

Financiamento do investimento, crescimento e desenvolvimento econômico: uma nota a partir da análise da atuação do BNDES no período 2007-2016

Kaio Pimentel (IPPUR-UFRJ)
Miguel Carvalho (DeCE-ICSA-UFRRJ)
Guilherme Haluska (ILAESP-UNILA)

Resumo

Este trabalho pretende discutir a relação entre financiamento do investimento e crescimento econômico a partir de uma análise crítica da atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre os anos 2007 e 2016. Argumentamos que: i) o volume de operações/desembolsos do BNDES não pode ser tomado como uma expressão da lacuna de financiamento de longo prazo no Brasil, ii) esse diagnóstico considera que o investimento lidera o processo de crescimento, não sendo sensível ao nível de demanda efetiva, e iii) a noção de que o setor público no Brasil está sujeito a restrições de financiamento (presente nos textos de Luciano Coutinho) interno está equivocada. Procuramos mostrar que a taxa de crescimento do PIB explica o crescimento do investimento das empresas privadas e a parcela desses investimentos no PIB, e que apesar do BNDES ter aumentado sua participação no financiamento do investimento no Brasil durante parte do período em que a instituição foi presidida por Luciano Coutinho, isso, por si só, não parece ter sido capaz de elevar as taxas de crescimento do investimento ou do PIB. Assim, o objetivo estratégico e fundamental do BNDES seria colaborar para que políticas fiscais expansionistas não levassem ao estrangulamento do balanço de pagamentos. Para atingir o objetivo de aumentar a taxa de investimento da economia, é necessário que a política fiscal seja capaz de regular a taxa de crescimento da demanda efetiva por meio da taxa de crescimento dos gastos públicos.

Palavras-chave: BNDES; Financiamento do Desenvolvimento; Bancos de Desenvolvimento; Demanda Efetiva

Abstract:

The purpose of this paper is to discuss the relationship between investment financing and economic growth based on a critical analysis of the performance of the National Bank for Economic and Social Development (BNDES) between 2007 and 2016. We argue that: i) the volume of BNDES operations/disbursements cannot be taken as an expression of the long-term financing gap in Brazil, ii) this diagnosis considers that output growth is investment led, assuming that investment decisions are not sensitive to the level of effective demand, and iii) the notion that the public sector in Brazil is subject to internal financing restrictions (present in Luciano Coutinho's texts) is wrong. We argue that the rate of growth of GDP seems to be able to explain both the growth of investment by private companies and the share of these investments in GDP. We also argue that despite the fact that the BNDES has increased its share in financing investment in Brazil during part of the period when it was managed by Luciano Coutinho, this policy was not able to raise investment or GDP growth rates. Thus, the strategic and fundamental objective of the BNDES should be to collaborate so that expansionist fiscal policies would not lead to balance of payments constraints. In order to achieve the objective of increasing the economy's investment rate, it is necessary for fiscal policy to be capable of regulating the growth rate of effective demand through the rate of growth of public spending.

Keywords: Brazilian Development Bank; Development Financing; Development Banks; Effective Demand

Financiamento do investimento, crescimento e desenvolvimento econômico: uma nota a partir da análise da atuação do BNDES no período 2007-2016

Kaio Pimentel (IPPUR-UFRJ)

Miguel Carvalho (DeCE-ICSA-UFRRJ)

Guilherme Haluska (ILAESP-UNILA)

1. Introdução

Este trabalho pretende discutir a relação entre financiamento do investimento e crescimento econômico a partir de uma análise crítica da atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre os anos 2007 e 2016. Ao longo deste período, o diagnóstico básico que presidiu as ações do BNDES apontava que a lacuna do financiamento de longo prazo no Brasil era uma das principais causas da baixa taxa de investimento da economia brasileira. À luz dos recentes desenvolvimentos da teoria do crescimento econômico liderado pela demanda efetiva, pretendemos questionar o diagnóstico central que motivou uma ampla expansão do BNDES ao longo do referido período.

O trabalho conta com quatro seções além de introdução e conclusão. Na segunda é feita uma breve revisão teórica do tema do financiamento do desenvolvimento, público e privado, e o papel dos bancos de desenvolvimento no crescimento na tradição heterodoxa, com destaque para a visão de alguns autores ligados à Unicamp. Destaca-se aqui a contribuição para esta temática do economista Luciano Coutinho, presidente do BNDES entre maio de 2007 e maio de 2016.

Na terceira seção é feita uma avaliação crítica da ação do BNDES na qual se discute i) a diferença entre a taxa de juros de longo prazo, qual balizou grande parte dos desembolsos do BNDES, e a taxa de juros básica da economia, e as consequências dessa desigualdade sobre a relação entre o financiamento do BNDES e o possível papel do Banco em alterar a taxa de investimento brasileira e; ii) uma discussão teórica/analítica sobre os determinantes do investimento agregado.

Na quarta seção, a discussão é retomada à luz dos recentes desenvolvimentos da teoria do crescimento econômico liderado pela demanda efetiva. Mais precisamente argumentamos, com base na abordagem do supermultiplicador sraffiano que i) o investimento privado em capacidade é um gasto induzido que é regulado pela adequação da capacidade à demanda efetiva, de modo que o crescimento das operações do BNDES não pode, por si só, alterar persistentemente a taxa de investimento da economia e ii) os gastos autônomos/improdutivos lideram o crescimento de longo prazo.

Na quinta serão apresentados os dados e a caracterização básica da atuação do BNDES no referido período, de forma a indicar o alcance do processo de elevada expansão das suas operações a partir de 2008, tanto na participação no crédito tanto no peso dos desembolsos no financiamento do investimento. Segue a conclusão.

2. Financiamento do desenvolvimento e o papel dos bancos públicos na visão de Luciano Coutinho

A presente sessão é dedicada a recuperar a contribuição de Luciano Coutinho para o tema do financiamento do desenvolvimento, isto é, a disponibilização de meios de pagamento para financiar o investimento público e privado, o que exige, no primeiro caso, uma reflexão sobre capacidade de financiamento do Estado e a determinação da taxa de juros que incide sobre os títulos públicos. O economista Luciano Galvão Coutinho (Luciano Coutinho) é Professor Titular do Instituto de Economia da Unicamp e tem ampla atuação na área da economia heterodoxa¹, sendo o autor de extensa obra sobre o desenvolvimento econômico, particularmente aplicado ao caso brasileiro, nos mais variados temas, como competitividade da indústria, internacionalização e capacitação tecnológica das empresas, entre outros, além da preocupação com a restrição externa como fator limitante do crescimento econômico nas economias periféricas, ponto em que estamos de absoluto acordo.

Contudo, esta sessão apenas examinará brevemente a contribuição de Coutinho dedicada ao exame do tema do financiamento do desenvolvimento e das finanças públicas – à luz da interação entre política fiscal e monetária –, de um lado, e do papel dos bancos públicos na promoção do financiamento de longo prazo associado às decisões de investimento. Esta temática é particularmente importante tendo em vista sua atuação à frente da presidência do BNDES que ocorreu entre maio de 2007 e maio de 2016, completando um período de nove anos², intervalo que se verificou forte expansão das operações do banco na economia brasileira.

O diagnóstico básico de Coutinho sobre o tema do financiamento do desenvolvimento, e que atravessará um conjunto amplo de trabalhos entre 1994 e 2019, baseia-se em três proposições:

- i) a capacidade de financiamento do Estado brasileiro é restrita, para além dos impeditivos legais à expansão do gasto público, pois a presença de déficits públicos elevados ou aumento

¹ Recentemente, foi organizada em homenagem ao conjunto de suas contribuições de Coutinho em LASTRES, Helena M. M.; CASSIOLATO, José Eduardo; LAPLANE, Gabriela; SARTI, Fernando (Orgs). *O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho*. Campinas, SP: UNICAMP, IE.2016.

² Luciano Galvão Coutinho foi também Secretário Executivo do recém-criado Ministério de Ciência e Tecnologia (1985-1988) no governo Sarney.

da relação dívida/PIB tem consequências sobre a determinação da taxa de juros e também relaciona-se com o ingresso de capitais externos no país e com a inflação³;

ii) existe uma lacuna estrutural no sistema financeiro brasileiro na provisão de financiamento de longo prazo, necessária para sustentar o aumento do investimento, na medida em que as aplicações financeiras se concentram em títulos públicos de curto prazo, havendo, assim, escassez de financiamento de longo prazo privado doméstico;

iii) o BNDES cumpre um papel central no sistema financeiro brasileiro, particularmente na provisão do financiamento de longo prazo e, assim, para a promoção do investimento no país.

