

25/05/2016 - 05:00

Capitalização do BNDES foi boa estratégia de investimento?

Por **Lucas de Castro e Fábio Terra**

O BNDES é o principal financiador de capital às empresas brasileiras. Em 2014, ele forneceu 22% e 41% do crédito total e à pessoa jurídica do país, respectivamente. Para suas operações, o BNDES se capitaliza, notadamente, por repasses do Tesouro e do FAT/PIS-Pasep, fundo que disponibiliza 40% de seus recursos ao banco. Os repasses do Tesouro ao banco ganharam relevo a partir de 2009, devido à política anticíclica dos governos Lula e Dilma, onde uma das medidas centrais foi estimular a economia pela expansão do financiamento ao investimento. A participação do Tesouro no passivo do banco foi de 15,6% em 2008 para 37,9% em 2009, alcançando 53,7% em 2014. Em valores nominais, no período, o Tesouro transferiu cerca de R\$ 411 bilhões ao BNDES.

Para realizar essas operações o Tesouro captou recursos no mercado via emissão de títulos da dívida pública mobiliária federal (DPMF) e os emprestou ao BNDES. Assim há pagamento de juros, por um lado, do Tesouro ao mercado e, por outro, do BNDES ao Tesouro. Logo, cabe perguntar: qual o diferencial entre as taxas de juros em ambas as pernas da operação? Há um saldo benéfico ou desfavorável ao Tesouro? Seria essa a melhor estratégia para se ampliar o investimento no país? Para responder tais questões, devem-se buscar as informações dos contratos celebrados nas operações realizadas para capitalizar o BNDES, comparando-se os desembolsos do Tesouro aos credores da DPMF e do BNDES ao Tesouro.

Por meio dos relatórios do BNDES foi possível coletar dados para 90% do valor repassado entre 2009 e 2014, R\$ 371 bilhões. Como proxy para o custo da captação do Tesouro, utilizam-se os custos médios anuais das séries de títulos emitidas em favor do banco. Assim, o custo médio incorrido pelo Tesouro foi de 11,5% ao ano, taxa um pouco superior à Selic média do período, 9,8%. Por sua vez, apurando-se individualmente cada contrato celebrado e dadas as especificidades de cada tranche, o custo da perna BNDES-STN foi aproximadamente a TJLP, isto é, 6% ao ano.

Teria sido melhor que mais investimentos públicos fossem feitos diretamente pelo governo

Outro dado relevante é o prazo médio das dívidas. Na primeira perna, Tesouro-mercado, o prazo de pagamento do Tesouro é de 42 anos, finalizando-se em 2050, sendo que o tempo médio de maturidade da DPMF dessas operações é de 6,4 anos, ou seja, curto prazo. O pagamento final do BNDES ao Tesouro será em 2060, durando, portanto, 52 anos, com prazo médio de 39 anos, isto é, um passivo de mais longo prazo.

Sobre as amortizações, o BNDES terá carência no pagamento do principal e dos juros de sua dívida com o Tesouro. Em geral, o BNDES iniciará a amortização do principal 20 anos após a celebração do contrato. Há também carência no pagamento dos juros, cujos contratos, à exceção de poucas tranches, serão remunerados em apenas 1/3

dos juros devidos nos primeiros 15 anos. Nas operações entre Tesouro e mercado, não existem carências.

Diante disso, tem-se que:

1- Ao final dos 42 anos de pagamento, o Tesouro terá uma despesa com juros próxima a R\$ 1,21 trilhão, enquanto que o BNDES pagará ao Tesouro R\$ 1,36 trilhão, em 52 anos. Logo, o Tesouro terá um ganho líquido nominal, em 2060, de R\$ 162 bilhões, isto é, 43% do valor capitalizado.

2- No médio prazo, devido à DPMF vincenda em prazo mais curto, as despesas do Tesouro superam em muito, e consecutivamente, as receitas que receberá do BNDES. Assim, apenas em 2038 o Tesouro terá vantagem entre o pagamento acumulado dele ao mercado e o fluxo do BNDES a ele. O vale do déficit ocorre em 2024, R\$ 390 bilhões.

3- Os subsídios de juros do Tesouro entre 2009 e 2014 equivaleram a 67% do valor dos investimentos do governo federal no período.

4- Devido à carência na amortização da dívida, entre 2009 e 2014 há desvantagem de R\$ 220 bilhões ao Tesouro. Mesmo os dividendos pagos pelo BNDES no período, cerca de R\$ 47 bilhões, não compensam financeiramente o Tesouro. Este é o maior subsídio dado pelo Tesouro ao banco no curto prazo, enquanto que no médio prazo acresce-se o subsídio de juros, cujo vale, como foi visto, ocorre em 2024.



Destes resultados, algumas conclusões podem ser esboçadas. Há um fluxo desfavorável ao Tesouro que se inicia no curto, e tem seu auge no médio, mas que se inverte no longo prazo. Neste sentido, a expansão da dívida bruta via DMPF para capitalizar o BNDES, e a dinâmica dos juros desta dívida, que impactam as despesas financeiras da União, são dois aspectos relevantes. Nas duas décadas em que o fluxo for desfavorável ao Tesouro, a capitalização do BNDES gera maior necessidade de composição de saldo primário para que se evitem as ampliações do déficit nominal e, então, num ciclo vicioso, da própria dívida bruta.

Ainda que os desembolsos do banco gerem tributos no tempo, quando em ciclo de decrescimento (como o atual), o ajuste ocorrerá, dadas as vinculações de receitas da União, sobre as despesas discricionárias, sendo o investimento público uma das mais contingenciáveis delas. Logo, criou-se um potencial problema para o investimento público, pois ele poderá ser contingenciado para equilibrar maiores dispêndios financeiros que, em parte, vêm da capitalização do BNDES.

Como mostram os itens 3 e 4, caso o governo utilizasse como investimento público, ainda que em parte, aquilo que ele despendeu com a capitalização entre 2009 e 2014, seu gasto seria, automaticamente, expansão da capacidade de oferta do país e, ao mesmo tempo, estabilizador da demanda agregada, com o relevante efeito multiplicador destes gastos sobre o dispêndio privado.

Decerto que o aporte financeiro ao BNDES é importante. Mas, fazê-lo via dívida pública, na aposta de tê-lo como elemento da ampliação anticíclica, ou perene, do investimento, parece não ser a melhor. O BNDES depende da demanda voluntária dos empresários por financiamento, algo que não ocorre só porque o banco tem mais recursos para emprestar. Por isso, em 2014, mesmo com uma capitalização 50% maior do que em 2013, o desembolso do BNDES manteve-se praticamente o mesmo. Melhor seria, então, que mais investimentos públicos fossem feitos diretamente pelo governo.

Lucas de Castro e Fábio Terra são do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia.