiras e eventos relacionados com os mercados de atuação potencial, viagens internacionais para prospecção de clientes potenciais e para a identificação tempestiva de produtos e soluções concorrentes. Evidentemente, uma parceria do BNDES com a APEX seria valiosa para encurtar o aprendizado e robustecer as iniciativas existentes.

O programa proposto poderia estar dividido em duas etapas - uma para um período inicial de 12 a 24 meses, envolvendo recursos de até R\$ 1 milhão<sup>15</sup>, destinado a lotes pioneiros e aos escalonamentos iniciais de tecnologias já desenvolvidas, exigindo, como condição de aprovação, a existência de um plano de negócios com um grau elevado de ousadia. Afinal, a aceitação de algum risco, superior aos dos padrões habituais, só faz sentido se tiver como contrapartida negócios mais ousados do que a norma. A aplicação dos recursos consoante o plano aprovado seria condição suficiente para a aprovação do relatório de execução. O sucesso eventual da empresa e o interesse do BNDES em participar da segunda etapa permitiria a conversão, no futuro, do bônus de subscrição em uma fatia do capital da empresa (em torno de 25%<sup>16</sup>). A segunda etapa envolveria um número menor de empresas, com aportes de R\$ 1 a 2 milhões e prazos de execução dos projetos de 24 a 36 meses, envolvendo *preferencialmente* a presença de outros investidores. Em casos menos frequentes, em que essas empresas apresentassem

---

<sup>15</sup> Os valores e os prazos de cada etapa bem como o número de empresas a serem apoiadas são estimativas orientadas pela experiência, mas ainda distantes de uma aferição mais refinada. A experiência profissional de mais de 10 anos do autor nas três principais instituições brasileiras de fomento (Finep, BNDES e FAPESP) ajuda nos balizamentos, mas refinamentos adicionais devem ser realizados.

<sup>16</sup> Evitando uma diluição excessiva do capital dos fundadores e estimulando com isso a preservação do espírito do empreendimento e a entrada de novos acionistas.

potencial para crescimento acelerado imediatamente, é possível que a necessidade de recursos adicionais na fase dois se faça sentir, mas a proporção desses casos deve ser - infelizmente - reduzida.

Uma projeção para um programa de 10 anos, iniciando com apoio “fase 1” a 100 empresas e culminando com apoio anual a 1000 empresas (no décimo ano, em progressão aritmética), representaria um investimento total de até R\$ 5,5 bilhões (em 11 anos). Supondo que a fase 2 do programa aprovasse 20% das empresas (eliminando 80%), ela envolveria um investimento de R\$ 3,3 bilhões (em 12 anos, do terceiro ao décimo-quarto). Ao longo da sua vida o programa terá financiado 5500 empresas na primeira etapa e 1100 na segunda etapa. Somando as duas fases, o programa montaria a um investimento de R\$ 8,8 bilhões, correspondentes a uma média anual de R\$ 628 milhões (em 14 anos de execução). É possível que o montante da segunda etapa, possa crescer, por boas razões: sempre que uma empresa de base tecnológica é muito bem-sucedida, as suas demandas de recursos para financiamento do crescimento elevam-se de modo muito significativo.

Os retornos financeiros advindos da prosperidade das empresas apoiadas diretamente poderão representar um investimento rentável para o BNDES, mas o retorno principal buscado pelo programa é o rejuvenescimento da indústria e da economia por dois vetores complementares. O primeiro, das próprias empresas apoiadas, formadoras de novas bases tecnológicas, produtivas e comerciais, com novos modelos de negócios, capazes de revigorar os padrões de competição; e o segundo, das empresas modernizadas por ação dos produtos e serviços criados pelas empresas de base tecnológica. Este segundo efeito é enriquecedor da própria carteira de investimentos e de financiamentos do BNDES, produzindo dois efeitos complementares: redução de riscos e elevação da demanda.

*D. Programa de apoio à criação de produtos e serviços brasileiros de classe mundial: cem produtos em dez anos*

A timidez da projeção internacional do Brasil é evidente: existem muito poucos produtos brasileiros com identidade e marca que sejam comercializados nos principais mercados. Superar essa atrofia do sistema econômico brasileiro é imprescindível, se queremos atuar de modo aberto e competitivo, com os benefícios decorrentes dessa abertura para o mundo, o que quer dizer, para as suas tendências - de consumo, de produção, de tecnologia etc - e para os novos horizontes que vão sendo definidos nesse relacionamento complexo entre o mundo da produção, do consumo, nas instituições e das políticas.

*O Programa de apoio à criação de produtos e serviços brasileiros de classe mundial* destina-se a projetar produtos e serviços brasileiros promissores em trajetórias de conquista de fatias relevantes nos mercados mundiais, reconhecendo que a única forma de amortizar os investimentos crescentes (e por vezes gigantescos) em P&D e em P&P é por meio de um denominador (dimensão de mercado) que vai muito além do que um país representa, individualmente, mesmo que tenha as tão propaladas “dimensões continentais” do Brasil (quase 3% da população mundial; o “resto” é mais de 97%). A criação de marcas brasileiras associadas a produtos “de tecnologia”, ou seja, que são o resultado de desenvolvimentos tecnológicos e demandam esforços tecnológicos regulares para sustentarem as suas posições nos mercados é uma condição imprescindível para que as empresas e o sistema industrial brasileiro se mantenham atualizados em âmbito global.

É possível colaborar de modo ativo para que empresas brasileiras e empresas brasileiras de origem externa sejam capazes de construir produtos de identidade e marca para os principais mercados? A política industrial brasileira e as políticas brasileiras de uma maneira geral nunca se colocaram essa ambição, que já cumpriu papéis relevantes na política industrial de outros países, mas é preciso superar definitivamente uma etapa histórica - por importante que ela tenha sido - em que o papel da política industrial e das políticas de fomento consistia simplesmente na promoção da produção nacional.

Entre o apoio a empresas existentes e a criação de novas empresas existe um papel intermediário de promoção de produtos de empresas existentes com potencial para uma trajetória de expansão internacional. Preferencialmente, essa expansão internacional deverá estar associada à valorização de atributos contemporâneos e emergentes, criadores de vínculos com novos mercados e com os mercados em expansão baseada em novos valores. É o caso de produtos associados à biodiversidade, à sustentabilidade, com desempenho energético superior.

*E. Programa de apoio à internacionalização das empresas, com propósitos tecnológicos para alcançar novas posições na cadeia de valor*

A internacionalização da economia brasileira deu-se de forma diferente daquela que ocorreu em outros países. Por um lado, desde muito cedo o tecido industrial contou com uma forte presença de grandes empresas de origem externa; e, por outro lado, a forma quase exclusiva de presença de empresas brasileiras em outros países deu-se por meio de exportações. Enquanto o dinamismo do mercado interno era elevado, essa opção, se assim se pode considerá-la, era explicável, embora não ocorresse sem custos (como a falta de contato com tendências emergentes e a assimilação de elementos de



outros ambientes competitivos). Mas desde os anos 1980, quando entrou em pane a “máquina de crescimento” brasileira, aos ônus pouco reconhecidos do paroquialismo somam-se as desvantagens da falta de dinamismo em termos do crescimento da produção. A internacionalização das empresas brasileiras, ativamente, em direção a novos mercados, é uma necessidade de primeira importância para que o sistema industrial brasileiro possa superar as suas deficiências e cobrir algumas de suas insuficiências. O contato com o mundo e a exposição a novas fontes de concorrência e a novas oportunidades de aquisição de competências e recursos são uma fonte importante de dinamismo e vitalidade para as empresas, como são aliás para as organizações e os indivíduos de uma maneira geral.

Um programa de apoio à internacionalização seletiva de empresas brasileiras, para aquisição de ativos que permitam ter acesso a novas plataformas tecnológicas e novas bases de exportação, pode ser construído com o apoio do Banco? É verdade que a ideia pode desagradar a muitas correntes, mas os seus críticos precisam refletir sobre o atraso da indústria brasileira e a necessidade de encontrar mecanismos para a sua urgente atualização. A internacionalização ativa na indústria brasileira pode representar uma fonte importante de revigoramento da base empresarial brasileira e um revigoramento do sistema industrial. Os elos externos, de base tecnológica, poderiam servir de periscópios para captura de informações que se transformem, com agilidade, em oportunidades industriais e comerciais, evitando também as surpresas das barreiras que vão surgindo nos diferentes mercados.

O programa deveria limitar os apoios à aquisição de ativos de natureza tecnológica e assemelhados (design, por exemplo; ou marcas de reputação; ou ainda certificações que permitam ampliar os horizontes de mercado). Em nenhum caso eles devem confundir-se com meras aquisições de empresas e a sua natureza é bem precisa: aquisição de ativos tecnológicos que permitam modernizar, robustecer e dinamizar a base empresarial brasileira e o seu portfólio de tecnologias e produtos. Ao fazer aquisições desta natureza, o programa está utilizando implicitamente a ideia de alavancagem, só que não se trata de uma alavancagem financeira, e sim uma alavancagem tecnológica com desdobramentos industriais, comerciais e financeiros.

*F. Financiamento de entrepostos comerciais e incubadoras tecnológicas para pequenas e médias empresas brasileiras no exterior (Vale do Silício, China, Alemanha)*

A ida ao exterior de empresas brasileiras foi tardia e segue limitada, e as razões para isso escapam ao escopo deste documento. Suficiente é reconhecer o fato e a necessidade urgente de superar as limitações que dele decorrem.

O programa para o *Financiamento de entrepostos comerciais e incubadoras tecnológicas para pequenas e médias empresas brasileiras no exterior* deveria estar voltado para a constituição de bases de incubação de empresas brasileiras com potencial tecnológico em espaços econômicos de elevado dinamismo tecnológico, onde as suas chances de transformarem as suas propostas em produtos ou serviços de classe mundial existem. Por difícil que seja reconhecer, é muito improvável que qualquer empresa brasileira de base tecnológica encontre, no espaço brasileiro, as condições para a conquista de posições competitivas singulares na economia mundial. A razão principal é que o Brasil tem sido um mercado relevante, às vezes por suas dimensões absolutas, outras vezes por surtos de dinamismo intensos (e cursos), mas essa consideração pelo lado da demanda contrasta com a letargia e o acanhamento das estruturas de oferta. Isso é frequentemente expresso em conversas no mundo empresarial com uma naturalidade que deveria assustar todos os que se preocupam com o futuro do Brasil. Afinal, um país, por rico que seja considerado em termos de sua base de recursos naturais, só pode ter uma demanda substancial se tiver também uma capacidade de produção de proporções correspondentes. A menos, claro, que se considere que a venda do patrimônio existente pode sustentar a demanda por importações, uma equação que conhecemos em dois surtos de crescimento com valorização cambial. Mas uma vez que esse estoque (como qualquer estoque) é finito, a equação permanece válida.

A razão principal para que seja imperioso internacionalizar as empresas brasileiras de base tecnológica em um estágio precoce de seu desenvolvimento decorre do atraso gigantesco e crescente do sistema industrial brasileiro com relação às fronteiras setoriais das principais regiões do mundo. Esse atraso, nem sempre reconhecido e por vezes creditado ao ambiente externo às empresas, é o resultado inevitável de muitos anos – 30, 35, 40 anos – de investimentos pífios e não regulares ou sistêmicos. Ilhas de excelência são isso mesmo – ilhas; e ilhas não produzem um sistema integrado, que ofereça oportunidades para o desenvolvimento de novas soluções em base ampla e de modo regular. Daí que a internacionalização precoce seja vital.

Para que o banco possa desempenhar essa função de alavancar a expansão global de empresas brasileiras de base tecnológica a posições de classe mundial, seria necessário que o BNDES implantasse núcleos de apoio em cada um dos três principais polos da economia mundial - América do Norte (Califórnia), China (Xangai) e Europa (Holanda ou Alemanha).

### *G. Programa de internacionalização para aquisição de mercados*

A promoção da internacionalização de empresas brasileiras pode ser considerada uma função da política pública? Por mais difícil que seja, a resposta a esta questão tem que ser separada das situações recentes que ensejaram debates públicos muito acalorados e pouco esclarecedores. A economia brasileira possui uma ínfima projeção internacional e são raras as empresas com presença abrangente e qualificada em mercados externos. Isso vale para empresas do setor primário, do setor secundário e dos serviços, e envolve também empresas com posições dominantes e aparentemente competitivas no mercado brasileiro.

Os exemplos desta atrofia empresarial são abundantes. Dominante no mercado mundial de café desde que esse mercado existe, o Brasil não possui nenhuma marca de café. A grande empresa brasileira de mineração é uma exceção, mas não possui seguidores na sua área de atuação. Contam-se em poucas dezenas as empresas industriais brasileiras com presença relevante em outras bases industriais com atividades para além da exportação. O mesmo vale para os serviços e as experiências de internacionalização dos campeões nacionais nessas áreas produziu resultados pífios (como no setor bancário) ou fracassos iniciais (como na informática).

Existem duas áreas em que a aquisição de novos mercados no exterior pode ter resultados econômicos e sociais importantes, tanto em termos privados quanto em termos sociais e públicos. A primeira envolve empresas de base tecnológica ou empresas com ativos tecnológicos importantes, que poderiam alargar a sua base comercial se adquirissem ativos de produção e de comercialização de empresas em declínio por razões ligadas ao envelhecimento de suas linhas de produtos. Precisamos reconhecer que as tecnologias são, cada vez mais, de alcance mundial; e nenhuma empresa confinada a um espaço nacional será capaz de acompanhar os desenvolvimentos tecnológicos que se originam em uma multiplicidade de pólos econômicos. Adicionalmente, os esforços tecnológicos das empresas, mesmo quando são especializadas em nichos, precisam ser diluídos em volumes de produção e de vendas muito maiores do que aqueles que o espaço brasileiro (ou mesmo o espaço sulamericano) oferece. Finalmente, a base econômica brasileira, tanto para a produção quanto para o consumo, é insuficientemente desenvolvida para oferecer às empresas os estímulos que lhes permitem manter-se atualizadas e competitivas em termos tecnológicos.

No caso das empresas maiores, com estratégias produtivas e comerciais consolidadas (mas frequentemente sem correspondente solidez em suas dimensões tecnológicas), o

caminho da internacionalização deveria priorizar a aquisição de segmentos de mercado complementares àqueles em que atuam tradicionalmente.

#### *H. Economia de Baixo Carbono (EBC)*

Os caminhos para o enfrentamento dos desafios do aquecimento global e dos eventos climáticos extremos são, até aqui, imponderáveis. Mas nenhuma análise mais séria deveria ignorar que o leque amplo de possíveis medidas poderá incluir severas restrições ao comércio dos produtos originários de países com pegadas de carbono elevadas. Por isso mesmo, um país como o Brasil, excêntrico em termos geográficos e fortemente dependente em seus fluxos de exportação de produtos com relações preço-peso muito reduzidas, poderá sofrer grandes restrições em seus fluxos de exportação (sem, contudo, poder impor medidas simétricas aos seus fluxos de importação). Para ficar em apenas dois exemplos: as exportações de proteína animal e de minério de ferro poderão ser fortemente reprimidas em um cenário de redução impositiva de emissões.

A transição para uma economia de baixo carbono e, sobretudo, para a redução substancial das pegadas de carbono dos produtos exportados deveria ser uma das prioridades do Brasil e do BNDES. Por isso, deveria o BNDES financiar um programa forte para a Economia de Baixo Carbono, a Bioeconomia e a criação das condições para contornarmos as barreiras comerciais que virão pelo lado do clima e do carbono.

#### *I. Desenvolvimento de tecnologias para agricultura familiar e os serviços ambientais*

O vasto território agrícola brasileiro é ocupado por um pequeno punhado de culturas: soja, milho, algodão, arroz e cana-de-açúcar respondem por 90% da área. São todas atividades de mecanização intensa, poupadoras de mão-de-obra, utilizadoras de equipamentos de alto rendimento (e custo elevado). Um grande número de culturas ocupa áreas muito menores e as suas tecnologias são intensivas em trabalho - frequentemente penoso, associado a doenças sócio-profissionais. Esse trabalho penoso e as dificuldades (ou a ausência de amenidades) da vida rural são fatores que contribuem para o esvaziamento do meio rural, com sérias implicações que em outros países já se mostraram fonte de problemas.

Para conciliar agricultura familiar com serviços ambientais e evitar a desertificação rural é necessário desenvolver novas tecnologias agrícolas por meio da translação das pesquisas científicas e tecnológicas de natureza mais acadêmica para tecnologias, técnicas e equipamentos e artefatos que permitam elevar de modo significativo a

produtividade do trabalho e reduzir o caráter penoso das lides agrícolas e rurais de uma maneira geral.

Os sinais de mercado para estas ações são fracos e claramente insuficientes, conduzindo a um crescente estreitamento das opções agrícolas de grande número de propriedades e produtores.

#### *J. Transição energética*

O Brasil orgulha-se, a justo título, de sua matriz energética em que preponderam fontes renováveis. Essa marca foi construída ao longo de mais de meio século, com programas de eletricidade de origem hídrica e de combustíveis líquidos de origem vegetal. Em vários aspectos, e por razões muito mais econômicas do que ambientais, o Brasil construiu uma matriz energética bastante limpa antes que o mundo colocasse esse tema nas prioridades de muitos países e na agenda pública global.

Curiosamente, é quando o mundo caminha - com hesitações, mas de forma cada vez mais nítida - para a construção de matrizes mais renováveis que o Brasil parece retroceder para uma matriz mais fóssil. Em que pesem as iniciativas em prol da energia eólica e solar, o Brasil está muito distante de uma iniciativa vigorosa e consistente em direção às novas tecnologias que estão alimentando o salto das indústrias produtoras de equipamentos e do uso de energias renováveis tanto no meio industrial quanto nas famílias. Os esforços recentes que o BNDES realizou em favor da energia eólica em articulação coordenada com os leilões de energia produziram resultados relevantes, mas infelizmente foram travados. Quanto aos biocombustíveis avançados, uma solução que já esteve apoiada por doses de otimismo mais elevadas, o cenário mudou completamente e a maioria das iniciativas relevantes foi reduzida a experimentos de escala muito inferior, desviados para outras aplicações ou simplesmente sofreu paralizações. O carro elétrico e os veículos autônomos devem reforçar essa trajetória que coloca os biocombustíveis (sejam os tradicionais ou os de segunda geração) em um patamar inferior de importância, portanto com trajetórias tecnológicas mais modestas.

#### ***A remoção de duas restrições importantes da trajetória do BNDES***

Existem duas restrições maiores ao modo tradicional de funcionamento do BNDES: a falta de capilaridade e a exigência de garantias. São dois obstáculos que o BNDES precisa enfrentar e superar se deseja ter um futuro e projetar-se com um futuro para o Brasil. Embora sejam de natureza muito diferente, ambas representam grandes entraves a um

banco portador de futuro para o desenvolvimento brasileiro e, por essa via, para o revigoramento de sua existência.

Para nenhuma destas duas restrições propõe o documento soluções que não sejam as decorrentes do reconhecimento de que elas precisam ser removidas, com doses combinadas de boa-vontade, sagacidade e espírito público.

### Capilaridade

A falta de capilaridade do BNDES é intrínseca ao seu modelo atual de funcionamento. Localizado no Rio de Janeiro, com pouca inserção regional, o Banco tem dificuldades em estar próximo de áreas industriais relevantes, sejam as tradicionais ou as novas e as emergentes, diretamente ou por meio de parceiros. Evidentemente, a mera terceirização de algumas atividades é um substituto muito limitado e pobre para uma necessidade sentida pelo Brasil com relação à ampliação do acesso ao crédito e, mais que tudo, ao crédito de boa qualidade que o BNDES poderia, a partir do seu *funding* privilegiado (até recentemente), propiciar a um vasto contingente de empresas.

