

André Nassif*

Universidade Federal Fluminense
Niterói, Rio de Janeiro, Brasil





Uma proposta de reativação do BNDES frente aos desafios do século XXI

Recebido em: 14 set. 2023

Aprovado em: 8 abr. 2024

Publicado em: 27 set. 2024

DOI: <https://doi.org/10.29327/2148384.18.35-10>

* Professor Associado da Universidade Federal Fluminense, Departamento de Economia. Doutor em Economia da Indústria e da Tecnologia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro; Mestre e graduado em Economia pela Universidade Federal Fluminense. Economista aposentado do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. E-mail: andrenassif27@gmail.com
 <http://lattes.cnpq.br/6929310593974458>  <https://orcid.org/0000-0003-0339-8491>

Resumo

As grandes transformações econômicas em curso, notadamente a transição energética, a revolução digital e as inovações tecnológicas a elas associadas, ensejarão uma expansão da demanda de recursos financeiros para investimento em atividades para as quais, face ao elevado grau de incerteza e risco, o mercado privado de capitais brasileiro não será capaz ou não estará disposto a ofertar crédito no montante requerido, ao longo do século XXI. O papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) na oferta de crédito de longo prazo, em montante e condições que atendam à agenda social, mas também estimulem os investimentos nessas atividades estratégicas, será crucial para que o Brasil aproveite as oportunidades que se vislumbram no decorrer do presente século. Este artigo tem três objetivos principais: apresentar, de forma panorâmica, uma síntese das teorias sobre o papel do sistema financeiro no desenvolvimento econômico, realçando a justificativa teórica para a atuação dos bancos de desenvolvimento na concessão de crédito de longo prazo; fazer uma breve recapitulação histórica das políticas operacionais do BNDES, a fim de distinguir suas distintas políticas de atuação, desde sua criação, em 1952; e, tendo em vista as grandes transformações que prosseguirão no decorrer do século e as peculiaridades econômicas e sociais do Brasil, sugerir eixos prioritários de atuação, propor formas diversificadas de captação de recursos financeiros e discutir uma reconfiguração das taxas de juros inerentes às linhas de financiamento da instituição.

Palavras-chave: Sistema Financeiro. Desenvolvimento Econômico. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Classificação JEL: E44; E59; G29.

André Nassif*

Brazilian Development Bank
Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brazil





A proposal to reactivate the Brazilian Development Bank (BNDES) in the face of the challenges of the 21st century

Received: 14th Sept. 2023

Approved: 8th Apr. 2024

Published: 27th Sept. 2024.

DOI: <https://doi.org/10.29327/2148384.18.35-10>

* Associate Professor at the Fluminense Federal University, Department of Economics. PhD in Industrial and Technological Economics from the Federal University of Rio de Janeiro; Master and graduate in Economics from the Fluminense Federal University. Retired economist from the Brazilian National Bank for Economic and Social Development. E-mail: andrenassif27@gmail.com
 <http://lattes.cnpq.br/6929310593974458>  <https://orcid.org/0000-0003-0339-8491>

Abstract

The major economic changes underway, notably the energy transition, the digital revolution and the technological innovations associated with them, will lead to an expansion in the demand for financial resources to invest in such activities. However, given their high degree of uncertainty and risk, Brazil's private capital market will not be able or willing to offer the necessary amount of credit throughout this century. The role of the Brazilian Development Bank (BNDES) in offering long-term credit, in amounts and under conditions that meet the social agenda, but also encourage investments in these strategic activities, will be crucial for Brazil to take advantage of the opportunities that arise over this century. In view of that, this essay has three goals: first, present, in a broad perspective, a summary of the theories on the role of the financial system in economic development, with emphasis on the theoretical justification for the active role of development banks in providing credit to finance long-term investments; second, make a brief historical overview of the BNDES's operational policies in order to distinguish its different policy mechanisms since its creation in 1952; and third, considering the great changes that will continue throughout the century, as well as the economic and social particularities of Brazil, suggest priority axes of action, propose diversified ways of raising financial resources and discuss a reconfiguration of interest rates inherent to the BNDES's financing lines.

