

Qual o impacto do BNDES sobre o investimento?

Maurício Canêdo Pinheiro

Economista e pesquisador da Economia Aplicada da FGV/IBRE

É de amplo conhecimento que o BNDES intensificou significativamente sua atuação a partir da crise de 2008. Na verdade, já em 2007 – antes da crise, portanto – é possível perceber esse movimento. Em termos reais os desembolsos do BNDES cresceram 28% ao ano entre 2007 e 2010. E, embora a tendência de crescimento tenha cessado no período 2011-2014, os desembolsos se estabilizaram em um nível substancialmente mais alto do que vigia anteriormente, com queda apenas em 2015. Boa parte desse aumento foi financiada com recursos provenientes dos aportes do Tesouro Nacional (R\$ 385,8 bilhões entre 2009 e 2014).

Sendo assim, em vista desse aumento vigoroso nos desembolsos do banco, o que explicaria a resposta tímida em termos de incremento no investimento? A resposta mais óbvia e imediata é que, sem a intervenção do BNDES, a taxa de investimento seria ainda menor. No entanto, existem evidências que contradizem essa conjectura.

De fato, a literatura econômica parece indicar que o impacto do BNDES no investimento das empresas seria, na melhor das hipóteses, pequeno. A despeito da redução do custo de capital, não haveria incremento (adiciona-



lidade) importante nos investimentos. Estes seriam feitos de qualquer modo, só que com outras fontes de financiamento (privadas, principalmente). Em outras palavras, haveria indícios de que o BNDES atende justamente às empresas que podem conseguir outras formas de financiar seus projetos e, portanto, não atuaria no sentido de aliviar problemas de restrição de crédito. Essa é, por exemplo, a conclusão de artigo de Sérgio Lazzarini e coautores, publicado recentemente na revista *World Development*.¹ Resultados similares são encontrados por Marco Bonomo e coautores.²

No entanto, esses resultados são obtidos a partir de amostras que

incluem apenas empresas de capital aberto. Como são maiores e têm mais acesso a fontes alternativas de financiamento, é de se esperar que o impacto da atuação do BNDES no investimento dessas empresas seja pequeno. Mas o banco também atende a empresas de capital fechado e de menor porte. Nesse sentido, Fernando Oliveira inclui também empresas de capital fechado em sua amostra e encontra efeitos estatisticamente significativos, embora modestos, dos financiamentos do BNDES no investimento das empresas.³ Ter acesso ao banco aumentaria entre 1% a 6% o nível de investimento das empresas.

Uma exceção é o artigo de Luciano Machado e coautores.⁴ Eles usam uma amostra que, embora restrita ao setor industrial, inclui empresas de capital fechado. O efeito dos financiamentos do BNDES foi estimado somente no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento nos anos de 2009 e 2010. Os resultados indicam que o efeito do banco é substancial e relativamente maior em 2009, ano em que a crise se manifestou de forma mais severa em âmbito doméstico.

Nesse ponto mostra-se útil explicar como o efeito do BNDES nos investimentos é estimado. Basicamente, são usadas técnicas estatísticas que comparam empresas com as

mesmas características e cuja única diferença é o recebimento de financiamentos do banco. Obviamente, em vista da discussão feita até agora, uma característica primordial para ser levada em conta na comparação é a magnitude da restrição de crédito enfrentada pelas empresas. Dos artigos mencionados até aqui, o citado no parágrafo anterior é o único que não considera adequadamente esse ponto. Isso provavelmente explica o tamanho dos efeitos encontrados e a discrepância dos resultados com relação ao restante da literatura. Ou seja, de fato a adicionalidade promovida pelos financiamentos do BNDES parece ser modesta.

