

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O BNDES E SUA NOVA POLÍTICA DE ATUAÇÃO A PARTIR DE 2007

Guido Maia da Cunha

Nº de Matrícula: 1110327

Orientador: Márcio Garcia

Junho 2015

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O BNDES E SUA NOVA POLÍTICA DE ATUAÇÃO A PARTIR DE 2007

Guido Maia da Cunha

Nº de Matrícula: 1110327

Orientador: Márcio Garcia

Junho 2015

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Gostaria de agradecer, inicialmente, aos meus pais, Nora e Thadeu, pois certamente não teria chegado até aqui sem o apoio e amor incondicional dos dois. Sei que todos os agradecimentos não serão suficientes, mas não posso deixar de dizer muito obrigado por tudo que tenho hoje.

Agradeço também à minha namorada, Bruna, por ter sido minha inspiração e meu porto seguro durante esse período, mesmo quando as coisas pareciam mais difíceis.

Por fim, gostaria de agradecer ao meu orientador, Márcio Garcia, por todo o aprendizado que tive não só durante a monografia, mas também durante o PIBIC, as aulas e toda a minha vida universitária. Obrigado também pela generosidade e disponibilidade com as quais sempre me recebeu e também pela atenção e colaboração dadas, pois, sem elas, esse trabalho certamente não seria possível.

Índice

1. Introdução	8
2. Fontes de Financiamento	10
2.1. FAT / PIS-PASEP	11
2.2. Tesouro Nacional	13
3. Desembolsos	15
3.1. Visão Geral	15
3.2. Análise de Efetividade	18
4. Participações Societárias	23
4.1. Visão Geral	23
4.2. Análise de Efetividade	27
5. Impactos Macroeconômicos	30
5.1. Desenvolvimento	30
5.2. Dívida Pública	35
6. Conclusão	43
7. Referências Bibliográficas	45

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Estrutura de Capital do BNDES	10
Gráfico 2 - Ativo Total vs. Patrimônio Líquido vs. Desembolsos do BNDES	11
Gráfico 3 - Nível de Alavancagem do BNDES	12
Gráfico 4 - TJLP	15
Gráfico 5 - Repasses do Tesouro Nacional e da FAT/PIS-PASEP para o BNDES	15
Gráfico 6 - Desembolsos Anuais por Setor	17
Gráfico 7 - Desembolsos Anuais, por Tamanho de Empresa	19
Gráfico 8 - Carteira de Ações de Empresas Não-Coligadas em 2014	25
Gráfico 9 - Carteira de Ações de Empresas Coligadas em 2014	26
Gráfico 10 - Carteira de Debêntures Ex-BNDES em 2014	26
Gráfico 11 - Distribuição da Carteira de Investimento do BNDESPAR, por Setor	27
Gráfico 12 - Desembolsos do BNDES vs. Taxa de Investimento	32
Gráfico 13 - Participação do Setor Privado na FBKF	33
Gráfico 14 - Diferença entre o Custo de Financiamento dos Bancos Privados e a Taxa Cobrada pelo BNDES	35

Gráfico 15 - Participação de Bancos Privados e Públicos na Concessão de Crédito vs. Desembolsos do BNDES	35
Gráfico 16 - Diferença entre a TJLP e a Selic	36
Gráfico 17 - Custo Total do Capital vs. Custo por Emprego Gerado Diretamente	42

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Variáveis utilizadas para o cálculo do custo de capital	38
Tabela 2 - Valores utilizados no cálculo do valor justo do custo das atividades do BNDES	40
Tabela 3 - Valor justo do custo das atividades do BNDES e o custo não-declarado	40

1. Introdução

O BNDES foi criado em 1952, com o objetivo de fomentar as atividades privadas e colaborar para o desenvolvimento do país, principalmente via industrialização. Nesses mais de 60 anos de existência, a instituição teve papel fundamental na formulação de política econômica brasileira e muito contribuiu para os avanços técnicos em nossos setores produtivos. Ainda assim, ele jamais teve a importância e o tamanho que adquiriu nos últimos anos, quando passou a ser central no projeto de consolidação das conquistas sociais realizado pelo governo federal.

A visão mais popular sobre o papel de um banco de desenvolvimento é a de um agente econômico governado pelo Estado e que atua de forma a prover capital de longo prazo para a economia do país (Armendáriz de Aghion 1999). Essa carência de capital de longo prazo pode se dar em função do receio do setor privado em relação às incertezas macroeconômicas para o futuro, argumento comum para países subdesenvolvidos, ou em função das externalidades sociais positivas que certo projeto pode gerar e que são ignoradas pelo setor privado na hora da decisão do financiamento (Bruck 1998).

Além dessa teoria, há também uma visão política da forma de atuação dos bancos de desenvolvimento ao redor do mundo. Segundo essa visão, os bancos de desenvolvimentos nacionais servem como instrumentos para atender interesses próprios dos agentes políticos ou de empresas com forte conexão política (Faccio 2006). Nesse caso, a prioridade não seria financiar projetos desejáveis socialmente, mas sim projetos que tragam benefícios a um determinado grupo de pessoas.

Boa parte da discussão acadêmica recente em torno do BNDES é motivada por essa divergência teórica. A expansão iniciada em 2007 e acelerada a partir de 2009 estaria sendo eficaz na provisão de capital de longo prazo para projetos socialmente desejáveis ou estaria atendendo mais a interesses de determinados grupos?

Rezende (2015) argumenta que a expansão da carteira de crédito do BNDES foi fundamental para vencer a instabilidade financeira que tomou conta dos mercados financeiros mundiais com a crise de 2008, em um momento em que o setor privado reduzia fortemente suas carteiras de crédito. Graças à atuação do BNDES, portanto,

teria sido possível evitar a paralização de projetos de infraestrutura e de longo prazo das empresas e a entrada da economia brasileira em uma crise semelhante à vivenciada pelas economias desenvolvidas. Além disso, argumenta ainda que a vantagem competitiva do BNDES não se dá em função da sua capacidade de financiamento mais barato, mas sim porque o setor bancário brasileiro prefere operar com spreads elevados, ativos de curto prazo e baixa alavancagem para poder gerar um ROE elevado.

Garcia (2014), por outro lado, afirma que, apesar da expansão do BNDES, não houve elevação das taxas de investimentos do país e que não há evidências de que a atuação do BNDES foi, de alguma forma, relevante para evitar um cenário pior. Observa ainda que *“Grandes empresas têm recorrido sistematicamente ao BNDES, não por não terem acesso aos mercados de capitais e financeiro, nacional e internacional, mas atraídas pelo crédito pesadamente subsidiado.”*. Nesse caso, não haveria sentido no Tesouro arcar com os custos dessa expansão, que são elevados em função dos spreads entre a SELIC e a TJLP e acabam tendo impacto relevante sobre a estrutura fiscal brasileira.

O debate sobre o papel exercido pelo BNDES entre 2007 e 2014 e sua eficácia é a motivação principal desse trabalho, que buscará entender melhor o funcionamento da instituição, as mudanças pelas quais ela passou durante o período e quais os efeitos disso sobre a economia real brasileira.

2. Fontes de Financiamento

Assim como grande parte dos bancos nacionais de desenvolvimento ao redor do mundo, o BNDES não possui correntistas ou qualquer fonte de financiamento direto privado. Sendo assim, ele capta recursos para financiar suas atividades através de fundos geridos pelo setor público, por repasses diretos do Tesouro Nacional e captações externas, seja por emissão de títulos e debêntures ou por empréstimos de organismos multilaterais.

Até 2008, o FAT, Fundo de Amparo ao Trabalhador, representava a maior fonte de financiamento do BNDES. Como se pode ver nos gráficos a seguir, a partir de 2009, no entanto, a estrutura de capital do banco começou a se modificar consideravelmente, com os repasses do Tesouro passando a representar parcela cada vez maior do passivo do BNDES. Isso se deu muito em função da necessidade de expandir o BNDES, garantindo o capital necessário e de baixo custo para o novo modelo de banco implementado pelo governo federal.

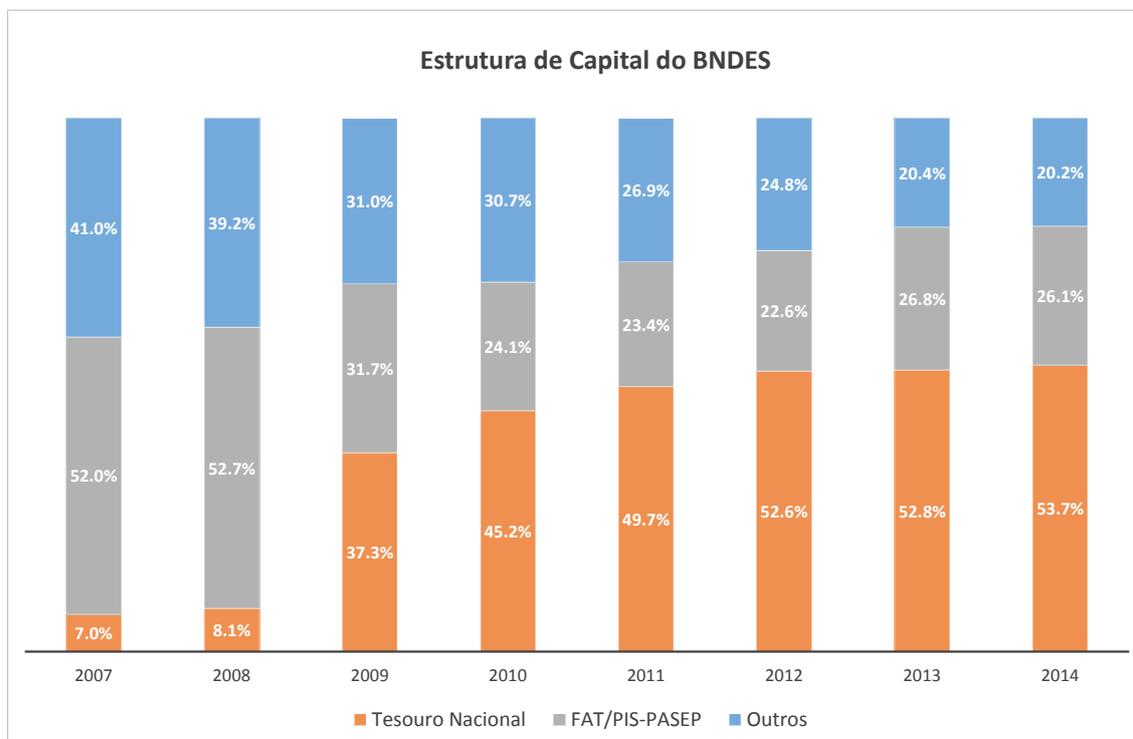


Gráfico 1: Estrutura de Capital do BNDES

Essa mudança de política da instituição teve, também, como consequência um crescimento desproporcional do ativo quando comparado ao seu patrimônio líquido, uma vez que a maior parte dessa expansão dos desembolsos teve como contraparte os repasses que são contabilizados no passivo. Em 2014, o patrimônio líquido do BNDES totalizava 66 bilhões, frente ao valor de 877 bilhões do ativo consolidado, o que representa uma alavancagem de mais de 12 vezes o valor do seu capital próprio. O gráfico 3 mostra que esse nível de alavancagem também aumentou a partir de 2007, quando era de cerca de 7 vezes o valor do seu capital próprio.