Keywords: *Financial System. Economic Development. Brazilian Development Bank (BNDES).*

JEL Classification: *E44; E59; G29.*

1. Introdução

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

Além desta Introdução, na Seção 2, faço uma análise panorâmica das teorias concernentes à interrelação entre o sistema financeiro e o desenvolvimento econômico, confrontando a abordagem liberal neoclássica com o enfoque keynesiano. Na Seção 3, faço uma breve recapitulação histórica das políticas operacionais do BNDES, desde sua criação, em 1952, para, em seguida, propor uma política de reativação dos financiamentos do BNDES, incluindo a sugestão de eixos prioritários, formas de diversificação do *funding* da instituição e taxas de juros inerentes aos contratos. As propostas de uma política proativa do BNDES são amparadas na tese pós-keynesiana de que, devido à incerteza fundamental, os bancos e demais instituições

privadas de financiamento alocam crédito de longo prazo em montante insuficiente, quando não inexistente, para sustentar o crescimento econômico e viabilizar as mudanças estruturais induzidas pela acumulação de capital e pelo progresso técnico.

2. Sistema financeiro e desenvolvimento econômico

Grosso modo, há duas abordagens teóricas a respeito do papel do sistema financeiro no processo de desenvolvimento econômico: a neoclássica e a keynesiana. Na abordagem keynesiana, entretanto, enquanto a perspectiva analítica novo-keynesiana tem maior proximidade com a visão neoclássica, a abordagem pós-keynesiana tem maior aderência à discussão original de Keynes (1936; 1937).

A abordagem neoclássica sobre a relação entre o sistema financeiro e o processo de desenvolvimento baseia-se nos trabalhos de Shaw (1973) e McKinnon (1973), que passaram a ser denominados modelos de Shaw-McKinnon. Ambos fincam raízes na teoria macroeconômica (neo)clássica tradicional dos fundos emprestáveis, segundo a qual os fluxos de poupança, gerados no setor real da economia, ao fluírem livremente para o sistema bancário, que oferta títulos financeiros sob cláusula de pagamento de juros, são repassados novamente para o setor real por meio do financiamento dos investimentos produtivos. É a extensão da lei de Say para o sistema de financiamento: os bancos são meros intermediários financeiros, que alocam, de forma eficiente, poupança para financiar os investimentos.

Segundo o argumento de McKinnon (1973), particularmente, a determinação das taxas de juros reais resulta da interação entre fundos emprestáveis (“poupança financeira”) e demanda de investimento. Qualquer mecanismo de intervenção governamental, inclusive mediante a criação de bancos de desenvolvimento e outros bancos públicos, geraria “repressão financeira”, fazendo com que os juros reais praticados fossem superiores às condições ótimas que resultariam de eventuais condições de *laissez-faire*. Na versão mais sofisticada, essa teoria é complementada com a hipótese dos

mercados eficientes, proposta por Fama (1970), de acordo com a qual, ainda que um agente individual não seja capaz de antecipar os retornos esperados de determinada aplicação financeira, os mercados financeiros contêm todas as informações relevantes (ou seja, são eficientes) para prover à totalidade dos agentes retornos iguais à média esperada pelo mercado.

Posteriormente, como ressalta Ajit Singh (2003), as hipóteses dos mercados eficientes e de expectativas racionais passaram a andar de mãos dadas. A hipótese de expectativas racionais implica que os agentes econômicos são capazes de antecipar o valor esperado médio das variáveis relevantes para suas decisões econômicas. Como observa Singh (2003, p. 196), “os economistas ortodoxos subscrevem a hipótese dos mercados eficientes, em que os preços dos ativos são os resultados das ações coletivas de uma multiplicidade de agentes econômicos individuais, cujo comportamento é norteado pela maximização de utilidades e expectativas racionais”. Isso faz com que, se válidas ambas as hipóteses, a interação dos preços de todos os ativos conduza aos preços eficientes, de sorte que os valores médios observados coincidirão com os resultados esperados pelos agentes. A implicação de política é similar. O mercado financeiro deve funcionar de forma livre, abstendo-se o Estado de adotar mecanismos de regulação ou criar bancos públicos que direcionem crédito e acarretem repressão financeira e má alocação do sistema de crédito.