Para a realização desta tarefa nos apoiaremos em alguns dos principais trabalhos de Coutinho que, em nosso juízo, traduzem a visão acerca dessas questões, alguns deles em parceria com João Carlos Ferraz, professor da UFRJ e que seria vice-presidente do BNDES entre 2011 e 2016, período em que Coutinho era presidente do banco.

O primeiro é a ampla pesquisa realizada em 1993 sobre a competitividade da indústria brasileira encomendada pelo Ministério de Ciência e Tecnologia (MCT), pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e pelo Programa de Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico, em que ambos foram os coordenadores gerais. Parte dos resultados principais deste estudo, que mobilizou um conjunto amplo de pesquisadores, sobretudo do Instituto de Economia da Unicamp e da UFRJ, estaria materializada no livro organizado por eles e publicado em 1994, intitulado “Estudos da Competitividade da Indústria Brasileira”. Nesta obra, há uma discussão mais detida do tema do financiamento do desenvolvimento no Capítulo 5 “A construção de um novo padrão de financiamento: a reforma tributária e finanças industrializantes”, incluído na Parte I “Dimensão sistêmica da competitividade”.

Uma vez assumida a necessidade de elevação da taxa de investimento para a promoção do “*desenvolvimento competitivo*” no Brasil, o estudo afirma que “*a necessária elevação da taxa agregada de inversão fixa exige a mobilização de meios adequados, não-inflacionários, de financiamento*”. Em seguida, há uma discussão sobre o que é denominado de “*crise das finanças públicas*” que decorreu à crise da dívida externa da década de 1980, o que teria acarretado uma preferência do setor privado brasileiro por aplicações em títulos públicos de curto prazo, comprometendo a disponibilidade de financiamento e, assim, a própria taxa de investimento:

“Simultaneamente à crise das finanças públicas, o setor privado também arrefeceu seus investimentos, desendividou-se e passou a aplicar suas disponibilidades em títulos públicos. O sistema de financiamento privado mostrou-se carente de

³ Sobre este ponto ver Coutinho e Belluzzo (1996). Para a crítica a este ponto, ver Pimentel e Carvalho (2022)

instrumentos, regras estáveis e de uma institucionalidade suficiente para canalizar as poupanças e criar crédito em prazos e condições estimulantes para os investimentos. Ao contrário, **a possibilidade de obter rendimentos financeiros com elevada liquidez e risco zero passou a inibir permanentemente o investimento produtivo.** A tendência à hiperinflação, a incerteza e os efeitos dos sucessivos ‘choques’ de política econômica levaram a uma pronunciada regressão da intermediação financeira na segunda metade dos anos 80” (COUTINHO; FERRAZ; 1994, p. 160. Grifos nossos).

Isto é, o desequilíbrio fiscal, engendrou a existência de títulos públicos de curto prazo com taxas de juros elevadas e comprometeram a existência de um mercado privado de aplicações de longo prazo. Por causa do desequilíbrio fiscal, o governo foi incapaz de criar uma estrutura a termo de taxas de juros, necessária para a promoção de um mercado privado de financiamento – bancário e de capitais – de longo prazo associado às decisões de investimento. Este argumento se fará presente em outros trabalhos de Coutinho, como em Coutinho e Borges (2007; 2009), Coutinho (2017), Coutinho e Ferraz (2019).

Conjugam-se, portanto, dois diagnósticos: a restrição financeira do Estado, que apareceu ao final da década de 1980, como crise financeira do Estado, e, como consequência, a limitação do setor privado em prover financiamento de longo prazo, o que fica explícito na passagem abaixo:

“Em síntese, a crise econômica retrata-se de forma inequívoca na profunda desarticulação do sistema de financiamento público e privado. **A retomada de um nível minimamente satisfatório de investimento e poupança agregados exige: a) a recuperação das finanças do Estado; b) a criação de finanças industrializantes.** Estes dois pilares essenciais para a construção de um novo padrão de financiamento, capaz de sustentar os investimentos requeridos pelo desenvolvimento competitivo” (COUTINHO; FERRAZ; 1994, p. 160) (Grifos nossos).

Acerca do papel do sistema financeiro na provisão de financiamento de longo prazo para a elevação para a taxa de investimento agregada do Brasil, Coutinho (1995a; 1995b; 1997), observa que o país não foi capaz de construir um padrão de financiamento capaz de elevar a taxa de investimento dos então 17-18% para 23% de forma a permitir uma trajetória de crescimento da economia de forma sustentada. Isto pode ser atestado de forma sintética a partir deste seguinte trecho, que faz parte de uma entrevista concedida em 1995:

O País precisa voltar a investir pelo menos 23% do produto. Sair do nível de 16 ou 17% dos últimos anos, e subir a taxa de investimentos. Isso significaria criar novas condições institucionais e financeiras para permitir que uma fronteira de investimentos possa sinalizar, com segurança, o crescimento em bases sustentáveis. (COUTINHO, 1995a, p. 17) (Grifos nossos).

Coutinho desenvolve este argumento em artigo publicado em 1997:

“A articulação de um novo padrão de financiamento, capaz de estimular a formação de poupanças e de aglutinar capitais líquidos para o apoio aos

investimentos, emerge como condição *sine qua non* para o crescimento com estabilidade. Com efeito, a sustentação bem-sucedida do Plano Real requer a retomada dos investimentos públicos e privados. **Sem uma elevação substancial da taxa agregada de investimento, dos atuais 17-18% do PIB, para pelo menos 23%, não será possível o crescimento da oferta de bens e serviços num ritmo compatível com a manutenção da estabilidade, pois surgirão desajustes recorrentes entre demanda e oferta que provocarão desequilíbrios comerciais, pressões inflacionárias e estrangularão o crescimento.**

Por não financiar a longo prazo, a não ser por canais públicos, o sistema de crédito brasileiro é um fator de bloqueio ao investimento industrial. É inexpressiva a oferta voluntária de empréstimos de médio e longo prazos pelo sistema bancário interno, além de limitado o financiamento por emissão de ações e debêntures em face da dimensão acanhada do nosso mercado de capitais. O Plano Real, infelizmente, ainda não rompeu essa situação, muito embora, pela primeira vez em quase duas décadas, as condições macroeconômicas sejam excepcionalmente favoráveis para superar essa disfunção.” (COUTINHO, 1997, p. 20. Grifos nossos).

Neste sentido, a ausência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo foi apontado por Coutinho (1995b) como uma séria deficiência da economia brasileira, o que o leva a afirmar que *“[p]or não financiar a longo prazo, a não ser por canais públicos i.e. BNDES, o sistema de crédito brasileiro é um fator de bloqueio estrutural ao investimento industrial”*.

Por sua vez, ao analisar os motivos das elevadas taxas de juros de curto praticadas pela Autoridade Monetária do Brasil, Coutinho fará uma associação entre o processo de estabilização realizado pelo Plano Real apoiado em elevadas taxas de juros, e seus impactos sobre o mercado financeiro brasileiro (COUTINHO, 1995a; COUTINHO, 1995b; COUTINHO, 1997; COUTINHO; BORGES, 2009; COUTINHO, 2017). A este respeito, Coutinho (2017) afirma:

“A institucionalização do regime de juros altos [pós-Plano Real] com pronta liquidez concentrou o estoque de poupança nacional em aplicações de maturidade muito curtas e deformou a estrutura temporal dos juros. O Brasil é uma exceção gritante no mundo. Em um sistema normal, as taxas de juros são positivamente correlacionadas a prazos e riscos, enquanto aqui a estrutura temporal é perversa: juros de curto prazo elevados e liquidez dissociada dos prazos. [...] Para que essa redução seja definitiva e chegue a um patamar baixo será essencial restaurar o controle sobre o déficit e sobre a trajetória do endividamento público o que, sabemos, depende do avanço da reforma fiscal e previdenciária. Mas isso não será suficiente. O desafio de baixar substancialmente o patamar da Selic vai além e requer a superação do círculo vicioso que retém o estoque de poupança no curto prazo, líquido e bem remunerado, sem risco. Antes de apontar o crédito direcionado como “culpado” será prudente avaliar como superar o curto-prazismo e a liquidez incondicional, de forma a criar *funding* de longo para o sistema financeiro e para o mercado de capitais com juros reais compatíveis com o crescimento sustentável.” (COUTINHO, 2017).