A superação da limitação que o banco possui em termos de capilaridade e de atuação descentralizada exige uma mudança de grande profundidade no modelo de funcionamento e - mais difícil - nos modos de pensar e agir do banco, cuja posição privilegiada o levou por muito tempo a considerar-se capaz de definir uma agenda e os instrumentos exclusivos de sua implementação.

Novos tempos, novos desafios: superar a sua atuação limitada e tornar-se o banco do desenvolvimento brasileiro e de todos os segmentos, regiões e setores demandantes de novos caminhos para o desenvolvimento demanda uma postura aberta, reflexiva, capaz de auscultar as necessidades e prospectar - no vasto e complexo ambiente institucional e financeiro brasileiro - os parceiros com potencial para a remoção das restrições à atuação do BNDES.

Atores novos ou por muito tempo ignorados podem tornar-se colaboradores fundamentais na implementação de uma agenda de renovação do tecido empresarial e do sistema industrial brasileiro. No plano tecnológico, que este documento prioriza ao lado da internacionalização como eixo para o rejuvenescimento e o revigoramento empresarial, há a necessidade de apoiar projetos de cooperação entre, de um lado, empresas, grupos de empresas, setores inteiros e, de outro lado, instituições de pesquisa, sejam elas públicas ou privadas, independentemente de suas finalidades. Para isso, atores como agências de inovação, incubadoras, parques tecnológicos, fundos,

fundações de amparo à pesquisa, institutos setoriais e regionais precisam ser considerados de um modo mais aberto. Por outro lado, a necessidade de revigoramento de um vasto contingente de empresas indica que os bancos comerciais precisam ser considerados parceiros nos esforços de promoção da produtividade e do desenvolvimento tecnológico.

Esta agenda propositiva para que as funções primordiais tenham destaque efetivo e sejam a mola propulsora da ação do BNDES deve ser detalhada pela inteligência do banco e dos segmentos relacionados.

### Garantias

A exigência de garantias em empréstimos é a maior restrição que pode existir para o rejuvenescimento e o revigoramento do tecido empresarial brasileiro. As garantias são, efetivamente, um determinante férreo de um tecido empresarial sem renovação e aprisionado aos estoques de riqueza do passado.

A possível existência de trajetórias muito dinâmicas, traduzidas em taxas de crescimento elevadas, conduz - nas condições presentes - a um travamento da expansão das empresas com maior potencial de crescimento. Em períodos anteriores, quando os limites dos setores eram bem definidos e as trajetórias de crescimento eram bem conhecidas, o apoio financeiro podia lastrear as melhores empresas dos setores prioritários por alguma razão (por exemplo, potencial de contribuição para as exportações ou para a substituição de importações) e isso assegurava uma trajetória suficientemente dinâmica (mesmo que não fosse muito transformadora). Nas condições presentes, em que os setores estão em permanente transformação, por forças internas ou externas, são precisamente as empresas emergentes com maior potencial de crescimento aquelas que demandariam maior volume de recursos que, infelizmente, não lhes são proporcionados na medida e nas condições adequadas.

A força das garantias é ilusória, mas elas continuam apesar disso sendo exigidas de todas as empresas, mesmo daquelas que possuem um potencial de crescimento muito superior a esse lastro real. Por outro lado, é graças às garantias, e à sua suposta força, que um banco qualquer - e o BNDES em particular - pode fazer análises menos substantivas e menos consistentes do que teria que fazer se o contexto fosse outro. Dito de outro modo, o banco teria a ganhar, em suas análises técnicas, se pudesse dispensar de garantias os empréstimos das empresas com elevado potencial de crescimento.

## ***Um novo arranjo organizacional para o BNDES***

O BNDES alargou o seu escopo de atuação e diluiu de modo extremamente exagerado a sua grande missão de promotor do desenvolvimento brasileiro em um sem número de papéis menores. É necessário que o banco volte a ter focos claros e uma estrutura que traduza esses eixos de sua atuação.

Um arranjo que poderia ajudar no cumprimento das missões permanentes do BNDES e na sua ação mais ágil seria a superação do gigantismo do banco em três grandes áreas de atuação: infraestrutura, que foi a missão primeira do banco e onde há papéis a serem desempenhados de modo compartilhado com outros atores; exportações e internacionalização, um papel que o banco cumpre para algumas empresas brasileiras, no caso das exportações, mas ainda não assumiu de modo consistente no caso da projeção externa das empresas brasileiras; e tecnologia e inovação, onde talvez a reabsorção da Finep - Financiadora de Estudos e Projetos (nascida dentro do próprio banco e tornada autônoma em 1967) pudesse oferecer vantagens importantes para a aceleração do aprendizado do banco no tema tecnologia.

Uma forma de assegurar que cada uma das grandes áreas de atuação cumprisse o mandato estabelecido seria por meio do desdobramento do Conselho do BNDES em três conselhos vinculados aos propósitos da respectiva área, assegurando um acompanhamento efetivo das suas ações. A fixação de metas concretas em termos de resultados – e não meramente em termos de desembolsos poderia contribuir para que a instituição mobilizasse os seus recursos financeiros e humanos e criasse as articulações institucionais necessárias para o sucesso de sua missão.

Essa missão deveria ser resumida em ações vigorosas em prol da realização daquilo que é preconizado no artigo 1 e no artigo 172 da Constituição. O seu cumprimento exige o revigoramento do sistema produtivo, sem o qual nenhum dos seus objetivos será alcançado. Se o Banco Central é o “guardião da moeda”, o BNDES é ou deveria ser o promotor do sistema produtivo, assegurando que ele ofereça as bases sólidas e o dinamismo para o desenvolvimento brasileiro.

Evidentemente, o cumprimento de uma missão pública, geradora de externalidades para o progressivo reerguimento do sistema produtivo brasileiro e para a sua vigorosa inserção internacional em bases competitivas contemporâneas, exige uma solução compatível para o seu *funding*. Afinal, as suas operações promotoras de desenvolvimento são, por definição da missão, geradoras de externalidades não apropriáveis integralmente por investidores e empreendedores, demandando por isso formas de compensação adequadas, seja em razão dos créditos favorecidos, seja em razão de operações que deliberadamente deverão buscar projetos com riscos mais elevados, preteridos pelos capitais bancários e pelos fundos de investimento privados.



## **4. Aliviando as restrições de crédito em países emergentes: o impacto dos financiamentos do BNDES na produtividade<sup>17</sup>**

Filipe Lage de Sousa<sup>18</sup> e Gianmarco I. P. Ottaviano<sup>19</sup>

### ***Introdução***

Economias emergentes de países continentais, tais como Brasil, China e Índia, são consideradas os países do futuro pela capacidade de absorção dos seus mercados domésticos bem como por serem novos competidores no mercado internacional de bens e serviços. Ao mesmo tempo, as firmas desses países não conseguem competir em condições de igualdade com as dos países desenvolvidos devido a uma grande gama de falhas de mercados que enfrentam. Em particular, restrição de crédito é uma das mais relevantes barreiras de mercado que restringem as firmas de inovarem, crescerem e melhorarem suas performances, porque essa restrição impede os esforços empreendedores das firmas locais.<sup>20</sup> Substanciais recursos públicos estão sendo alocados para remover essas restrições, porém a efetividade dessas intervenções está sujeita a um debate intenso de políticas públicas.

Muito embora exista uma crescente literatura avaliando políticas de apoio governamental ao setor privado (Bronzini e De Blasio, 2006), a literatura sobre esses impactos governamentais no desenvolvimento do setor privado é ainda escassa (McKenzie, 2010), especialmente ao avaliar os efeitos na produtividade das firmas (ver, por exemplo, Griliches, Klette e Moen, 2000; Criscuolo, Martin, Overman e Van Reenen, 2016). Para países em desenvolvimento, essa literatura se torna ainda mais escassa. Banerjee e Duflo (2014) é um exemplo desse recorte da literatura internacional ao investigar os efeitos dos financiamentos públicos indianos para o setor privado.<sup>21</sup>

---

<sup>17</sup> Trabalho baseado em “Relaxing credit constraints in emerging economies: The impact of public loans on the productivity of Brazilian manufacturers” publicado na revista *International Economics* em 2017. Os autores agradecem os comentários feitos por Marcos Fernandes Machado (BNDES), Fábio Giambiagi (BNDES), José Cláudio Linhares Pires (BID) e Júlio Gomes de Almeida (IEDI), isentando-os de erros e omissões.

<sup>18</sup> Professor da Universidade Federal Fluminense (UFF) e consultor sênior do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

<sup>19</sup> Professor do Departamento de Economia da London School of Economics and Political Science e da University Bocconi Milan e pesquisador do Centre for Economic Policy Research (CEPR).

<sup>20</sup> Uma das razões da existência de restrição de crédito maior em países em desenvolvimento é a maior assimetria de informação entre os agentes econômicos, veja Banerjee e Duflo (2005) para uma discussão sobre o assunto.

<sup>21</sup> Isso não se deve à inexistência de métodos de avaliação, visto que outras áreas já desenvolveram distintas maneiras de tratar esse assunto, como por exemplo, a literatura de mercado de trabalho.

O objetivo desse artigo é contribuir para o debate ao analisar o caso brasileiro. Como é de conhecimento comum, o governo brasileiro provê financiamentos de longo prazo por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Pelo seu estatuto, o BNDES tem como objetivo promover a competitividade da economia brasileira sem negligenciar os aspectos sociais e ambientais.<sup>22</sup> O BNDES investe em diversas áreas, tais como pesquisa e desenvolvimento, infraestrutura, promoção de exportações, desenvolvimento regional e urbano, entre outras iniciativas. Mais especificamente, no caso da indústria brasileira, o BNDES financia projetos de longo prazo para criação de novas plantas (projetos de *greenfield*), ampliação de plantas existentes, reestruturação e modernização de processos produtivos, inovação e desenvolvimento tecnológico. Todas as firmas domésticas são elegíveis para os financiamentos, o que inclui multinacionais instaladas no Brasil. Mais ainda, os bancos do setor privado também oferecem recursos do BNDES, pela modalidade indireta, para os projetos de longo prazo dos seus clientes. Em consequência disso, os financiamentos de longo prazo na economia brasileira são oferecidos majoritariamente por meio dos recursos do BNDES, seja diretamente pela instituição ou indiretamente por outros bancos públicos e/ou privados.<sup>23</sup>

Não surpreendente, a importância do BNDES na economia brasileira é significativa. Em 2013, os desembolsos da instituição alcançaram seu recorde histórico de R\$ 190,4 bilhões, porém sua importância vem caindo ao longo do tempo e atingiram apenas R\$ 70,8 bilhões em 2017. Quando comparado com outros bancos de desenvolvimento, os números do BNDES ainda são expressivos, visto que o Banco Mundial desembolsou 43,8 bilhões de dólares (R\$ 145 bilhões) e o BID, 10,3 bilhões de dólares (R\$ 34 bilhões), ambos em 2017. Em outras palavras, mesmo com uma redução considerável, o volume de recursos desembolsados na economia brasileira pelo BNDES foi metade do que o Banco Mundial desembolsou para o mundo inteiro em 2017, mas o dobro do que foi destinado pelo BID para a América Latina como um todo. Em suma, mesmo tendo uma redução considerável nos últimos anos, os desembolsos do BNDES permanecem expressivos.<sup>24</sup>

---

<sup>22</sup> Para maiores informações sobre a história do BNDES na economia brasileira, ver Lage de Sousa (2012) o qual tem uma coletânea de estudos sobre a contribuição do BNDES na economia brasileira no sexagésimo aniversário da fundação dessa instituição.

<sup>23</sup> Ver De Bolle (2015) para uma discussão detalhada de como a taxa de juros cobrada pelo BNDES impacta o mercado de crédito brasileiro e suas implicações macroeconômicas.

<sup>24</sup> Em um levantamento sobre os bancos de desenvolvimento no mundo, Luna-Martinez e Vicente (2012) classificaram o BNDES como um “megabanco” junto com outros grandes bancos de desenvolvimentos de outros países, tais como o Banco de Desenvolvimento Chinês e o Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) da Alemanha.

Muito embora reconhecemos que a análise de cada projeto apoiado pelo BNDES envolve diversas dimensões, incluindo aspectos sociais e ambientais, o foco da discussão desse artigo está restrito ao impacto de dois tipos de apoio financeiro do BNDES, FINEM e BNDES Automático, na produtividade das firmas brasileiras. Nosso foco em produtividade deve-se ao fato de que os projetos industriais, que necessitam de um apoio de longo prazo do BNDES, visam essencialmente melhorar sua eficiência produtiva seja pelas economias de escopo ou de escala associado à criação de novas plantas e/ou à ampliação das existentes, reestruturação e modernização de processos produtivos, inovação e desenvolvimento tecnológico. Embora restrito, o foco nessa variável deve-se ao fato de que o crescimento da produtividade é o principal indicador de desenvolvimento de longo prazo. Na década de 90, Krugman acabou cunhando uma frase que exemplifica a importância do crescimento da produtividade em relação a outros indicadores: *“A produtividade não é tudo, mas a longo prazo é quase tudo. A habilidade de um país de melhorar os padrões de vida ao longo do tempo depende quase que integralmente na capacidade de aumentar seu produto por trabalhador. .... Em comparação com o problema do crescimento lento da produtividade, todas as outras preocupações econômicas referentes ao longo prazo – tais como a competição externa, estrutura industrial, tecnologia defasada e infraestrutura em deterioração – tornam-se questões de pouca relevância”* (Krugman 1994).

Diante da importância do crescimento da produtividade, o qual está enraizada no estatuto do BNDES, a principal pergunta desse artigo é: Os financiamentos do BNDES conseguem mitigar as restrições de crédito encontradas pelas firmas brasileiras de forma a alavancar investimentos e conseqüentemente aumentar a produtividade das mesmas? Em particular, nós consideramos duas medidas de produtividade: produtividade total dos fatores (PTF); e produtividade do trabalho. PTF é estimada como o resíduo de Solow ao nível da firma seguindo a metodologia de Levinsohn e Petrin (2003). Essa PTF mede a eficiência da firma em transformar uma quantidade dada de insumos em produto. Produtividade do Trabalho é medida pela razão entre o valor adicionado e o número de trabalhadores. Então, PTF está mais perto do conceito de longo prazo de eficiência física enquanto que a produtividade do trabalho está mais relacionada ao conceito de curto prazo.<sup>25</sup>

No caso dos financiamentos de longo prazo do BNDES, nosso objetivo é analisar uma específica cadeia de causalidade que é: mitigar as restrições de crédito para investimentos de longo prazo de forma a acelerar o crescimento da produtividade. Entre

---

<sup>25</sup> Veja Bronzini e De Blasio (2006), Criscuolo et al (2016) e Banerjee e Duflo (2014) para uma avaliação em termos de outras variáveis de performance de curto prazo, tais como emprego, investimento, receita e produção.

as relevantes categorias de investimento de longo prazo, a literatura tem focado o interesse nos investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e inovação. A relação entre inovação e crescimento de produtividade é bem estabelecida na literatura, com alguns estudos recentes mostrando que 40% do crescimento de produtividade observado pode ser atribuído aos esforços de P&D e inovação (Hall, 2011; Reickard, 2011; Syverson, 2011; Hall e Mohen, 2013). No entanto, apesar da extensa literatura, as evidências empíricas dos efeitos dos programas governamentais nos programas de inovação ainda são inconclusivas, com resultados variando bastante entre os países (Gao et al, 2016).<sup>26</sup>

O papel da restrição de crédito para inovação e crescimento tem sido enfatizado principalmente na literatura de desenvolvimento. Banerjee e Duflo (2005), por exemplo, demonstram que os países em desenvolvimento sofrem com restrições de crédito usando uma amostra de países, inclusive o Brasil. No caso específico do Brasil, Terra (2003), Aldrighi e Bisinha (2010) e Ambrozio et al (2017) encontram evidências de que as firmas brasileiras são efetivamente restritas ao crédito. De uma forma mais ampla, Aghion et al (2010) mostra que uma restrição de crédito mais intensa diminui o entusiasmo dos empreendedores de investir no longo prazo pelo crescimento correspondente do risco de liquidez. Na literatura de comércio internacional, há também evidências de que as restrições de crédito afetam a participação das firmas no comércio internacional. Segundo Manova (2013), a restrição de crédito afeta a firma em três estágios de sua evolução: a decisão de produzir para o mercado doméstico; a decisão de se tornar exportadora; e por último, o quanto a firma decide exportar. No caso brasileiro, há evidências de que as firmas removem a restrição de crédito apenas quando ultrapassam o terceiro estágio mencionado por Manova (2013), ou seja, após conseguir exportar uma parte relevante de sua receita, ver Ambrozio et al (2017) para maiores detalhes.

Os efeitos do BNDES na economia brasileira já foram investigados tanto pela literatura nacional quanto a internacional. Exemplos recentes são Bandeira-de-Mello et al (2015), Carvalho (2014), Bonono et al (2015) e Pires e Russel (2017).<sup>27</sup> Bandeira-de-Mello et al (2015) avalia os financiamentos do BNDES em relação a um número amplo de indicadores, incluindo lucratividade e investimento. Carvalho (2014) investiga se as eleições influenciam os investimentos apoiados pelo BNDES para regiões politicamente atrativas. Bonomo et al (2015) verifica se os financiamentos do BNDES afetam os

---

<sup>26</sup> No caso da América Latina, Crespi et al (2014) enumera uma lista de artigos nos quais as políticas de inovação conseguiram ter um impacto positivo na performance das firmas.

<sup>27</sup> Para a literatura nacional, veja a resenha de Coelho e Lage de Sousa (2010).

investimentos das firmas brasileiras. Entretanto, nenhum desses três artigos mencionados investiga em detalhes o impacto dos financiamentos do BNDES no crescimento da produtividade das firmas, que é o foco da análise desse trabalho e um dos objetivos da política do BNDES como descrito anteriormente. Pires e Russel (2017) investiga se três financiamentos distintos do BNDES (FINAME, BNDES Automático e Cartão BNDES) impactam a produtividade, emprego e salários das firmas beneficiadas, mas essas linhas não só tem objetivos diferentes como também processos de análise diferentes. O foco desse trabalho está em duas linhas estritamente semelhantes do BNDES, cuja diferença básica é apenas se há algum intermediário financeiro.

Dois artigos são os mais semelhantes a esse trabalho: Ottaviano e Lage de Sousa (2008) e Lage de Sousa (2013). Ambos investigam a relação entre o desempenho das firmas e os financiamentos do BNDES destinados a modernização e ampliação das plantas existentes assim como para a criação de novas plantas industriais. Ambos os trabalhos focam suas análises na produtividade do trabalho, enquanto esse artigo também avalia a produtividade total dos fatores (PTF). Outra vertente que distingue o atual artigo dos demais é o desenho da estratégia empírica que usa não apenas diferentes grupos de controle como também testa se as firmas apoiadas efetivamente são mais restritas ao crédito.

Para fazer essa análise, esse artigo está estruturado da seguinte forma além dessa introdução. A próxima seção define quais firmas financiadas e não financiadas servem para avaliar o impacto dos financiamentos do BNDES. A seção seguinte investiga se as firmas apoiadas são mais restritas ao crédito, enquanto que a quarta seção avalia o impacto do BNDES na produtividade das firmas beneficiadas. A última seção apresenta as considerações finais.