A abordagem novo-keynesiana, de Stiglitz (1994), critica a hipótese dos mercados eficientes e concebe o funcionamento do mercado financeiro com base na teoria das falhas de mercado. Em tese, essa visão concorda, implicitamente, que, sob condições de concorrência perfeita no mercado de crédito, o sistema financeiro poderia gerar resultados ótimos na alocação de crédito de longo prazo requerido para sustentar o processo de desenvolvimento. No entanto, no mundo real, a existência de concorrência imperfeita, assimetria de informação e outras falhas observadas no mercado de crédito fazem com que os bancos, míopes quanto à capacidade de calcular o risco do tomador de empréstimos, racionem crédito e/ou fixem tetos homogêneos para as taxas de juros. Oferta insuficiente de crédito e juros anormalmente superiores aos que reflitam os fundamentos ótimos do

mercado financeiro justificariam a intervenção do Estado, mediante supervisão, regulação e políticas de crédito **complementares** para minimização das chamadas “falhas de mercado”. Nesses casos, justifica-se o crédito público direcionado aos agentes e atividades mais adversamente afetados pelo racionamento de crédito. São eles: as micro, pequenas e médias empresas, que, sujeitas a maior assimetria de informações, têm acesso subótimo ao mercado de capitais; e inovações tecnológicas, por causa dos elevados custos irrecuperáveis e retorno altamente incerto inerentes às atividades de pesquisa e desenvolvimento (P&D).

Já a abordagem pós-keynesiana rompe radicalmente com os dois enfoques anteriores, baseando-se mais fielmente nas proposições originais de Keynes (1936; 1937) e pós-keynesianos, como Hyman Minsky (1982) e outros. No enfoque pós-keynesiano, sistemas financeiros eficientes não operam como meros intermediários entre fluxos de poupança e investimento. Tampouco, a alocação subótima de crédito, sobretudo de longo prazo, decorre da existência de falhas de mercado no mercado financeiro, mas da incerteza fundamental (ou seja, não sujeita a mensurações por cálculos probabilísticos) associada às decisões de longo prazo, mormente investimentos produtivos convencionais e investimentos em atividades inovativas (Kregel, 1980; 1986).

O argumento é simples e realista: o crédito direcionado ao financiamento de investimentos e inovações atrela-se a contratos em que as colaterais básicas são os lucros futuros oriundos dessas atividades, cujo retorno é altamente incerto. Por serem incapazes de prever e mensurar, probabilisticamente, a efetiva amortização dos créditos financeiros concedidos, os bancos alocam crédito de longo prazo em montante insuficiente para sustentar o crescimento econômico e viabilizar as mudanças estruturais induzidas pela acumulação de capital e pelo progresso técnico. Na falta de mecanismos complementares por parte do Estado, via crédito de longo prazo, oriundo dos bancos comerciais ou bancos de desenvolvimento públicos, o sistema financeiro privado tende a concentrar crédito em atividades de curto prazo, mormente em capital de giro. Em suma, sem negar a existência de assimetria de informação no mercado financeiro, a justificativa

pós-keynesiana em favor da atuação de bancos públicos, por meio de crédito direcionado de longo prazo, associa-se à incerteza radical inerente à rentabilidade das atividades por eles financiadas. Esse argumento teórico é suficientemente robusto para afirmar que, na ausência de financiamentos de longo prazo por parte de agências públicas de fomento ou bancos de desenvolvimento, dificilmente o sistema financeiro privado proverá montante de recursos financeiros em magnitude ótima requerida para financiamentos em investimentos físicos de longa maturação e em inovações. Nos países em desenvolvimento, particularmente, o sistema financeiro privado não estará disposto a financiar atividades inovativas de caráter fortemente disruptivo, como P&D de novas tecnologias com baixa emissão de dióxido de carbono (CO₂) e tecnologias radicais associadas à chamada Indústria 4.0 (robótica, internet das coisas, inteligência artificial, nanotecnologia, *big data* etc.), que exigem capital paciente.