A recuperação das finanças do Estado seria uma condição necessária para o governo construir um espectro de taxas de juros que apoiasse a criação de um mercado privado de crédito de longo prazo. Coutinho, em entrevista de 2009, chega a elogiar a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), por atuar nesse sentido.

Dado o custo fiscal⁴ que existia nas operações do BNDES, pois o governo pagava uma taxa de juros em títulos públicos acima da taxa que empresta aos empresários, os autores acima reconhecem que seria desejável a convergência entre esta taxa, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e a Selic, que define o piso das taxas de juros dos títulos públicos. Entretanto, defendem que tal convergência tem de acontecer por meio da redução da Selic (e não elevação da TJLP) para que não haja diminuição dos investimentos, uma vez que supõem que há uma relação inversa entre taxa de juros e investimento. Além disso, em Coutinho e Borges (2008), se argumenta que a redução da Selic para os níveis da TJLP necessitaria de um ajuste fiscal. Esse ajuste fiscal permitiria ao governo não só a redução Selic e das demais taxas dos títulos de longo prazo, como a realização de mudanças institucionais que contribuiriam para moldar uma estrutura a termo das taxas de juros que estimulasse o crédito de longo prazo privado no Brasil (como exemplo, a extinção da LFT, título de longo prazo indexado a Selic).

Como proposta para atingir a disciplina fiscal e contenção dos gastos públicos no país, Coutinho e Borges (2009, p. 2014) afirmam o seguinte:

“Vale lembrar que, do ponto de vista da dinâmica do endividamento, o que importa é o fluxo do resultado primário, independentemente da combinação receitas/gastos correntes com base na qual esse resultado é alcançado. Contudo, é muito importante que o governo busque viabilizar medidas de contenção dos gastos correntes como proporção do PIB, por três motivos: i) sinalizar preocupação com a solvência futura do setor público, já que a população brasileira vem envelhecendo rapidamente; ii) aumentar efetivamente o investimento público em infraestrutura, que hoje é muito baixo, tanto em termos históricos como na comparação com outros países (desenvolvidos e emergentes); e iii) reduzir a carga tributária geral da economia, incompatível com o nível de renda per capita do país e que constitui, atualmente, um sério entrave à eficiência microeconômica e à competitividade do sistema empresarial formal. Essa sinalização, sem dúvida, ajudaria a acelerar a redução do juro real doméstico em direção à taxa de “equilíbrio” de longo prazo, conforme descrito acima.” (COUTINHO; BORGES, 2009, p. 2014).

Em relação ao financiamento do desenvolvimento, em trabalho que Coutinho foi um dos organizadores, é afirmado que:

“A experiência internacional aponta duas vias alternativas trilhadas pelos países capitalistas avançados para combinar estabilidade monetária, crescimento, difusão de progresso técnico e financiamento: ou construíram vinculação estreita entre bancos e indústrias (Alemanha e Japão), ou dispuseram de um eficiente mercado de capitais como base do padrão de financiamento (EUA e Inglaterra). O processo de industrialização brasileiro efetivou-se sem que se lograsse constituir um sistema de crédito diversificado em termos de instrumentos e de prazos, capaz de compatibilizar liquidez, estabilidade e investimento real, nem, tampouco, implantar um mercado de capitais forte e abrangente, para suprir os requisitos de financiamento interno. Por não

⁴ A este respeito, ver BNDES (2017).

financiar a longo prazo, a não ser por canais públicos, **o sistema de crédito brasileiro é um fator de bloqueio ao investimento industrial. O crédito privado no Brasil é caro e concentrado no curto prazo.** É pouco expressiva a oferta voluntária de empréstimos de médio e longo prazos pelo sistema bancário interno e, também, a possibilidade de financiamento por emissão de ações e de outros títulos de dívida em face da dimensão acanhada do mercado de capitais. Nos últimos anos, estes problemas combinaram-se com a elevada liquidez do mercado de curto prazo, fruto da persistente redução do endividamento das empresas e da prática quase contínua de juros reais elevados como instrumento de políticas gradualistas de controle inflacionário.” (COUTINHO; FERRAZ, 1994, P. 169. Grifos nossos).

Os bancos de desenvolvimento, para Coutinho, devem desenvolver uma série de outras tarefas, que inclui o auxílio da política industrial na capacitação e conglomeração de empresas sua internacionalização no espaço de concorrência internacional,⁵ a promoção das exportações, o fomento à desenvolvimento de novas tecnologias e o atendimento de setores socialmente prioritários, ligados, por exemplo, a questões ambientais e regionais, e que podem estar sujeitos à restrição de crédito. Segundo Coutinho (2009):

“A disponibilidade de financiamento de longo prazo e em moeda nacional propiciada pelo BNDES é fundamental ao desenvolvimento econômico. Permite que as empresas se lancem em projetos de ampliação da capacidade produtiva em larga escala, sem depender do autofinanciamento ou da captação externa – essa última vulnerável aos movimentos de expansão e contração da liquidez internacional. O mercado de capitais – emissão de ações e debêntures – também é fonte relevante de *funding* de longo prazo para as empresas, mas tende a apresentar um comportamento pro-cíclico. Os bancos públicos, além de poderem cumprir função anticíclica em períodos de crise e retração do financiamento privado, são importantes financiadores de projetos portadores de grandes externalidades positivas, cuja combinação entre risco e retorno é frequentemente proibitiva ao financiamento privado.” (COUTINHO, 2009, p. 6).

Para os propósitos deste no trabalho, no entanto, será enfatizada a análise do papel dos bancos de desenvolvimento na promoção dos investimentos. Em Ferraz e Coutinho (2019) é argumentado que essas instituições, como foi o caso do BNDES entre 2007 e 2016, devem ser analisadas à luz de três papéis chaves relacionados ao ciclo econômico e suas fases de expansão, auge e declínio, atuação complementares à iniciativa privada, a saber:

i) **papel pró-cíclico**, relacionado a sustentar a expansão do investimento, na medida em que este seja pró-cíclico. Segundo os autores: “*como o investimento é pró-cíclico e o BNDES era o principal agente de financiamento, essa instituição de financiamento do desenvolvimento agiu de forma pró-cíclica. Este é um papel relevante dos bancos de desenvolvimento*” (FERRAZ; COUTINHO, 2019, p. 100)

⁵ Ver, por exemplo, Coutinho, Hiratuka e Sabatini (2008).

ii) **papel anticíclico**, de maneira que estes tipos de banco devem “*agir em contextos negativos, quando os mercados reduzem ou param de fornecer financiamento ao sistema econômico*” (Ibidem, p. 100)

iii) **papel pré-cíclico**, “*ao apoiar investimentos de muito longo prazo, promovendo a preparação de projetos ou enfrentando desafios de desenvolvimento. Em tal papel, eles apoiariam investimentos antes do próximo ciclo de crescimento*”. (Ibidem, p. 101).

Adicionalmente, os autores observam que sem o suporte do BNDES no financiamento de longo prazo, as empresas no Brasil teriam que conseguir financiamento externo, o que traria um potencial desestabilizador para as suas estruturas patrimoniais, dados os riscos trazidos pelas variações cambiais, e para a dinâmica macroeconômica brasileira, uma vez que implicaria na elevação do endividamento externo que enseja um potencial desestabilizador. (FERRAZ; COUTINHO, 2017).