### ***Escolhendo as Firmas para a Análise***

O primeiro passo para uma avaliação dessa envergadura é identificar quais firmas financiadas com informações disponíveis devem ser consideradas para essa análise. A partir da definição do grupo de firmas financiadas, que chamaremos de grupo de tratamento, torna-se crucial encontrar um grupo de comparação adequado, que denominaremos de grupo de controle. Diante dessas definições, avaliaremos se as firmas apoiadas pelo BNDES são efetivamente mais restritas ao crédito que as outras

comparáveis, e em seguida verificaremos se a produtividade delas cresce diferentemente após o apoio do BNDES.<sup>28</sup>

Além da lista das firmas apoiadas pelo BNDES, necessitamos de outras informações ao nível da firma para que possamos investigar essa questão. Para isso, conseguimos o acesso a uma base de micro dados rica em informações obtidas por diferentes fontes já usadas anteriormente por outras pesquisas listadas em Coelho e Lage de Sousa (2010), tais como: Pesquisa Industrial Anual do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (PIA/IBGE)<sup>29</sup>; Relação Anual de Informações Sociais do Ministério do Trabalho (RAIS/MT); Secretaria de Comércio Exterior do Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comércio (SECEX/MIDC); Censo de Capital Estrangeiro do Banco Central do Brasil (CCE/BACEN); e as informações do próprio BNDES.<sup>30</sup> Para essa investigação, consideramos as informações disponíveis entre 1995 e 2007 como o período mais apropriado.<sup>31</sup>

### Grupo de Tratamento

Para a construção do nosso grupo de tratamento, primeiro identificamos todas as firmas financiadas por FINEM e BNDES Automático entre os anos de 1995 e 2007.<sup>32</sup> Nesse período, 756 firmas em média obtiveram uma dessas duas formas de apoio por ano pela primeira vez.<sup>33</sup> No entanto, infelizmente não é possível usar todas essas firmas, pois algumas não estão disponíveis na nossa principal base (PIA), especialmente aquelas pertencentes ao grupo das Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPMEs). A razão principal é que a PIA contém aproximadamente 30 mil firmas com mais de 30 empregados para cada ano analisado, mas metade das firmas financiadas por essas duas modalidades do BNDES não estavam presentes na PIA. O principal motivo é que muitas firmas beneficiadas tinham menos de 30 empregados quando obtiveram o

---

<sup>28</sup> Verificar se as firmas continuam restritas ao crédito após receber os recursos do BNDES se torna redundante, uma vez que as firmas deixam de estar restritas ao crédito por terem conseguido o financiamento para implementar seus projetos.

<sup>29</sup> Essa pesquisa é nossa principal base de dados, pois contém a maior parte das variáveis para essa investigação, principalmente aquelas necessárias para medir produtividade. Utilizamos as informações da PIA de 1996 a 2006.

<sup>30</sup> A construção da base de dados seguiu os procedimentos de confidencialidade das informações das firmas estabelecidos pelo IBGE.

<sup>31</sup> A crise de 2008 atrapalha nossa investigação para anos posteriores ao efetivamente investigado.

<sup>32</sup> Firmas financiadas em 1995 foram usadas apenas para excluir da análise, visto que os dados do IBGE iniciam apenas em 1996. Já as firmas financiadas em 2007 são usadas como grupo de controle, como será descrito posteriormente.

<sup>33</sup> Mais precisamente, 9.828 firmas receberam recursos do BNDES durante esse período de 11 anos.

financiamento, sendo, portanto impossível ter informações das mesmas antes e no momento do financiamento.

Outros aspectos afetam o tamanho do nosso grupo de tratamento. Algumas firmas podem estar expostas a outras formas de apoio governamental que não o BNDES.<sup>34</sup> Como o BNDES é a maior instituição financeira que possui financiamentos adequados para projetos de longo prazo no Brasil, nossa hipótese é de que os financiamentos dessa instituição são as principais ferramentas de política pública para afetar a produtividade das firmas brasileiras.

Adicionalmente, pode haver um lapso de tempo para que qualquer impacto possa ser detectado, visto que os financiamentos podem não gerar resultados imediatamente. E talvez, só quando o projeto tenha terminado que os efeitos podem se materializar. Por um lado, como os projetos podem demorar uns cinco anos até sua implementação completa, torna-se necessário um período superior a um quinquênio para que os efeitos possam ser investigados durante e posteriormente ao início do financiamento. Dado o período considerado para essa investigação (1996 a 2006), claramente não conseguimos avaliar os financiamentos a partir de 1999. Por outro lado, como discutiremos mais para frente, a construção de um grupo de controle exige que tenhamos informações de ao menos dois anos antes do financiamento para ver o crescimento de alguns indicadores pré-financiamento. Portanto, somente as firmas financiadas pelo FINEM e BNDES Automático em 1998 podem ser utilizadas como nosso grupo de tratamento, pois é possível avaliar os efeitos durante o período de implementação do projeto (1998 a 2003) e após a sua implementação (2004 a 2006).

Excluindo as firmas financiadas antes de 1998, temos 227 firmas que receberam o primeiro financiamento do BNDES em 1998.<sup>35</sup> Entre essas 227 firmas, 86 delas não estão presente na PIA em todos os anos analisados. No final, consideramos dois grupos iniciais de tratamento: 141 firmas e 227 firmas, os quais são os grupos 1 & 2 na Tabela 1, dependendo se elas sobreviveram o período inteiro ou não.

---

<sup>34</sup> Ver Pires e Russel (2017) para maiores detalhes sobre os apoios governamentais para o setor privado no Brasil.

<sup>35</sup> Considerando que em média 756 firmas anualmente recebem o primeiro financiamento do BNDES, nossa amostra reduzida a 227 firma não nos parece pequena, especialmente se consideramos que apenas a metade das firmas financiadas (cerca de 380 firmas) estão disponíveis na PIA, nossa base principal.

**Tabela 1: Número de Firms Apoiadas em 1998 (Grupo de Tratamento)**

Grupos	Descrição	Sobreviveu?	No de Firms
Grupo 1	Firms apoiadas em 1998 pela 1ª vez	Sim	141
Grupo 2		Não	227
Grupo 3	Firms apoiadas apenas em 1998	Sim	75
Grupo 4		Não	143
Grupo 5	Firms apoiadas pelo BNDES Automático	Sim	112
Grupo 6		Não	190

Fonte: Elaboração do Autores a partir das informações obtidas nos dados descritos.

Mais ainda, pode ser útil distinguir essas firms tratadas em relação a outros parâmetros. Primeiro, seria interessante verificar se há alguma diferença para as firms tratadas apenas pelo BNDES Automático, seja as sobreviventes (Grupo 5) ou não (Grupo 6). Segundo, para investigar os efeitos de um único tratamento, a amostra também é restringida àquelas firms que foram apoiadas apenas em 1998 e não posteriormente, novamente sendo sobreviventes (Grupo 3) ou não (Grupo 4). No entanto, a análise desse resumo está concentrada no Grupo 1, visto que os resultados com os outros grupos são muito semelhantes.

### Grupos de Controle

O processo de análise do projeto acaba escolhendo firms com determinadas características, o que significa que há um viés de seleção nas firms apoiadas. Logo, torna-se imperioso levar em consideração as diferenças entre as empresas apoiadas e não apoiadas para que possamos comparar firms semelhantes que só se diferem pelo fato de umas terem o financiamento do BNDES e as outras não. Nós, portanto, tentamos diversas alternativas para contornar essas diferenças, tanto pelas características disponíveis quanto para aquelas difíceis de observar e/ou mensurar.

O primeiro grupo de controle é o mais ingênuo de todos, o qual consiste em todas as 21.380 firms existentes da PIA que não receberam recursos do BNDES durante o período de análise (Grupo A). No entanto, diferenças sistemáticas entre financiadas e não financiadas existem. A Tabela 2 resume as principais diferenças entre esses dois grupos.



**Tabela 2: Média das Variáveis das Financiadas e Não-Financiadas em 1997**

Grupos	Não-Financiadas	Financiadas		
		Firmas com mais de 30 trabalhadores	1o Apoio em 1998	BNDES Automático
Produtividade do Trabalho	26,6	35,5	29,7	31,8
Crescimento da Prod. Trab.	30,3%	31,7%	27,6%	34,6%
PTF Levinhson-Petrin	100	115	107	106
Crescimento da PTF	-3,2%	0,5%	-1,6%	0,0%
No de Trabalhadores	175	620	332	468
Investimento / Capital	3,7%	6,6%	6,9%	5,5%
Fluxo de Caixa / Capital	12,3%	10,5%	10,4%	11,2%
Exportadora	32,2%	58,9%	54,5%	49,3%
Classificação OECD				
Alta & Média Alta Tecnologia	22%	32%	32%	35%
Baixa & Média-Baixa Tecn.	78%	68%	68%	65%
Número de Firmas	21.380	141	112	75

Fonte: Elaboração do Autores a partir das informações obtidas nos dados descritos.

Em primeiro lugar, a razão de fluxo de caixa sobre capital é menor nas firmas financiadas em comparação com as não financiadas assim como elas possuem uma taxa de investimento acima das não financiadas. Essas evidências sugerem que as firmas que recorrem aos recursos do BNDES sejam mais restritas ao crédito que as não financiadas. Entretanto, muito embora isso seja consistente com a ideia de que a restrição de crédito é maior nas financiadas, essa constatação pode ser também explicada pelo fato das firmas beneficiadas estarem mais presentes nos setores com maior risco tecnológicos como verificado nas categorias da OECD da Tabela 2. Portanto, ao serem de setores de maior nível tecnológico, as firmas necessitam ter maiores taxas de investimento para sobreviver no mercado.

Em termos de produtividade, as firmas financiadas são maiores e tendem a exibir maiores níveis de produtividade. Isso é verdade não só na PTF como também na produtividade do trabalho, muito embora a diferença seja mais evidente na última. Enquanto a produtividade do trabalho das firmas financiadas em 1998 foi 30% maior que as não financiadas em 1997, a diferença de PTF é de apenas 2,6%. Em termos de crescimento de produtividade, ambos os grupos apresentam o mesmo desempenho em ambas as medidas.

As diferenças apresentadas na Tabela 2 confirmam a hipótese de viés de seleção. Ao minimizar as diferenças entre os grupos de financiadas e não financiadas, nossa intenção é reduzir essas diferenças sistemáticas. Utilizamos uma metodologia estatística para encontrar um grupo de firmas não financiadas semelhantes ao grupo de financiadas, denominado de método de emparelhamento. O resultados desse emparelhamento podem ser observados na Tabela 3, onde é possível observar o quanto esse subgrupo de firmas não financiadas passaram a ser mais semelhantes às firmas financiadas após o método de emparelhamento.

**Tabela 3: Número de Firmas Pareadas**

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5	Grupo 6
Financiadas Pareadas	118	169	65	108	99	144
Financiadas Não-Pareadas	23	58	10	35	13	46
Percentual de Pareadas	84%	74%	87%	76%	88%	76%

Fonte: Elaboração do Autores a partir das informações obtidas nos dados descritos.

Há outros fatores não mensuráveis, tal como gestão, que diferenciam as firmas apoiadas e não apoiadas. Para isso, utilizamos algumas características que podem sinalizar essas diferenças: investimentos, sobrevivência e habilidade de obter recursos do BNDES. Então, consideramos um grupo de firmas não financiadas que investiram e sobreviveram no período investigado (Grupo B), pois essas possam ter uma gestão mais semelhante às financiadas. Esse grupo de controle, chamado de Grupo B, possui 6.344 firmas. Entretanto, por outras razões, essas firmas não financiadas podem ainda não ser elegíveis para obter os financiamentos do BNDES. Para lidar com essa outra limitação, consideramos outro grupo refinado composto por firmas que receberam apoio do BNDES após o período investigado, ou seja, em 2007. A lógica por trás dessa estratégia é que essas firmas eram elegíveis para conseguir o apoio financeiro do BNDES, porém decidiram solicitar apenas posteriormente. Esse grupo, denominado de Grupo C, é composto por 128 firmas.

Agora que identificamos as firmas financiadas e não financiadas apropriadas para a análise, o próximo passo é investigar se as firmas financiadas eram efetivamente restritas ao crédito antes de conseguirem o financiamento do BNDES. E posteriormente, avaliar se os financiamentos do BNDES conseguiram fazer com que as firmas financiadas tivessem seu desempenho em termos de produtividade superior ao das não financiadas.

## ***As firmas apoiadas pelo BNDES são mais restritas ao crédito antes do financiamento***

Como visto nas seções anteriores, há indícios de que as firmas apoiadas pelo BNDES antes dos financiamentos aparentam ser restritas ao crédito, pois seus fluxos de caixa são menores que as não financiadas apesar de terem taxas de investimento maiores. No entanto, essa é uma visão simplista da questão, que precisa ser corroborada por uma investigação mais adequada que leve em consideração outros determinantes da taxa de investimento das firmas. Para essa investigação, fazemos uso da metodologia proposta por Fazzari et al (1988), a qual continua sendo implementada pela literatura atual de restrição de crédito (ver Aldrighi e Bisinha (2010), Ambrozio et al (2017), Carpenter e Guariglia (2008), Guariglia (2008), Guariglia et al (2011) e Terra (2003)). A ideia central dessa metodologia é que firmas restritas ao crédito só conseguem elevar seus investimentos quando seu fluxo de caixa aumenta. Em outras palavras, quando há uma correlação positiva entre fluxo de caixa e a taxa de investimento da firma.

A Tabela 4 mostra os resultados da estimativa dessa relação entre fluxo de caixa e investimento da firma. As colunas correspondem aos diferentes grupos de controle descritos na seção anterior. Como pode ser observado, todas as estimativas do fluxo de caixa das financiadas são positivas para explicar a taxa de investimento, o que demonstra que as firmas financiadas eram efetivamente mais restritas ao crédito que as outras firmas não financiadas antes de terem seus financiamentos aprovados. Em outras palavras, os fluxos de caixa das firmas apoiadas pelo BNDES eram mais relevantes para elevar os investimentos dessas firmas em comparação às outras firmas não financiadas. Cabe salientar que esses resultados são robustos aos diferentes grupos de controle, desde o mais ingênuo (Grupo A) até o mais sofisticado (Semelhantes).

**Tabela 4: Comparando as Firms após o Emparelhamento**

	Não-financiadas		Financiadas	
	Não Pareadas	Pareadas	Pareadas	Não Pareadas
Estoque de Capital	19	53	66	179
Número de Empregados	192	420	526	1,102
Solvência	3,0%	2,5%	2,7%	3,2%
Lucro	6,7%	6,2%	6,4%	2,0%
Crescimento do Lucro	49%	82%	38%	125%
Crescimento do No. Trabalhadores	4%	5%	8%	14%
Crescimento da Receita	21%	21%	20%	7%
Participação no Mercado	0,1%	0,1%	0,2%	0,9%
Multinacional	8%	11%	16%	9%
Regiões Sul & Sudeste	87%	87%	89%	83%
Produtividade do Trabalho	26,8	30,3	35,1	37,6
PTF	101,7	97,1	97,1	103,3
Investimento	2,3	5,6	11,9	33,5
Fluxo de Caixa / Capital	16,8%	10,6%	10,4%	11,4%
Investimento / Capital	4,0%	4,3%	6,8%	6,0%
Número de Firms	6,226	118	118	23

Fonte: Elaboração do Autores a partir das informações obtidas nos dados descritos.

Esses resultados são corroborados pelas firms que obtiveram apoio financeiro via BNDES Automático, porém não por aquelas agraciadas apenas em 1998. Portanto, esses resultados sugerem que as firms financiadas pelo BNDES mais de uma vez a partir de 1998 eram restritas ao crédito antes de serem apoiadas pelo banco, independentemente de terem obtido os financiamentos diretamente pelo BNDES ou indiretamente por outras instituições financeiras. No entanto, as firms apoiadas pelo BNDES apenas em 1998 (e não nos anos posteriores) não aparentavam ser restritas ao crédito antes de conseguirem o apoio financeiro do BNDES. Essa divergência sugere que requerer os financiamentos do BNDES repetidamente ao longo do tempo pode ser um sinal de firms mais restritas ao crédito que as demais. Enquanto que as firms que recorrem apenas uma vez não possuem restrição de crédito superior às demais firms brasileiras. Essa característica nos favorece ao verificar de uma forma mais detalhada como os financiamentos do BNDES podem afetar a produtividade das firms, seja com aquelas sendo mais restritas ao crédito que suas similares, seja com aquelas com o mesmo nível de restrição de crédito.

## ***Firmas apoiadas pelo BNDES melhoram sua produtividade em relação às não-apoiadas?***

Após verificar que as firmas apoiadas pelo BNDES encontram maiores restrições de crédito, a pergunta que segue é se esse apoio do BNDES consegue alavancar a produtividade das firmas financiadas acima das que não solicitaram o apoio financeiro para seus investimentos. Para investigar isso, usamos o método de diferença-em-diferenças, o qual procura ver a diferença de desempenho das firmas financiadas vis-à-vis às não financiadas levando em consideração outros fatores que possam afetar o desempenho da firma em termos de produtividade, como adotado pelo artigo de Bronzini e De Blasio (2006).

A Tabela 5 apresenta os resultados dessas diferenças usando o Grupo A e o das firmas semelhantes. As colunas de cada de controle estão divididas nas duas medidas de produtividade: produtividade do trabalho; e produtividade total dos fatores (PTF). Em termos de outras variáveis que afetam o desempenho das firmas, mostramos os resultados obtidos para os tipos de capital incluídos na análise da produtividade do trabalho: nacional; importado. De uma forma geral, os resultados apontam que as firmas que investem em capital tendem a ter uma produtividade do trabalho maior. No entanto, as evidências mostram que o capital importado tende a ser mais positivamente associado à produtividade, visto que ele se mantém mais robusto em comparação ao capital doméstico. Isso sugere que tecnologias importadas podem ser mais eficientes que as nacionais, o que nos parece intuitivo visto que máquinas e equipamentos importados tendem a vir de países mais desenvolvidos que o Brasil.

**Tabela 5: Teste de Restrição de Crédito para o Grupo 1**

Variável Dependente: Invest / K	Grupo A	Grupo B	Grupo C	Pareadas
	(1)	(2)	(3)	(4)
Parâmetro $\alpha$ (BNDES * Cash Flow / K)	0.131*** (0.030)	0.128*** (0.030)	0.128*** (0.042)	0.120** (0.053)
Observações	18,104	6,485	271	216
R-quadrado	0,111	0,132	0,215	0,181

Erros padrões em parênteses

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Fonte: Elaboração do Autores a partir das informações obtidas nos dados descritos.

Para o nosso parâmetro de interesse, os resultados são mistos no caso da produtividade do trabalho dependendo do grupo de controle. Considerando nosso grupo de controle menos refinado (Grupo A), os resultados sugerem um impacto positivo do apoio do BNDES até 2004. No entanto, nenhum efeito é detectado após esses anos, o que demonstra que os financiamentos podem melhorar o desempenho das firmas apoiadas até sete anos para esse grupo de financiadas, ou seja, durante todo o período de implementação do projeto bem como nos dois primeiros anos após o projeto todo implementado. Esse resultado é até superior a outros trabalhos que investigam o efeito do crédito nas firmas. Por exemplo, Banerjee e Duflo (2014) encontram um efeito positivo do crédito no volume de produção das firmas logo após ter acesso ao crédito, mas esse efeito se cessa dois anos após a concessão do crédito. Entretanto, esse resultado com o Grupo A não é corroborado quando consideramos o grupo de controle mais refinado (Semelhantes). Comparado com esses grupos, as firmas financiadas possuem um desempenho semelhante às não apoiadas. Diante desses resultados, é possível deduzir que os financiamentos do BNDES conseguem aliviar a restrição de crédito das suas beneficiárias de forma que essas tenham o mesmo desempenho das não apoiadas.

As evidências são mais consistentes no caso das PTFs, nas quais não é possível detectar algum efeito do apoio do BNDES nos primeiros anos após o financiamento ter sido aprovado independentemente do grupo de comparação escolhido. A partir de 2002, os financiamentos do BNDES impactam negativamente as firmas apoiadas ao comparar com firmas não apoiadas do Grupo A, porém esse resultado também não se mantém para as firmas semelhantes. Como não é possível detectar uma diferença de desempenho entre os grupos de firmas apoiadas e os grupos de controle de forma consistente, então concluímos que não há evidências suficientes para afirmar que o BNDES consegue afetar o desempenho da produtividade das firmas apoiadas pelas suas linhas de financiamento investigadas nesse artigo.