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

Nesta seção, começo por uma breve síntese histórica das políticas de atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social desde sua criação, em 1952, para, em seguida, recuperar o principal argumento teórico em prol do papel crucial dos bancos de desenvolvimento no financiamento dos investimentos de longa maturação e propor uma nova política operacional para o BNDES nas próximas décadas.

3.1 Uma breve recapitulação histórica das políticas operacionais do BNDES

A principal conclusão das breves notas da seção anterior é que há argumentos teóricos sólidos que justificam o crédito direcionado de agências públicas de fomento ou bancos de desenvolvimento, como o BNDES, ao

financiamento de investimentos de longo prazo em geral. Antes de discutir o papel do BNDES no século XXI, que será marcado pela hegemonia da Indústria 4.0 e pela substituição de tecnologias altamente poluidoras por tecnologias de baixa emissão de CO₂, vale a pena fazer uma síntese histórica de suas políticas operacionais desde sua criação, em 1952.

Grosso modo, a história da instituição, que sempre atuou, na prática, como uma agência governamental autônoma, abarca quatro fases:¹ (i) período de substituição de importações (1952-1980), em que se priorizou o financiamento dos investimentos comandados por capital nacional em todos os setores da economia, com destaque para infraestrutura, bens de capital e bens intermediários, incluindo a participação acionária no capital social de empresas privadas, via BNDESPar – nesse período, as taxas de juros eram fixadas, caso a caso, com base em análise de retorno econômico-social de projetos; (ii) década da abertura comercial e demais reformas liberalizantes (1990), em que os financiamentos do BNDES foram orientados para dar suporte aos investimentos gerados em decorrência do programa de privatizações do governo federal e se iniciaram os programas de financiamento às exportações de máquinas e equipamentos, via Finamex e, posteriormente, BNDESExim; (iii) fase de retorno da política industrial (2003-2014), em que o BNDES participou ativamente do desenho e implementação dos três programas levados a cabo no período: a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE), lançada em 2003 (Cf. MDIC, 2003); a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), de 2008 (Cf. MDIC, 2008); e o Plano Brasil Maior (PMB), de 2014 (Cf. MDIC, 2014);² e (iv) período pós-*impeachment* de Dilma Rousseff (pós-2016), em que houve notória perda de relevância do Banco como financiador de investimentos estratégicos – sobretudo depois da substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP),

1 Para o leitor interessado em mais detalhes sobre as políticas do BNDES até o final da década de 1970, ver o livro clássico de Luciano Martins (1985).

2 Para o leitor interessado em uma avaliação dos três programas de política industrial adotados entre 2003 e 2014, veja a excelente monografia de Cornélio (2015).

que havia sido criada em 1994 e embutia subsídio implícito, pela Taxa de Longo Prazo (TLP), introduzida no início de 2018 e determinada com base em títulos públicos negociados em mercado.

Entre 2018 e final de 2022 – antes, portanto, do terceiro mandato de Luiz Inácio Lula da Silva (2023-2026), a perda de competitividade na concessão de financiamento obrigou o Banco a redirecionar suas atividades para a estruturação de projetos de concessão e parcerias público-privadas, tanto em nível federal quanto subnacional, notadamente em saneamento básico. Sem desmerecer a importância do papel do BNDES nessa estruturação, o fato é que sua capacidade como agente público de desenvolvimento tornou-se subaproveitada.

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

Que papel o BNDES deveria desempenhar no século XXI? Quais deveriam ser suas principais fontes de financiamento? E o custo dos empréstimos, deveriam ser a taxas de juros de mercado, algum meio termo ou envolveriam subsídios explícitos? Ou as três alternativas, dependendo do caso? Não é possível dar respostas simples para questões complexas sem o auxílio da teoria econômica. A síntese teórica apresentada na Seção 2 baliza as mudanças ocorridas nas políticas de financiamento do BNDES, entre 2018 e 2022.