Acerca da relação entre a política fiscal e o papel dos bancos públicos na promoção do investimento, Ferraz e Coutinho fazem uma análise ilustrativa de qual papel atribuem a cada uma delas, a partir do exame da reação do governo brasileiro à crise de 2008. Segundo os autores:

“A explosão da crise financeira, em setembro de 2008, colocou a estratégia brasileira de crescimento econômico em uma encruzilhada. Uma opção era seguir o exemplo dos países avançados, adotando políticas fiscais e monetárias expansionistas em larga escala. Mas as políticas fiscais tradicionais, por meio da expansão do déficit orçamentário, implicariam uma inflação perigosa da dívida do governo. A outra opção seria uma política monetária agressiva com taxas de juros muito baixas. Isso, no entanto, certamente enfrentaria a resistência dos poupadores, o que poderia tornar a rolagem da dívida pública de curto prazo muito problemática. A opção pragmática era apoiar o BNDES com empréstimos do Tesouro Nacional, uma política anti-crise praticada também em outros lugares, mas pouco divulgada. Praticada pelo Brasil e outros países, a alternativa era conceder empréstimos de títulos do Tesouro Nacional ou de Bancos Centrais a bancos de desenvolvimento para atuar de forma contracíclica. Sendo bancos de desenvolvimento confiáveis, o financiamento seria efetivamente canalizado para fins produtivos e devidamente pagos pelo setor privado. Em sequência, os bancos de desenvolvimento pagariam seus empréstimos. Esta foi a razão por detrás da expansão das capacidades operacionais de muitos bancos de desenvolvimento entre 2008 e 2015. Em termos fiscais, resultou num aumento das dívidas nacionais brutas, mas não nas dívidas públicas líquidas, porque os empréstimos concedidos a bancos de desenvolvimento foram integralmente contabilizados como patrimônio no balanço dos tesouros nacionais.” (FERRAZ; COUTINHO, 2019, p. 93).

Nesta passagem, diversos elementos da abordagem de Coutinho para o financiamento do desenvolvimento aludidas acima aparecem presentes. Em primeiro lugar, as limitações atribuídas por ele ao exercício de uma política fiscal expansionista que resultassem em expansão do déficit público e da dívida líquida – o que poderia ter impactos indesejados sobre a taxa de juros. Em segundo lugar, as restrições que países como o Brasil estariam sujeitos na implementação da política monetária, como sofrerem problemas para a rolagem da dívida pública caso adotassem taxas de juros muito

baixas em face da resistência dos poupadores, acostumados a elevadas taxas de juros de curto prazo. E, por fim, a preferência pela atuação anticíclica dos bancos de desenvolvimento, ao invés da expansão do gasto público primário, como uma forma de sustentar os investimentos privados em uma fase de retração do crédito privado, sem que houvesse impactos fiscais relevantes, na medida em que a dívida líquida se manteve praticamente constante – haja vista as baixas taxas de inadimplência a que estiveram sujeitos os empréstimos do banco no período. Coincidentemente, ou não, no período entre 2011 e 2014, se assistirá, simultaneamente a expansão dos passivos e desembolsos do BNDES, que será vista na próxima sessão ao passo que há uma forte desaceleração do investimento público, particularmente o das empresas estatais. Entre 2011 e 2014, a taxa de variação do investimento das empresas estatais foi de -2,7% a.a enquanto a taxa de variação do investimento da administração pública foi de -1%. (SERRANO; SUMMA, 2015, p. 40)⁶.

3. Críticas ao diagnóstico que presidiu a expansão do BNDES

Esta seção pretende apresentar críticas ao diagnóstico que presidiu a expansão do BNDES. Procuraremos apontar que:

- i) com a TJLP sendo menor que a taxa Selic, situação que vigorou em todo o período analisado neste trabalho⁷, o BNDES poderia se expandir até financiar totalmente o investimento no Brasil. Esse processo, entretanto, não induziria à elevação da taxa de investimentos de forma permanente/estrutural. Desse modo, o volume de operações/desembolsos do BNDES não pode ser tomado como uma expressão da lacuna de financiamento de longo prazo no Brasil;
- ii) As análises de Coutinho supõem que a tendência de crescimento do produto da economia é determinada pelo crescimento dos investimentos das firmas que criam capacidade produtiva e que o crescimento dos investimentos depende, essencialmente, das condições de financiamento, como a disponibilidade de crédito, prazos e taxa de juros. O problema dessa abordagem é que ele ignora o fato de que se os demais componentes da demanda não crescem no mesmo ritmo, isso pode resultar na criação de excesso de capacidade ociosa ou numa situação de sobreutilização da capacidade.
- iii) por fim, pretendemos questionar o argumento de Coutinho de que a capacidade de gasto do governo é limitada pelas restrições de financiamento da dívida pública interna, dadas pela demanda privada por títulos de dívida pública. A posição de Coutinho sobre as finanças públicas o levou a defender políticas anticíclicas via bancos públicos *em detrimento* da expansão via gastos primários e uma “contenção” de gastos correntes em benefício do

⁶ Sobre o impacto da desaceleração do investimento público sobre a desaceleração do crescimento da economia brasileira no primeiro mandato de Dilma (2011-2014), ver, Serrano e Summa (2015).

⁷ Em 2017 a TJLP foi extinta.

investimento em infraestrutura, como se o papel dos gastos do governo na trajetória de crescimento econômico estivesse ligado à composição do gasto público apenas e não ao crescimento destes gastos.

3.1 A diferença entre TJLP e Selic

A Taxa de juros de Longo Prazo (TJLP) foi a taxa que balizou grande parte dos desembolsos do BNDES ao longo do período em questão. A Taxa Selic é a taxa de juros básica da economia brasileira determinada pelo Banco Central para fins de política monetária. Ao longo do período analisado, a Selic sempre esteve num nível maior que a TJLP. Esse fato criou uma situação em que sempre seria interessante para qualquer empresa brasileira ter seus planos de investimento financiados pelo BNDES. O Gráfico 1 abaixo ilustra a diferença entre TJLP, Selic e IPCA entre 2007 e 2016.

Gráfico 1 – Evolução da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), da Taxa SELIC e IPCA entre 2001 e 2016 (% a.a.)



Fonte: Apud BNDES (2017, p. 48).

Isso se dá pois qualquer volume de recursos de uma empresa pode ser aplicado na dívida pública e ser remunerado a uma taxa cujo piso é a Selic. Assim, mesmo uma empresa que possui recursos próprios para investir pode aplicar na dívida pública e receber no mínimo o que a Selic remunera e tomar um empréstimo junto ao BNDES e pagar a TJLP.

Note que, diferente dos tradicionais críticos do BNDES, o que se pretende aqui discutir não é o custo fiscal de juros subsidiados, mas sugerir que com tal diferença entre taxas de juros, sempre seria interessante ao setor privado brasileiro, captar recursos junto ao BNDES. Assim, torna-se problemático tomar o volume de empréstimos realizados pelo BNDES como uma aproximação do

tamanho da lacuna de financiamento de longo prazo no Brasil, assim como esperar que a elevação dos desembolsos do BNDES afete a taxa de investimento da economia brasileira.

Segundo nossa perspectiva, com o descompasso entre as referidas taxas de juros, o BNDES poderia crescer até financiar totalmente o investimento no Brasil. Entretanto, isso não afetaria o volume de investimento que amplia a capacidade produtiva, uma vez que este é sensível às variações da demanda efetiva.

3.2 O Princípio da Demanda Efetiva e a taxa de investimento

Conforme discutido na segunda seção do artigo, em seus textos, Coutinho considera que o investimento que cria capacidade produtiva na economia é o componente da demanda que lidera o crescimento da economia, desconsiderando a influência que a própria demanda e o grau de utilização da capacidade têm sobre o investimento.

O investimento possui um caráter dual, o que significa que possui o duplo papel de gerar demanda (quando é realizado) e de criar capacidade produtiva (depois de realizado). Portanto, o crescimento da capacidade produtiva é determinado pelas decisões de investimento feitas no passado e sua taxa de crescimento tende a se igualar ao crescimento do investimento. Para que a demanda efetiva e a capacidade produtiva cresçam no mesmo ritmo com o passar do tempo, de forma que o grau de utilização da capacidade permaneça relativamente estável, é preciso que os demais componentes da demanda agregada (isto é, o consumo das famílias, as exportações e o gasto público) sejam, de alguma forma, induzidos pelo próprio crescimento do produto. Caso isso ocorra, tanto a taxa de crescimento da demanda efetiva quanto da capacidade produtiva serão iguais e determinadas pela taxa de crescimento do investimento.

Entretanto, não há nenhum mecanismo que garanta que todos os componentes da demanda cresçam no mesmo ritmo que o produto. Embora o consumo a partir da folha salarial de fato tenda a acompanhar o mesmo ritmo de crescimento da produção, outros componentes da demanda, como as exportações, os gastos públicos e o consumo financiado por crédito não são induzidos automaticamente pela renda da economia.