Esses resultados não são um caso isolado na literatura, tanto para países desenvolvidos quanto para aqueles ainda em desenvolvimento. Por exemplo, Criscuolo et al (2016) investigaram o efeito de uma política industrial no Reino Unido, cujos principais resultados mostram que não houve impacto na produtividade das firmas, mesmo havendo efeitos no tamanho da firma (número de empregados) e no investimento. Arráiz et al (2014) é um exemplo usando dados de um país em desenvolvimento (Colômbia), no qual ao avaliar garantias de crédito oferecidas pelo governo, os autores

encontram impactos na produção e no número de empregados, porém sem qualquer efeito na produtividade. Resultados semelhantes também foram encontrados em Pires e Russel (2017) para o BNDES Automático bem como em outros artigos listados em Coelho e Lage de Sousa (2010), incluindo Ottaviano e Lage de Sousa (2008) e Lage de Sousa (2013). Esses dois últimos artigos mencionados investigam os mesmos financiamentos do BNDES como nesse presente artigo, porém usando estratégias empíricas diferentes bem como um ano de financiamento diferente (1997). Os resultados são qualitativamente semelhantes aos encontrados nesse artigo, o que indica que as evidências permanecem válidas independentemente do ano investigado. Mais ainda, Lage de Sousa (2013) usa uma estratégia de emparelhamento diferente (Kernel), o que demonstra que os resultados encontrados aparentam ser robustos entre distintas estratégias de emparelhamento.

Se as evidências mostram que políticas governamentais têm dificuldades de aumentar a produtividade das firmas beneficiárias, torna-se imperioso entender o porquê dessa constatação. Utilizando o arcabouço teórico de firmas heterogêneas proposto por Melitz (2003) e Melitz e Ottaviano (2008) junto com algumas evidências empíricas na literatura de inovação, algumas tentativas de entender esse fenômeno podem ser discutidas a partir de conceitos econômicos usados nas decisões feitas pelas firmas.

Ottaviano e Lage de Sousa (2008) explicam seus resultados ao analisar dois tipos de projetos: os que usam tecnologias novas; e os que utilizam tecnologias antigas. Os projetos que usam tecnologias novas são caracterizados por custos fixos de implementação altos, porém custos operacionais baixos. Já os de tecnologias antigas possuem o contrário, ou seja, tem um custo fixo de implementação abaixo das novas tecnologias, mas um custo de operação maior quando comparado às tecnologias mais modernas.

O ponto principal discutido pelos autores é que dependendo de como o governo reduz o custo de implementação desses tipos de tecnologias, a consequência pode ser qualquer uma. Segundo os autores, a produtividade média da economia só aumenta quando o governo reduz o custo de implementação das tecnologias modernas mais que proporcionalmente em relação às tecnologias mais atrasadas. Quando isso ocorre, o governo incentiva as firmas a implementarem projetos mais modernos, que apresentam um custo inicial maior, mas com um custo de manutenção mais baixo. Logo, ao ter mais firmas implementando projetos mais modernos, a produtividade da economia aumenta em decorrência de melhores práticas de produção que utilizam menos insumos para um maior nível de produto. Esse raciocínio é bastante intuitivo e esperado, porém o

resultado perverso ocorre quando o governo reduz mais o custo de implementação de tecnologias antigas em detrimento das mais modernas. Nesse caso, mais firmas passam a implementar projetos de baixa tecnologia, o que reduz a produtividade média da economia, visto que as firmas passam a empregar métodos que requerem mais insumos que as tecnologias novas para o mesmo nível de produto. Logo, o governo ao reduzir o custo de implementação de tecnologias mais antigas em detrimento das tecnologias mais avançadas, as políticas públicas podem reduzir a produtividade média da economia.

Então, considerando esse arcabouço teórico, os autores concluem que os financiamentos do BNDES podem estar reduzindo na mesma proporção os custos de implementação de tecnologias modernas e antigas, tendo, portanto um efeito nulo na produtividade média da economia. Portanto, uma recomendação de política pública derivada dessa análise seria criar instrumentos em que os financiamentos possam reduzir os custos mais proporcionalmente das tecnologias mais modernas em detrimento das mais antigas.

Considerando que as linhas FINEM e BNDES Automático tem condições mais favoráveis para compras de máquinas e equipamentos com elevado conteúdo nacional, caberia analisar melhor se esses itens financiados são os mais efetivos para aumentar a produtividade da economia. Como os resultados desse estudo apresentam uma correlação positiva mais robusta para bens de capital importados com produtividade, seria interessante investigar mais a fundo o papel do conteúdo local como indutor de desenvolvimento. Se as evidências sugerirem que a exigência de conteúdo local pode ser um impeditivo para um melhor desempenho de produtividade, caberia rediscutir o seu papel como motor de crescimento da indústria nacional. Como consequência, o BNDES poderia relativizar a importância do conteúdo local nos financiamentos oferecidos pela instituição para que uma maior proporção de projetos possam contar com tecnologias mais modernas. Uma redução de custo de implementação de projetos mais modernos em relação a projetos mais defasados poderia aumentar a produtividade média da economia brasileira.

Outra vertente seria investigar os efeitos dos tipos de inovação que o BNDES apoia por essas duas linhas de financiamento: inovação de produto; inovação de processo. Segundo a literatura de inovação, as evidências empíricas mostram que as inovações de produto são mais efetivas para aumentar a produtividade das firmas em comparação com as inovações de processo, como mencionado na revisão de literatura feita em Hall e Mohnen (2013). A principal justificativa é que as inovações de produto tendem agregar



mais valor adicionado nas firmas do que as inovações de processo, que visa praticamente reduzir custos. Esse conceito foi explorado em Lage de Sousa (2013) ao analisar como a redução de custos fixos de um projeto pode afetar a produtividade média da economia. Segundo o autor, há dois custos fixos na implementação de um projeto: o de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), relacionado à inovação de produto; e o de Produção, representando inovação de processo. O artigo argumenta que dependendo de que tipo de custo fixo o governo diminui, o resultado da política pública pode ser diferente. Quando o governo decide reduzir o custo fixo de P&D, isso implica que mais firmas conseguem lançar produtos novos no mercado gerando uma maior competição na economia. Em outras palavras, uma redução do custo fixo de P&D faz com que mais firmas avessas ao risco experimentem entrar no mercado com seus produtos criando um efeito pró-competitivo que eleva a produtividade de corte na economia, e conseqüentemente a produtividade média.

Já o inverso ocorre quando o governo decide reduzir o custo fixo de produção das firmas. Nesse caso, uma diminuição do custo fixo de produção por parte de políticas governamentais significa que mais firmas são capazes de sobreviver no mercado. Logo, firmas menos produtivas permanecem no mercado, reduzindo a produtividade média na economia. Então, ações governamentais que diminuem o custo fixo de produção tendem a reduzir a produtividade média na economia em virtude de um maior número de firmas com baixo nível de produtividade no mercado, muito embora individualmente as firmas possam aumentar sua produtividade.

Assim como no caso de Ottaviano e Lage de Sousa (2008), quando o governo acaba reduzindo ambos os custos fixos, torna-se dúbio o impacto efetivo na produtividade média da economia, conforme explicado por Lage de Sousa (2013). Isso ocorre porque reduzindo tanto o custo fixo de P&D quanto o de produção, ambas as condições são amenizadas levando a um aumento da produtividade via efeito pró-competitivo do custo fixo de P&D ao mesmo tempo em que reduz a produtividade por permitir que mais firmas sobrevivam no mercado. Portanto, um efeito líquido ao reduzir ambos os custos pode ser nulo, como encontrado nos financiamentos do BNDES e de outras intervenções descritas anteriormente em países desenvolvidos e em desenvolvimento. No caso do BNDES, os financiamentos tanto do FINEM quanto do BNDES Automático reduzem ambos os custos dos projetos apresentados, visto que permite a redução de custos fixos de P&D (inovação de produto) como também os de produção (inovação de processo). Essa análise nos permite concluir que as políticas públicas deveriam privilegiar no barateamento dos custos fixos de P&D em detrimento dos de produção de modo a alavancar a produtividade média da economia brasileira.

### ***Considerações Finais***

Nesse trabalho, investigamos se dois financiamentos do BNDES, FINEM e BNDES Automático, são efetivos em amenizar as restrições de crédito encontradas pelas firmas industriais brasileiras de forma a elevar sua produtividade. Para essa análise, avaliamos primeiro se as firmas beneficiadas sofriam mais de restrição de crédito antes de receber os financiamentos do BNDES ao avaliar a sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa das mesmas. E em seguida, investigamos se os financiamentos foram capazes de aumentar a produtividade das firmas apoiadas acima das firmas não apoiadas semelhantes ao fazer a diferença das diferenças de desempenho dos dois grupos (apoiadas e não apoiadas).

De uma forma geral, encontramos que as firmas apoiadas repetidamente por essas duas modalidades de financiamento tendem a ser mais restritas ao crédito que outras firmas não financiadas, inclusive em relação às firmas semelhantes em termos de diversos fatores considerados. Adicionalmente, com algumas exceções, os financiamentos do BNDES permitiram que as firmas financiadas tivessem um desempenho similar em termos de produtividade às firmas não apoiadas, porém nunca superior. Em outras palavras, o máximo que o BNDES consegue é permitir que suas beneficiadas tenham um desempenho semelhante às não financiadas. Por um lado, esses resultados sugerem que o apoio governamental dado às firmas beneficiadas pode mitigar as restrições de crédito encontradas pelo setor privado brasileiro, o que permite essas firmas terem um desempenho semelhante a outras firmas similares. Por outro lado, eles também indicam que o apoio do BNDES não é capaz de levar essas firmas mais restritas ao crédito a implementar seus projetos de mais efetiva que as firmas não apoiadas.

Essas evidências têm importantes implicações de política pública. A primeira é que o BNDES é um instrumento capaz de aliviar as restrições de crédito das firmas brasileiras de forma que elas tenham um desempenho semelhante a outras firmas não apoiadas similares com menores limitações de acesso ao crédito. Essa capacidade poderia elevar a produtividade média da economia brasileira ao permitir que as firmas beneficiadas implementem seus projetos. No entanto, não há evidência de que esse tipo de apoio governamental consegue fazer com que as firmas beneficiadas escolham projetos que as permitam elevar suas produtividades.

Na discussão dos resultados, vimos que esse resultado não é endêmico a esse banco de fomento, visto que outras intervenções em países desenvolvidos ou em desenvolvimento apresentam as mesmas conclusões. Adicionalmente, discutimos que

há duas formas de entender essa incapacidade de políticas públicas de elevar a produtividade das firmas. Em primeiro lugar, ao considerar tecnologias modernas e antigas, observou-se que quando o governo reduz a implementação de ambos os tipos de forma igualitária, o resultado final é uma efeito nulo das políticas públicas de aumentar a produtividade média da economia, visto que algumas firmas implementam projetos antigos quanto outras projetos modernos. Portanto, se o objetivo for aumentar a produtividade da economia, o governo precisa privilegiar tecnologias modernas que possuem um custo de implementação maior, porém custos operacionais menores. Nessa discussão, caberia uma análise mais profunda dos critérios de conteúdo local exigidos nas máquinas e equipamentos financiados por essas linhas de financiamento do BNDES.

Outra abordagem é com relação a dois custos fixos de um projeto: o de P&D (inovação de produto); e o de produção (inovação de processo). Conforme analisado, quando o governo reduz o custo fixo de P&D, há um efeito pró-competitivo no mercado que eleva a produtividade média da economia. No entanto, quando as políticas públicas visam reduzir o custo fixo de produção, o governo acaba tornando mais fácil a permanência de firmas menos produtivas no mercado, o que ocasiona uma redução da produtividade média na economia. Portanto, os financiamentos do BNDES deveriam priorizar reduzir os custos fixos de P&D para que mais firmas sejam capazes de entrar no mercado lançando novos produtos, visto que as evidências empíricas sugerem que a inovação de produto é mais efetiva no aumento da produtividade das firmas.

Em resumo, esses financiamentos poderiam dar maior ênfase em projetos mais modernos, inclusive sendo menos restritos a tecnologias importadas, caso essas sejam efetivamente mais eficientes. Visto por outro ângulo, esses financiamentos deveriam também privilegiar reduzir os custos fixos de P&D, especialmente os voltados para desenvolvimento de novos produtos, de forma a permitir que mais firmas sejam capazes de entrar no mercado. Portanto, essas duas linhas de financiamento poderiam ser mais efetivas em aumentar a produtividade das firmas ao dar ênfase em projetos com menores custos operacionais mesmo tendo maiores custos fixos de implementação (tecnologias novas) bem como incentivar a criação de valor agregado nos projetos apoiados ao privilegiar inovação de produto ao invés da inovação de processo. Para finalizar, cabe destacar que nossos resultados sustentam a ideia de que o BNDES possui um papel relevante para o setor privado brasileiro ao prover recursos financeiros para as firmas mais restritas ao crédito.

## ***Bibliografia***

Aghion, P., Angeletos, G. M., Banerjee, A., e Manova, K. (2010) “Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57(3), 246-265.

Aldrighi, D. M. e Bisinha, R. (2010) “Restrição financeira em firmas com ações negociadas na Bovespa” *Revista Brasileira de Economia*, Vol. 64 (no. 1): pages 25-47.

Ambrozio, A. H. P., Faleiros, J. P., Lage de Sousa, F. L. e Sant’Anna, A. (2017) “Credit Scarcity in Developing Countries: An Empirical Investigation Using Brazilian Firm-Level Data” *Economia*, 18(1), 73-87.

Arráiz, I., Meléndez, M. e Stucchi, R. (2014) “Partial credit guarantees and firm performance: evidence from Colombia” *Small Business Economics*, 43(3), 711-724.

Bandeira-de-Mello, R., Lazzarini, S. G., Musacchio, A. e Marcon, R. (2015). “What Do State-Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002–09.” *World Development*, 66, 237-253.

Banerjee, A. V. e Duflo, E. (2005) “Growth Theory Through the Lens of Development Economics” *Economics Handbook of Economic Growth*, Vol. 1, Part A: pages 473-552.

Banerjee, A. V. e Duflo, E. (2014) “Do firms want to borrow more? Testing credit constraints using a directed lending program” *The Review of Economic Studies*, 81(2), 572-607.

Bonomo, M., Brito, R., & Martins, B. (2015) “Macroeconomic and Financial Consequences of the Post-Crisis Government-Driven Credit Expansion in Brazil” *The Journal of International Money and Finance*, 55, pp; 11-34

Bronzini, R. e De Blasio, G. (2006) “Evaluating the impact of investments incentives: The case of the Italian Law 488/1992” *Journal of Urban Economics*, Vol. 60 (no. 2): pages 327-349.

Carpenter, R. e Guariglia, A. (2008) “Cash flow, investment, and investment opportunities: new tests using UK panel data” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32 (no. 9): pages 1894-1906.

Carvalho, D. (2014) “The Real Effects of Government-Owned Banks: Evidence from an Emerging Market” *The Journal of Finance*, 69(2), 577-609.

Coelho, D. e Lage de Sousa, F.L. (2010) “Os Efeitos dos Financiamentos do BNDES sobre o Desempenho das firmas Industriais Brasileiras” in Estrutura Produtiva Avançada e Regionalmente Integrada: Desafios do Desenvolvimento Produtivo Brasileiro, Livro 5, Vol. 1, edited by De Negri, F. e Almeida, M., IPEA, Brasília.

De Bolle, M. (2015). “Do Public Development Banks Hurt Growth? Evidence from Brazil.” Peterson Institute for International Economics Policy Brief, Number PB15-16.

Crespi, G., Maffioli A. e Rastelletti, R. (2014) “Investing in Ideas: Policies to Foster Innovation” in Rethinking Productive Development: Sound Policies and Institutions for Economic Transformation. Ed. Eduardo Fernandez Arias, Gustavo Crespi, Ernesto Stein. Washington, DC: Palgrave Macmillan.

Criscuolo, C., Martin, R., Overman, H. G. e Van Reenen, J. (2016) “The causal effects of an industrial policy” CEP Discussion Paper No. 1113, London School of Economics and Political Science, London, UK.

Fazzari, S., Hubbard, R. e Petersen, B. (1988) “Financing constraints and corporate investments” *Brookings Papers on Economic Activity* (no. 1): pages 141–206.

Gao, D., Guo, Y. e Jiang (2016) “Government-subsidized R&D and firm innovation: Evidence from China” *Research Policy*, 45, 1129–1144.

Guariglia, A. (2008) “Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: evidence from a panel of UK firms” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32: pages 1795-1809.

Guariglia, A., Liu, X. e Song, L. (2011) “Internal finance and growth: microeconomic evidence on Chinese firms” *Journal of Development Economics*, Vol. 96 (no. 1): pages 79-94.

Griliches, Z., Klette, T. J. e Moen, J. (2000). “Do subsidies to commercial R&D reduce market failures? Microeconomic evaluation studies” *Research Policy*, Vol. 29 (no. 4&5): pages 471-495.

Hall, B.H. (2011) “Innovation and productivity” *Nordic Economic Policy Review*, Vol. 2: 167-204.

Hall, B. H. e Mohnen, P. (2013) "Innovation and productivity: an update" Eurasian Business Review, Vol. 3(1): 47-65.

Lage de Sousa, F. (2012) "BNDES 60 Anos: Perspectivas Setoriais" Volumes I e II, 738 páginas, 1a Edição, Rio de Janeiro, BNDES.

Lage de Sousa, F. (2013) "How Can Development Banks Boost Firms' Productivity?" in Development Evaluation in Times of Turbulence: Dealing with Crises that Endanger our Future edited by Ray Rist, Marie-Hélène Boily e Frederic Martin, World Bank, Washington DC.

Levinsohn, J., e Petrin, A. (2003) "Estimating production functions using inputs to control for unobservables" The Review of Economic Studies, Vol. 70(no. 2): pages 317-341.

Luna-Martinez, D. e Vicente, C. L. (2012) "Global survey of development banks" World Bank Policy Research Working Paper n.5969.

Manova, K. (2013) "Credit constraints, heterogeneous firms, and international trade" The Review of Economic Studies, 80(2), 711-744.

McKenzie, D. (2010) "Impact Assessments in Finance and Private Sector Development: What have we learned and what should we learn?" The World Bank Research Observer, 25 (2): 209-233.

Melitz, M. J. (2003) "The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity" Econometrica, 71(6), 1695-1725.

Melitz, M. J. e Ottaviano, G. I. (2008) "Market size, trade, and productivity" The Review of Economic Studies, 75(1), 295-316.

Ottaviano, G. e Lage de Sousa, F. (2008) "O efeito do BNDES na Produtividade das firmas" in Políticas de Incentivo à Inovação Tecnológica edited by De Negri, J. e Kubota, L., IPEA, Brasília.

Pires, J.C. e Russel, N. (2017). Assessing Firm Support Programs in Brazil. OVE, IADB, Washington, DC, November, 2017.

Terra, M. C. (2003) "Credit constraints in Brazilian firms: evidence from panel data" Revista Brasileira de Economia, Vol. 57 (02), 443-464.

## 5. Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais

Carlos A. Rocca<sup>36</sup>

### *Introdução*

A questão do financiamento de longo prazo das empresas e especialmente de seus investimentos adquire agora importância estratégica para a economia brasileira. O modelo de financiamento de investimentos privados que tem prevalecido nos últimos anos, com participação predominante do BNDES, não tem condições de permanência. Nesse modelo, o Tesouro Nacional aumenta a dívida pública para fornecer os recursos e cobrir os subsídios de taxas de juros dos financiamentos. Além da impossibilidade de manter essas transferências do Tesouro, o Governo determinou que o BNDES antecipe a amortização dos seus créditos, reduzindo, portanto, sua capacidade de oferecer novos financiamentos nos próximos anos. Ao mesmo tempo a partir de 2016 o BNDES tem mudado sua política operacional e a taxa de juros mais utilizada pelo BNDES, a TJLP, está sendo substituída pela TLP<sup>37</sup>, que agora reflete taxas de mercado. Nesse cenário, a criação de um novo modelo de financiamento de médio e longo prazo do investimento privado, inclusive para investimentos em infraestrutura, é prioritária e urgente.