Começo pelas justificativas teóricas que embasaram a adoção da TLP, taxa de juros real livremente determinada pelo mercado, com base na média dos juros reais de 3 meses pagos pela NTB-N de 5 anos, a qual passou a indexar a maior parte dos financiamentos de longo prazo das empresas de

grande porte. Na prática, os empréstimos são amortizados com base na TLP, uma taxa de juros real (componente fixa, descontada a inflação), acrescida do IPCA (componente variável) durante a vigência do contrato, além dos *spreads* básico e de risco. A ideia da TLP é vinculada à hipótese da teoria liberal neoclássica, já resumida na seção anterior, de que, sob *laissez-faire*, os mercados financeiros alocam poupanças para os demandantes de empréstimos da forma mais eficiente possível, produzindo taxas de juros reais socialmente ótimas. Mecanismos que gerem distúrbios e provoquem “repressão financeira” no mercado de crédito, como o crédito direcionado de bancos públicos, taxas subsidiadas etc., supostamente resultam em taxas de juros reais subótimas. Se o mercado gerar taxas de juros reais muito elevadas, será melhor deixar que os próprios fundamentos econômicos restaurem as condições ideais. É o domínio do *laissez faire, laissez passer*.

No caso do BNDES, em particular, argumentos diversos refratários às políticas de crédito do banco, baseadas em subsídios implícitos como os embutidos na antiga TJLP, acabaram por sedimentar a tese de que os custos de financiamento da instituição deveriam passar a ser determinados por taxas de mercado. Um desses argumentos é que as políticas de crédito do BNDES reduziram a potência da política monetária praticada pelo Banco Central do Brasil (Bonomo; Martins, 2016; Perdigão, 2018). A lógica do argumento é relativamente simples: uma vez que os financiamentos balizados em TJLP embutiam um custo inferior ao das taxas de juros médias de mercado, a redução da demanda agregada, que deveria ser induzida pelo aumento das taxas básicas de juros (Selic) nos ciclos em que o Banco Central procurasse convergir a inflação esperada para a meta inflacionária, acabava sendo parcialmente anulada pela expansão da demanda, induzida pelos créditos do BNDES. Entretanto, em que pese a lógica do argumento, o fato é que esse efeito não é corroborado por outros estudos empíricos (Rosignoli, 2015; Barboza; Furtado, 2023).

Como já analisei na seção anterior, neoclássicos menos fundamentalistas, como Joseph Stiglitz, rejeitam a hipótese dos mercados eficientes, mas alegam que falhas no mercado de capitais, como concorrência imperfeita e assimetria de informação, fazem com que os bancos, míopes

quanto à capacidade de calcular o risco do tomador de empréstimos, racionem crédito e/ou fixem tetos homogêneos para as taxas de juros. Oferta insuficiente de crédito e juros anormalmente superiores aos que reflitam os fundamentos ótimos do mercado financeiro justificariam a intervenção do Estado, mediante supervisão, regulação e políticas de crédito complementares para minimização das chamadas “falhas de mercado”.

No entanto, mostrei que a explicação keynesiana para a alocação subótima de crédito de longo prazo nada tem a ver com as hipóteses dos mercados eficientes ou a teoria das falhas de mercado. A principal razão está relacionada à incerteza radical (isto é, não mensurável através de cálculos probabilísticos de risco futuro) associada a projetos de investimento de longo prazo, como infraestrutura, aquisição de máquinas e equipamentos e inovações tecnológicas. Nos países em desenvolvimento, sobretudo, em face do maior grau de incerteza e risco, dificilmente o sistema financeiro privado alocará crédito de longo prazo na magnitude suficiente para sustentar taxas de investimentos adequadas para promover a acumulação de capital, o avanço da produtividade e o desenvolvimento econômico. O papel crucial de bancos de desenvolvimento, como o BNDES, continua sendo não apenas compensar a escassez relativa de crédito de longo prazo, mas também, em casos específicos, compartilhar riscos associados a investimentos de longa maturação e/ou em projetos de inovação, notadamente os que envolvem tecnologias de caráter disruptivo, que exigem capital “paciente”.