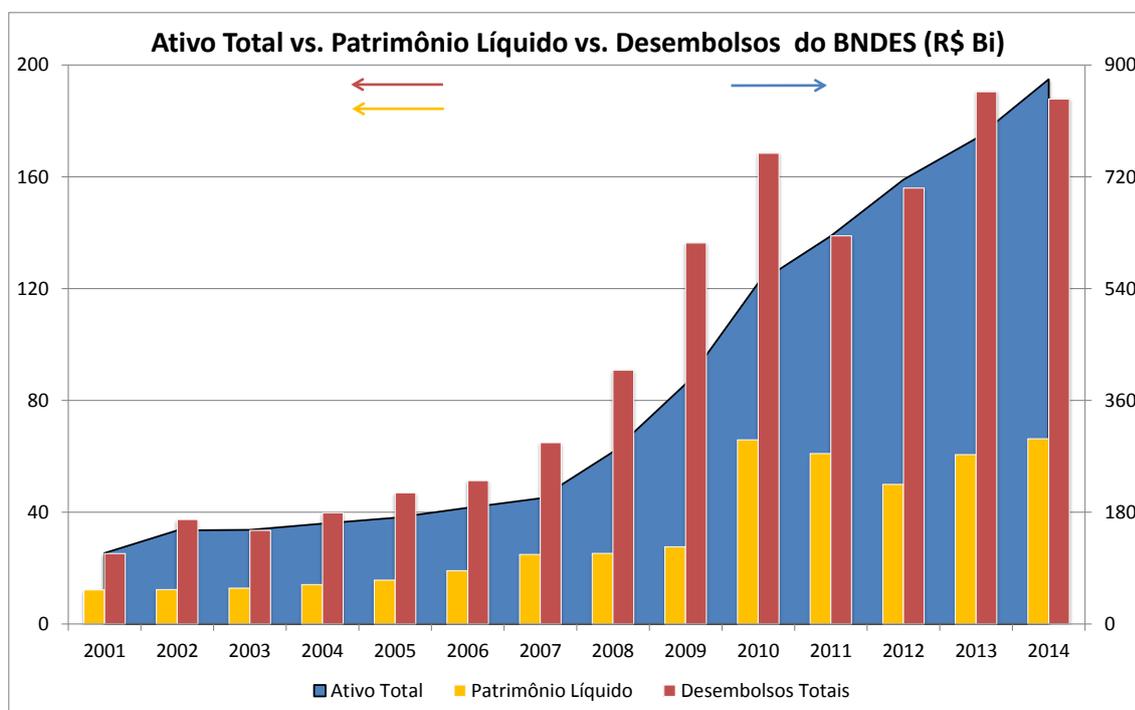


Gráfico 2: Ativo Total vs. Patrimônio Líquido vs. Desembolsos do BNDES

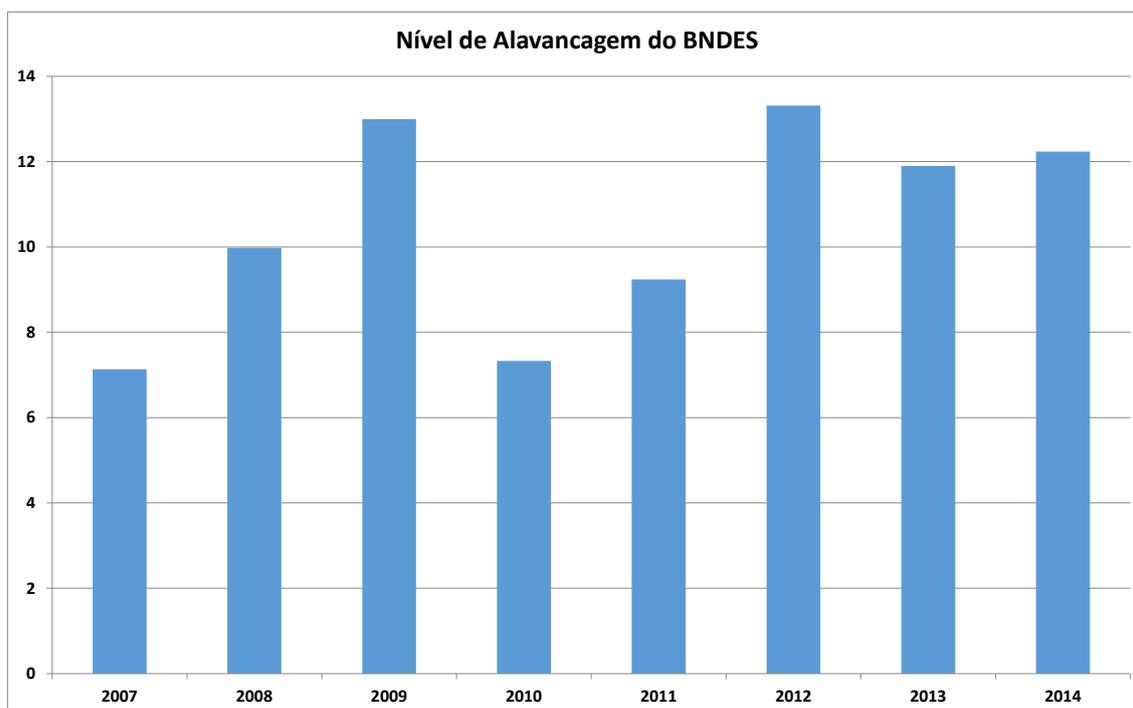


Gráfico 3: Nível de Alavancagem do BNDES

2.1. FAT / PIS-PASEP

Nas suas décadas iniciais, o BNDES não possuía nenhuma fonte fixa de financiamento e se limitava a captar recursos por meio de adicionais sobre impostos ou vindos do orçamento. Dessa forma, esteve constantemente sujeito a instabilidade no financiamento que prejudicavam qualquer política de longo prazo do banco. Somente na década de 1970, com o 2º Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) foi estabelecida uma fonte regular para captação de recursos para o BNDES, as arrecadações do PIS (Programa de Integração Social) e do PASEP (Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público)¹.

Em 1988, com a promulgação da nova Constituição Federal, ficou determinado que 40% da arrecadação do PIS e do PASEP seriam destinadas ao BNDES com o objetivo de financiar projetos com potencial de estimular o desenvolvimento do país. Os 60% restantes ficariam destinados ao financiamento dos programas de seguro-desemprego e abono salarial.

¹ SANTOS, 2006, p. 4

No início da década de 1990, os fundos PIS e PASEP foram consolidados contabilmente sob a forma do FAT, Fundo de Amparo ao Trabalhador. A participação do FAT no passivo do BNDES desde então não se resume apenas aos 40% obrigatórios, chamados de FAT Constitucional. Dos 60% restantes, se a arrecadação exceder os pagamentos necessários no período, o excesso também pode ser utilizado pelo BNDES sob a forma de depósitos especiais.

Desde 1974, ano de implementação do 2º PND, o FAT/PIS-PASEP se consolidou como principal fonte de recursos do BNDES, constituindo a maior parte do seu passivo e permitindo a sua consolidação como financiador de longo prazo da economia brasileira. A partir de 2009, como se pode ver no gráfico 1, esse cenário começou a se modificar a partir dos volumosos repasses do Tesouro Nacional que marcaram o início de uma expansão sem precedentes na história do banco.

Apesar da perda de importância relativa nas captações totais, os recursos do FAT direcionados para o BNDES continuam sendo significativos e representando uma parcela considerável do total de recursos captados pelo banco. Entre 2007 e 2014, o ingresso de recursos vindos do FAT Constitucional e do FAT - Depósitos Especiais apresentou um crescimento médio de 10,75 % a.a., atingindo o valor de 22,3 bilhões de reais em 2014.

Em termos de custo de financiamento, apesar de pequenas diferenças nas regras para uso da parcela constitucional e dos depósitos especiais nas operações do BNDES², ambos são remunerados a TJLP (ou máximo de 6% a.a. no caso do FAT Constitucional), para financiamentos concedidos em reais ou a LIBOR, para operações em moeda estrangeira.

² Cf. SANTOS, 2006, p.6-8

2.2. Tesouro Nacional

O Tesouro Nacional é, hoje, a maior fonte de recursos e responsável por mais de 50% do passivo do BNDES. Até 2007, porém, sua atuação era muito pouco relevante e os repasses eram raros. Para se ter uma ideia, até esse ano haviam sido feitos apenas 4 movimentos de captação do BNDES junto ao Tesouro, nunca mais de um por ano, e que somados totalizavam 11,3 bilhões de reais.

A partir da mudança na direção da política econômica no segundo governo Lula, definiu-se o BNDES como um agente central no projeto de ampliar as conquistas sociais obtidas no primeiro mandato e acelerar o processo de desenvolvimento do Brasil, através de estímulos ao investimento e à consolidação de um mercado de capitais no país. Esse momento representou o marco da mudança da relação do BNDES com o Tesouro, algo que seria fundamental para permitir a implementação de um novo modelo de atuação no banco.

O novo modelo de atuação do BNDES reforçaria o foco em projetos com alto potencial de geração de externalidades positivas para a sociedade ao mesmo tempo que ampliaria o poder de alcance das políticas de desenvolvimento, tanto em termos de número de projetos como em termos de valor financiado por projeto. E isso tudo só seria possível com um aumento considerável na quantidade de recursos captados pelo BNDES.

Os repasses do Tesouro se dariam por meio de emissão de títulos públicos. Inicialmente, em 2007 e 2008, o custo original dos contratos para o BNDES era atrelado à SELIC ou ao IPCA + 6%. A partir da emissão de MP (Medida Provisória) nº 453/09, em janeiro de 2009, o custo financeiro dos repasses do Tesouro em reais foi reduzido para TJLP + 2,5%, posteriormente para TJLP + 1% e, por fim, para apenas a TJLP (ver gráfico 4), ainda em julho de 2009³. A partir de então, esse custo financeiro tem sido mantido constante, representando um gigantesco subsídio implícito dado o spread entre a TJLP e a SELIC, como veremos mais à frente.

Já em 2009, os repasses do Tesouro ao BNDES totalizaram 105 bilhões de reais, um aumento de 366,7% em relação ao ano de 2008 que já havia apresentado

³ Relatório Gerencial Trimestral dos Recursos do Tesouro Nacional, 2014, p. 22-28

crescimento de 572,4% em relação a 2007. Desde então, mesmo com uma redução nos repasses em 2011, os valores anuais permaneceram elevados e representando a maior fonte de captação de recursos para o BNDES. Pode-se observar, no gráfico 5, a explosão dos repasses do Tesouro e a mudança por completo da relação entre a captação através do FAT/PIS-PASEP e a captação por meio do Tesouro a partir de 2009.