Cabe lembrar que os recursos que o BNDES usa em suas operações não caem do céu. São obtidos pela contribuição compulsória dos agentes econômicos (no caso de recursos do FAT) ou dos contribuintes em geral (no caso de aportes feitos pelo Tesouro Nacional). Em outras palavras, trata-se de recursos obtidos pela tributação da atividade econômica – o que reduz a eficiência e a propensão a investir – usados para subsidiar um grupo de empresas. Se o investimento pode ser financiado de outra forma, é difícil justificar tanto a perda gerada pela tributação como a transferência de recursos da sociedade para esses agentes econômicos. A esse respeito, Antônio Antunes e coautores mostram que, no caso brasileiro, esse tipo de subsídio não tem impacto no desempenho da economia, embora possa reduzir os salários.⁵

Idealmente, há espaço para atuação do governo em casos nos quais se manifestam externalidades. Em outras palavras, investimentos nos quais o empresário não se apropria de to-

dos os benefícios gerados e, portanto, investe menos do que o desejável para a sociedade. São projetos no qual o retorno privado é mais baixo do que o social. Nesse caso, o resultado vai além da mera substituição da fonte de financiamento e a atuação do banco de desenvolvimento incrementa, de fato, o nível de investimento.

Ressalte-se que sequer foi enfatizada a recente tendência de se usar os recursos do BNDES para fomentar a criação dos chamados campeões nacionais. Nesse caso, não há dúvida de que o efeito na taxa de investimento é nulo. Ademais, além dos benefícios privados que são apropriados pelas empresas envolvidas, é bastante difícil enxergar benefícios sociais adicionais. Definitivamente, este não é o caso para a atuação de um banco de desenvolvimento.

Também não foi enfatizado que a atuação do BNDES, ao criar um canal de crédito que não é sensível a variações na taxa básica de juros, poderia reduzir a potência da política monetária. Em artigo recente, Monica da Bolle estima que uma redução dos desembolsos do banco pela metade – aproximadamente equivalente a suprimir as operações viabilizadas pelos aportes de recursos do Tesouro Nacional – poderia diminuir em 30% a taxa real de juros brasileira, com impactos positivos não desprezíveis no investimento.⁶

Avaliações periódicas e transparentes têm sido um dos segredos do sucesso das experiências bem-sucedidas de política industrial em outros países. O mesmo deve ser feito com relação ao BNDES, cujo sucesso não pode ser medido pelo volume de desembolsos. É preciso avançar no entendimento dos seus efeitos sobre

a economia brasileira, em particular na taxa de investimento. É necessário avaliar os instrumentos e programas do BNDES, reforçando aqueles que, de fato, geram benefícios sociais e descontinuando aqueles que são meras transferências de renda do contribuinte para alguns empresários privilegiados. O próprio BNDES, em suas recentes prestações de conta do uso dos recursos aportados pelo Tesouro Nacional, estima que, cada R\$ 1 bilhão desembolsado pelo banco, aumenta o investimento apenas em R\$ 236 milhões. É muito pouco. Nesse sentido, é preciso identificar que programas (e/ou que setores) de fato geram incremento no investimento. Manter o foco nesses programas (e/ou setores) tende a aumentar a efetividade e reduzir o custo fiscal da atuação do banco. ■

¹LAZZARINI, S. G., MUSACCHIO, A., BANDEIRA-DE-MELO, R., MARCON, R. (2015). What do State-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002-2009. *World Development*, v. 66, p. 237-253.

²BONOMO, M., BRITO, R., MARTINS, B. (2015). The after crisis government-driven credit expansion in Brazil: A firm level analysis. *Journal of International Money and Finance*, v. 55, p. 111-134.

³OLIVEIRA, F. N. (2014). Investment of firms in Brazil: do financial restrictions, unexpected monetary shocks and BNDES play important roles? *Banco Central do Brasil Working Paper*, nº 366.

⁴MACHADO, L., GRIMALDI, D. S., ALBUQUERQUE, B. E., SANTOS, L. O. (2014). *Additionality of countercyclical credit: evaluating the impact of BNDES' PSI on the investment of industrial firms*. Working Paper, BNDES.

⁵ANTUNES, A., CAVALCANTI, T., VILLAMIL, A. (2015). The effects of credit subsidies on development. *Economic Theory*, v. 58, p. 1-30.

⁶BOLLE, M. (2015). Do public development banks hurt growth? Evidence from Brazil. *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, PB 15-16.