Dessa forma, caso durante um certo período o investimento cresça mais que os demais componentes da demanda, isso eventualmente fará com que a capacidade produtiva cresça mais do que a demanda efetiva, levando ao surgimento de um excesso de capacidade produtiva ociosa. Como existe um custo em manter uma certa quantidade de capital imobilizada, esse excesso de capacidade ociosa eventualmente acabará por desencorajar novos investimentos. Inversamente, caso o investimento cresça menos que os demais componentes da demanda durante um certo tempo, a capacidade

produtiva vai aumentar menos que a demanda, o que fará as firmas sobre utilizarem sua capacidade instalada e eventualmente não serem capazes de atender toda a demanda. Nessa situação, as firmas se verão obrigadas a investir mais para aumentar sua capacidade produtiva, pois caso contrário, correm o risco de perder suas parcelas de mercado para seus concorrentes (efetivos ou potenciais).

Portanto, no longo prazo, o investimento tende a ser induzido pela demanda, de forma a fazer com que a capacidade produtiva se ajuste à demanda efetiva, através de um mecanismo de acelerador flexível. Uma vez que se admite isso, é improvável que o investimento agregado encontre-se restrito pela disponibilidade de financiamento ou pelo nível das taxas de juros.

Vamos discutir a seguir o impacto desses dois fatores sobre o investimento, começando pela influência das taxas de juros. Durante a controvérsia do capital, nos anos 1960, a própria concepção das curvas de demanda por fatores de produção que dependessem negativamente de seus preços recebeu críticas por parte de alguns economistas, como Garegnani e Joan Robinson. Basicamente, quando se leva em consideração a existência de bens de capital heterogêneos, não seria possível derivar uma demanda por investimento que depende negativamente da taxa de juros (para uma discussão mais detalhada sobre a controvérsia do capital, ver Lazzarini, 2011, e Serrano, 2001a). Apesar disso, é evidente que a taxa de lucro esperada dos novos investimentos deve ser superior a um determinado piso, dado pela taxa de juros acrescida de um prêmio de risco. Caso contrário, não haveria estímulo a aplicar o capital em atividades produtivas. Entretanto, enquanto a taxa de lucro esperada for superior a esse piso, reduções (aumentos) da taxa de juros dos empréstimos vão apenas aumentar (diminuir) essa diferença entre a taxa de lucro esperada e a rentabilidade mínima exigida pelas firmas, mas sem impactar o nível de investimento. (ver Serrano e Summa, 2018).

Por fim, resta discutir o papel da disponibilidade de crédito. As condições de crédito doméstico podem constituir uma restrição importante ao crescimento das pequenas e médias empresas. Entretanto, as grandes empresas usualmente não se encontram sujeitas a essa restrição, pois além de ter mais acesso a crédito no sistema financeiro doméstico, podem recorrer também ao uso de lucros retidos ou de financiamento externo (em especial as empresas multinacionais). Assim, se houver oportunidades de investimento lucrativas (em outras palavras, se o nível de demanda efetiva justificar uma ampliação da capacidade produtiva e se a taxa de lucro for superior à taxa de juros acrescida de um prêmio de risco), as firmas com maiores lucros internos ou com maior acesso à financiamento (seja doméstico ou externo) irão investir e aproveitar essas oportunidades. Portanto, as condições de crédito podem ser importantes para explicar a distribuição do investimento entre as empresas, mas não o nível de investimento agregado (para uma discussão sobre isso, ver Serrano, 2001b)

3.3 Finanças públicas e a expansão da demanda

Coutinho adota uma postura tímida em relação às possibilidades da política fiscal supondo que o governo tenha uma autonomia restrita para o manejo do financiamento dos seus gastos. Para Ferraz e Coutinho (2017), por exemplo, a convergência entre TJLP e SELIC deveria vir com a redução da Selic, mas tal redução deveria ser precedida por ajuste fiscal do governo. É curioso que tal postura foi mantida mesmo com seguidos aportes do Tesouro ao BNDES o qual modificou radicalmente a estrutura de *funding* do banco no período em que ele próprio era o presidente.

Surge da hipótese de que o Estado brasileiro é frágil na questão do financiamento dos seus gastos, a defesa, reiterada diversas vezes, que Coutinho faz da relevância da “poupança” brasileira ser canalizada para ‘financiar’ o investimento, apontando que os agentes econômicos no Brasil teriam elevada preferência pela liquidez, que se materializa em aplicações de curto prazo. Assim, se faz necessária “*a criação dos instrumentos e instituições de mobilização da poupança doméstica, particularmente para suportar o financiamento de longo prazo*” (Coutinho e Belluzzo, 1996, p. 139).

Na visão de Coutinho e Borges (2008), o Estado brasileiro, frágil na questão do financiamento dos seus gastos e com finanças públicas ‘deterioradas’, é o grande cliente que necessita de recursos e atrapalha o desenvolvimento do mercado de crédito de longo prazo privado no Brasil. A capacidade do Estado resolver o problema do financiamento de longo prazo seria afetada pela relação que Coutinho concebe entre as variáveis fiscais e a taxa de juros. Quanto maiores os déficits públicos ou quanto maior a dívida pública, possíveis consequências de uma maior intervenção do Estado na resolução dos problemas do desenvolvimento, maiores seriam as taxas de juros de curto e longo prazo a serem pagas pelos títulos públicos.

Fruto da fragilidade na questão do financiamento, o governo precisaria reduzir gastos correntes para resolver o problema das altas taxas de juros, como discutido anteriormente. Na visão de Coutinho e Borges (2009), como vimos, a “melhora” dos indicadores fiscais teria então um duplo papel: i) de um lado permitiria a redução das taxas de juros do setor público, base para as demais taxas de juros da economia e; ii) daria as condições estruturais para a criação do mercado de financiamento de longo prazo privado no Brasil, uma vez que a poupança do setor privado deixaria de financiar o setor público.

Com o benefício da retrospectiva, apontamos que, mesmo em momentos de ‘piora’ dos indicadores fiscais no Brasil, como em 2020, período que tivemos crescimento do déficit primário e elevação da relação dívida/PIB, a taxa de juros dos títulos públicos foi reduzida (atendendo aos desígnios da política monetária) e o risco país permaneceu em níveis historicamente baixos.

De uma perspectiva baseada no Princípio da Demanda Efetiva, a visão de Coutinho nos deixa em um impasse: de um lado, o autor quer que a política econômica vise aumentar a capacidade produtiva brasileira e, de outro lado, quer que o maior agente da economia (o governo) ‘contenha’ gastos públicos primários. Continuemos esta discussão na próxima seção onde é apresentado um arcabouço teórico/analítico alternativo.

4. Demanda efetiva, investimento induzido e taxa de juros exógena

Nesta seção pretendemos apresentar as linhas gerais de uma visão teórica que nos permite ser consistente com o Princípio da Demanda Efetiva no curto e no longo prazo e com a teoria da taxa de juros exógena. Pretendemos apontar um caminho alternativo para o impasse que a posição de Luciano Coutinho nos deixou.

No modelo supermultiplicador sraffiano: i) o investimento privado agregado em ampliação da capacidade produtiva é um gasto induzido que varia para adequar a capacidade produtiva à demanda efetiva e ii) os gastos autônomos/improdutivos lideram o crescimento de longo prazo. Nesta abordagem, o princípio da aceleração explica o movimento do investimento agregado privado em capacidade produtiva e o grau de utilização da capacidade converge para o grau normal de utilização.

Quanto às possibilidades da política fiscal, pretendemos apresentar a visão baseada na teoria da taxa de juros exógena, apontando como as finanças públicas não são restritas do ponto de vista do financiamento, de modo que variáveis fiscais não têm nenhuma relação necessária com a taxa de juros mesmo em países periféricos.

Nesta visão, a relevância do governo se dá tanto no plano de viabilizar o crescimento da demanda seja por meio do gasto direto ou por redistribuir renda por meio da tributação quanto no plano da mudança estrutural. Em contraste com a visão de Coutinho, tanto gastos públicos ‘correntes’ como investimentos públicos são tidos como relevantes e não há restrição interna de financiamento dada pelo setor privado, apenas a restrição externa.

4.1 Demanda efetiva e investimento induzido

Serrano (1995) e Serrano e Freitas (2017), entre outros trabalhos, vem argumentando há bastante tempo sobre uma visão de crescimento de longo prazo liderado pela demanda efetiva na qual os gastos autônomos e improdutivos determinam o crescimento de longo prazo de economias capitalistas. Estes gastos são autônomos em relação à renda que está sendo gerada e improdutivos, pois não geram capacidade produtiva diretamente para o setor privado da economia, mas ajudam a realizar o produto.