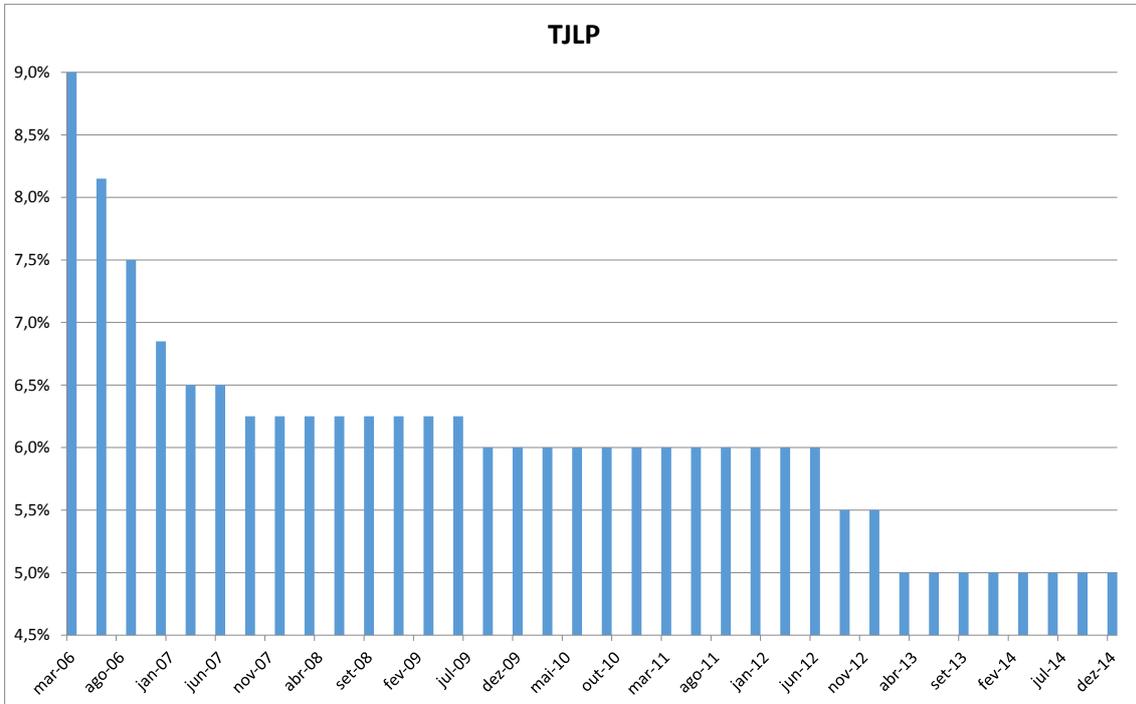


Gráfico 4: TJLP

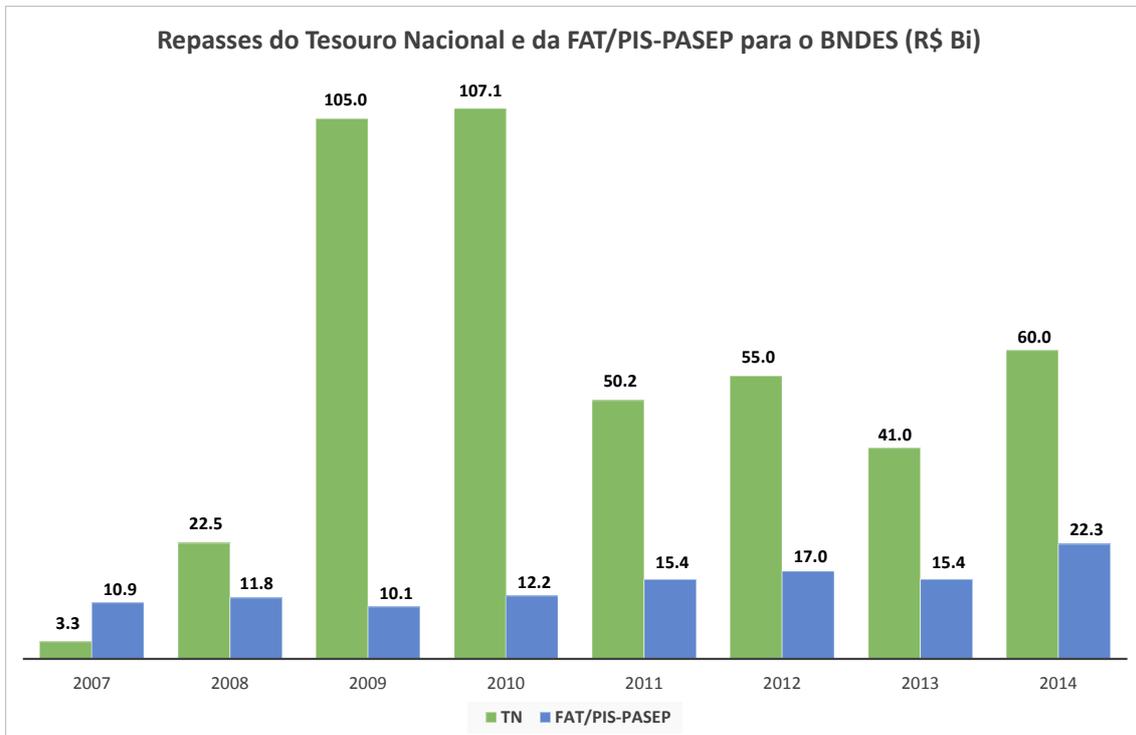


Gráfico 5: Repasses do Tesouro Nacional e da FAT/PIS-PASEP para o BNDES

3. Desembolsos

3.1. Visão Geral

Os desembolsos são a forma mais direta de atuação do BNDES, que também atua por meio de participações societárias, debêntures e outros créditos, e é para onde a maior parte dos recursos captados são direcionados. Para ter acesso a essa forma de financiamento, as empresas interessadas devem apresentar um projeto de investimento ao banco, cujo corpo técnico decide o enquadramento ou não do mesmo nos critérios a serem preenchidos.

Em um modelo mais tradicional de banco de desenvolvimento complementar ao setor privado, apenas como financiador de longo prazo da economia, esses desembolsos seriam concedidos para projetos com alto grau de externalidade no longo prazo e que não conseguiriam ser financiados no mercado privado. A expansão do BNDES também se deu na flexibilização desses critérios: hoje, o banco possui linhas de crédito que atendem a objetivos que considera estratégicos dentro da sua política de atuação, como o aumento das exportações e fornecimento de capital de giro a empresas.

Segundo dados da própria instituição, os desembolsos totais do BNDES que totalizavam cerca de 65 bilhões de reais em 2007 começaram a aumentar consideravelmente a partir de então, até atingir a marca de 190 bilhões em 2013. Isso representa um crescimento médio real de 16,1% ao ano ao longo do período. Em 2014 o valor não aumentou, mas tampouco diminuiu, fechando o ano em 188 bilhões de reais repassados para empresas.

Como se pode observar no gráfico 6, esse aumento nos desembolsos totais não se deu de forma equânime entre os setores da economia. Até 2010, a participação do setor de indústria de transformação e de comércio e serviços se mantinham equivalentes e esses setores eram os destinos dos recursos adicionais cedidos pelo BNDES. Em 2011, no entanto, junto com o início da desaceleração da economia brasileira, os desembolsos para a indústria de transformação foram reduzidos praticamente pela metade e desde então se mantém relativamente constantes, enquanto os desembolsos para comércio e serviços continuaram a apresentar crescimento todo ano.

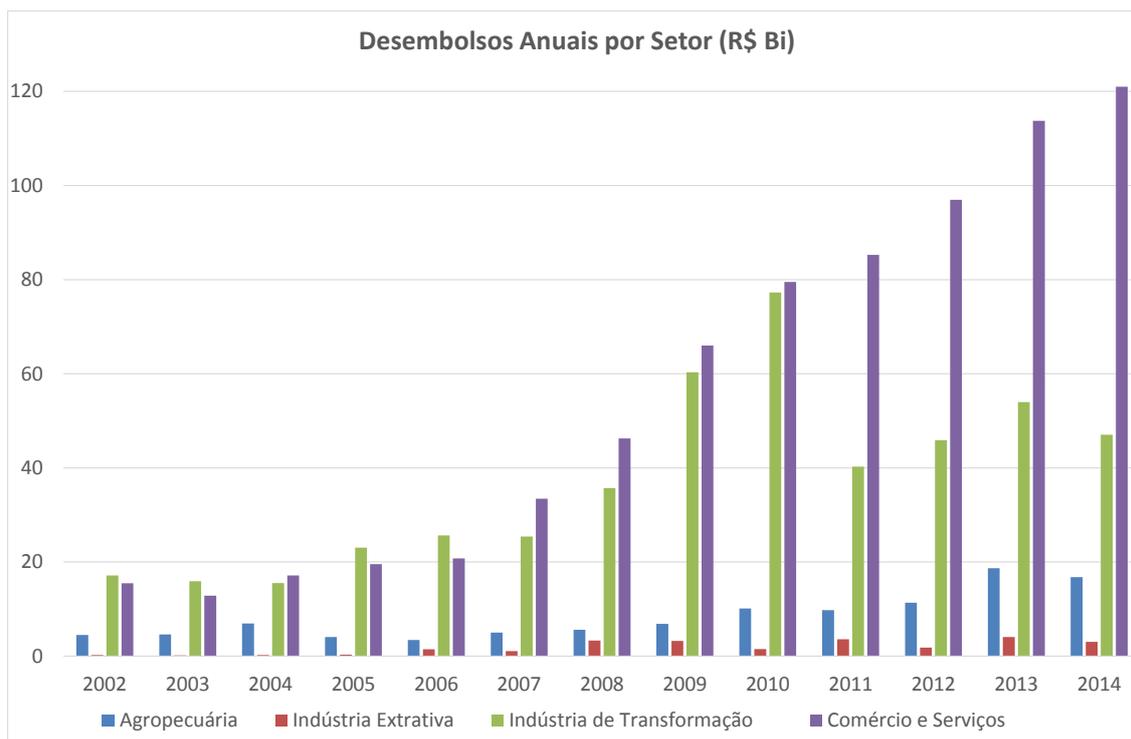


Gráfico 6: Desembolsos Anuais por Setor

Analisando mais detalhadamente dentro de cada setor, observa-se que a forte redução dos desembolsos para a indústria de transformação se concentrou nos, até então, dois ramos mais significativos em termos de repasses do BNDES: (1) coque, petróleo e combustível; (2) produtos alimentícios. Esses dois ramos apresentaram forte crescimento até 2010, chegando a receber 28,7 bi e 12,3 bi de reais respectivamente, mas não mantiveram o ritmo a partir de 2011, reduzindo suas parcelas para 4,4 bi e 5,3 bi.

Ao mesmo tempo, no setor de comércio e serviços, os quatro ramos que mais receberam recursos do BNDES foram: (1) transporte terrestre; (2) eletricidade e gás; (3) comércio; (4) administração pública. Juntos, em 2014, eles somaram cerca de 40% do total desembolsado para o setor. Por outro lado, a agropecuária e a indústria extrativa não apresentaram crescimento significativo e mantiveram sua pequena participação relativa nos desembolsos totais em cerca de 10%.

Esses dados, embora inconclusivos, parecem indicar uma redução da participação do setor secundário nos financiamentos do BNDES. Isso tenderia a se refletir negativamente sobre o crescimento da produtividade e outros fatores que

deveriam ser olhados no longo prazo como fundamentais para o desenvolvimento brasileiro.

Esse indício parece ser reforçado pelos dados de desembolsos para comercialização de máquinas e equipamentos nacionais. Nesse tipo de financiamento, em 2014, os setores agrícola e industrial receberam cerca de R\$ 18,6 bilhões de reais, parcela que não ultrapassa 30 % do total, que é amplamente concentrado em transportes. Sob uma ótica mais ampla, esse valor representa menos de 10 % do total de desembolsos do BNDES no ano.

Em termos de regiões atendidas, os dados divulgados pelo próprio banco mostram que ainda persiste uma grande concentração dos fluxos nas regiões mais desenvolvidas do país, Sul e Sudeste. Essas regiões receberam cerca de 68% dos desembolsos totais em 2014, enquanto Norte e Nordeste receberam apenas 20%. Embora essa maior concentração seja, de certa forma, esperada devido à maior concentração da renda nacional nessas regiões, o próprio BNDES põe como um dos seus objetivos reduzir as diferenças regionais em termos de desenvolvimento, inclusive com a criação, em 2005, de um programa com esse objetivo. A Política de Dinamização Regional (PDR) prevê taxas inferiores e maior participação do BNDES no financiamento total do projeto para aqueles realizados em áreas de baixa renda, em especial nas regiões Norte e Nordeste. Dada a existência desse programa, sua efetividade deveria estar atrelada a uma maior participação dessas regiões nos desembolsos totais do que as que elas têm no PIB nacional. Isso, no entanto, não ocorre e a participação das regiões Norte e Nordeste vêm se mantendo constante desde 2009.

Por fim, lançando um olhar mais microeconômico sobre a atuação do BNDES como financiador na economia brasileira, o que se observa é uma forte concentração dos fluxos em grandes empresas que, segundo o critério adotado pela própria instituição, são aquelas que apresentam lucro bruto anual superior a 90 milhões de reais. Em 2014, essas empresas receberam cerca de 68 % dos empréstimos totais cedidos pelo banco.

Como se pode observar no gráfico 7, esse comportamento de concentração em grandes empresas não se alterou muito ao longo do tempo e era ainda maior até 2010. Em termos de valores, entre 2007 e 2014 foram desembolsados aproximadamente 800 bilhões de reais para esse tipo de empresa, enquanto as micro, pequenas e médias (MPME's), somadas, receberam uma quantia muito menor, 330 bilhões.

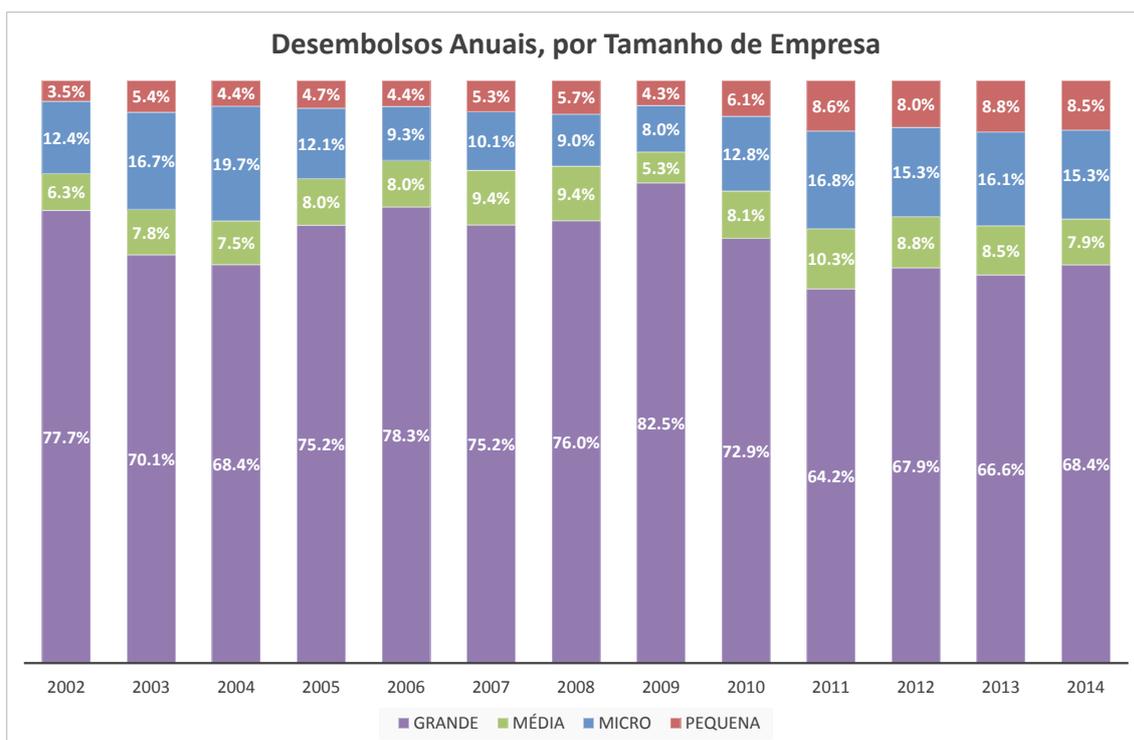


Gráfico 7: Desembolsos Anuais, por Tamanho de Empresa

3.2. Análise de Efetividade

Ainda que os dados apresentados na sessão interior indiquem, de certo modo, a forma como o BNDES têm atuado nos anos recentes, pouco nos dizem sobre a sua efetividade. Da mesma forma, existem muitos trabalhos criticando ou defendendo o modelo recente do banco, mas poucos tentam fazer uma análise empírica dos resultados gerados. Isso ocorre, principalmente, pela dificuldade de obtenção de dados referentes aos desembolsos até então. Em junho de 2015, em uma tentativa de melhorar sua transparência e prestação de contas, o BNDES começou a disponibilizar no seu site informações mais detalhadas de cada um dos seus contratos realizados desde 2012. A

base de dados ainda não está completa, mas certamente contribuirá para a realização de novos e melhores estudos sobre o tema.