O mercado de crédito corporativo de longo prazo no Brasil tem sido liderado pelo BNDES, atuando diretamente ou mediante repasses aos bancos comerciais<sup>38</sup>. Com a redução dos repasses do BNDES, e dada a natural concentração dos bancos comerciais em financiamentos de curto e médio prazo, em linha com o prazo médio de seu passivo, caberá ao mercado de capitais doméstico a principal responsabilidade de mobilizar e fornecer os recursos de longo prazo para o financiamento dos investimentos.

Qualquer análise das dimensões e características do mercado de capitais brasileiro certamente vai mostrar que se trata de um mercado relativamente pequeno para a dimensão e nível de desenvolvimento da economia brasileira e do qual participam

---

<sup>36</sup> O autor agradece o apoio de Lauro Modesto dos Santos Jr., pesquisador sênior do CEMEC/FIPE.

<sup>37</sup> Lei 1383 de 21 de setembro de 2017.

<sup>38</sup> Para uma análise detalhada do funcionamento e evolução recente desse mercado ver Carta IEDI n. 791 ou Estudo IEDI de 09/06/17 preparado por Ernani Teixeira Filho – O Crédito corporativo de longo prazo em uma encruzilhada: onde estamos e para onde podemos ir?

apenas um pequeno número de empresas grandes. Vários trabalhos têm demonstrado<sup>39</sup> que altas taxas de juros mantidas durante décadas tem sido o principal fator de inibição do mercado de capitais. Altas taxas de juros de títulos públicos concentram a poupança financeira nesses papéis em detrimento de ações e títulos de dívida privada e elevam o custo de capital das empresas. A partir de 2010, adicionou-se a esse fator a competição do forte aumento da oferta de financiamentos do BNDES com taxas subsidiadas, concedidos principalmente para empresas grandes que em geral tem as qualificações necessárias para acessar o mercado de capitais.

O mercado de ações é muito concentrado num pequeno número de grandes empresas e apesar dos esforços realizados há vários anos poucas empresas de menor porte participam do mercado de acesso. Não obstante alguns resultados positivos da experiência com as debêntures de infraestrutura e o forte crescimento das emissões de títulos de dívida por parte das sociedades anônimas de capital fechado quando autorizadas<sup>40</sup>, o mercado de dívida corporativa apresenta algumas deficiências evidentes. Os prazos máximos das debentures, os títulos de dívida corporativa mais longos, são ainda limitados e a liquidez do mercado secundário é baixa.

Nesse contexto, e como seria de se esperar, surgem de várias fontes e de analistas experimentados manifestações de preocupação com a redução do tamanho do BNDES e com a capacidade do mercado de capitais brasileiro responder tempestivamente e com eficácia às necessidades de financiamento de longo prazo. Realmente, a história recente do mercado de capitais brasileiro no cenário macroeconômico em que tem atuado não ajuda a sustentar otimismo em relação ao seu papel nos próximos anos.

O objetivo deste trabalho é fazer uma avaliação preliminar do potencial de crescimento desse mercado, especialmente no que se refere à sua participação no financiamento de investimentos e identificar algumas ações que podem incrementar sua funcionalidade. Trata-se de dimensionar o tamanho do desafio de aumentar o volume de recursos a serem fornecidos pelo mercado de capitais na posição de principal fonte de financiamento de longo prazo, com a redução da participação do BNDES.

É importante registrar desde já que o maior desafio para explorar esse potencial é de natureza macroeconômica. Trata-se de criar as condições de sustentação de taxas reais de juros de longo prazo baixas, relativamente estáveis e próximas dos padrões

---

<sup>39</sup> Ver Rocca. e Santos Jr (2013).

<sup>40</sup> Instrução CVM 476/2009



internacionais. O ajuste fiscal de longo prazo, com a geração de superávits primários suficientes para estabilizar e depois reduzir a carga da dívida pública é a condição básica para isso. Na hipótese alternativa, em que esse ajuste não vier a ser feito, será impossível manter taxas de juros no patamar desejado, caracterizando um cenário altamente negativo para o mercado de capitais, para o investimento privado e para a própria retomada do crescimento da economia.

Nesse cenário em que se promove o ajuste fiscal, são mantidas taxas reais de juros baixas e se consolida um novo posicionamento do BNDES, a principal proposição deste trabalho é a de que existem razões para acreditar na possibilidade de explorar o potencial do mercado de capitais e transformá-lo na principal fonte de financiamento de longo prazo da economia brasileira. A importância do mercado de capitais para financiar o desenvolvimento é objeto de vários trabalhos de instituições internacionais, como é o caso do BIS e do Banco Mundial<sup>41</sup>.

Na segunda parte, logo após esta introdução, são utilizadas algumas estimativas para verificar de que modo tem sido financiados os investimentos no Brasil, com especial destaque para a participação dos recursos do BNDES e do mercado de capitais. Na terceira parte o objetivo é identificar algumas das razões pelas quais o mercado de capitais brasileiro tem participação pequena no financiamento das empresas, embora seus instrumentos e veículos mobilizem cerca de 70% da poupança financeira. Em seguida busca-se avaliar em que medida um cenário de taxas de juros baixas e uma atuação em sinergia com o BNDES podem destravar o potencial de crescimento do mercado de capitais brasileiro até que se torne a principal fonte de recursos de financiamento de longo prazo da economia brasileira. Na quarta parte, são identificados algumas condições e limitações a serem superadas para que o mercado de capitais possa desempenhar esse papel, especialmente relacionadas com a sustentação de baixas taxas de juros, a liquidez do mercado secundário de dívida corporativa e em especial de debentures, e a abertura de capital das empresas. Na parte final são alinhadas as principais conclusões.

---

<sup>41</sup> Ver Long Term Finance: Can emerging Capital Markets Help? BIS Papers 75 – December 2013; uma listagem atualizada da bibliografia sobre o assunto pode ser encontrada em EM Compass Note 28 – January 2017 - The importance of local capital markets for financing development – IFC.

## ***Como são financiados os investimentos no Brasil***

### *Prioridade é financiar investimento privado*

O aumento dos investimentos privados é o principal fator para promover uma reversão do forte ciclo recessivo e iniciar a retomada do crescimento, condição necessária para recuperar o emprego e viabilizar o próprio ajuste fiscal. A dramática situação das contas públicas nos três níveis do Governo compromete o investimento público. As exportações podem gerar algum efeito positivo, mas insuficiente para mudar o cenário. Cabe ao investimento privado o papel principal na retomada do crescimento.

Entretanto, a intensidade do processo recessivo gerou excesso de capacidade na maioria dos setores, sendo improvável uma retomada mais consistente de investimentos em curto prazo. Desse modo, o aumento dos investimentos em infraestrutura é o principal instrumento para dar início a uma retomada do crescimento econômico. Apesar da recessão dos últimos anos, continua existindo excesso de demanda de serviços de infraestrutura, como resultado de décadas de subinvestimento nesse setor. Enquanto especialistas indicam a necessidade de investir pelo menos 3% do PIB para cobrir simplesmente a depreciação do capital fixo e, portanto, preservar as condições operacionais da infraestrutura existente<sup>42</sup>, o país tem investido em média apenas 2,25% do PIB nas últimas duas décadas. Para vencer a defasagem existente, estima-se que esse esforço de investimento deveria atingir pelo menos 4,5% do PIB durante muitos anos. Nessas condições, é imperioso aumentar fortemente o investimento em infraestrutura e criar condições para que a execução e o financiamento desses projetos possam ser feitos pelo setor privado.

### *Participação do mercado de capitais no financiamento investimento privado*

A participação do mercado de capitais é dominante na mobilização da poupança financeira, mas é relativamente pequena e parou de crescer nos últimos anos no financiamento das empresas e dos investimentos, não obstante a qualidade de sua regulação e da infraestrutura de seus mercados de ativos financeiros e derivativos.

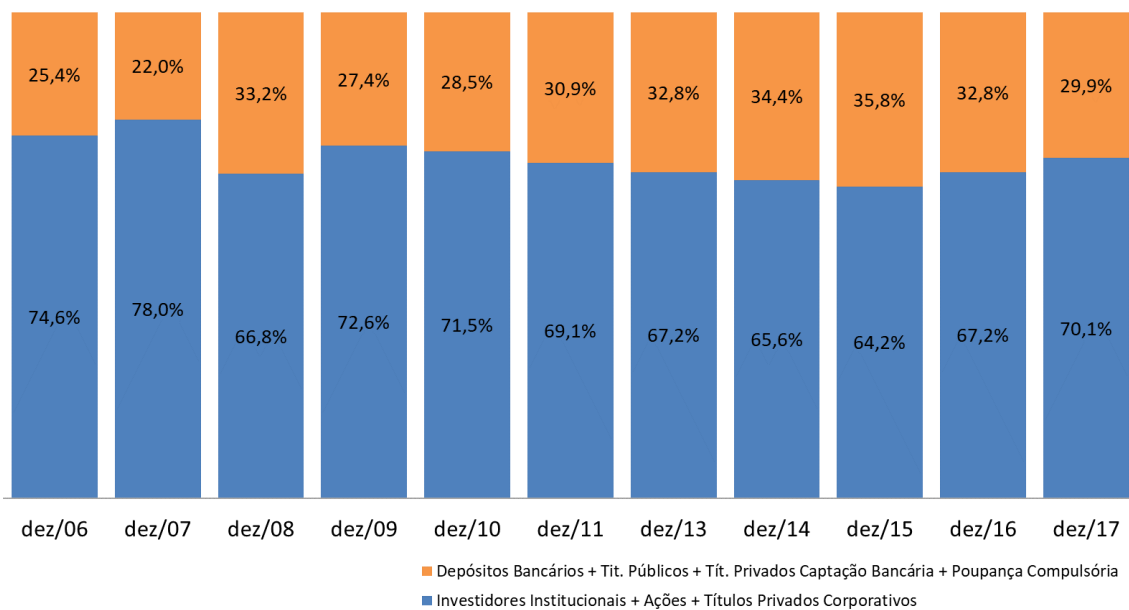
---

<sup>42</sup> Ver Pinheiro e Frischtak (2014).

Os instrumentos e veículos<sup>43</sup> do mercado de capitais respondem 70% da mobilização da poupança financeira em 2017, como evidenciado no **Gráfico 01**.

**GRÁFICO 01**

**Instrumentos e veículos de mobilização de poupança financeira - % do Total**



Fonte: Contas Financeiras CEMEC Dados básicos: Bacen, B3, ANBIMA, Tesouro Nacional, ABRAAP, CEF, PREVIC

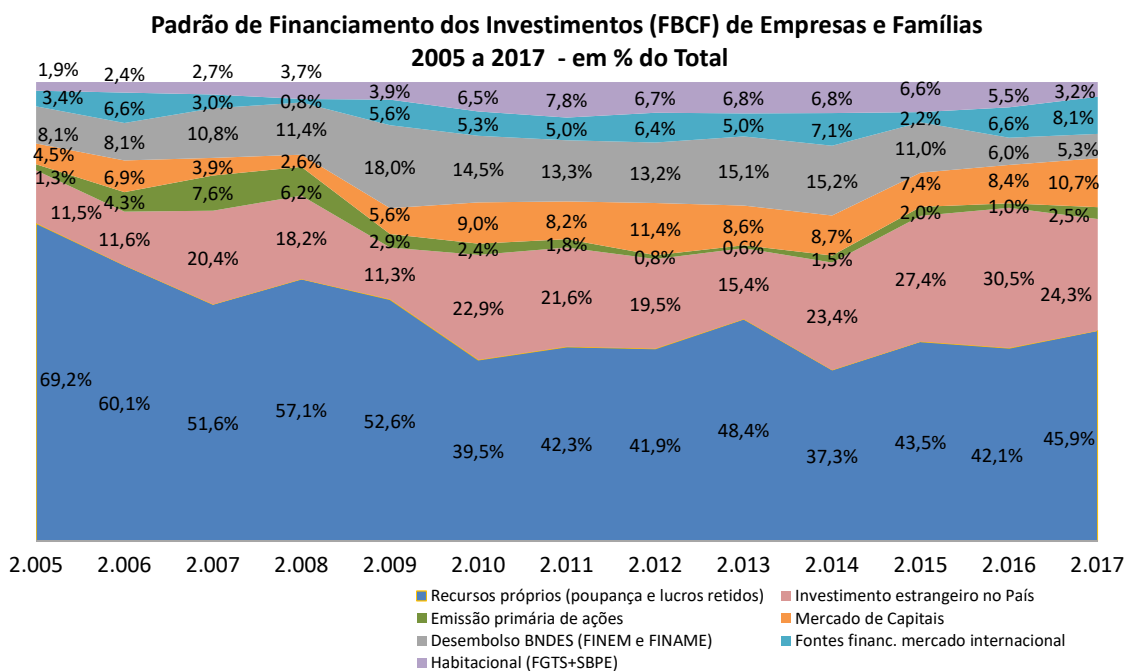
Com a redução do investimento público, como resultado da crise fiscal, a participação da formação bruta de capital fixo de empresas e famílias atinge 90% do total em 2017. Dadas as projeções de que as verbas para investimento vão permanecer pressionadas nos próximos anos<sup>44</sup>, o financiamento do investimento privado constitui a questão central para a retomada do crescimento. Admitindo a hipótese de que os financiamentos de longo prazo se dirigem prioritariamente para o financiamento dos investimentos, estima-se que a participação dos recursos captados no mercado de

<sup>43</sup> Os principais veículos do mercado de capitais são os investidores institucionais: fundos de investimento, fundos de pensão, fundos de previdência aberta e companhias de seguros.

<sup>44</sup> Ver Projeções da IFI – Instituição Fiscal Independente - Relatório de Acompanhamento Fiscal de outubro de 2017

capitais mediante emissões primárias de ações e títulos de dívida de prazo mais longo é da ordem de 10,7% nos últimos anos. A participação do BNDES, depois de atingir nível excepcional de 18% em 2009 como parte de uma política anticíclica para mitigar os efeitos da crise, mantém a média de 14,3% no período 2010/2014, para cair até o nível de 5,6% em 2017, como é evidenciado no Gráfico 02.

**GRÁFICO 02**



### ***Mercado de capitais brasileiro: potencial de crescimento no cenário atual***

Nesta parte o objetivo é verificar de que modo um cenário favorável, caracterizado por baixas taxas de juros e uma atuação do BNDES em sinergia com o mercado de capitais pode destravar o potencial de crescimento do mercado de capitais e transformá-lo na principal fonte de recursos de longo prazo na economia brasileira.

### *O impacto da taxa de juros*

Existem evidências que demonstram o impacto negativo das altas taxas de juros, sobre o tamanho e a funcionalidade do mercado de capitais. Do lado das empresas, o número e o volume de emissões de ações e títulos de dívida corporativa tem correlação negativa com a taxa de juros. Do lado dos investidores, a permanência de taxas de juros reais elevadas pagas por títulos públicos com risco soberano e elevada liquidez durante muitos anos levou à concentração de suas carteiras nesses papéis, em detrimento da participação dos instrumentos de mercado de capitais – ações e títulos de dívida corporativa. Entretanto, a experiência dos últimos anos sugere que empresas e investidores respondem com considerável rapidez à redução da taxa de juros e mudanças favoráveis da regulação. Nesse contexto, existem razões para acreditar que num cenário de permanência de taxas de juros mais baixas e alinhadas com as taxas internacionais e com o apoio da atuação do BNDES será possível explorar o potencial de crescimento do mercado de capitais. O tamanho desse potencial é inversamente proporcional à pequena participação dos títulos de emissão privada corporativa na carteira dos investidores e no financiamento das empresas.

O número de empresas listadas apresenta tendência negativa desde 2007, de vez que o número de empresas que fecham o capital tem sido maior que as novas listagens. Também aí verifica-se correlação positiva e significativa do número de deslistagem voluntárias e a relação entre taxa de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o custo do capital próprio<sup>45</sup>.

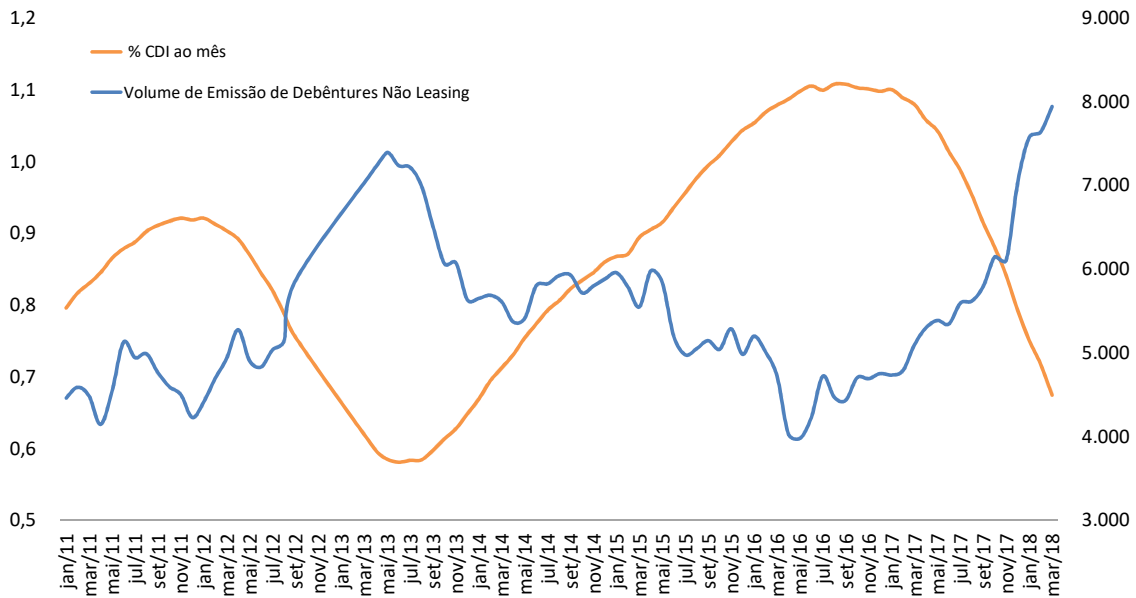
Do lado das empresas, verifica-se que apenas uma pequena proporção de empresas grandes utiliza o mercado de capitais para captar os recursos de capital de risco e de dívida para se financiar. Existe evidência convincente do papel central das taxas de juros elevadas para restringir emissões de dívida e de ações das empresas. As emissões de debêntures apresentam correlação negativa com a taxa de juros, como evidenciado no Gráfico 03.

---

<sup>45</sup> Ver CEMEC (2017).