Destacam-se entre os gastos autônomos os gastos públicos em consumo e investimento, o consumo a partir das transferências do governo, as exportações, o consumo financiado por crédito e o investimento residencial. A taxa de crescimento destes gastos irá determinar a taxa de crescimento do produto e do investimento privado. A taxa de investimento, por sua vez, se ajusta gradualmente à taxa de crescimento da economia, de forma que há uma tendência de ajustamento da capacidade à demanda.

Neste sentido, o investimento destinado a ampliação da capacidade produtiva instalada do setor privado deixa de ser o gasto que lidera o crescimento, rompendo com parte da bibliografia de crescimento econômico, incluindo Coutinho. O gasto em investimento que gera capacidade produtiva para o setor privado passa a ser induzido pelo crescimento esperado da demanda efetiva.

Os empresários procuram dimensionar a capacidade produtiva para que sejam capazes de atender os picos esperados de demanda, de forma que o grau de ociosidade planejada depende da relação entre a demanda média e os níveis máximos de demanda esperados durante a vida útil dos equipamentos. Quando os empresários julgam que a demanda efetiva apresenta aumentos persistentes, e não passageiros, estes realizam investimentos líquidos, ampliando a capacidade produtiva.

O Brasil possui um baixo coeficiente de abertura externa, de modo que as exportações não se constituem numa grande fonte de demanda autônoma. Entretanto, como sabido, as exportações continuam possuindo papel absolutamente central na dinâmica de crescimento de economias que não emitem a moeda chave do sistema monetário e financeiro internacional ao gerar capacidade de importação.

É um ponto comum a autores heterodoxos de diferentes vertentes que políticas industriais são necessárias para a elevação e diversificação das exportações, o que atenua a restrição externa e contribui para a elevação da demanda efetiva. Entretanto, o êxito em tal política é um processo de longo prazo e requer a utilização de diversos instrumentos de política que implicam necessariamente na elevação de gastos públicos.

Do ponto de vista analítico, a taxa de crescimento do gasto público agregado, seja em consumo ou investimento, é o que estimula/desestimula o crescimento da demanda e, portanto, da economia. Como se viu na seção anterior, Coutinho propõe que o governo contenha gastos correntes e eleve investimentos públicos, além de defender que ajustes fiscais são necessários para a redução da taxa de juros pagas pelo setor público. A discussão sobre a capacidade do governo realizar sustentar uma determinada (elevada) taxa de crescimento dos gastos públicos e as possíveis restrições enfrentadas

nos leva à próxima seção onde são apresentadas as linhas gerais da nossa visão sobre este assunto, qual difere radicalmente da visão apresentada nos textos por Coutinho.

4.2 Financiamento do gasto público e determinação das taxas de juros

De maneira simples e direta, na visão defendida neste trabalho, a restrição econômica, para o governo realizar e financiar políticas expansionistas e de mudança estrutural, reside na restrição externa. Assim, estamos defendendo que não há restrições internas ao financiamento do governo.

Por questão de precisão analítica, é preciso ressaltar conforme Pimentel (2018) que déficits sequer são uma condição necessária para a consecução das políticas expansionistas em discussão. Sendo coerente com o Princípio da Demanda Efetiva, para uma dada carga tributária, é o nível de gastos (e não o déficit) que impacta os níveis de produto e emprego. Gastos deficitários, por possuírem maior efeito multiplicador, podem ampliar o efeito de uma política fiscal, mas não são necessários do ponto de vista analítico.

As restrições internas são políticas, frutos de uma sociedade capitalista dividida em classes sociais, e, institucionais, uma vez que diversas regras fiscais atualmente constroem o crescimento do gasto público. Necessário enfatizar que estas últimas são restrições auto impostas que apenas dificultam a realização da política econômica (PIMENTEL; CARVALHO, 2022).

Diferente da visão de Coutinho, não consideramos que o setor privado brasileiro tem poder para restringir políticas econômicas expansionistas no mercado de dívida pública, tampouco achamos válida a associação positiva que este autor faz entre variáveis fiscais (déficit e dívida/PIB) e a taxa de juros, com a causalidade indo das variáveis fiscais para a taxa de juros.

Em Serrano e Pimentel (2017) é apresentada a visão de que mesmo no caso brasileiro, onde constitucionalmente o Banco central é proibido de financiar o Tesouro, não há percalços internos no mercado de dívida pública. Gastos públicos são viabilizados pelo saldo positivo da Conta Única do Tesouro no Banco Central. Sempre que o Tesouro financia um gasto por meio da variação do saldo desta conta, o efeito macroeconômico é o mesmo de uma emissão primária de moeda. Todo o mais constante, isso faz com que a escolha interna que o setor privado agregado brasileiro tem é: i) deixar tais recursos na moeda, qual não paga juros ou ii) alocar esses recursos na dívida pública que pagam alguma taxa de juros. Obviamente, o que todo o setor privado brasileiro faz é alocar tais recursos nos

títulos de dívida pública e tal processo reabastece a conta única fazendo com que o governo não enfrente nenhum tipo de restrição nesse mercado⁸.

O que poderia se constituir numa restrição econômica e institucional é se, a partir do uso do Tesouro do saldo desta conta, o setor privado brasileiro decidisse conjuntamente investir em ativos fora do país. Isso faria com que a taxa de câmbio fosse pressionada e o dinheiro não retornasse a esta conta. Este movimento certamente faria o Banco Central subir a taxa de juros básica que basicamente constitui o piso das demais taxas de juros pagas pelo governo.

Entretanto, respeitada a condição de paridade de juros, não há motivos para que haja fuga de capital no Brasil, ainda que se possa avançar no sentido de se construir algum tipo de controle de capitais. Esta condição de paridade nos estabelece que, na atual configuração do sistema monetário internacional, a taxa de juros brasileira deve ter como piso a taxa de juros americana, pagar um *spread* determinado pelo risco-soberano e um *spread* adicional se houver expectativas de desvalorização cambial e o governo não desejar a desvalorização de sua moeda.

Aidar e Braga (2020) apontam que os movimentos do risco soberano são amplamente determinados por fatores externos (e não internos), indicando uma quebra estrutural acontecida na primeira metade dos anos 2000, qual atenuou a restrição externa dos países latino-americanos, permitindo maior liberdade para a consecução de políticas expansionistas na região. Note que há algum papel secundário para fatores internos, mas as evidências do caso brasileiro nos sugerem que estes são relacionados com os indicadores nacionais de solvência externa (SERRANO; PIMENTEL, 2017). Assim tanto melhor os indicadores de solvência externa, tanto mais um país consegue aproveitar os ciclos financeiros globais determinados externamente.

5. Evolução da atuação do BNDES entre 2007 e 2016

Nesta seção, vamos avaliar a evolução dos financiamentos do BNDES e do investimento das empresas durante os primeiras duas décadas do século XXI. Nosso principal propósito é avaliar o período em que Luciano Coutinho esteve na presidência do banco, porém é útil considerar um período um pouco maior que englobe outras gestões, para poder levar em conta se houve mudanças na forma de atuação do banco e se isso teve impactos no nível de investimento agregado.

⁸ Salvo as reservas bancárias mantidas pelos bancos comerciais por questões regulatórias e da estratégia desses bancos, os quais podem manter nos títulos disponibilizados pelo BC nas operações compromissadas, e do papel moeda em poder do público, que depende de hábitos e normas, etc.

Procuramos mostrar que a) a taxa de crescimento do PIB parece dar conta de explicar o crescimento do investimento das empresas privadas e a parcela desses investimentos no PIB, em linha com o princípio do acelerador flexível segundo o qual o investimento privado é induzido pela demanda, e b) apesar do BNDES ter aumentado sua participação no financiamento do investimento no Brasil durante parte do período em que a instituição foi presidida por Luciano Coutinho, isso não parece ter sido capaz de elevar as taxas de crescimento do investimento ou do PIB.

Em BNDES (2017), o próprio banco propõe uma periodização para sua atuação entre 2001 e 2016:

- i) Entre 2001 e 2007, marcada pela estabilidade na atuação do BNDES na concessão de crédito;
- ii) Entre 2008 e 2010, em que a atuação anticíclica do BNDES tomou a forma da expansão dos seus empréstimos;
- iii) Entre 2011 e 2004, quando verifica-se a extensão do BNDES PSI⁹, o que aprofundou processo de expansão das suas operações de crédito da instituição de fomento; e
- iv) A partir de 2015, momento a partir do qual se assiste a reversão das operações do BNDES.