3.2 Propostas para reativação do BNDES no século XXI

Os fundamentos teóricos pós-keynesianos dão pistas de qual deve ser o papel do BNDES na alocação de financiamento dos investimentos no século XXI. É preciso, obviamente, usar de seletividade. Com base nas transformações em curso e nas peculiaridades econômicas e sociais brasileiras, os fluxos de crédito do banco devem priorizar seis eixos, numa ordem que poderia ser a seguinte: 1) Economia verde: projetos que incorporem tecnologias de baixa emissão de CO₂; 2) Inovações em geral; 3) Infraestrutura; 4) Projetos com potencial de redução das desigualdades

sociais e regionais; 5) Financiamento às exportações (inclusive de bens e serviços de engenharia em obras no exterior, que rendem divisas e ativam emprego no Brasil); e 6) Apoio a micro, pequenas e médias empresas (MPMEs).

Nenhum desses eixos se enquadra nos argumentos neoclássicos de mercados eficientes ou falhas de mercado.³ Nem mesmo o apoio do BNDES às micro, pequenas e médias empresas tem amparo na teoria das falhas de mercado, mas sim na evidência de que, como são as grandes empresas que deflagram parte expressiva das inovações tecnológicas e contam com maiores economias de escala, a tendência à concentração, típica do capitalismo monopolista, faz com que a taxa de sobrevivência das empresas de menor porte seja reduzida, o que dificulta ainda mais seu acesso a crédito privado de longo prazo. Por essa razão, as MPMEs contam com apoio de bancos de desenvolvimento aqui e em outros países.

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

No que se refere ao custo dos financiamentos, o BNDES deveria operar com quatro tipos de taxas de juros, estipuladas caso a caso: taxas que reflitam (não necessariamente por completo) as condições de mercado; taxas subsidiadas; operações totalmente subsidiadas (a fundo perdido); e encargos

3 Ao leitor interessado na experiência indiana de bancos de desenvolvimento, em perspectiva comparada com outros bancos de desenvolvimento internacionais, ver Nayyar (2017).

baseados em cestas de moedas, em operações cujos recursos tenham sido captados em moeda estrangeira.

No primeiro caso, o governo deveria propor uma taxa alternativa à TLP e/ou um fator redutor da própria TLP. Afinal, não faz sentido um banco de desenvolvimento cobrar taxas totalmente determinadas pelo mercado. Prova disso é que a TLP de janeiro de 2023 já atingia 5,93% (contra 2,70% em janeiro de 2018, na ocasião dos primeiros contratos). Um IPCA acumulado em doze meses de, aproximadamente, 5,79%, faz com que o custo nominal do financiamento no início dos contratos fique, atualmente, próximo a 11,72%, sobre os quais ainda incidem *spreads* para cobrir custos operacionais da instituição e, principalmente, o risco de crédito do tomador.¹ Contam-se nos dedos os setores que obtêm taxas nominais de retorno sobre o capital investido iguais ou acima desse percentual. Segundo estimativas do CEMEC-FIPE (USP), as taxas nominais médias de retorno sobre o capital investido das 450 maiores empresas de capital aberto giraram em torno de 9,74% entre 2012 e 2020 – bem inferiores, portanto, às taxas de financiamento do BNDES contratadas em TLP entre 2018 e 2022.² É verdade que as maiores companhias têm facilidade de acesso ao mercado privado de capitais, mas, mesmo nesses casos, seria conveniente haver uma taxa menos “nervosa” que a TLP, geralmente definida em níveis que chegam a ser proibitivos aos investimentos produtivos.

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

4 O cálculo baseia-se no IPCA informado pelo IBGE.

5 Os dados disponíveis relativos ao período 2010-2020 podem ser consultados nas diversas Notas CEMEC, disponíveis: <https://cemecfipe.org.br/2021>. Acesso em: ago. 2023.

financiamentos em projetos estratégicos para o desenvolvimento.