### GRÁFICO 03

**Taxa de Juros (CDI) e Volume de Emissão de Debêntures Não Leasing - Médias móveis anuais dos dados mensais - CORRELAÇÃO -0,7406**

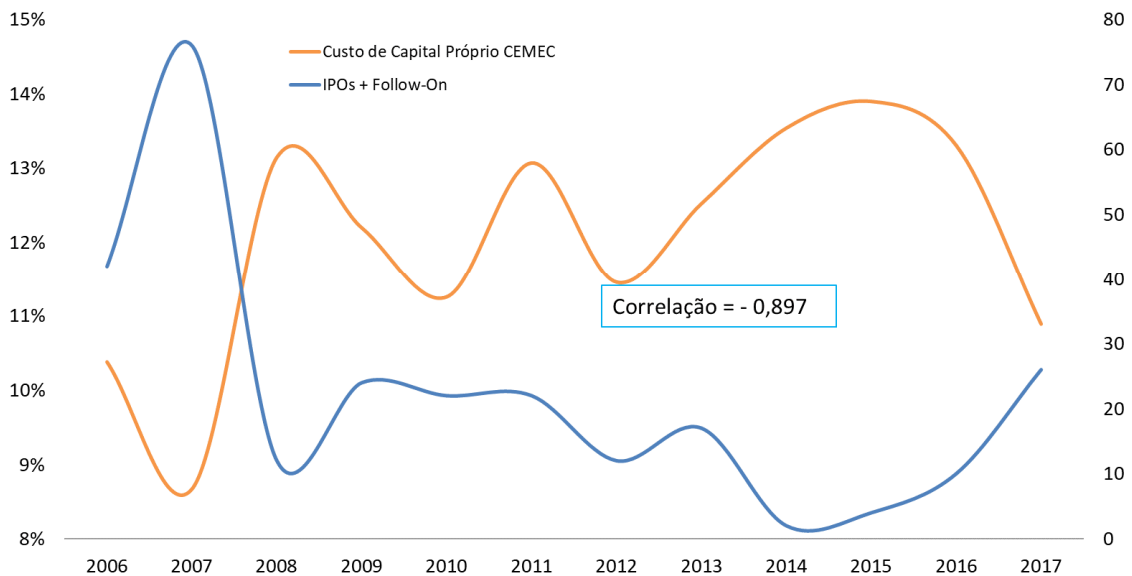


Fonte: Bacen e ANBIMA Elaboração: CEMEC

Por sua vez, o maior ciclo recente de emissões primárias de ações na bolsa brasileira, ocorrido em 2006/2007, acontece exatamente no período em que em que o custo de capital próprio tem queda acentuada e atinge os menores níveis desde o Plano Real. O Gráfico 04 mostra a elevada correlação negativa existente entre o número de emissões primárias, incluindo operações de *IPOs* e *follow-on*, e o custo de capital próprio no Brasil, custo que reflete também o impacto da taxa real de juros.

## GRÁFICO 04

**Correlação entre o número de emissões primárias de ações e o custo de capital próprio no Brasil**



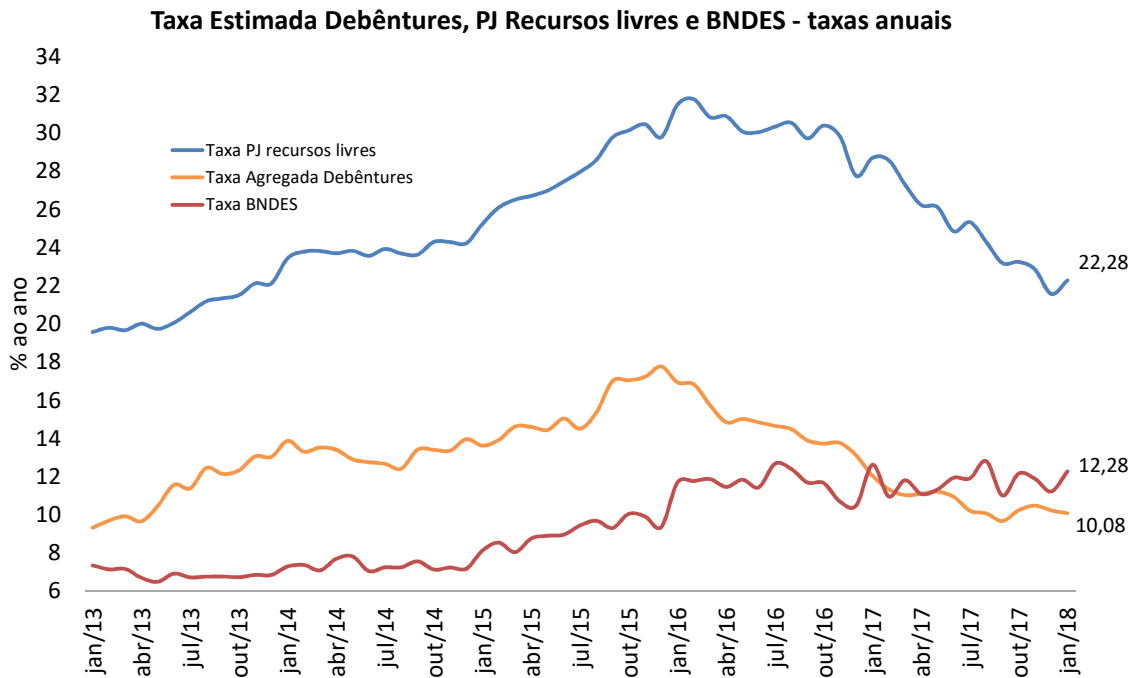
Fonte: CEMEC e B3 Elaboração: CEMEC

### *Resposta do mercado à queda recente da taxa de juros*

Uma análise preliminar dos movimentos de empresas e investidores em resposta à acentuada queda da taxa de juros ocorrida ao longo de 2017 revela a velocidade e o potencial de ajustamento de fontes de financiamento utilizadas pelas empresas e da composição das carteiras de ativos dos investidores.

No caso das debêntures o efeito da queda da taxa básica de juros é imediato, de vez que a maioria das emissões utiliza a taxa do CDI como indexador, fazendo com que seu custo financeiro se reduza em linha com a taxa SELIC. Ao mesmo tempo as taxas medias dos financiamentos do BNDES se elevaram, com a forte redução das linhas subsidiadas e as taxas de financiamento de recursos livres não tem acompanhado a intensidade de queda da taxa básica. Com isso, as debêntures têm oferecido um custo de captação que a partir de meados de 2017 é inferior ao do BNDES, tendo ainda ampliado o diferencial favorável em relação aos recursos livres. O Gráfico 05 mostra a evolução dessas taxas.

## GRÁFICO 05



Fonte: BACEN, ANBIMA e B3. Elaboração: CEMEC

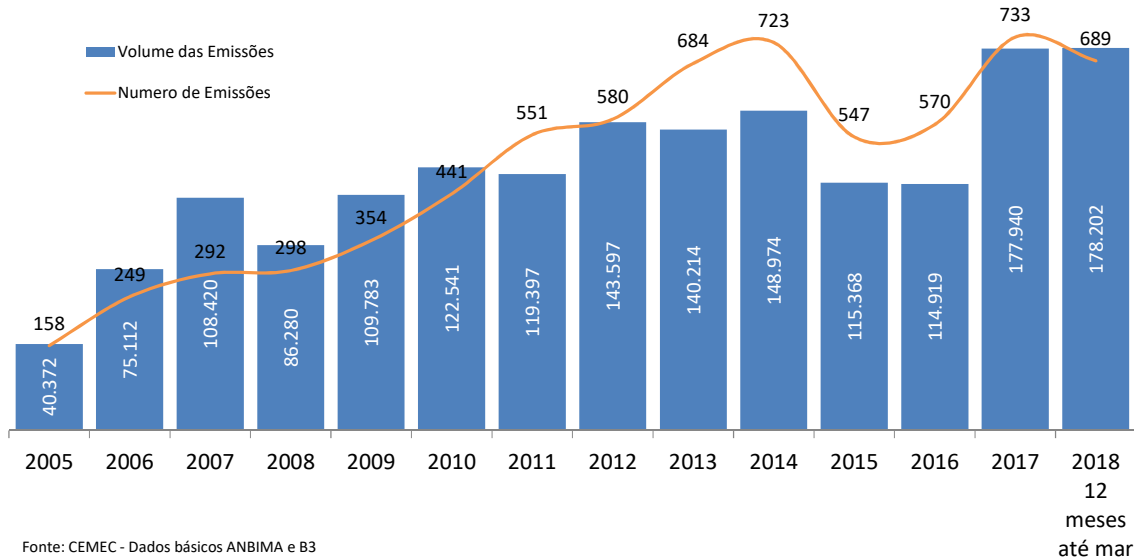
Recente trabalho do CEMEC<sup>46</sup> analisou o desempenho da captação de recursos feitas no mercado de capitais, para medir o efeito da queda da taxa de juros ao longo de 2017 e da redução de oferta de recursos subsidiados do BNDES desde 2016. A conclusão é a de que a evolução dos principais indicadores de atividade do mercado de capitais em 2017 evidencia uma forte resposta positiva a esses dois fatores. O forte crescimento das emissões primárias de ações (IPO e follow-on) e de dívida corporativa fez com que o volume de recursos captados no mercado de capitais atingisse R\$ 177,9 bilhões, o maior valor observado desde 2005, início do período sob exame, e 55% maior que o valor observado em 2016. O Gráfico 06 resume esses números.

<sup>46</sup> Ver CEMEC (2018).



## GRÁFICO 06

**Emissões primárias de instrumentos do Mercado de Capitais**  
**Instrumentos de dívida mais ações**  
**Emissões Primárias Renda Fixa + Renda Variável - em R\$ milhões**



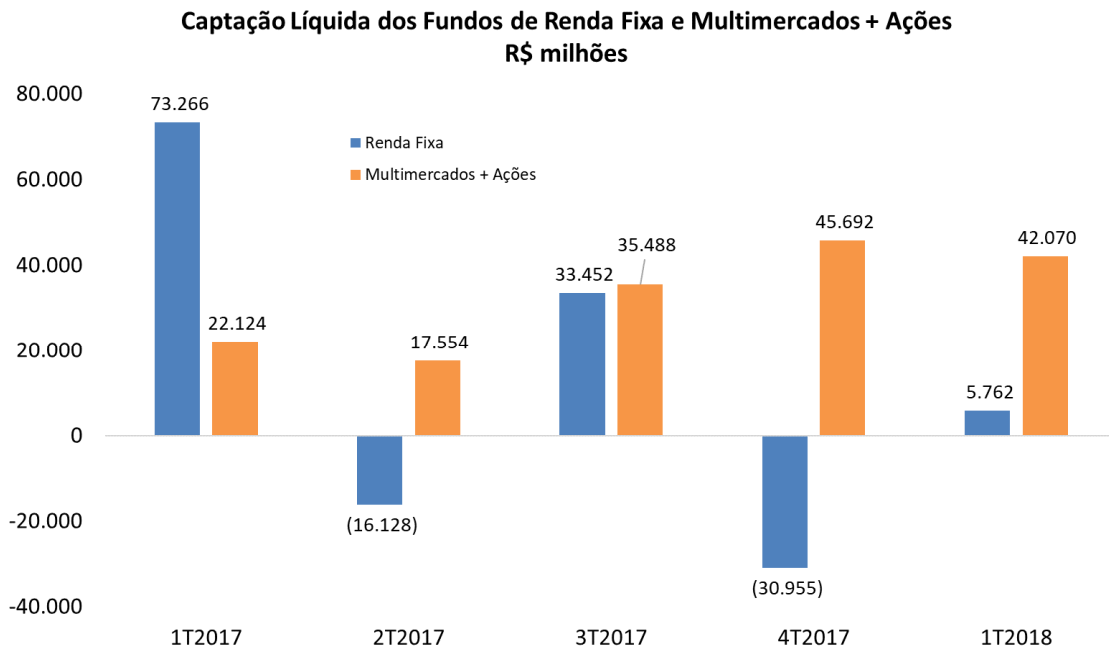
Fonte: CEMEC - Dados básicos ANBIMA e B3

Por sua vez, a participação dos recursos de dívida captados no mercado de capitais no exigível financeiro consolidado das empresas atingiu cerca de 18%<sup>47</sup>, o maior porcentual desde 2008. A estimativa do padrão de financiamento dos investimentos de empresas e famílias mostra que ações e títulos de dívida contribuíram com 11,7% dos recursos totais em 2017, o segundo maior porcentual desde 2005, com aumento de 2,5 p.p. em relação a 2013.

É notável também a rapidez e intensidade da mudança das preferencias dos investidores face à acentuada redução da remuneração dos fundos de renda fixa, indexada às taxas do CDI, em favor de fundos de multimercados e até de fundos de renda variável. O Gráfico 07 resume o que tem ocorrido desde o início de 2017, à medida que a taxa básica de juros foi reduzida de 13,75% a.a em janeiro para 6,50% a.a em fins de março de 2018. A partir do segundo trimestre de 2017, observa-se uma forte reversão da preferência dos investidores em favor de fundos multicarteira e a e fundos de renda variável em detrimento dos fundos de renda fixa, modalidade que tem liderado tradicionalmente a indústria de fundos.

<sup>47</sup> O porcentual é de 13,6% quando se inclui apenas as debêntures colocadas no mercado, excluindo, portanto, o saldo desses papéis existe no ativo das instituições financeiras

## GRÁFICO 07



Fonte: ANBIMA- Boletim de Fundos de Investimento Elaboração: CEMEC

No primeiro trimestre de 2017, ainda no início do processo de queda taxa de juros, fundos de renda fixa concentravam 77% da captação líquida dos fundos de investimento. Daí por diante o cenário se inverte em todos os trimestres, de modo que o resultado acumulado nos últimos três trimestres de 2017 mostra uma captação líquida de fundos de renda fixa negativa, de –R\$ 7,8 bilhões, contra um valor positivo de R\$ 140,8 bilhões dos fundos multimercados e de ações.

### *A experiência com as debêntures de infraestrutura*

O desempenho das debêntures de infraestrutura constitui uma indicação importante do potencial do mercado de capitais para o suprimento de recursos de financiamento de longo prazo. Quando são computados todos os projetos de investimento em infraestrutura autorizados até 2018, a participação de debêntures incentivadas no seu financiamento atinge cerca de 17,2% como consta da Tabela 01.

**TABELA 01**

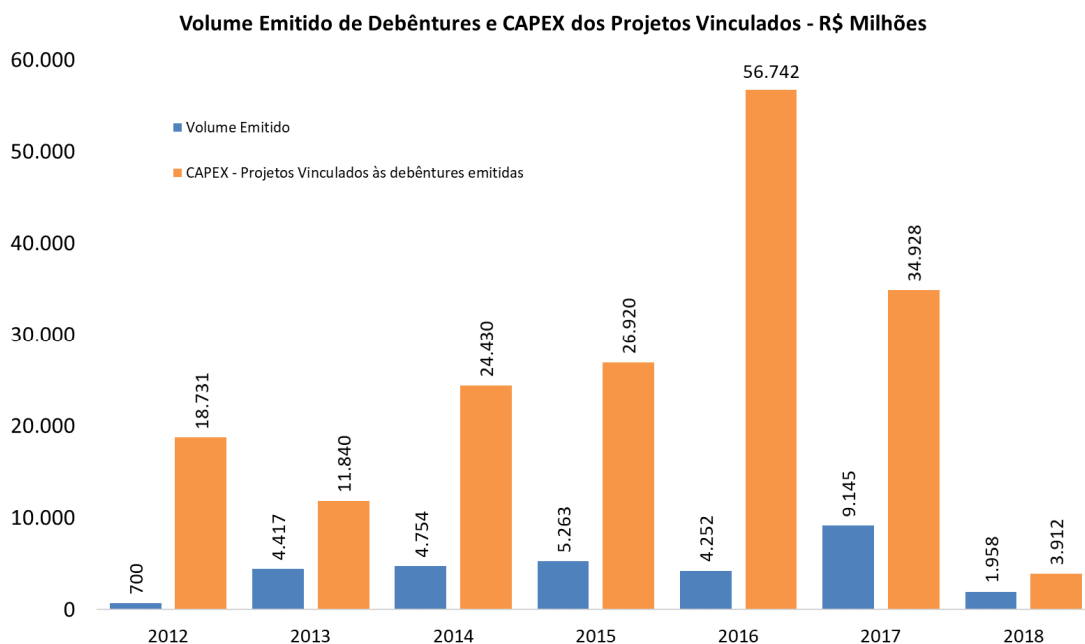
**Debêntures Incentivadas de Infraestrutura Art. 2º Lei nº 12.431/2011**

<b>Volume total emitido e CAPEX</b>	<b>Valor R\$ milhões</b>	<b>%</b>
Volume emitido de debêntures para projetos autorizados -	30.488,80	17,20%
Investimentos totais (CAPEX) dos projetos vinculados às debêntures emitidas	177.504,10	100,00%

Fonte: Ministério da Fazenda Elaboração: CEMEC

É importante registrar que esse percentual apresenta grande variação entre projetos, numa escala que vai de 10% a 75% nos projetos da área de energia elétrica e de 8% a praticamente 100% no caso dos projetos da área de transportes. Verifica-se também um aumento considerável desse percentual nos projetos aprovados em 2017, para 26% e 2018 quando saltou para 50%, como indicado no Gráfico 08.

**GRÁFICO 08**



Fonte: Ministério da Fazenda Elaboração: CEMEC

Por outro lado, o noticiário recente registra número crescente de projetos de infraestrutura com participações muito significativas do mercado de capitais e de recursos externos

Embora o total de emissões de debêntures de infraestrutura desde sua criação em 2012 seja relativamente pequeno, da ordem de pouco mais de R\$ 30 bilhões em 128 emissões ao longo de quase sete anos, a experiência com esses papéis a revela alguns aspectos positivos.

A Tabela 02 resume a evolução das emissões de debêntures incentivadas desde sua criação em 2011, com isenção de imposto de renda para investidores não residentes no caso de debêntures destinadas a financiar projetos de investimento e para investidores brasileiros no caso de debêntures de infraestrutura.

**TABELA 02**

**Emissões de debêntures incentivadas (lei 12.431/2011)**

DEBÊNTURES INCENTIVADAS	Volume em R\$ bilhões							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 março	Total
Artigo 1º - 12.431/2011 investimentos não residentes	2,91	2,12	0	1	0	0	1,63	7,66
Artigo 2º - 12.431/2011 Investimentos em Infraestrutura	0,7	4,42	4,75	5,26	4,25	9,15	1,96	30,49
<b>Total</b>	<b>3,61</b>	<b>6,54</b>	<b>4,75</b>	<b>6,26</b>	<b>4,25</b>	<b>9,15</b>	<b>3,59</b>	<b>38,15</b>

DEBÊNTURES INCENTIVADAS	Número de Emissões							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 março	Total
Artigo 1º - 12.431/2011 investimentos não residentes	4	5	0	1	0	0	1	11
Artigo 2º - 12.431/2011 Investimentos em Infraestrutura	4	10	17	21	21	49	6	128
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>49</b>	<b>7</b>	<b>139</b>

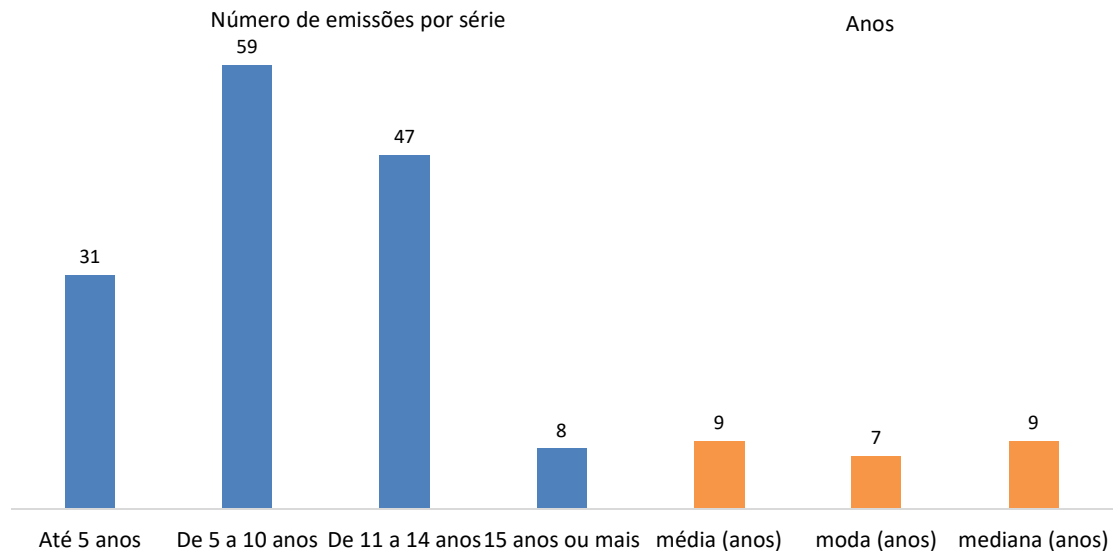
Fonte: Ministério da Fazenda Elaboração: CEMEC

Como seria de se esperar os prazos dessas debêntures são mais longos, com mais de 70% das emissões com prazos de mais de 5 anos, contra 55% das debêntures comuns<sup>48</sup>. O Gráfico 09 apresenta a distribuição das debêntures por prazos de vencimento, onde se verifica que 79% das emissões tem prazo de vencimento maior que 5 anos e 38% acima de 10 anos, com prazo médio de 9 anos.