Utilizaremos essa mesma periodização, com a diferença de que o período a partir de 2015 será dividido em dois: i) o período de 2015 e 2016, marcados por quedas do PIB e forte contração das concessões do banco, e ii) de 2017 a 2019, período no qual a economia brasileira volta a apresentar taxas de crescimento positivas, em torno de 1,4% ao ano. Nossa análise não se estenderá para os anos seguintes a 2019 pois entendemos que em 2020, a economia foi muito afetada pela pandemia de Covid 19, provocando expressiva redução do investimento e dos desembolsos do BNDES que não estão diretamente associados à estratégia do banco naquele momento. A Tabela 1 abaixo mostra as taxas médias de crescimento do PIB, do investimento privado e dos desembolsos do BNDES nos subperíodos considerados.

Tabela 1: Taxas de crescimento em volume do PIB, do investimento privado e dos desembolsos do BNDES, média por subperíodo entre 2001 e 2019

	2001-2007	2008-2010	2011-2014	2015-2016	2017-2019
PIB	3,5%	4,1%	2,3%	-3,4%	1,4%
Investimento privado	3,1%	8,3%	3,1%	-14,3%	3,7%
Desembolsos do BNDES	10,5%	17,8%	3,5%	-43,5%	-11,0%

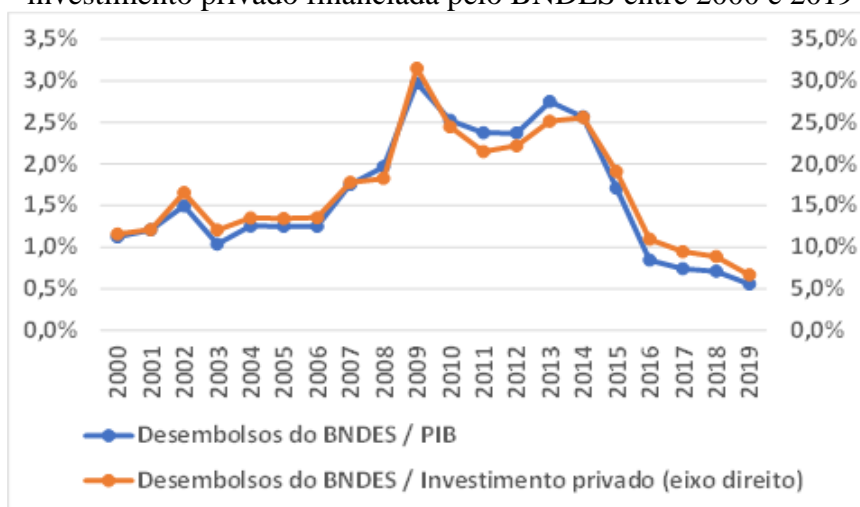
Fonte: IBGE, BNDES e Haluska (2023). Elaboração própria.

Com podemos ver, nos períodos de 2001 a 2007, da crise financeira internacional (CFI) (2008-2010), e de 2011 a 2014, os desembolsos do BNDES cresceram mais do que o PIB e do que o investimento

⁹ PSI, Programa de Sustentação do Investimento.

privado. Essa tendência se inverteu a partir de 2015. Como consequência disso, o peso dos desembolsos do BNDES no PIB e a parcela do investimento privado financiada pelo BNDES aumentaram expressivamente entre 2000 e 2014 e passaram a se reduzir de 2015 em diante, o que pode ser visto no Gráfico 2. Desta forma, as informações indicadas no gráfico mostram um banco que expandiu sobremaneira suas operações a partir de 2004, e sobretudo, após 2009, contraindo seus desembolsos de forma continuada após 2014. Luciano Coutinho, portanto, esteve à frente do BNDES justamente em uma de suas fases de maior destaque no que diz respeito seu tamanho e volume de suas operações.

Gráfico 2 – Proporção anual dos desembolsos do BNDES em relação ao PIB e à parcela do investimento privado financiada pelo BNDES entre 2000 e 2019

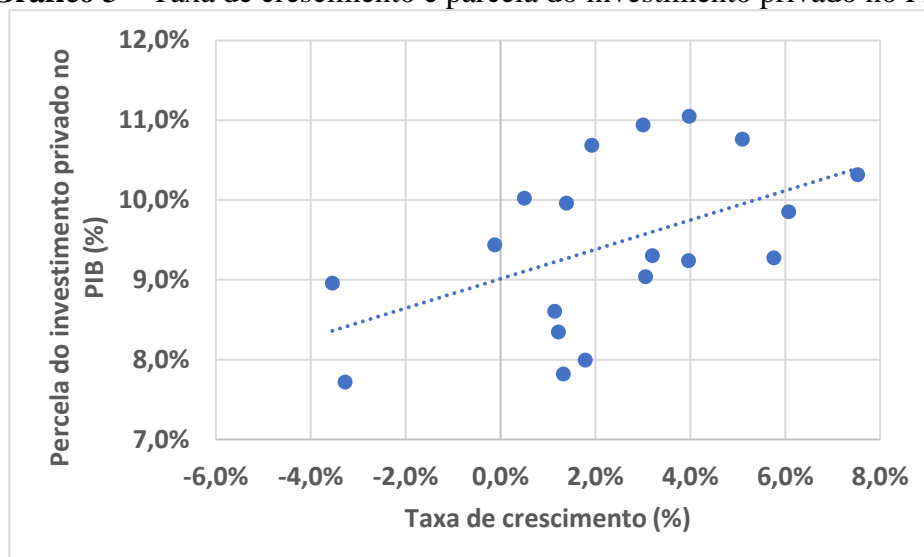


Fonte: IBGE, BNDES e Haluska (2023). Elaboração própria.

Resta avaliar se essas mudanças no comportamento do banco são capazes de explicar a evolução do investimento a nível agregado, que é o que discutiremos a seguir. Conforme foi argumentado nas seções 3 e 4 do artigo, partimos da perspectiva de que o investimento privado que cria capacidade produtiva é induzido pela demanda, de forma a fazer com que a capacidade produtiva se ajuste à demanda efetiva, segundo o princípio do acelerador flexível. Ainda segundo essa abordagem, o investimento não seria sensível às taxas de juros e não estaria restrito (a nível agregado) pela disponibilidade de financiamento – embora para algumas firmas, a restrição de crédito pode ser um gargalo para sua expansão. Como consequência disso, maiores taxas de crescimento requerem maior parcela do investimento no PIB para fazer com que a capacidade produtiva cresça no mesmo ritmo que a demanda, e mudanças na taxa de crescimento do produto tendem a provocar mudanças na taxa de crescimento do investimento no mesmo sentido e em maior magnitude.

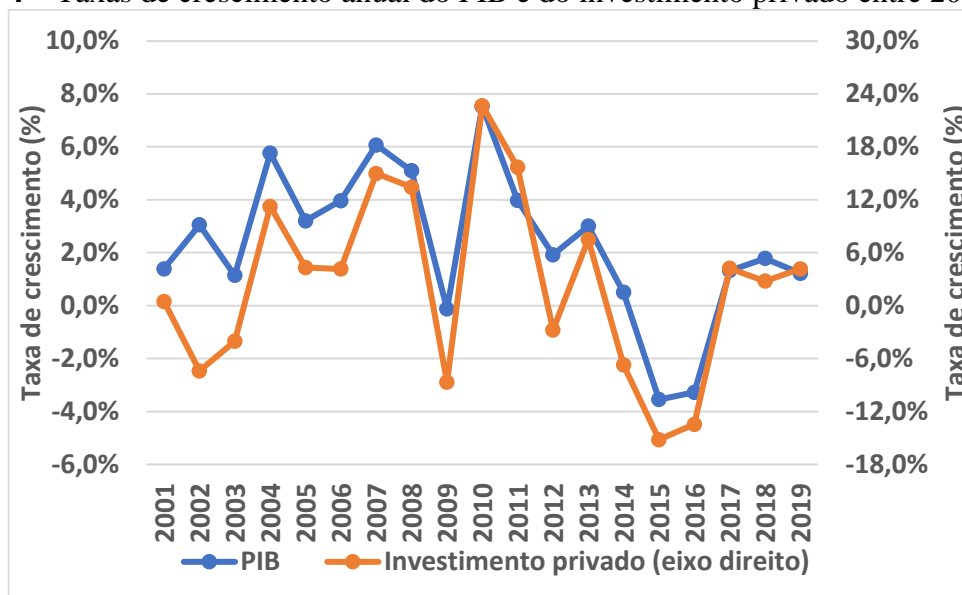
Os gráficos 3 e 4 a seguir ilustram as relações entre taxa de crescimento e taxa de investimento privado e a evolução das taxas de crescimento do PIB e do investimento privado.