Em um caso raro de estudo empírico mais detalhado sobre a efetividade do BNDES, Lazzarini et al. (2011) apresenta um trabalho sobre a atuação da instituição entre 2002 e 2009. Apesar de ser um período de tempo diferente do analisado por esse estudo, as principais características dos desembolsos não mudaram tanto durante esse período, como se pôde observar na sessão anterior, e podemos utilizá-lo como um indicativo do que ocorreu entre 2007 e 2014.

Nesse estudo, Lazzarini et al. (2011) monta uma base de dados a partir dos balanços de pagamentos das empresas de capital aberto que receberam algum empréstimo do BNDES entre 2002 e 2009, utilizando dados referentes à performance e à política de investimento das empresas, com o objetivo de testar a teoria de um banco de desenvolvimento cuja atuação é determinada pela política industrial (Armendáriz de Aghion, 1999). Segundo essa teoria, o financiamento via BNDES deveria afetar positivamente o nível de investimento e de performance das empresas.

Os resultados econométricos, obtidos por meio de regressões, mostram que as firmas que recebem desembolsos do BNDES são, em geral, maiores e têm performance melhor do que as outras firmas. Esse efeito, observado em variáveis como ROA (Return on Assets) e $\frac{EBITDA}{Ativos}$, no entanto, desaparece quando se controla para fatores de nível de firma e de indústria.

Da mesma forma, quando se controla para fatores no nível da firma, não é encontrado nenhum efeito dos financiamentos nos níveis de investimento, representados pelo ratio $\frac{investimentos}{ativos}$. Sendo assim, a atuação do BNDES não parece ser efetiva nem em melhorar o desempenho, nem em afetar a decisão de investimento das empresas. Tal evidência se contrapõe à visão de um banco de desenvolvimento pautado pela política industrial.

Por outro lado, quando realizado o teste de correlação no sentido inverso, o efeito observado foi significativamente positivo, ou seja, a performance da firma influencia o direcionamento dos desembolsos por parte do BNDES. Isso poderia indicar, conforme as palavras de Lazzarini et al. (2011):

“[...] consistent with the industrial policy view, BNDES may be selecting good candidates for “national champions” or trying to guarantee repayment by lending to well-performing firms”

É importante ressaltar, que os testes empíricos foram realizados apenas com empresas de capital aberto, ou seja, com empresas que se enquadram na categoria de grandes empresas. Os resultados para as MPME's podem ser diferentes, principalmente tendo-se em vista que essas, normalmente, tem maior dificuldade de financiar seus projetos no mercado privado e, por isso, teriam um benefício maior na atuação do BNDES.

Em meio a muitas críticas sobre a falta de transparência em relação aos seus contratos, o BNDES disponibilizou juntamente às já citadas informações mais detalhadas um relatório de efetividade da sua atuação justamente no período entre 2007 e 2014. Nesse relatório, a instituição separa a análise dos efeitos sobre grandes empresas e MPME's.

Utilizando-se de informações da PIA, Pesquisa Industrial Anual, realizada pelo IBGE entre 2007 e 2011, o BNDES montou uma base de dados das empresas industriais que receberam desembolsos via operações não automáticas, ou seja, todas aquelas cujos valores ultrapassam 10 milhões de reais e que, assim, passam, necessariamente, por uma análise e aprovação do corpo técnico da instituição.

Nesses testes empíricos, são levados em conta 6 indicadores: (1) pessoal ocupado; (2) valor de transformação industrial; (3) produtividade do trabalho; (4) participação do valor adicionado; (5) exportações; (6) investimento. Para cada um desses indicadores, são comparados o grupo de empresas apoiadas pelo BNDES e o grupo de empresas não apoiadas e observa-se como cada grupo se comportou em relação a cada indicador. No entanto, é importante ressaltar que mesmo se forem observadas diferenças entre os dois grupos, não seria possível afirmar que estas seriam em função da atuação do BNDES uma vez que eles já eram diferentes um dos outros antes dos desembolsos.

A variação percentual do emprego (1) nas empresas apoiadas é, no geral, maior. Porém, só é estatisticamente significativa em 2 dos 5 anos observados (2008, a 10%, e 2010, a 5%). Da mesma forma, variação percentual da transformação industrial (2) é,

geralmente, maior nas firmas apoiadas pelo BNDES. Essa diferença, no entanto, só é estatisticamente significativa em 2010, a 10%.

Por sua vez, a evolução da produtividade (3), do valor adicionado (4) e das exportações (5) nas empresas apoiadas não é estatisticamente superior à evolução nas não apoiadas em nenhum ano. Inclusive, a da produtividade e do valor adicionado são maiores nas empresas não apoiadas em 3 e 4 dos 5 anos analisados, respectivamente. Por fim, a variação percentual do investimento é estatisticamente maior nas apoiadas pelo BNDES apenas em 2 anos (2007, a 10% e 2012, a 5%). Em 3 outros anos, entretanto, o crescimento do investimento é superior nas não apoiadas.

Esses resultados mostram que, apesar da significância estatística de alguns indicadores em alguns anos, as diferenças entre os grupos apoiados e não apoiados não são consistentes e expressivas e, ainda que fossem, não poderiam ser creditadas exclusivamente à atuação do BNDES. Isso reforça os resultados obtidos por Lazzarini et al. (2011) no sentido de pouca efetividade nos repasses do banco para empresas de grande porte, principalmente em termos de investimento.

Mudando o foco para as MPME's, o Relatório de Efetividade do BNDES traz um estudo semelhante ao realizado para grandes empresas, separando as MPME's em um grupo de apoiadas e um grupo de não apoiadas, dessa vez coletando dados do Relatório Anual de Informações Sociais (RAIS) sobre cinco indicadores diferentes dentro das empresas analisadas: (1) emprego; (2) MPME empregadora; (3) remuneração; (4) escolaridade; (5) rotatividade. Nesse caso, são levadas em consideração apenas as operações indiretas automáticas, ou seja, aquelas em que a instituição financeira credenciada analisa a operação.

A variação do emprego (1) e o percentual de MPME's que mantiveram empregados (2) se mostraram sempre estatisticamente superiores nas empresas apoiadas, mesmo no nível de significância de 1%. Simultaneamente, a evolução da escolaridade (4) também se mostrou estatisticamente maior nas empresas apoiadas em todos os anos analisados, a 1%, enquanto o indicador de remuneração (3) apresentou esse comportamento em 3 dos 5 anos (2008, a 10%, e 2010 e 2011, a 1%). Por fim, a rotatividade (5) também se mostrou maior nessas firmas durante o período.

De modo geral, à exceção dos dados de rotatividade, que merecem uma análise posterior mais cuidadosa para entender o comportamento, os resultados encontrados

para o emprego nas MPME's, tanto em termos quantitativos quanto qualitativos, são positivos e estão de acordo com o desejado pelo BNDES. Além disso, em termos de eficácia as evidências são muito maiores para as MPME's do que para as empresas de grande porte, o que reforça a teoria de que as empresas menores devem ser mais beneficiadas pelo financiamento subsidiado publicamente do que as empresas maiores, pelo fato destas terem maior facilidade do que aquelas para se financiar no setor privado.

Um fato que merece atenção e, possivelmente, estudos mais aprofundados, é que, o relatório de efetividade do BNDES traz outro estudo sobre as MPME's, mais simples, analisando, especificamente, a efetividade Cartão BNDES. Esse veículo é destinado às MPME's (empresas com menos de 90 milhões em receita anual) para a aquisição de serviços, bens e insumos industriais, de fabricação nacional, previamente credenciados no BNDES. A intenção com a criação do Cartão BNDES era ampliar o acesso ao crédito barato e tornar o financiamento mais ágil para as MPME's, funcionando como um crédito pré-aprovado de até um milhão de reais por banco emissor.

Nesse caso, foi encontrado efeito positivo estatisticamente significativo sobre a quantidade de emprego formal nas empresas que utilizaram o Cartão BNDES entre 2008 e 2010. Uma análise mais profunda, por porte, mostra, no entanto, que esse efeito só se mantém significativo para as micro empresas. Seria interessante também realizar essa divisão por porte para o estudo principal citado anteriormente, de forma a verificar se essa tendência se repete. Nesse caso, os repasses só seriam realmente eficazes para micro empresas, o que, em linhas gerais, representaria uma atuação ainda menos satisfatória por parte do BNDES.

4. Participações Societárias

4.1. Visão Geral

O BNDES financia também de forma relevante o setor privado por meio da sua subsidiária, o BNDESPAR, que conta com participações societárias e debêntures de empresas no seu ativo. Seu foco, conforme definição do próprio BNDES,⁴ são participações de caráter minoritário e transitório com o objetivo de fortalecer e modernizar o mercado de capitais brasileiro.

Entre 2007 e 2013, o ativo total do BNDESPAR subiu de 27,5 bilhões de reais para 91,3 bi. Em 2014 não houve uma redução da atuação do BNDESPAR, mas o valor do seu ativo caiu para 77,2 bi em função, principalmente, da desvalorização das ações da Petrobras após o início da Lava-Jato, operação da polícia federal que identificou irregularidades em diversos contratos da empresa.

As participações societárias do BNDESPAR são divididas em empresas coligadas e não-coligadas. Os valores das primeiras são avaliados pelo método de equivalência patrimonial, enquanto os das últimas são a valor justo e, por isso, apresentam maior volatilidade, podendo gerar variações significativas como ocorreu em 2014 com a Petrobras.

Desde 2010, quando o BNDES participou de um processo de capitalização da Petrobras entrando com o valor de 22,4 bilhões de reais, a carteira de ações de empresas não-coligadas do BNDESPAR é concentrada em papéis da Petrobras e da Vale. Pelo gráfico 8, observa-se que, em 2014, essas duas representavam juntas 55,2% da carteira total, que vale 35,5 bilhões de reais e as empresas mais relevantes além dessas, como a Eletrobras, Suzano e CPFL somavam em torno de 3% cada apenas.

A carteira de ações de empresas coligadas também apresenta grau considerável de concentração. Quatro empresas se destacam no portfólio desde 2010, tendo

⁴ Disponível em:

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Renda_Variavel/BNDES_subscricao_valores_mobiliarios/index.html

representado juntas, em 2014, 86,7% da carteira total, de valor de 18,5 bilhões de reais. São elas: JBS, Fibria Celulose, Copel e Brasileira, como mostra o gráfico 9.

A carteira de debêntures, que atingiu 16,8 bilhões de reais em 2014, apresenta comportamento semelhante ao das de ações em termos de concentração, mas com um giro muito maior em relação às empresas. Como se pode ver no gráfico 10, no ano mais recente, a carteira ex-BNDES⁵ se concentrava em 5 companhias: Odebrecht, Vale, Marfrig, Klabin e AGC Energia.

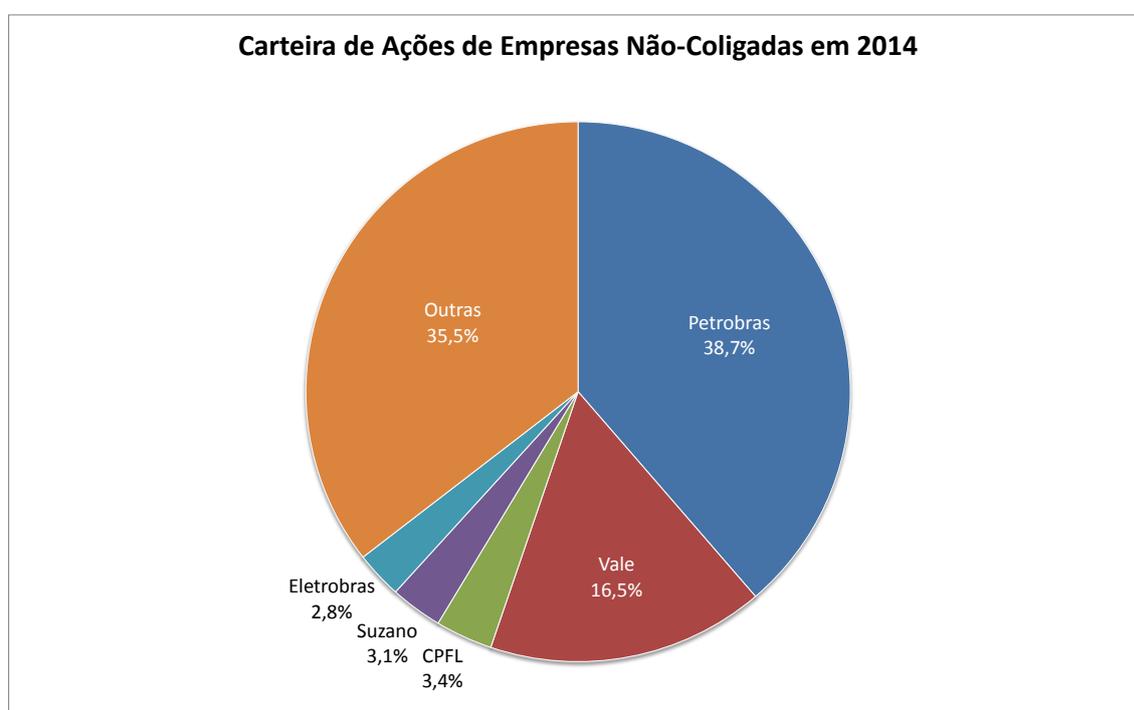


Gráfico 8: Carteira de Ações de Empresas Não-Coligadas em 2014

⁵ Cerca de 32% da carteira total de debêntures do BNDESPAR é composta por debêntures do próprio BNDES, que foram desconsideradas nesse cálculo.