<sup>48</sup> Foram localizados apenas dados do Banco Central em relação à distribuição da carteira (saldos) das operações diretas do BNDES, mas que não são diretamente comparáveis com emissões de debentures; de qualquer modo, o saldo de operações com mais de 5 anos equivale a 45,1% do saldo da carteira do BNDES em 2017.

## GRÁFICO 09

### Prazo das Debentures de Infraestrutura por Série Emitida em anos - art.2o. Lei 12431



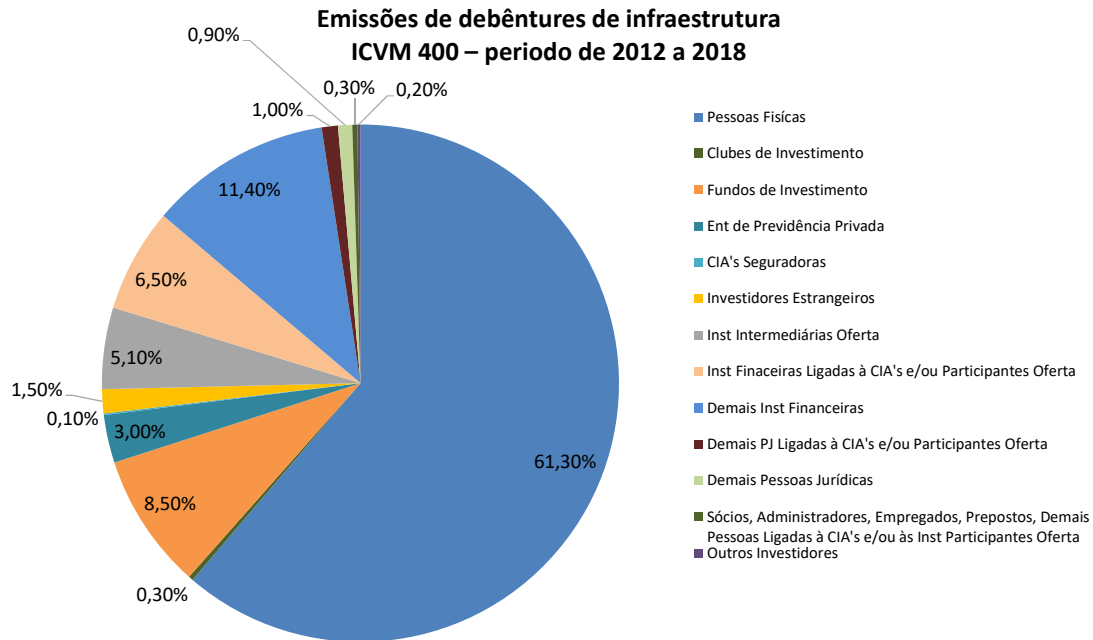
Fonte: CEMEC. Dados básicos: ANBIMA e Ministério da Fazenda

Embora o benefício da isenção do imposto de renda tenha sido repassado apenas parcialmente aos investidores, esses papéis tiveram grande aceitação por investidores pessoas físicas, apesar de carregarem os riscos próprios de projetos de infraestrutura. Por outro lado, no momento de sua colocação no mercado, a expectativa de liquidez provavelmente não era diferente da baixa liquidez observada no mercado secundário das debêntures comuns. Além disso, esses papéis são indexados ao IPCA mais uma taxa real de juros, diferente da indexação às taxas do CDI, procedimento que predomina no mercado de renda fixa.

De fato, os dados disponíveis mostram a participação dominante de pessoas físicas na compra das debêntures de infraestrutura. Como se vê no Gráfico 10, pessoas físicas diretamente e via clubes de investimento respondem por 61,6% da colocação dessas debentures, participação essa que se elevaria para 70%, na medida em que sejam considerados também os 8,5% dos fundos de investimento em infraestrutura, cujas quotas incentivadas também devem ter sido colocadas junto a pessoas físicas.

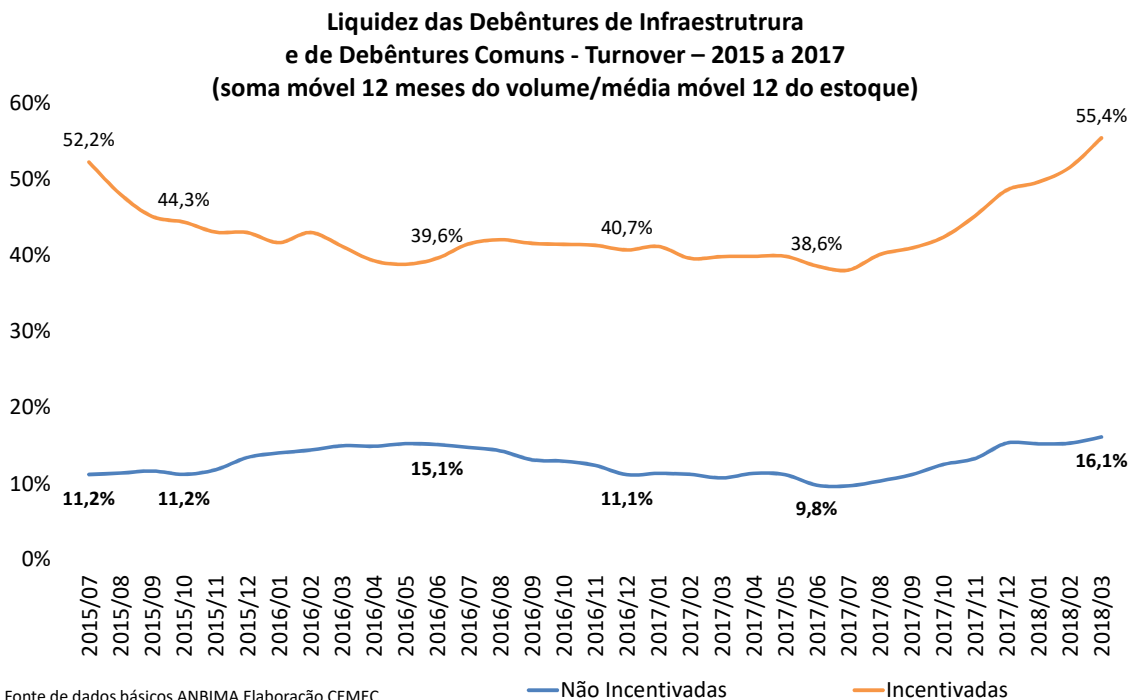
A colocação dessas debêntures junto a um grande número de pessoas físicas tem sido um fator importante para a geração de índices de liquidez desses papéis muito superiores aos das debêntures comuns, como demonstrado no Gráfico 11.

**GRÁFICO 10**



Fonte: Ministério da Fazenda Elaboração: CEMEC

**GRÁFICO 11**



Fonte de dados básicos ANBIMA Elaboração CEMEC

A demanda de investidores pessoas físicas por debêntures de infraestrutura se reflete sobre os prêmios de risco desses papéis. Nas emissões em que predominam os investidores pessoas físicas os prêmios de risco médios são menores. Uma análise dos “spreads” médios sobre as NTN-B de prazo equivalente oferecidos nas emissões de debêntures de infraestrutura feitas pela ICVM 400, às quais os investidores pessoas físicas comuns tem acesso, são significativamente inferiores ao oferecidos nas emissões da ICVM 476, dirigidas aos investidores qualificados. A Tabela 03 resume as estimativas de “spreads”, onde a média geral é de 0,94 a.a., que se compara com 1,24% a.a. das emissões para investidores qualificados (ICVM476) e apenas 0,37 nas emissões com acesso de investidores pessoas físicas.

**TABELA 03**

**DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA  
SPREAD SOBRE NTN-B DE PRAZO EQUIVALENTE**

Rating	Número	Volume R\$ bi	IPCA + Taxa	Spread sobre NTN_B
AAA	27	6,8	5,81	0,33
AA	99	21,1	6,82	0,95
A	12	2,3	7,73	1,72
não disp.	6	0,2	8,24	1,69
Total	145	30,5	6,78	0,94

**ICVM 476**

Rating	Número	Volume R\$ bi	IPCA + Taxa	Spread sobre NTN_B
AAA	10	1,5	6,54	0,80
AA	67	13,1	7,06	1,21
A	10	1,5	7,95	1,55
não disp.	5	0,2	8,29	1,68
Total	93	16,3	7,19	1,24

**ICVM 400**

Rating	Número	Volume R\$ bi	IPCA + Taxa	Spread sobre NTN_B
AAA	17	5,4	5,38	0,05
AA	32	7,9	6,33	0,41
A	2	0,8	6,62	2,55
Total	51	14,1	6,02	0,37

Não obstante as características dos investimentos em papéis de infraestrutura, com perspectiva de rentabilidade real de longo prazo, sejam em geral atraentes para investidores institucionais e especialmente para fundos de pensão<sup>49</sup>, estes praticamente

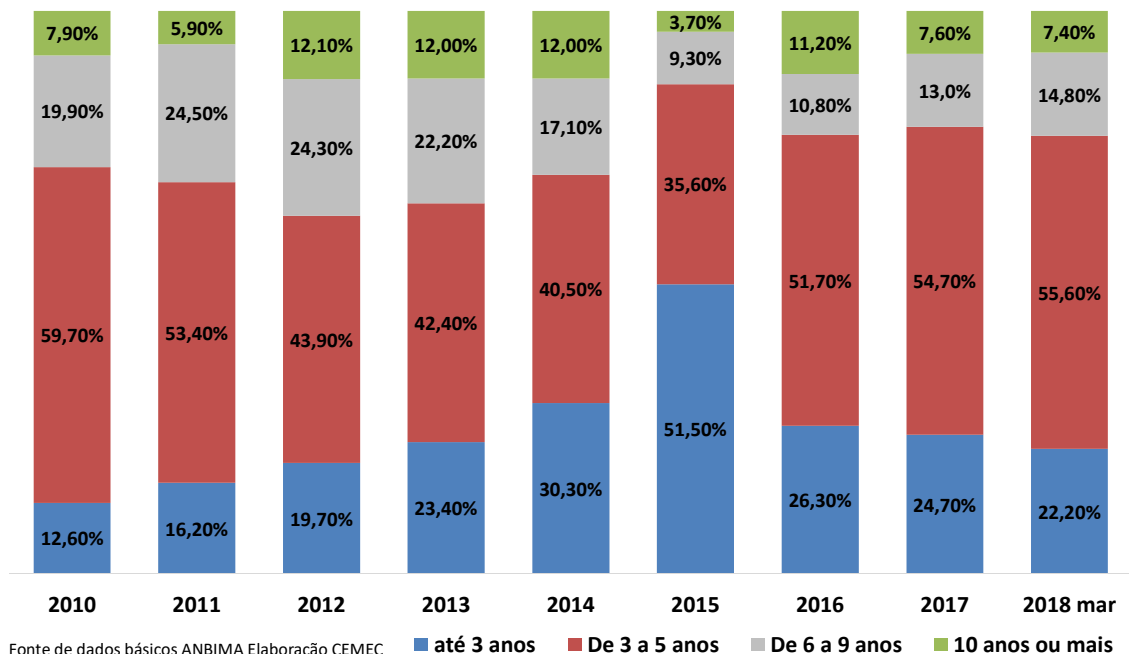
<sup>49</sup> Ver Inderstand e Stewart (2014).

não investiram em debêntures incentivadas. No caso de fundos de pensão, que já são isentos do imposto de renda em suas aplicações, igual isenção em debêntures incentivadas não constitui incentivo adicional em relação à NTN B. Trata-se de uma aplicação de maior risco e menor liquidez, de vez que os prêmios de risco foram comprimidos face à grande demanda de investidores pessoas físicas. Por outro lado, o pequeno volume de emissões, ausência de um “pipeline” de projetos, combinadas com a necessidade de diversificação de carteira e de obediência a limites máximos de exposição ao mesmo projeto, tem contribuído para a falta de interesse desses investidores nessas debentures.

No caso das debêntures comuns, além de menor liquidez no mercado secundário, seus prazos de vencimento são muito inferiores aos papéis de infraestrutura. A porcentagem de emissões com prazos de primeira repactuação superiores a 5 anos é de apenas 20% nos últimos anos, em relação aos 34% observados em 2011/2014. O Gráfico 12 resume essas informações.

**GRÁFICO 12**

**Prazo das Debêntures Não Leasing (Primeira repactuação) - % por Número**



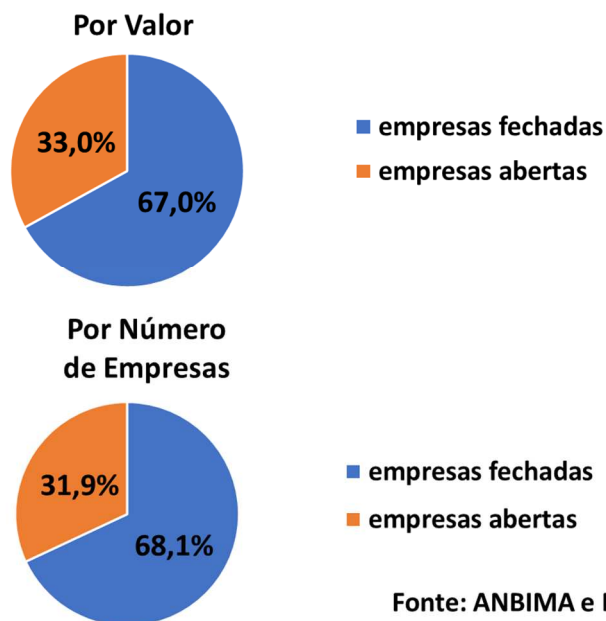


### *Empresas de capital fechado no mercado de dívida corporativa*

Apesar da pequena participação de empresas de menor porte no mercado de capitais, é interessante notar o impacto da ICVM 476/2009, que autorizou sociedades anônimas de capital fechado a emitirem títulos de dívida e promoverem sua colocação no mercado para investidores qualificados. A evolução dessas emissões é notável, fazendo que a participação dessas empresas atingisse no período de 2009 a 2016 cerca de 68% do número de empresas emissoras de debêntures e 67% (Gráfico 13). Ao mesmo tempo, ocorre uma clara tendência de queda no valor médio dessas emissões, indicando maior participação de empresas de menor porte.

**GRÁFICO 13**

#### **A partir da ICVM476: empresas fechadas entram no mercado de dívida e assumem posição majoritária 2012/2018 março**



## ***Condições para explorar o potencial de crescimento do mercado de capitais e algumas limitações a serem superadas***

Esses números podem ser usados para fornecer algumas indicações do potencial de crescimento do mercado de capitais no fornecimento de recursos para o financiamento de investimento e da possibilidade do mercado de capitais tornar-se a principal fonte de recursos domésticos de longo prazo num cenário favorável caracterizado principalmente por taxas baixas de juros e apoio do BNDES. Nesta parte o objetivo é tratar de duas questões. Na primeira, usando algumas hipóteses e simulações, busca-se dimensionar o crescimento necessário dos recursos a serem fornecidos pelo mercado de capitais para o financiamento dos investimentos nesse cenário e verificar a magnitude de realocação da carteira dos investidores institucionais na hipótese de que esta viesse a ser a principal fonte de recursos. A segunda questão se refere a algumas limitações importantes do mercado de dívida corporativa de longo prazo a serem superadas.

É importante destacar desde já que mesmo sem contar com recursos do Tesouro, o BNDES certamente continuará ocupando posição de grande importância no financiamento de investimentos. Por um lado, além dos recursos de poupança compulsória do FAT e PIS-PASEP, o banco tem grande capacidade de captação de recursos no mercado doméstico e no internacional. Por outro lado, sua participação é indispensável especialmente naquelas situações em que o mercado revela dificuldades para financiar, o chamado “market gap”. Nas condições atuais, esse pode ser o caso, por exemplo, de seu apoio no financiamento do período de construção e dos prazos longos requeridos por projetos de infraestrutura, o financiamento de inovação e de pequenas e médias empresas. Deve-se registrar também a existência de projetos com retorno social superiores às taxas de retorno privado, mas que não cobrem o custo de capital, como é o caso por exemplo, dos projetos da área de saneamento. Nesses casos, o fornecimento de recursos com subsídios é social e economicamente defensável, mas os

subsídios devem ser financiados por verbas do orçamento fiscal, com transparência, sem comprometimento do equilíbrio econômico e financeiro do BNDES.

*Potencial de aumento da participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos*

Uma indicação importante do potencial de crescimento do volume de recursos que podem ser obtidos no mercado de capitais para financiar investimentos resulta da pequena participação de títulos de dívida privada corporativa na carteira consolidada de ativos financeiros líquidos da economia brasileira, da ordem de apenas 4,4% em 2017<sup>50</sup>. É importante verificar a composição da carteira dos investidores institucionais, tais como fundos de investimento, fundos de pensão, previdência aberta e companhias de seguros, cujo valor atingiu R\$ 4,1 trilhões em 12/2017. Esse valor é quase 90% maior que a captação do sistema bancário, de R\$ 2,2 trilhões, e esses investidores constituem hoje os principais veículos de mobilização de poupança financeira do país. Sua carteira consolidada concentra 43%<sup>51</sup> da carteira de ativos financeiros líquidos da economia brasileira, 13,1% das ações, 54,1% dos títulos de dívida corporativa, com 84,5% das debêntures e 79,5% dos títulos de dívida pública.

Entretanto, como se observa na Tabela 04, esses investidores destinam apenas 10,3% de sua carteira para ações, 6, % para títulos de dívida corporativa sendo 3,2% para debêntures e 2,8% para outros instrumentos. Note-se que apenas em operações compromissadas dos fundos de investimentos com os bancos do seu grupo financeiro, são destinados 22,2% da carteira total, valor superior à parcela total destinada a ações e títulos de dívida corporativa, de 16,3%.

---

<sup>50</sup> Fonte: Contas Financeiras CEMEC. [www.cemecfipe.org.br](http://www.cemecfipe.org.br)

<sup>51</sup> A participação de outros investidores não financeiros e especialmente de pessoas físicas é aumentada pelo valor das ações de controle mantidas por esses investidores, a maioria fora do mercado. Excluindo-se as ações, a participação dos investidores institucionais nas demais classes de ativos financeiros atinge cerca de 60%

**TABELA 04**

**Composição da Carteira Consolidada dos Investidores Institucionais - Dezembro de 2017**

	<b>Investidores institucionais</b>
1.1. Instrumentos do Mercado de Capitais:	16,3%
a) Ações	10,1%
b) Títulos de Dívida Privada	6,2%
b1) Debêntures Corporativas	3,4%
b2) Outros ex Debêntures Corporativas	2,8%
1.2. Títulos de Dívida Privada de Captação Bancária *	6,8%
1.3. Depósitos Bancários	1,7%
Depósitos a Vista	0,0%
Depósitos a Prazo	1,7%
Depósitos de Poupança	0,0%
1.4. Títulos da Dívida Pública **	50,5%
1.5. Operações Compromissadas	22,2%
1.6. Outros Ativos Financeiros	2,5%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Contas Financeiras CEMEC. Dados básicos: Bacen, B3, ANBIMA, STN, ABRAP, CEF, PREVIC

Não é objetivo deste trabalho desenvolver modelos macroeconômicos para obter estimativas da necessidade de investimentos e do seu modo de financiamento no futuro. Entretanto, acredita-se ser possível obter pelo menos uma ordem de grandeza dos recursos adicionais a serem fornecidos pelo mercado de capitais para o financiamento dos investimentos de empresas e famílias, num cenário de aumento da taxa de investimento e redução da participação do BNDES. Com essa finalidade, é apresentada no Anexo 01 é uma simulação com base nas seguintes hipóteses que caracterizam um cenário relativamente otimista para os próximos anos:

1. A taxa de investimentos que em 2017 é de 15,6%, aumentaria para o nível médio observado entre 2010 e 2013, de 21,7% do PIB, nível que se acredita compatível com crescimento da ordem de 3% a 4% do PIB;
2. Dada a hipótese de permanência de restrições fiscais nos próximos anos, o investimento público não retornaria aos 2,8% do PIB de 2010/2013, mas se elevaria do nível excepcionalmente baixo de 2017 (1,6% do PIB) em 2017 para algo em torno de 1,9% do PIB;

3. A participação dos desembolsos do BNDES, que havia atingido 2,5% do PIB em 2010/2013 retornaria aos 1,5% do PIB observados na média de 2006/2007, com aumento em relação ao nível excepcionalmente baixo de 2017 (0,7%);
4. A participação de recursos próprios retomaria a participação observada em 2006/2007, de 8,6% do PIB, como resultado da recuperação de resultados e de retenção de lucros, acima do percentual de 2017 (6,4%);
5. A participação das demais fontes de recursos, desembolsos do SBPE e do FGTS habitacional e emissão de dívida no mercado internacional manteriam a mesma participação no PIB de 2010/2013.