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

As análises dos impactos econômicos, sociais e ambientais dos financiamentos devem ser aprimoradas. Todas as operações que envolvam custo de financiamento inferior ao das condições de mercado devem ser precedidas de exigências mínimas de performance, sobretudo relativas ao incremento da produtividade, um indicador fácil de ser calculado e monitorado. Excetuando-se os financiamentos às micro, pequenas e médias empresas, geralmente intensivas em trabalho, não faz sentido que as condições de financiamento sejam condicionadas à geração de emprego nos curto e médio prazos, a qual depende da política macroeconômica em curso. Sendo assim, a principal razão que justifica a concessão de financiamento do BNDES a projetos de investimentos sob cláusula de taxas de juros abaixo das de mercado é que estes contribuam para o aumento da produtividade, geração de externalidades e fomento do emprego no longo prazo.⁶

6 A esse respeito, é salutar a introdução de Relatórios de Efetividade, por parte do BNDES, que permitem avaliar o impacto das políticas de crédito do Banco sobre o emprego. No entanto, é preciso lembrar que projetos de longa maturação, sobretudo os intensivos em capital e de maior sofisticação tecnológica, conquanto não tenham grande poder gerador de empregos diretos no curto prazo, têm elevado poder de geração de empregos indiretos nos médio e longo prazos, devido aos efeitos de encadeamento com outros segmentos e às externalidades positivas a eles inerentes.

Tendo em vista os enormes desafios inerentes às transformações tecnológicas esperadas no decorrer do século XXI, principalmente as relacionadas às economias verde e digital, é evidente que o crédito privado será escasso, quando não inexistente, para financiar grandes projetos de investimento. O problema é que, com o *funding* atual, o BNDES não terá meios para dar conta do recado. Será preciso, portanto, que a instituição encontre fontes diversificadas de financiamento. Minhas principais sugestões – as quais, a propósito, não acarretam impactos fiscais adversos – são:

(i) Reconfigurar a estrutura de captação de recursos provenientes dos fundos institucionais, como o FAT;

(ii) Introduzir formas adicionais de captação de recursos no âmbito da reforma tributária, de modo a proporcionar fontes mais perenes para a composição do passivo do BNDES;

(iii) Permitir que o BNDES emita títulos para captação de recursos financeiros no mercado financeiro;

(iv) Buscar recursos, em moeda estrangeira, em instituições multilaterais ou regionais como Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e Banco do BRICS, bem como em bancos governamentais, como o China Development Bank e outros;

(v) Estruturar projetos de investimento para descarbonização em parceria com empresas privadas, públicas ou entidades da federação, com o objetivo de acessar recursos financeiros externos;

(vi) Captar recursos via emissão de títulos verdes (*green bonds*), aposta promissora no financiamento de tecnologias com baixa emissão de CO₂;

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

Em suma, as grandes transformações em curso recomendam não

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

4. Conclusão

O período 2018-2022 marcou uma guinada nas políticas de crédito do BNDES. Essencialmente, o Banco adotou a Taxa de Longo Prazo (TLP), taxa de juros real livremente determinada pelo mercado, com base na média dos juros reais de 3 meses pagos pela NTB-N de 5 anos, a qual passou a balizar a maior parte dos financiamentos de longo prazo das empresas de grande porte. Como mostrei neste ensaio, a adoção de uma taxa de juros real determinada pelo mercado é ancorada na abordagem liberal neoclássica de que a intervenção de bancos públicos no mercado de crédito expulsa (“*crowd-out*”) os bancos privados do mercado de crédito e inibe a ampliação e diversificação do mercado de capitais.

O fato é que, após a crise recessiva de 2015-2016 e neste curto período em que expressiva parcela dos financiamentos contratados foram baseados na TLP, os indicadores disponíveis revelam um rápido e profundo aniquilamento do BNDES como principal banco de fomento no Brasil. No período 2014-2022, a carteira de crédito do banco foi reduzida de R\$ 1.038 bilhões para R\$ 480 bilhões, os desembolsos de R\$ 300 bilhões para R\$ 98 bilhões e os ativos totais de R\$ 1.399 bilhões para R\$ 684 bilhões. E mais: entre 2009 e 2022, as amortizações de dívidas junto ao Tesouro Nacional (de R\$ 689 bilhões) excederam as captações líquidas do banco (de R\$ 441

bilhões). T tamanha contração das atividades do BNDES ocorreu, mesmo sabendo-se que o índice de inadimplimento registrado neste banco de fomento é, historicamente, inferior ao do Sistema Financeiro Nacional.⁷

Mostrei neste ensaio que nem a hipótese de eficiência dos mercados financeiros nem o argumento da existência de falhas no funcionamento do mercado de capitais justificam a escassez de crédito nos países em desenvolvimento. A principal explicação associa-se à hipótese pós-keynesiana de que os bancos privados, ao se defrontarem com incerteza radical no tocante à efetiva amortização futura dos créditos concedidos, não se dispõem a prover crédito no montante requerido para o financiamento dos investimentos produtivos, mormente os de longa maturação. Essa é a hipótese básica que justifica a existência de bancos de desenvolvimento, como o BNDES.