Carteira de Ações de Empresas Coligadas em 2014

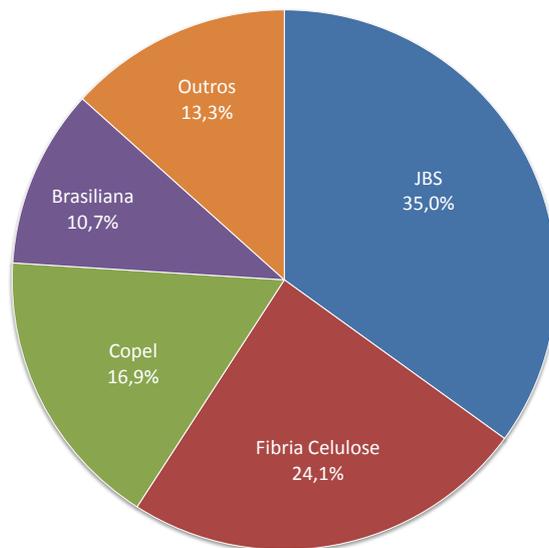


Gráfico 9: Carteira de Ações de Empresas Coligadas em 2014

Carteira de Debêntures em 2014

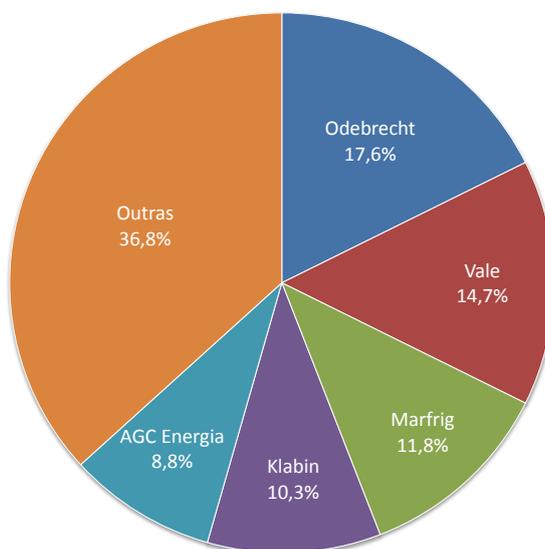


Gráfico 10: Carteira de Debêntures Ex-BNDES em 2014

Fazendo uma análise setorial dos investimentos do BNDESPAR, os setores mais relevantes, desde 2007, são: petróleo e gás; energia elétrica; mineração. A participação relativa desses setores no total de investimentos, no entanto, vem diminuindo: caiu de 74,2% em 2007 para 53,7% em 2014, muito em função do crescimento nos setores de alimentos/bebidas e de papel e celulose que aumentaram sua relevância de 5,2% somados para 27,9% no mesmo período, como mostra o gráfico 11.

Uma maior alocação nesses dois setores parece coerente com a argumentação de que o BNDES teria adotado, a partir de 2007, uma política de criação de campeões nacionais⁶, isto é, apoiando grandes empresas de setores em que o país apresenta boa vantagem competitiva e as fortalecendo para que possam competir no mercado externo com as mesmas capacidades das suas maiores concorrentes. O forte investimento no setor de alimentos/bebidas, formado por grandes empresas que empregam baixo grau tecnológico, talvez seja o melhor exemplo de como essa política de criação de campeões nacionais vai de encontro com o que seria esperado em uma visão de política industrial⁷, na qual um banco de desenvolvimento atuaria de forma complementar ao setor privado, dando ênfase a projetos ou setores com alto grau de externalidades positivas.

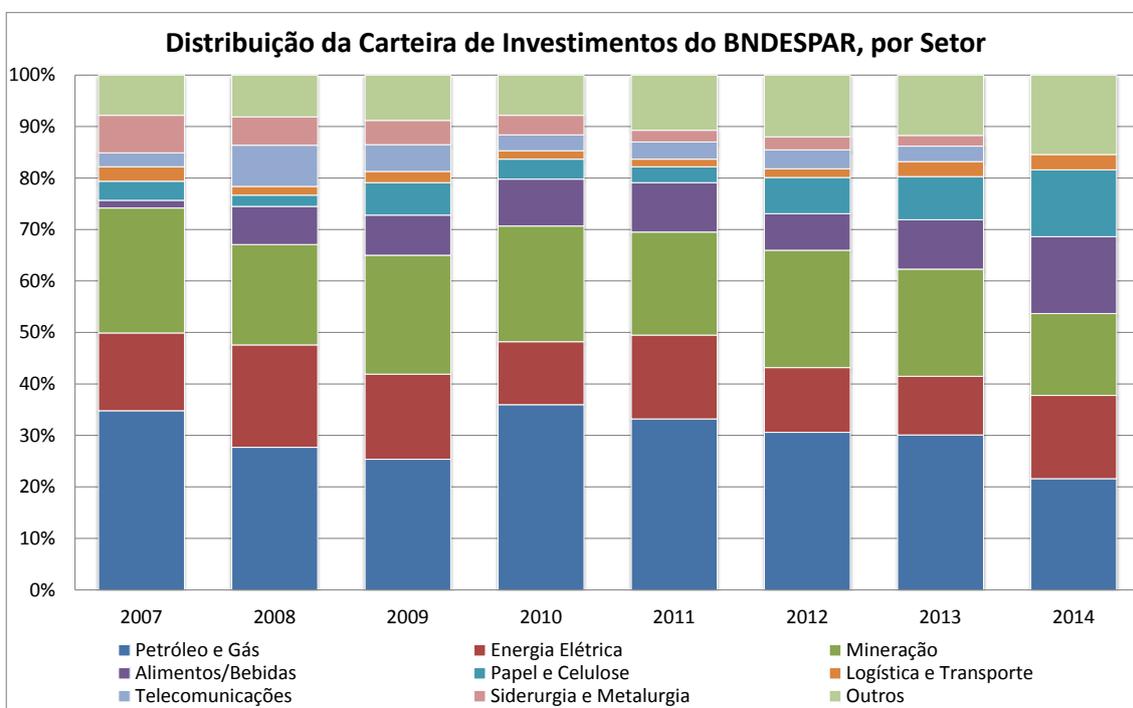


Gráfico 11: Distribuição da Carteira de Investimento do BNDESPAR, por Setor

⁶ LAZZARINI et al., 2011, p. 3

⁷ AGHION, 1999, p. 84 et seq.

4.2. Análise de Efetividade

Para tentar analisar a efetividade da política de investimentos do BNDES durante o período, novamente iremos observar os estudos de Lazzarini et al. (2011) sobre os impactos da participação da instituição sobre alguns indicadores das empresas nas quais foram feitos algum investimento. Nesse caso, a base de dados utilizada no estudo abrange 358 empresas entre 1995 e 2009. Como, novamente, o período é diferente do analisado aqui, é preciso levar em consideração as já citadas diferenças em termos de alocação dos investimentos a partir de 2007.

Em Lazzarini et al. (2011) são realizados testes econométricos utilizando variáveis como o ROA das empresas, para medir suas performances, e como ativos fixos e capex para medir os seus níveis de investimento. Os resultados para o período entre 1995 e 2009 indicam efeito positivo forte e significativo da atuação do BNDESPAR em uma empresa em termos de performance e investimento. Esse efeito, no entanto, torna-se insignificante quando se analisa apenas o período pós 2002, quando o mercado de capitais brasileiro começou a se desenvolver e consolidar de forma mais forte. A interpretação dos autores é a de que esses resultados corroboram a teoria de que a evolução dos mercados minimiza o impacto da atuação de bancos de desenvolvimento sobre a economia⁸.

O estudo também não encontra evidência de que a performance passada das firmas afete a decisão de investimento do BNDES, ao contrário do efeito que foi encontrado para os desembolsos. A ausência de significância nos resultados de correlação nas duas direções, por sua vez, aponta para critérios e resultados pouco consistentes em termos de alocação de investimento, o que poderia reforçar a ideia de um banco sujeito a pressões políticas. Nesse caso, empresas com boa relação com o governo poderiam pedir capital barato para financiar suas atividades mesmo que estas não se encaixem nos critérios adequados (Ades e Di Tella 1997).

Essa análise dos efeitos sobre as empresas investidas também é realizada no Relatório de Efetividade do BNDES entre 2007 e 2014. Nele são feitos estudos nos mesmos moldes do feito para desembolsos, separando as empresas em dois grupos, aquelas nas quais o BNDES teve investimento nesse período e aquelas em que não. A

⁸ LAZZARINI ET AL., 2011, p. 5

partir daí são feitos testes utilizando variáveis como: o faturamento da empresa; o nível de emprego; de exportações e internacionalização; investimentos. Os resultados apresentados, no entanto, são mais simplificados e focam em 3 empresas, de setores diferentes, escolhidas pelo próprio BNDES sem critério divulgado: (1) JBS; (2) Totvs; (3) Tupy.

O investimento na JBS (1) é possivelmente o mais criticado dos investimentos realizados pelo BNDES. A empresa, que até então era mais uma no pulverizado setor de frigoríficos, recebeu três aportes do BNDES entre 2007 e 2009 no valor total de 5,64 bilhões de reais, além de empréstimos que, entre 2007 e 2010, somaram 6,3 bilhões. Desde então, a instituição ajudou à empresa a se expandir e realizar aquisições de concorrentes na Argentina e nos EUA. Como prova do impacto do investimento do BNDES, em 2014 a JBS fechou o ano como a companhia privada de maior faturamento e a quarta maior exportadora no Brasil.

Seguindo os critérios de análise do Relatório, fica claro que a atuação da instituição teve impacto positivo muito significativo no faturamento e nas exportações e internacionalização da marca. O próprio BNDES, porém, reconhece em seu texto que o setor de frigoríficos é de baixo grau tecnológico e, por isso, nenhum impacto sobre investimento em pesquisa e desenvolvimento foi observado na empresa. Como forma de exemplificar externalidades que justifiquem, então, o apoio à empresa, a instituição avalia que a atuação na JBS colaborou para uma redução nos abates clandestinos de 30% dos abates totais em 2007 para 9% em 2014. Não houve menção, no entanto às possíveis perdas em função da elevadíssima concentração gerada no setor.

A Totvs (2) é uma empresa que atua no segmento de desenvolvimento de softwares e talvez seja o caso que melhor se enquadre na visão do BNDES como instrumento da política industrial, mesmo que o valor destinado à Totvs não tenha chegado nem a 5% do destinado à JBS. A empresa recebeu dois investimentos da instituição, um em 2005 e outro em 2008, totalizando 240 milhões de reais, com o objetivo de estimular a consolidação setorial no país.

Apesar da internacionalização da empresa ainda não ter sido bem sucedida, o seu faturamento cresceu significativamente, assim como seus investimentos em pesquisa e desenvolvimento que foram bastante relevantes, dado o alto grau de tecnologia que o setor exige. Além disso, a empresa realizou abertura de capital bem sucedida e que se

tornou exemplo para outras empresas do setor e o seu fortalecimento fez com que suas concorrentes estrangeiras aumentassem seus esforços de desenvolvimento no Brasil para não perderem mercado.

Por fim, o estudo apresenta o caso da Tupy (3), multinacional do setor metalúrgico. A empresa recebeu investimentos do BNDES entre 2007 e 2014 visando a reestruturação, o crescimento e a internacionalização da companhia. Assim como no caso da JBS e da Totvs, o faturamento da Tupy também cresceu significativamente e, nesse caso, as exportações também: em 2013 elas já eram responsáveis por 67% das receitas. Além disso, os resultados em investimentos em pesquisa e desenvolvimento foram insignificantes e ocorreram poucas mudanças qualitativas no setor.

Analisando os estudos de Lazzarini et al. (2011) e do Relatório de Efetividade do BNDES entre 2007 e 2014, as evidências são de que boa parte dos investimentos realizados pela instituição é pouco ou nada efetiva em termos de estímulo à pesquisa e à inovação, o que, no longo prazo, é prejudicial para avanços na produtividade da economia brasileira. Além disso, os efeitos positivos são muito maiores em empresas de setores menos consolidados e/ou que empregam alto grau de tecnologia nos processos produtivos. Os resultados nas empresas que não se encaixam nesse perfil (e que são maioria na carteira do BNDES) apontam apenas para melhoras no desempenho financeiro dessas firmas, o que limita o efeito positivo da atuação da instituição a ganhos privados, sem as externalidades desejadas.

5. Impactos Macroeconômicos

5.1. Desenvolvimento

As evidências empíricas apresentadas pelos estudos mencionados anteriormente apontam para uma efetividade aquém do desejável nas operações do BNDES. A atuação da instituição, seja por meio de desembolsos ou por participações societárias, parece atingir maior grau de sucesso nas empresas menores e pouco ou nenhum nas empresas grandes e com maior acesso ao mercado de capitais brasileiro.

Os casos do Cartão BNDES e da participação na Totvs são exemplos claros de uma atuação bem sucedida sob o ponto de vista de estimular o desenvolvimento da economia. Ao fornecer crédito para pequenas empresas e/ou que empregam alto grau tecnológico, o BNDES cumpre seu papel complementar ao setor privado e de financiador de longo prazo. Nesses casos, as evidências são de resultados muito bons e que justificam a atuação da instituição.

Por outro lado, mostramos, no gráfico 7, que os desembolsos para grandes empresas representaram, em média entre 2007 e 2014, cerca de 72% dos desembolsos totais do BNDES. Da mesma forma, boa parte dos investimentos realizados através de participações societárias foi direcionada para grandes empresas e setores que empregam baixo grau de tecnologia, como o caso da JBS. Os resultados, no entanto, encontrados apontam para uma baixa ou total ineficiência da atuação do BNDES nesses casos, o que faz com que as únicas beneficiadas sejam, de fato, as empresas e seus controladores privados por meio de custos financeiros menores.

Indo além das evidências apontadas pelos estudos, uma análise de alguns indicadores macroeconômicos brasileiros nos leva a conclusão semelhante. No gráfico 12, por exemplo, pode-se observar que, mesmo com o BNDES tendo desembolsado mais de 1 trilhão de reais entre 2007 e 2014, a taxa de investimento do país permanece no mesmo patamar do início do período. A trajetória em 2009 e 2010 parece dar suporte à tese de que o BNDES teria sido fundamental para evitar que o Brasil entrasse na espiral da crise internacional iniciada em 2008 (Ferraz 2014, Rezende 2015). Em 2010,

no entanto, o governo federal lançou o Plano Brasil Maior⁹, que estabelecia a meta de aumentar a taxa de investimento do país de 18,4% em 2010 para 22,4% ao final de 2014. No entanto, desde 2011, a taxa de investimento no país, ao invés de crescer, vem caindo, a despeito de desembolsos cada vez maiores por parte da instituição. Além disso, o gráfico 13 mostra ainda que a participação do setor privado na formação bruta de capital fixo se reduziu durante o período de 82,1% para 78%, o que reforça ainda mais as críticas em relação à real efetividade dessa atuação (Garcia 2014).

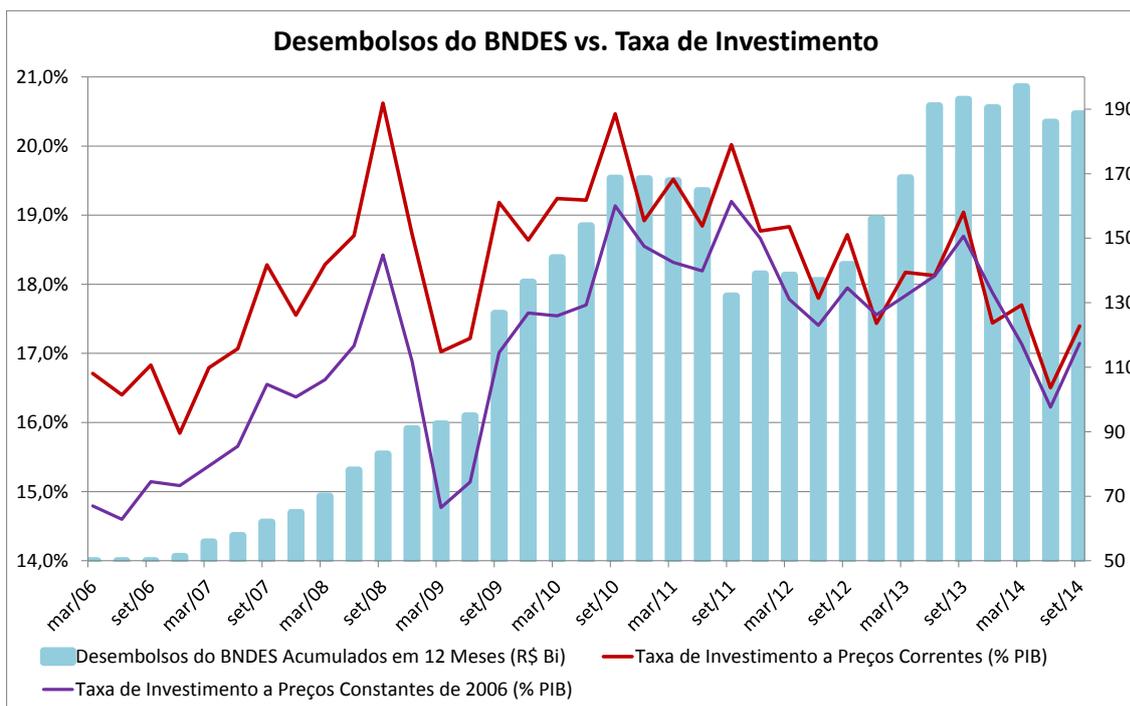


Gráfico 12: Desembolsos do BNDES vs. Taxa de Investimento

Entrando na questão de competitividade da economia brasileira, o Fórum Econômico Mundial publicou em seu Relatório de Competitividade Global de 2014-2015¹⁰ um ranking sobre competitividade no qual o Brasil aparece na 57ª posição. O relatório aponta como um dos principais problemas do país a baixa eficiência nos setores produtivos.

⁹ Cartilha do Plano Brasil Maior, 2010, p. 21

¹⁰ http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2014-15.pdf, p.13

Essa baixa eficiência detectada pelo FEM é reflexo da baixa taxa de produtividade no país. Um estudo do IPEA e da SAE (2014)¹¹ mostra que nos anos 1980, a produtividade brasileira estava no mesmo patamar da sul-coreana e era dez vezes maior do que a chinesa. Hoje, a Coreia do Sul apresenta uma produtividade quatro vezes maior e a China chegou ao mesmo patamar do Brasil. O estudo ainda afirma que a década entre 2001 e 2010 foi a de menor crescimento da produtividade em relação ao crescimento da economia desde a década de 1960 e que o motivo para isso é que houve baixa incorporação de tecnologias e de investimentos em capital físico. Esses dados reforçam a ideia de que, mesmo com o grande aumento em tamanho do BNDES, a eficiência desejável não foi atingida e os impactos sobre as taxas de investimento e produtividade, que são determinantes do crescimento de longo prazo, foram mínimos.

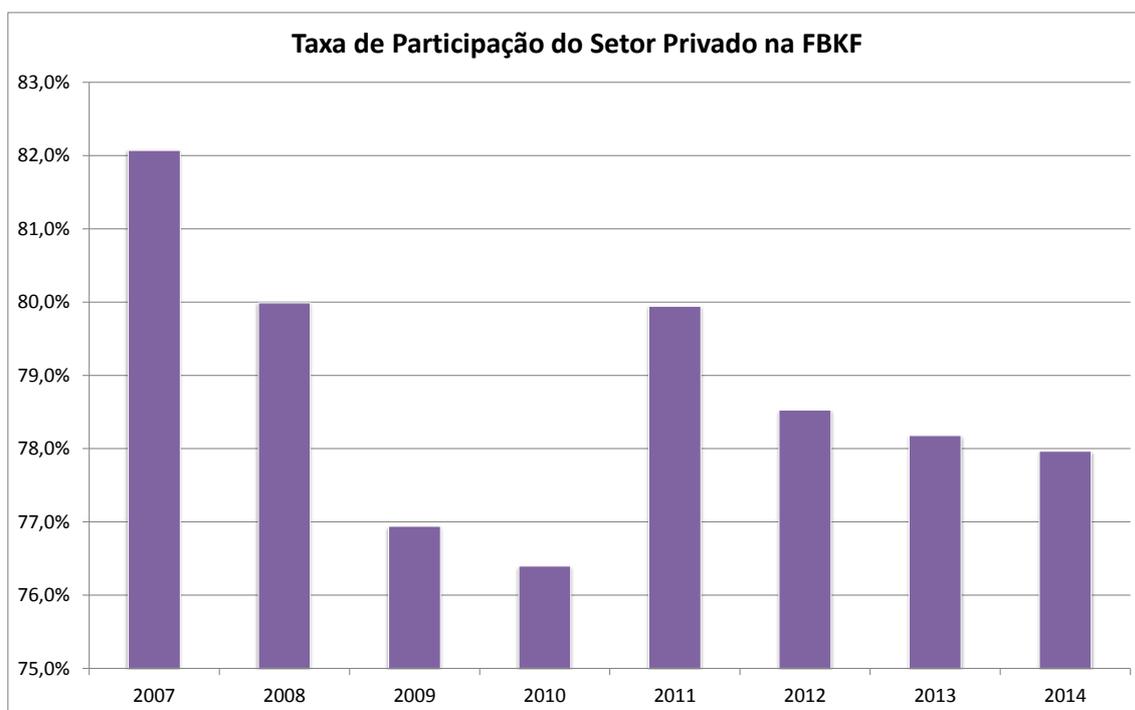


Gráfico 13: Participação do Setor Privado na FBKF

Wheatley (2013) afirma que a forma de atuação do BNDES pode ter gerado um processo de crowding-out do setor privado, representado pela concentração de 75% dos financiamentos de longo prazo. Nesse caso, ao invés de ter ajudado a promover a maturação do mercado de capitais brasileiro, os subsídios excessivos teriam funcionado

11

http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2973:catid=28&Itemid=23

como um obstáculo, afastando o setor privado devido à incapacidade de competir com as taxas oferecidas pelo BNDES. A diferença entre o custo financeiro para os bancos privados e a taxa cobrada pelo BNDES¹² entre 2009 e 2014 é mostrada no gráfico 14.

No gráfico 15, fica evidente que a expansão dos desembolsos do BNDES foi acompanhada, a partir de 2009, por uma redução da participação dos bancos privados nas concessões de crédito. Esses dados mostram que, de fato, o setor privado não acompanhou o movimento de expansão promovido pela instituição e é mais uma evidência importante no sentido de compreender melhor as razões para a baixa eficiência apresentada pelos financiamentos. Se a expansão do BNDES é contrabalanceada por uma retração relativa do setor privado, os ganhos públicos passam a ser marginais e o efeito mais relevante passa a ser apenas um custo financeiro mais baixo para as empresas, que, com isso, aumentam seus lucros por meio de subsídios gerados com dinheiro público.

Além disso, o resultado vai de encontro ao argumento utilizado por Rezende (2015) de que sem o BNDES, haveria uma paralisação da economia brasileira após a crise de 2008. Uma vez que a maior parte dos desembolsos do BNDES se direciona a grandes empresas e estas têm acesso ao mercado de capitais, não há evidência de que o setor privado não seria capaz de preencher essa lacuna que se criaria caso a instituição tivesse atuado de forma mais reduzida, dado que antes mesmo do episódio, sua participação relativa na concessão de crédito já era bem maior.