Com essas hipóteses, o aumento de participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos parece ser viável, levando em conta a necessidade de uma realocação relativamente pequena da carteira consolidada de ativos financeiros. Essa participação deveria aumentar de 1,9% do PIB para 3,1% do PIB, representando um aumento de 67% do valor das emissões de ações e dívida corporativa de longo prazo emitida em 2017. O aumento do valor total de emissões de ações e dívida de prazo médio e longo seria de R\$ 81,1 bilhões, aumentando de R\$ 121,5 bilhões de 2017 para R\$ 202,6 bilhões.

Mantida a mesma proporção de 81% de títulos de dívida observada em 2017, o aumento de valor de emissão desses títulos seria de R\$ 65 bilhões. Admitindo a manutenção do mesmo prazo médio atual desses papéis, a manutenção desse valor de emissões em caráter permanente implicaria um aumento de cerca de R\$ 230 bilhões do estoque desses títulos. Com esse aumento, esses títulos passariam a representar 6,6% da carteira consolidada de ativos financeiros da economia brasileira, com aumento de 2,2 p.p em relação à participação de 4,4% de 2017. Na medida em que todo esse aumento de títulos de dívida corporativa fosse alocado na carteira dos investidores institucionais, sua participação se elevaria em 5,6p.p., de 6% para 11,6%.

Os números e simulações apresentados sugerem que o tamanho da carteira de ativos financeiros líquidos da economia brasileira e muito especialmente o volume de recursos administrados pelos investidores institucionais são suficientemente grandes para absorver um aumento considerável de títulos de emissão de empresas não financeiras.

### *Algumas limitações do mercado de dívida corporativa para o financiamento de longo prazo*

Entretanto, não é difícil identificar algumas limitações do mercado de capitais para cumprir o papel de liderança no fornecimento de recursos de longo prazo para o financiamento de investimentos.

A literatura recente<sup>52</sup> tem examinado em detalhe as deficiências do mercado de capitais brasileiro e formulado várias propostas de ações visando sua superação. As questões tratadas neste trabalho permitem destacar pelo menos algumas limitações.

#### a. Competição da dívida pública

A realização do potencial referido neste trabalho poderá ser comprometida com o aumento da carga da dívida pública, se as medidas de ajuste fiscal forem insuficientes para conter seu aumento. A contenção da demanda de recursos para o financiamento do déficit público condiciona também permanência do cenário de baixas taxas de juros. A magnitude da participação dos títulos públicos na carteira de ativos e principalmente seu crescimento nos últimos anos segue de perto a carga da dívida pública em relação ao PIB. Mesmo no cenário base adotado pela Instituição Fiscal Independente (IFI), que inclui a realização ainda que com algum retardo da reforma da previdência, a dívida pública continuaria crescendo em relação ao PIB até 2025<sup>53</sup>. Uma análise da consistência macroeconômica, incluindo também hipóteses em relação à poupança externa, não está no escopo deste trabalho, provavelmente mostraria que mesmo contando com alguma complementação da poupança externa, é muito difícil desenhar um cenário favorável ao investimento privado e ao crescimento sem a recuperação da poupança do setor público.

#### b. Liquidez do mercado secundário de títulos de dívida corporativa

A liquidez do mercado secundário de dívida corporativa constitui condição necessária para compor sua atratividade e competitividade em relação aos títulos públicos, especialmente por parte de investidores institucionais e estrangeiros. A liquidez do mercado de debêntures comuns é muito baixa, comprometendo também a qualidade

---

<sup>52</sup> Ver Chrysostomo (2017), Filgueira e Cidade (2016).

<sup>53</sup> Fonte IFI – Relatório de Acompanhamento Fiscal Outubro de 2017. Para uma análise detalhada do funcionamento e evolução recente desse mercado ver Carta IEDI n. 791 ou Estudo IEDI de 09/06/17 preparado por Ernani Teixeira Filho – O Crédito corporativo de longo prazo em uma encruzilhada: onde estamos e para onde podemos ir?.

de formação de preços para muitos dos papéis listados, além de dificultar o alongamento dos prazos de vencimento. Pelo menos duas ações podem contribuir para mudar esse cenário.

A primeira, que já é objeto de algumas iniciativas<sup>54</sup>, é a padronização de escrituras, de modo a facultar aos investidores uma percepção mais clara e avaliação adequada de risco e retorno, elementos essenciais para o processo de precificação. A segunda é a consolidação da atividade de formador de mercado (market maker) nesse mercado, que já constava do projeto do Novo Mercado de Renda Fixa da ANBIMA<sup>55</sup>. Embora num outro contexto, a experiência da atuação do formador de mercado no mercado de ações de empresas de menor porte tem sido bem sucedida.

A adoção da TLP, e a nova política operacional do BNDES, que prevê em muitas situações a subscrição de debêntures como forma de financiamento de empresas e projetos, faz com que a liquidez desse mercado seja fator de importância estratégica para o banco. Trata-se de uma condição necessária para viabilizar o giro de sua carteira e potencializar a concessão de novos financiamentos. Desse modo parece razoável esperar uma participação ativa do BNDES visando a promoção de liquidez nesse mercado, em parceria com o setor privado.

c. Tributação:

Não obstante seja desejável incentivar o alongamento de prazos, deve-se atentar para a harmonização da tributação entre ativos financeiros de modo a evitar distorções, como é o caso de isenções para LCA e LCI em relação a outros ativos de prazos semelhantes. Por outro lado, a isenção do imposto de renda para pessoas físicas no caso de debêntures de infraestrutura tem sido mais um fator para desestimular a entrada de fundos de pensão nesse mercado, dado que essas entidades têm isenção do imposto. A forte demanda desses papéis por parte pessoas físicas tem reduzido o spread em relação às NTN-B para níveis julgados insuficientes por essas entidades para cobrir os riscos adicionais.

d. Acesso de empresas ao mercado de capitais

Têm sido modestos os resultados de todos os esforços realizados até o momento para incentivar a abertura de capital das empresas de menor porte mediante sua entrada no

---

<sup>54</sup> Ver Guia de Orientação e Modelo de Escritura Padrão para Debêntures – [www.anbima.org.br](http://www.anbima.org.br)

<sup>55</sup> Ver [www.anbima.com.br](http://www.anbima.com.br)

mercado de acesso da B3. Além da dificuldade de ativar o mercado de acesso face à pequena base de investidores em ações, o posicionamento das empresas também revela alguns obstáculos. Pesquisas realizadas pelo CEMEC em parceria com a FIESP, sugerem que as duas principais dificuldades mencionadas por parte das empresas para abrir o capital residem nos custos para sua adequação aos padrões de governança e controle considerados elevados em relação à perspectiva de captação de recursos no mercado e a dificuldade de ceder o compartilhamento do controle. Uma alternativa que pode se revelar mais promissora é a de criar condições mais favoráveis para a entrada dessas empresas no mercado de dívida corporativa, como passo inicial para abertura de capital mais adiante. Embora já representem um avanço importante em favor de sua entrada no mercado, os requisitos de transparência e governança são menos exigentes, não há compartilhamento de controle e os benefícios de redução de custo de capital de dívida são significativos quando comparados com o custo de crédito bancário. A resposta positiva das empresas fechadas à ICVM 476 reforça essa perspectiva.

## ***Conclusões***

A análise das condições de financiamento dos investimentos no Brasil e do potencial do mercado de capitais como principal fonte de recursos de longo prazo feita neste trabalho sugere as seguintes observações:

1. Existe evidencia considerável demonstrando que condições macroeconômicas adversas, caracterizadas principalmente por elevadas taxas de juros, tem sido o principal fator de inibição do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pelo menos desde o Plano Real, em 1994; a ampliação da política de concessão de crédito com taxas subsidiadas pelo BNDES a partir de 2010 introduziu uma forte competição com as fontes de recursos do mercado de capitais, especialmente em relação às empresas de maior porte e mais qualificadas para captar recursos nesse mercado;
2. Um novo cenário mais favorável para o desenvolvimento do mercado de capitais surge agora com a redução da taxa real de juros para níveis mais próximos dos internacionais e a mudança de posicionamento do BNDES, em favor do mercado de capitais e com a adoção de taxas de financiamento referenciadas a taxas de mercado (TLP);



3. Na medida em que essas novas condições sejam mantidas, existem razões para acreditar que o mercado de capitais tem potencial de crescimento suficiente para se transformar na principal fonte de recursos de financiamento de longo prazo na economia brasileira, ao mesmo tempo em que o BNDES continuará desempenhando papel de grande importância especialmente no financiamento de infraestrutura, inovação tecnológica e pequenas medias empresas em áreas de atuação e prazos nos quais o mercado não oferece soluções viáveis de financiamento;
  - a. Os instrumentos e veículos do mercado de capitais participam com 70% da mobilização de poupança financeira da economia brasileira e apesar da forte queda das taxas de investimento, a participação do mercado de capitais no financiamento do investimento de empresas e famílias que era de apenas 10% em 2010/2014 se eleva a 11,7% em 2017, face à queda de juros e à redução dos desembolsos do BNDES;
  - b. Existe grande espaço para aumentar a participação de títulos de dívida corporativa na carteira consolidada de ativos financeiros líquidos da economia brasileira, participação essa que era de apenas 4,4%<sup>56</sup> em 12/2017; uma simulação feita com a hipótese de elevação da taxa de investimentos para o nível médio de 2010/2013 (21,7% do PIB), participação do BNDES equivalente à observada em 2006/2007 (1,5% do PIB), entre outras hipóteses<sup>57</sup>, indica a necessidade de aumentar em cerca de 67% o volume a ser captado no mercado de capitais para o financiamento dos investimentos; a participação dos títulos de dívida corporativa na carteira consolidada se elevaria de 4,4% para apenas 6,6%. o que certamente não representa maior dificuldade;
  - c. A rapidez com que investidores e empresas tem se ajustado à queda da taxa de juros e às mudanças da regulação, reforça a percepção de que as novas condições permitirão resgatar a funcionalidade do mercado de capitais; alguns exemplos são: a experiência bem sucedida das debêntures de

---

<sup>56</sup> Os investidores institucionais, cuja carteira consolidada era de R\$ 4,1 trilhões 12/2017, equivalentes a 65% do PIB, investem apenas 6,0% desse valor em ações e títulos de dívida corporativa.

<sup>57</sup> Participação de outras fontes em relação ao PIB mantem nível médio observado em 2010/2013: Investimento direto estrangeiro, desembolsos SBPE, desembolsos de FGTS habitacional e emissões de *bonds* e notes de empresas não financeiras; investimentos da administração pública caem de 2,8% do PIB em 2010/2013 para 1,9% na simulação (1,6% em 2017).

infraestrutura; o aumento de participação das empresas fechadas no mercado de dívida (ICVM476/2009); o forte aumento de emissões primárias de ações e dívida em 2017 em resposta à queda da taxa de juros, atingindo o maior valor desde 2005; também em 2017; a rápida migração de investidores de fundos de renda fixa de curto prazo para fundos multicarteras e fundos de renda variável em resposta à queda da taxa de juros de 2017;

- d. As debentures de infraestrutura, com 79% das emissões com prazos superiores a 5 anos e 38% com prazos superiores a 10 anos mostram o potencial de alongamento de prazos das debentures comuns;
1. Além de outros desafios a serem vencidos para recuperar a funcionalidade do mercado de capitais como principal fonte de recursos de longo da economia brasileira já apontados por vários pesquisadores e entidades do mercado, deve-se destacar pelo menos duas:
    - a. a necessidade de manter taxas de juros reais baixas e elevar a liquidez do mercado secundário de dívida corporativa
    - b. caracterizar uma atuação de BNDES em sinergia com o mercado de capitais; entre outras alternativas de atuação, algumas já adotadas e/ou anunciadas pelo BNDES, destacam-se a subscrição e apoio de emissão de debentures como alternativa à concessão de financiamentos, compra de quotas de fundos de investimento em infraestrutura, atuação como “market maker” das debentures de infraestrutura<sup>58</sup>, a utilização de recursos captados no mercado doméstico como fonte de recursos para financiar suas operações além da possibilidade de securitização de recebíveis de sua carteira<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> Ver entrevista do Diretor Carlos Da Costa – O Estado de São Paulo – 23/02/2018 – pg. B6; v. também entrevista no mesmo jornal, dia 13/03/2018 - pg. B3 – sobre o Plano Estratégico do BNDES para 2018-2035.

<sup>59</sup> Ver entrevista do Presidente do BNDES Dyogo Oliveira – Folha de São Paulo – 11/04/2018 – pg. A26

## ***Bibliografia***

ROCCA, Carlos A.; SANTOS Jr, Lauro M. (2013). “Elementos para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais - Diagnóstico e Propostas”. Estudos IBMEC n. 7; Ed. Publit.

PINHEIRO, Armando C.; FRISCHTAK, Claudio R. (Org.) (2014). “Gargalos e soluções na infraestrutura de transportes”. Editora IBRE – FGV.

CEMEC (2017). “Mercado de Capitais – Evolução recente e cenários para 2017”. Nota CEMEC 01/2017.

CEMEC (2018). “Retomada do Crescimento do Mercado de Capitais Brasileiro”. Nota CEMEC 01/2018.

INDERSTAND, Georg; STEWART, Fiona (2014). “Institutional Investment in Infrastructure in Emerging Markets and Developing Economies”. World Bank 2014.

OLIVEIRA FILHO, Luiz C. (2017). “Fragilidades e desafios do mercado de capitais brasileiro”. In GIAMBIAGI, Fabio (org.) “Retomada do Crescimento – Diagnóstico e Propostas”. Rio de Janeiro: Elsevier.

FILGUEIRA, Antonio; CIDADE, Marcelo (2016). “Conferência ANBIMA CETIP de Renda Fixa”. Texto para Discussão ANBIMA, n. 6.

## Anexo

### Simulação do Financiamento dos Investimentos

Para ancorar a simulação utiliza-se:

- A média de 2006/2007 como o período onde o BNDES teve um desembolso “normal” (anterior a sua escalada pós crise de 2008/2009) e onde os recursos próprios representavam uma acumulação de recursos retidos de uma economia em crescimento;
- A média de 2010 a 2013 como o período onde a formação bruta de capital representava cerca de 20% do PIB, taxa compatível com um crescimento do PIB real em 3 a 4% ao ano.

Resumidamente as hipóteses, como % do PIB, foram:

- O investimento FBCF volta ao padrão 2010/2013 (de 15,6% para 20,7% do PIB);
- O investimento das administrações públicas cresce de 1,59% do PIB para 1,90%; não retornam ao padrão 2006/2007 (2,2% do PIB);
- O investimento estrangeiro direto (IED), os desembolsos habitacionais (SBPE e FGTS) e a emissão de bonds voltam ao padrão 2010/2013;
- Os recursos próprios (de 6,4% para 8,6% do PIB) e os desembolsos do BNDES (de 0,7% para 1,5% do PIB) voltam ao padrão 2006/2007;
- O mercado de capitais é calculado como resíduo da simulação subindo de 1,9% do PIB para 3,1% do PIB, um aumento de 66,7% em relação a 2017.

em % do PIB	2006 a 2007	2010 a 2013	2017	Simulação
PIB (IBGE)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
INVESTIMENTO FBCF (IBGE)	17,6%	20,7%	15,6%	20,7%
(-) Investimento Administração Pública (1)	-2,2%	-2,8%	-1,6%	-1,9%
INVESTIMENTO EMPRESAS E FAMÍLIAS	15,4%	17,9%	14,0%	18,8%
IED em Reais milhões acum 12 meses	2,5%	3,5%	3,4%	3,5%
<b>Desembolsos BNDES</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,5%</b>
Desembolsos SBPE	0,3%	0,7%	0,1%	0,7%
Desembolsos FGTS habitacional	0,1%	0,6%	0,3%	0,6%
<b>Mercado de Capitais</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>3,1%</b>
Emissão Bonds e Notes de empresas não financeiras	0,7%	1,0%	1,1%	1,0%
RECURSOS PRÓPRIOS (poupança e lucros retidos)	8,6%	7,8%	6,4%	8,6%

em R\$ milhões	2006 a 2007	2010 a 2013	2017	Simulação
PIB (IBGE)	2.564.856	4.602.152	6.559.940	6.559.940
INVESTIMENTO FBCF (IBGE)	452.103	953.069	1.025.615	1.358.512
em % do PIB	17,60%	20,70%	15,60%	20,70%
(-) Investimento Administração Pública (1)	-56.897	-131.131	-104.347	-124.639
em % do PIB	2,22%	2,85%	1,59%	1,90%
INVESTIMENTO EMPRESAS E FAMÍLIAS	395.206	821.938	921.268	1.233.873
em % do PIB	15,40%	17,90%	14,00%	18,80%
IED em Reais milhões acum 12 meses	64.760	160.225	224.135	228.386
Desembolsos BNDES	37.882	115.302	48.672	96.888
Desembolsos SBPE	6.881	29.983	9.164	42.738
Desembolsos FGTS habitacional	3.181	27.194	20.236	38.763
Mercado de Capitais	44.859	87.643	121.541	202.590
Emissão Bonds e Notes de empresas não financeiras	18.342	44.631	74.979	63.617
RECURSOS PRÓPRIOS (poupança e lucros retidos)	219.301	356.960	422.542	560.891

O crescimento do mercado de capitais a preços de 2017 é de R\$ 81,1 bilhões sendo 19% como emissão de ações e 81% em títulos de dívida corporativa (participação de 2017). Logo temos um aumento de R\$ 65 bilhões de captação de títulos de dívida com um prazo médio de cerca de 3,5 anos (6 anos de vencimento) o que implica em um aumento de estoque de R\$ 229,8 bilhões. A tabela a seguir mostra os ativos financeiros consolidados em dezembro de 2017.

<b>1. Poupança Voluntária</b>	<b>9.372.017</b>	<b>92,9%</b>
1.1. Instrumentos do Mercado de Capitais	3.609.451	35,8%
a) Ações	3.160.966	31,3%
b) Títulos Privados Corporativos	448.485	4,4%
1.2. Títulos de Dívida Privada de Captação Bancária	582.655	5,8%
1.3. Depósitos Bancários	1.631.233	16,2%
1.4. Títulos da Dívida Pública	2.560.386	25,4%
1.5. Operações compromissadas	892.075	8,8%
1.6. Outros Ativos Financeiros	96.217	1,0%
<b>2. Poupança Compulsória</b>	<b>719.914</b>	<b>7,1%</b>
<b>3. Total</b>	<b>10.091.930</b>	<b>100,0%</b>

Estes R\$ 229,8 bilhões representam apenas 2,28% do total de ativos financeiros consolidados e representariam um aumento da participação de títulos corporativos de 4,4% para 6,6%.