Face aos enormes desafios inerentes às transformações tecnológicas esperadas no decorrer do século XXI, principalmente as relacionadas às economias verde, propusemos um conjunto de políticas operacionais para o BNDES, contemplando eixos prioritários, instrumentos diversificados de captação de crédito e de custos dos financiamentos dos empréstimos concedidos. Como o mercado de capitais privado brasileiro não estará disposto a financiar parte expressiva dos investimentos requeridos na busca de novas tecnologias de baixa emissão de CO₂ e em inovações radicais ou incrementais na Indústria 4.0, que exigem capital paciente, caberão ao BNDES e a outras agências públicas de fomento (como, por exemplo, a Financiadora de Estudos e Projetos – Finep) retomar seu papel de vanguarda.

7 Todos os indicadores baseiam-se em apresentação sobre os Resultados Anuais do BNDES em 2022, feita pelo presidente da instituição, Aloísio Mercadante, no dia 14 de março de 2023 (BNDES, 2023).

Referências

- BARBOZA, R.; FURTADO, M. Afinal, o BNDES afeta a política monetária? *Texto para Discussão*, BNDES, Rio de Janeiro, n. 154, 2023.
- BNDES. *Resultados Anuais do BNDES em 2022*. (Apresentação de Aluizio Mercadante). [S. n. t.], 2023.
- BONOMO, M.; MARTINS, B. The impact of government-driven loans in the monetary transmission mechanism: what can we learn from firm-level data. *Working Papers*, Banco Central do Brasil, Brasília, n. 419, 2016.
- CORNELIO, F. M. *Política Industrial no Brasil: da Liberalização Comercial aos Anos Recentes*. 2015. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal Fluminense, Niterói (RJ), 2015.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York, v. 25, n. 2, May 1970.
- KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Abril, 1996 [1936].
- KEYNES, J. M. The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 51, n. 2, p. 209-223, Feb. 1937.
- KREGEL, J. Markets and institutions as features of a capitalistic production system. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 3, n. 1, 1980.
- KREGEL, J. A note on finance, liquidity, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 9, n. 1, 1986.
- MARTINS, L. *Estado Capitalista e Burocracia no Brasil pós-64*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- MCKINNON, R. *Money and Capital in Economic Development*. Washington DC: The Brookings Institution, 1973.
- MDIC. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. *Diretrizes de Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior*. Brasília: MDIC, 2023.

- MDIC. *Inovar e Investir para Sustentar o Crescimento. Oportunidade para uma Política de Desenvolvimento Produtivo*. Brasília: MDIC, 2008.
- MDIC. *Plano Brasil Maior: Inovar para Competir, Competir para Crescer – Balanço Executivo*. Brasília: MDIC, 2014.
- MINSKY, H. *Can "it" Happen Again: Essays on Instability and Finance*. New York: M. E. Sharpe, 1982.
- NAYYAR, D. Development Banks and industrial finance: the Indian experience and its lessons. In. NOMAN, A; STIGLITZ, J. *Efficiency, Finance, and Varieties of Industrial Policy*. New York: Columbia University Press, 2017.
- PERDIGÃO, B. V. S. *Essays on Monetary Economics and Banking*. 2018. Tese (Doutorado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.
- ROSIGNOLI, M. R. *Os Efeitos do Crédito Direcionado na Suavização de Choques Financeiros e nas Decisões de Política Monetária e Macropprudencial*. 2015. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.
- SHAW, E. S. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press, 1973.
- SINGH, A. Capital Account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development. *Eastern Economic Journal*, v. 29, n. 2, p. 191-216, 2003.