¹² Taxa líquida após equalização, que inclui o custo do financiamento, os custos operacionais e a remuneração do BNDES

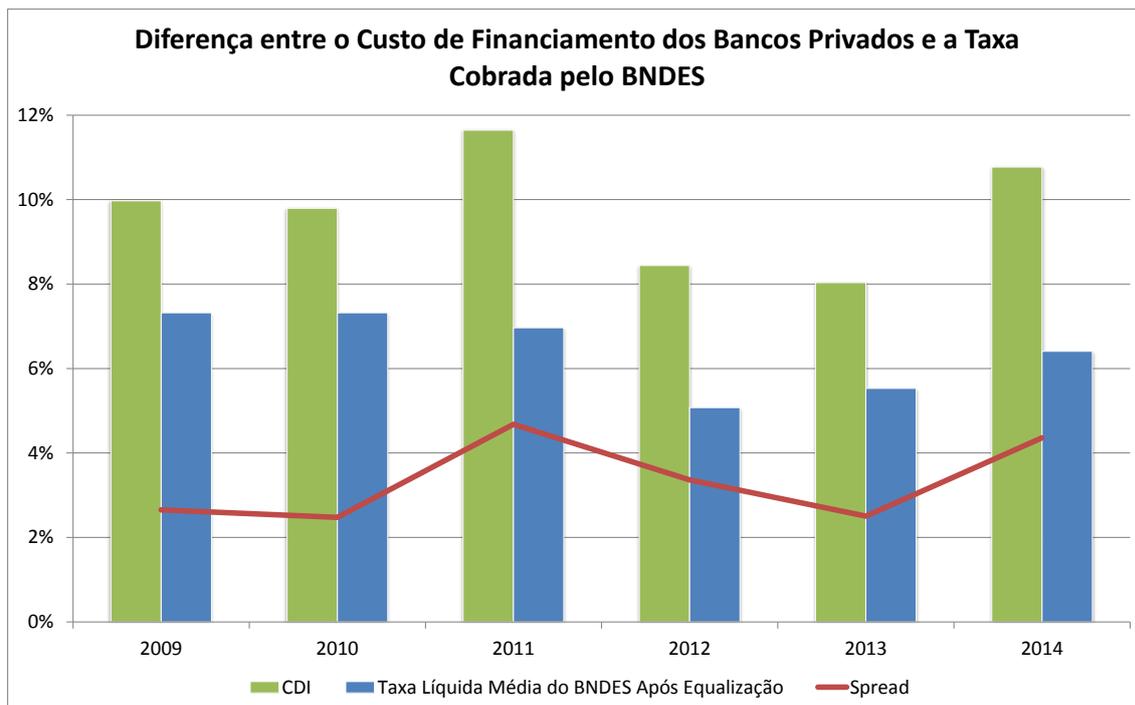


Gráfico 14: Diferença entre o Custo de Financiamento dos Bancos Privados e a Taxa Cobrada pelo BNDES

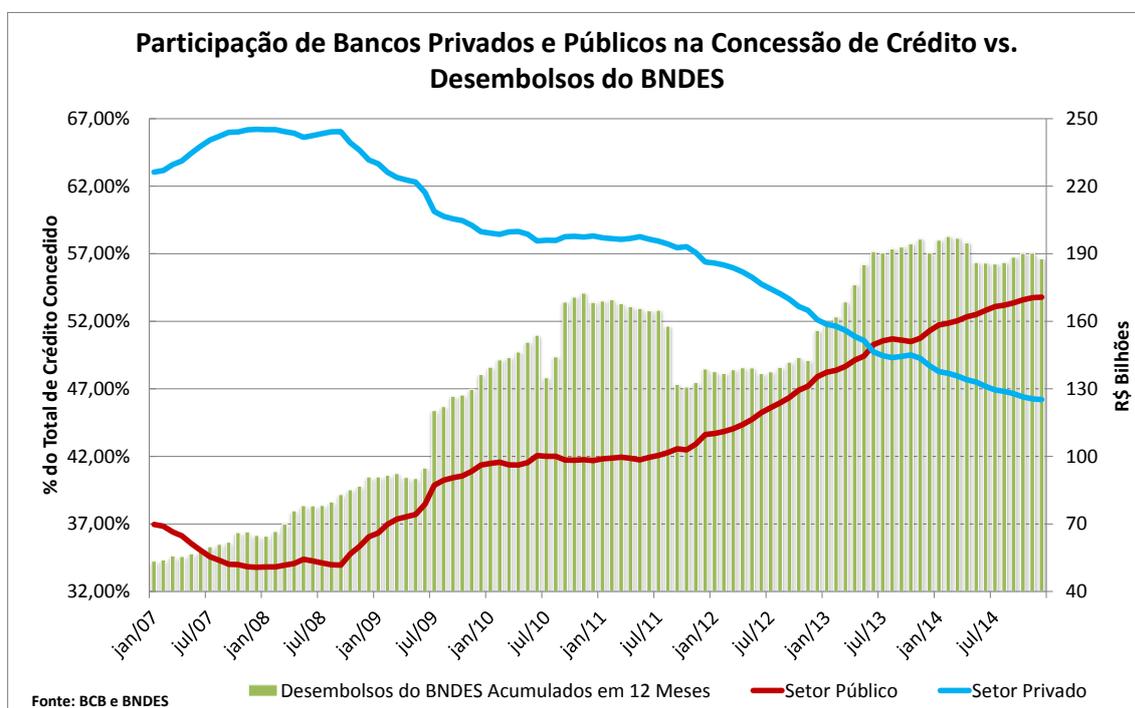


Gráfico 15: Participação de Bancos Privados e Públicos na Concessão de Crédito vs. Desembolsos do BNDES

5.2. Dívida Pública

Entre 2007 e 2014, o BNDES recebeu mais de 440 bilhões de reais em repasses do Tesouro Nacional. Como citado na sessão 2.2, a partir de 2009, o custo desses financiamentos foi sempre baseado na TJLP ou na LIBOR, o que implicou constante subsídio por parte do governo federal para o banco, dado que essas duas taxas se mantiveram, durante todo o período, bem abaixo da SELIC, que é o custo de emissão de títulos públicos para o Tesouro. O gráfico 16 mostra a diferença entre a TJLP, taxa mais comum nos repasses, e a SELIC durante o período, dando uma ideia do tamanho do subsídio recebido pelo BNDES.

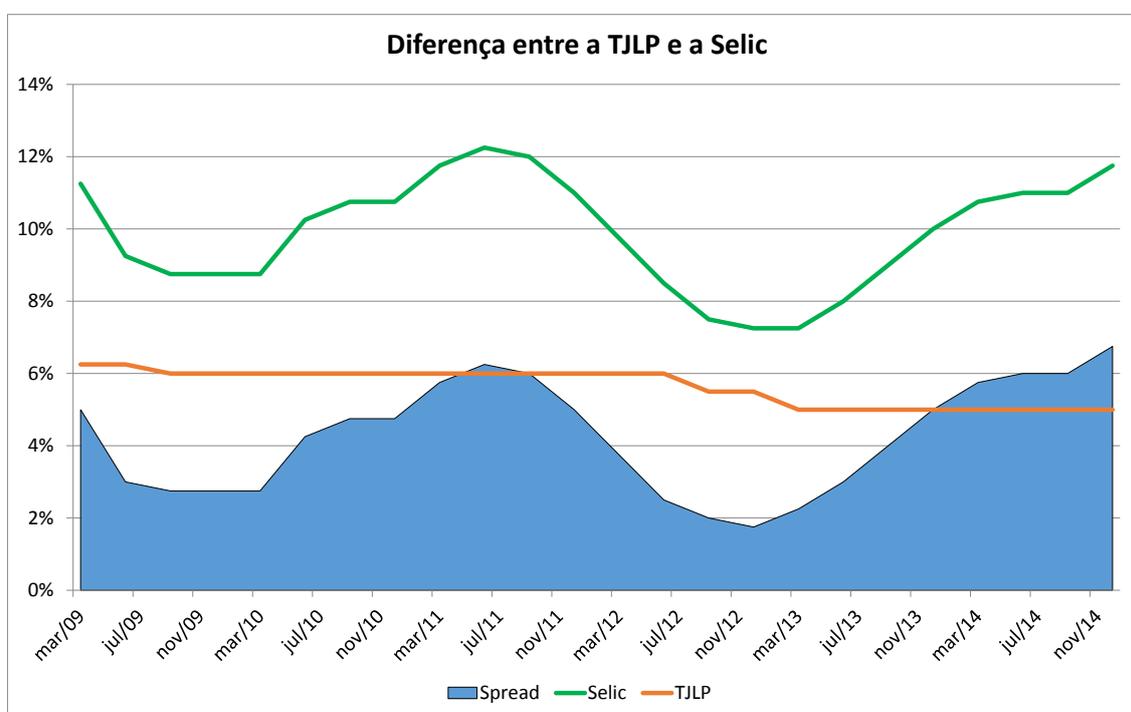


Gráfico 16: Diferença entre a TJLP e a Selic

Utilizando o spread médio entre a TJLP e a Selic em cada ano, pode-se calcular uma estimativa do custo dos repasses subsidiados para o BNDES, que são adicionados à dívida pública bruta. Somente em 2014, com um spread médio de 6,13%, a dívida bruta teria aumentado em cerca de 25 bilhões de reais em função dessa política de subsídios, um valor equivalente a 0,5% do PIB do país no ano. Durante o período inteiro, a partir de 2009, esse valor gira em torno de 70 bilhões de reais, o que representa um aumento

de 2 p.p da dívida bruta brasileira, que atingiu o patamar de 58,9% do PIB ao final de 2014.

Essa estimativa mostra que o custo dos repasses do Tesouro para o BNDES foi bastante significativo e aumentou muito durante os ciclos de contração monetária, uma vez que a TJLP não acompanhou os movimentos da Selic, gerando distorções prejudiciais para a trajetória da dívida pública.

Além disso, Lucas (2014) mostra ainda que os governos federais subestimam consistentemente os custos das suas políticas de crédito pois consideram que seu custo do capital é sua taxa de financiamento, sem levar em consideração o risco da atividade financiada e o custo de oportunidade. O estudo sugere um método que projete os fluxos futuros de caixa associados aos programas de crédito, descontando eles a valor presente, baseado em dois princípios da teoria de finanças: (1) O custo de capital de qualquer projeto, público ou privado, depende do risco não-diversificável a ele associado (Arrow e Debreu, 1954). (2) O custo de capital de um projeto depende do momento e do risco não-diversificável associado aos fluxos de caixa por ele gerados e não do mix entre dívida e capital próprio nele utilizado (Modigliani e Miller, 1958).

No caso de Lucas, o método é utilizado para analisar o Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento (BERD) que tem estrutura e atividades de financiamento semelhantes ao BNDES. Para estimar o valor justo do custo de capital do BERD, Lucas utiliza o Capital Asset Pricing Model (CAPM), utilizando o beta do setor financeiro privado como proxy para o beta do BERD. Segundo esse modelo, o custo de capital de uma empresa seria dado por:

$$K_e = i_f + \beta * ERP$$

No qual,

K_e = Custo de capital da empresa

i_f = Taxa de juros livre de risco

β = Parâmetro do risco não-diversificável

ERP = Prêmio de risco de mercado (Equity Risk Premium)

Calculado o custo de capital, multiplica-se esse valor pelo ativo total da empresa para realizar o cálculo do valor justo do custo das suas atividades. Esse resultado também pode ser encarado como o retorno que um acionista deveria exigir para o capital aplicado na empresa. Subtraindo-se, desse valor, o custo das captações divulgado pelo BERD, obtém-se o custo de capital não-declarado da instituição, que fornece a indicação do tamanho da subestimação feita em relação aos custos totais das suas atividades.

Para tentar estimar esse indicador das atividades do BNDES, utilizamos o mesmo método, com o cuidado de também subtrair, do valor justo do custo total, os valores pagos em dividendos e juros sobre capital próprio para o governo federal, que é o único acionista da instituição. Os valores utilizados para o cálculo do custo de capital pelo modelo CAPM estão explicitados na tabela 1.

K_e	13,13%	β	0,84	π_{EUA}	2,0%
i_f	4,81%	ERP_{Brasil}	6,68%	π_{Brasil}	4,5%

Tabela 1: Variáveis utilizadas para o cálculo do custo de capital

A taxa de juros livre de risco utilizada, i_f , foi a média da taxa de juros do título público brasileiro de 10 anos em dólar durante o período de 2007 e 2014. O β escolhido foi o calculado para o setor financeiro nos mercados emergentes, baseado na base de dados online de Aswath Damodaran¹³. Como o cálculo foi realizado em dólar, para convertermos o custo de capital para reais, utilizamos o diferencial das taxas de inflação brasileira, π_{Brasil} , e norte-americana, π_{EUA} , utilizando como valores suas respectivas metas. Por fim, o ERP foi calculado usando o método sugerido para países emergentes em Damodaran (1995). O ERP consiste no excesso de retorno do mercado de ações sobre o ativo livre de risco da economia. Para países emergentes, Damodaran sugere calcular-se o ERP para a bolsa norte-americana, mais consolidada, e fazer um ajuste para o excesso de volatilidade que existe nas bolsas emergentes. Esse ajuste é dado por:

$$ERP_{Brasil} = ERP_{EUA} * \frac{\sigma_{Brasil}}{\sigma_{EUA}}$$

¹³ Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

No qual,

ERP_{Brasil} = Prêmio de risco de mercado brasileiro

ERP_{EUA} = Prêmio de risco de mercado norte-americano

σ_{Brasil} = Desvio padrão dos retornos da bolsa brasileira

σ_{EUA} = Desvio padrão dos retornos da bolsa norte-americana

Esses cálculos nos levam a um custo de capital, K_e , com valor de 13,13%, possivelmente subestimado já que as taxas de inflação brasileira permaneceram constantemente acima da meta, enquanto as norte-americanas mantiveram tendência diferente, ficando abaixo da meta durante a maior parte do período.

Prosseguindo nos cálculos, os valores referentes ao ativo total consolidado, aos custos de financiamento e aos pagamentos de dividendos e juros sobre capital próprio para cada ano foram retirados das demonstrações financeiras do BNDES e estão expostas na tabela 2, a seguir.

Utilizamos as variáveis expostas nas tabelas anteriores, chegamos a uma estimativa do valor justo do custo das atividades do BNDES e, por consequência, do quanto os valores divulgados pelo governo federal o subestimam. Os resultados aparecem na tabela 3.

R\$ Bilhões	Ativo Total	Despesas Totais ¹⁴	Despesas em Moeda Nacional	Dividendos e JCP
2007	202,652	5,234	9,231	1,388
2008	272,294	24,711	11,666	2,058
2009	386,633	5,343	15,727	2,426
2010	549,020	23,518	22,616	2,304
2011	624,827	37,591	26,584	4,169
2012	715,486	40,511	29,529	2,765
2013	782,044	43,606	30,152	3,808
2014	877,219	45,353	33,274	5,380

Tabela 2: Valores utilizados no cálculo do valor justo do custo das atividades do BNDES

R\$ Bilhões	Custo Total das Atividades	Custo Não-Declarado	$\frac{\text{Custo Total}}{\text{Custo Declarado}}$
2007	26,610	19,988	4,02
2008	35,754	8,985	1,34
2009	50,768	42,999	6,53
2010	72,090	46,268	2,79
2011	82,044	40,284	1,96
2012	93,948	50,672	2,17
2013	102,687	55,274	2,27
2014	115,185	64,452	2,27

Tabela 3: Valor justo do custo das atividades do BNDES e o custo não-declarado

¹⁴ As despesas totais incluem despesas em moeda estrangeira e, por isso estão sujeitas a maior volatilidade devido aos movimentos cambiais.

Os resultados obtidos mostram que a diferença entre o valor justo do custo das atividades do BNDES e o custo declarado nas demonstrações financeiras da instituição aumentou constantemente entre 2007 e 2014, chegando a totalizar mais de 64 bilhões de reais somente em 2014. A título de ilustração, nesse ano, o custo total foi 127% maior do que o custo efetivamente declarado. Somando o custo não-declarado do período inteiro, chega-se ao valor de mais de 328 bilhões de reais de subestimação do real custo do BNDES para as contas públicas brasileiras.

É evidente que os números acima desconsideram os benefícios e externalidades gerados pela atuação do BNDES na economia brasileira. No entanto, chamam atenção para o fato de que esses benefícios não podem ser comparados com o custo declarado dos recursos da instituição, pois estes ignoram os riscos e os custos de oportunidade existentes. Assim, para se realizar uma análise de custo-benefício e efetividade do BNDES, é importante ter em conta também o custo não-declarado dessas atividades.

O custo total real das atividades da instituição ultrapassou os 580 bilhões ao longo do período e, utilizando as estimativas de número de postos de empregos abertos ou mantidos supostamente associados aos desembolsos do BNDES, divulgados pelo relatório de efetividade do próprio banco, é possível estimar o custo de se abrir ou de se manter um emprego. Novamente, a série é crescente a partir de 2007, indicando que a política de geração ou manutenção de emprego do BNDES se tornou mais cara a cada ano, chegando ao valor muito elevado de 173 mil reais anuais, ou 20 vezes o valor do salário mínimo, por emprego, como se pode ver no gráfico 17. Cabe lembrar, ainda, que essa estimativa apresentada pelo BNDES não apresenta nenhuma comprovação de efeito causal dos desembolsos sobre os postos de emprego, o que gera, possivelmente, uma superestimação nos dados.

Por fim, esses resultados todos tornam as evidências encontradas em relação à ineficiência da atuação recente do BNDES ainda mais relevantes já que é preciso levar em conta, na avaliação dos resultados da instituição, a geração adicional de custos para a dívida pública, os riscos e custos de oportunidade existentes, afinal, todos os subsídios concedidos são pagos com recursos do governo federal, e, quando eles só beneficiam as empresas que os recebem, sem geração de externalidades, o que ocorre nada mais é do que uma transferência de renda dos contribuintes para os empresários e outros acionistas.

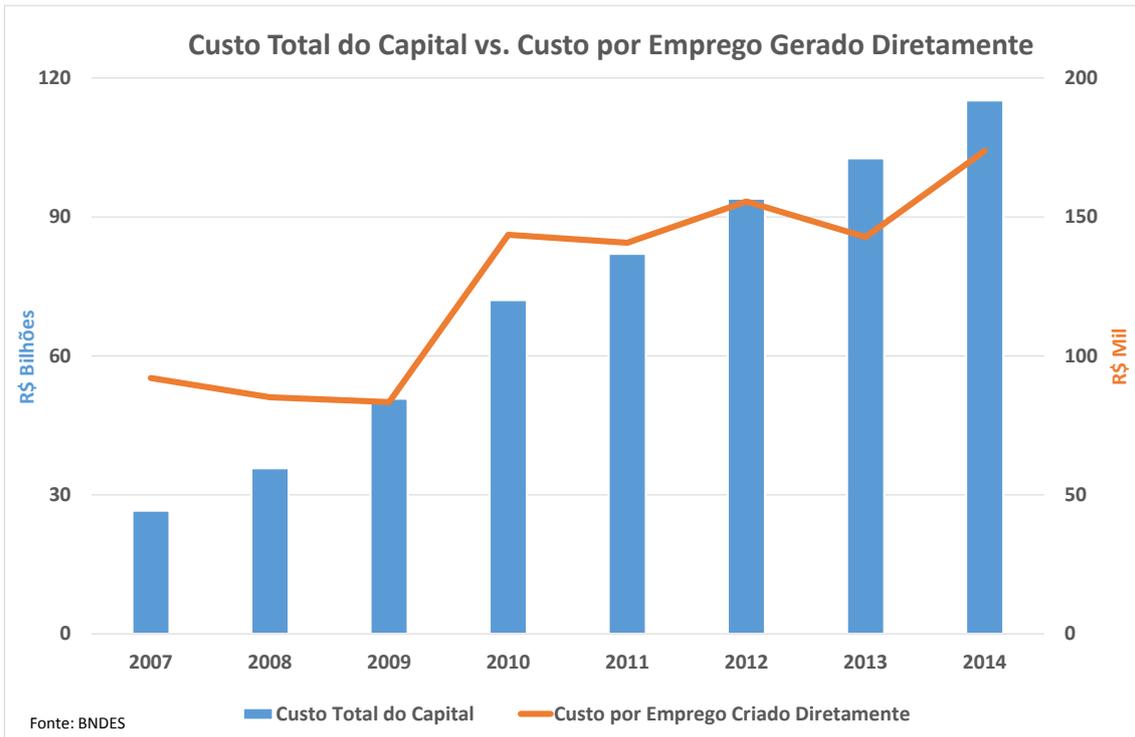


Gráfico 17: Custo Total do Capital vs. Custo por Emprego Gerado Diretamente

6. Conclusão

Ao longo dos capítulos anteriores, foram destacados diversos pontos de transformação do BNDES ao longo do período. Começando pelo aumento exponencial do passivo da instituição por meio dos repasses do Tesouro, que foram os principais responsáveis pela captação de fundos para permitiu a expansão do ativo da forma como ocorreu.

Foi analisada também a trajetória dos desembolsos do BNDES juntamente à efetividade dessa forma de financiamento ao longo do período. As evidências dão conta que os efeitos sobre produtividade e inovação foram mínimos e que os benefícios gerados foram captados quase totalmente pelo setor privado por meio da melhora da performance das empresas atendidas. Além disso, os resultados parecem corroborar a teoria da efetividade dos bancos de desenvolvimento estar atrelada a uma situação de restrição de crédito: quanto menores as empresas analisadas e menos desenvolvido o mercado de capitais no Brasil, mais impacto a atuação do BNDES mostrou ter, o que iria de encontro ao que defendem aqueles que apoiam a política de “campeões nacionais”.

Da mesma forma, os resultados da análise referente à atuação do BNDES via participações societárias mostraram que ela só apresenta a efetividade desejada do ponto de vista social quando o apoio é direcionado a empresas de setores que empregam alto grau de tecnologia no processo produtivo e que têm dificuldades de acessar o mercado de crédito privado. As evidências de apoio a empresas que não se encaixam nesse perfil mostraram que não houve geração de externalidades sociais positivas e que a atuação do BNDES nesses casos acaba apenas por estimular a concentração setorial, ferindo os princípios da livre competição.

Ao olhar para indicadores macroeconômicos, os dados novamente mostram uma baixa efetividade da política do BNDES sobre a economia brasileira. Como visto, a meta do Plano Brasil Maior não foi atingida e as taxas de investimento permaneceram estagnadas ao longo de quase todo o período de análise. Além disso, observou-se também que a participação do setor privado se reduziu tanto na formação bruta de capital fixo quanto na concessão de créditos, o que indicaria que houve não um

crowding in, como desejaria o governo federal, mas sim um crowding out, com a atuação do BNDES levando a uma contração do setor privado.

Finalmente, foram propostos métodos diferentes para calcular o custo real da atuação da instituição. Foi mostrado, por meio deles, que o custo total é muito maior do que o custo divulgado pelo BNDES nas suas demonstrações financeiras, uma vez que é preciso levar em conta os riscos associados aos projetos financiados e os custos de oportunidade. Dado isso, o efeito sobre a dívida pública é bastante relevante e também deve ser levado em consideração na análise de custos para a economia brasileira.

Os resultados encontrados, de modo geral, indicam uma efetividade do BNDES abaixo do esperado. Há, no entanto, alguns resultados positivos e que apontam para uma possibilidade de realizarem-se melhorias na política de atuação da instituição. O caminho a ser seguido parece ser o de um BNDES menor e mais focado em empresas menores e de setores que empregam alto grau de tecnologia. Assim, será possível otimizar recursos e esforços para romper limitações dos financiamentos privados e estimular o avanço em produtividade e inovação, garantindo a base de um crescimento sustentável no longo prazo.

7. Referências Bibliográficas

ADES, A. DI TELLA, R. 1997. “**The New Economics of Corruption: a Survey and some New Results**”, *Political Studies*, vol. 45, p. 496-515.

AGHION, B. A. 1999. “**Development banking**”, *Journal of Development Economics*, Vol. 58, p. 83-100.

ARROW, K.; DEBREU, G. 1954. “**Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy**”, *Econometrica*, Vol. 22, No. 3, p. 265-290.

BNDES. 2014. “**Relatório Gerencial Trimestral dos Recursos do Tesouro Nacional**”, Disponível em:
http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/Relatorio_Recursos_Financeiros_4trimestre2014_AnexoEmpresas.pdf

BRUCK, N. 1998. “**The Role of Development Banks in the Twenty-First Century**”, *Journal of Emerging Markets*, Vol. 3, p. 39-67.

DAMODARAN, A. 1996. “**Investment Valuation**”, New York: Wiley.

FACCIO, M. 2006. “**Politically Connected Firms**”, *American Economic Review*, vol. 96, p. 369-386.

FERRAZ, J. C. “**O que lhe parece o BNDES?**”, *Valor Econômico*, 30 de maio de 2014.

FÓRUM ECONÔMICO MUNDIAL. 2015. “**Relatório Global de Competitividade, 2014-2015**”, Disponível em:
http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2014-15.pdf

GALE, W. G. 1991. “**Economic Effects of Federal Credit Programs**”, *The American Economic Review*, Vol. 81, No. 1, pp. 133-152.

GARCIA, M. G. P. “**O BNDES e o Investimento Agregado**”, *Valor Econômico*, 27 de junho de 2014.

GARCIA, M. G. P. “**O Difícil Desmame da Bolsa-Empresário**”, *Valor Econômico*, 23 de maio de 2014.

GOVERNO FEDERAL. 2010. “**Cartilha do Plano Brasil Maior**”, Disponível em: http://www.brasilmaior.mdic.gov.br/wp-content/uploads/cartilha_brasilmaior.pdf

IPEA; SEA. “**O desafio de ampliar a produtividade**”, *Desafios do Desenvolvimento*, ed. 78, 16 de janeiro de 2014.

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. 2011. “**What do Development Banks Do? Evidence from Brazil, 2002-2009**”, *Harvard Business School*, Working Paper.

LAZZARINI, S.; MUSACCHIO, A. 2014. “**Reinventing State Capitalism**”, *Harvard University Press*, 1ª ed.

LUCAS, D. 2012. “**Credit Policy as Fiscal Policy**,” *MIT manuscript*.

LUCAS, D. 2014. “**Evaluating the Cost of Government Credit Support: The OECD Context**”, *MIT Sloan*.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. 1958. “**The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment**”, *American Economic Review*, ed. 48, p. 261-297

REZENDE, F. 2015. “**Why Does Brazil’s Banking Sector Need Public Banks? What Should BNDES Do?**”, *Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No 825.

SANTOS, V. M. 2006. “**Por Dentro do FAT**”, *Revista do BNDES*, v. 13, n. 26, p. 3-14.

WHEATLEY, J. “**Brazil’s BNDES: Crowding out, not crowding in**”, *The Economist*, Blog Beyondbrics, 24 de janeiro de 2013.