Gráfico 3 – Taxa de crescimento e parcela do investimento privado no PIB



Fonte: IBGE e Haluska (2023). Elaboração própria.

Gráfico 4 – Taxas de crescimento anual do PIB e do investimento privado entre 2001 e 2019



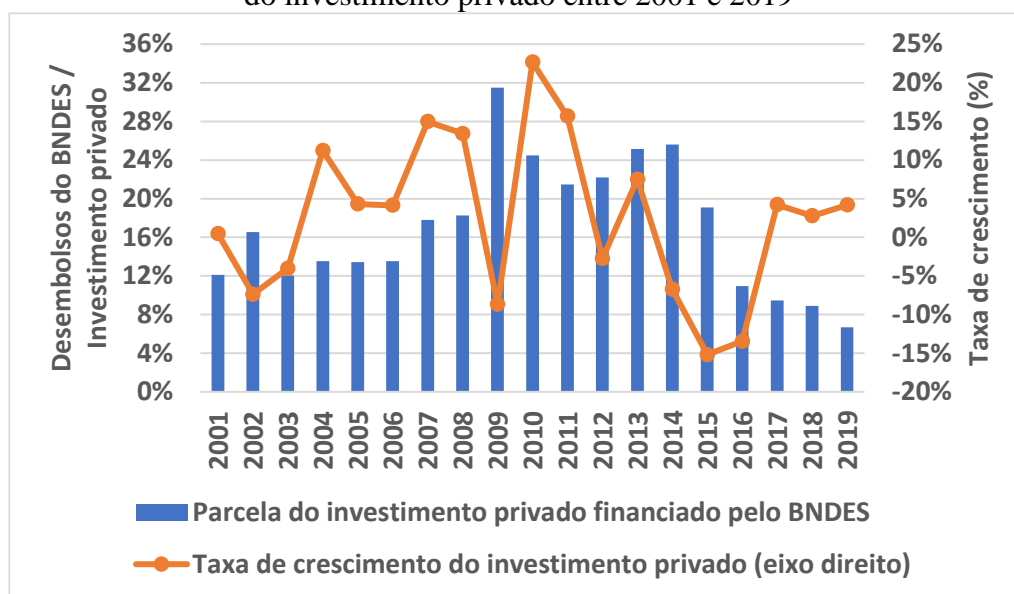
Fonte: IBGE e Haluska (2023). Elaboração própria.

Os gráficos acima indicam que os fatos estilizados parecem estar de acordo com o esperado por um modelo de acelerador flexível, embora não indiquem uma relação de causalidade no sentido econométrico. Outros artigos, como Avancini, Freitas e Braga (2015) e Braga (2020) realizam testes econométricos para o caso do Brasil e indicam que o produto é que explica o investimento, e não o contrário, em linha com abordagem considerada neste trabalho.

Por fim, vamos investigar o possível impacto dos desembolsos do banco sobre o investimento privado. Entre 2004 e 2006 (isto é, já considerando um período de expansão dos desembolsos combinado a elevado crescimento econômico, mas ainda antes do período da presidência de Luciano Coutinho), a parcela dos investimentos privados financiados pelo BNDES se situou em torno de

13,5%. Depois de crescer 50% em 2007, os desembolsos apresentaram novas expansões nos anos de 2008 e 2009 para combater os efeitos da CFI. Nos anos seguintes os desembolsos do banco não retornaram ao patamar anterior à crise e continuaram crescendo mais do que o PIB e que o investimento privado. O subperíodo de 2011 a 2014, marcado pela expansão do Programa de Sustentação do Investimento, foi o período no qual o papel do banco no financiamento do investimento privado foi mais elevado (23,6% na média do período, atingindo 25,6% no ano de 2014). Apesar disso, esse aumento do papel do BNDES parece não ter sido capaz de sustentar elevadas taxas de crescimento seja do investimento, seja do PIB, haja visto a redução das taxas de crescimento observadas no período. O Gráfico 5 ilustra esses fatos estilizados.

Gráfico 5 – Parcela do investimento anual privado financiada pelo BNDES e taxa de crescimento do investimento privado entre 2001 e 2019



Fonte: IBGE, BNDES e Haluska (2023). Elaboração própria.

A nossa interpretação desses fatos é que a expansão da economia no período que se inicia em 2004 e vai até o início da CFI, em 2008, induziu um aumento do investimento visando a ampliação da capacidade produtiva por parte das empresas. Essa ampliação do investimento ocorreu a despeito da menor relevância que o BNDES possuía na época. Após um período marcado por políticas anticíclicas visando combater os efeitos da CFI, o país inicia um período de desaceleração econômica a partir de 2011, provocado pela redução do crescimento dos componentes dos gastos autônomos, como as exportações, os gastos do governo, o consumo financiado por crédito e o investimento residencial das famílias (para mais detalhes, ver Haluska, 2023). Em meio a nesse contexto, nem mesmo uma política de estímulos ao investimento promovida pelo BNDES e o maior papel do banco na concessão de crédito foi capaz de sustentar as taxas de crescimento do investimento.

Vale ressaltar que caso tivesse se verificado uma falta de financiamento ao investimento durante algum período de tempo dentro do intervalo analisado, a firmas (no agregado) não teriam sido capazes de ampliar sua capacidade produtiva em linha com o crescimento da demanda e teríamos observado elevações sistemáticas do grau de utilização da capacidade. Inversamente, caso tivesse ocorrido investimentos excessivos (no sentido de que não seriam justificados pela expansão da demanda), o crescimento da capacidade produtiva também se revelaria excessivo e o grau de utilização cairia demasiadamente. Nenhum desses fenômenos parece ter ocorrido na economia brasileira durante o período analisado.

6. Conclusão

Neste trabalho, discutimos criticamente da atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre os anos 2007 e 2016 bem como o diagnóstico econômico que deu suporte à essas ações. Demonstramos que o diagnóstico básico que presidiu as ações do BNDES apontava que a lacuna do financiamento de longo prazo no Brasil era uma das principais causas da baixa taxa de investimento da economia brasileira. Em seguida, questionamos esse diagnóstico, procurando mostrar que: i) o volume de operações/desembolsos do BNDES não pode ser tomado como uma expressão da lacuna de financiamento de longo prazo no Brasil, ii) esse diagnóstico considera que o investimento lidera o processo de crescimento, não sendo sensível ao nível de demanda efetiva, e iii) a noção de que o setor público no Brasil está sujeito à restrições de financiamento (presente nos textos de Luciano Coutinho) interno está equivocada.

Por fim, avaliamos se a política do BNDES teve impactos no nível de investimento agregado. Procuramos mostrar que a taxa de crescimento do PIB parece dar conta de explicar o crescimento do investimento das empresas privadas e a parcela desses investimentos no PIB, e que apesar do BNDES ter aumentado sua participação no financiamento do investimento no Brasil durante parte do período em que a instituição foi presidida por Luciano Coutinho, isso, por si só, não parece ter sido capaz de elevar as taxas de crescimento do investimento ou do PIB.

Assim, a atuação do BNDES deveria apoiar a mudança da estrutura de oferta da economia relaxando a restrição externa, seja i) promovendo a substituição de importações e/ou ii) promovendo as exportações. O objetivo estratégico e fundamental do BNDES seria colaborar para que políticas fiscais expansionistas não levassem ao estrangulamento do balanço de pagamentos. Para atingir o objetivo de aumentar a taxa de investimento da economia, é necessário que a política fiscal seja capaz de regular a taxa de crescimento da demanda efetiva por meio da taxa de crescimento dos gastos públicos.

REFERÊNCIAS:

- AIDAR, G.; BRAGA, J. Country-risk premium in the periphery and the international financial cycle 1999-2019. *Investigación Económica*, v. 79, n. 313, 2020.
- AVANCINI, D.; FREITAS, F.; BRAGA, J. Investimento e Crescimento Liderado Pela Demanda: um estudo para o caso brasileiro com base no modelo do Supermultiplicador Sraffiano. *Anais da ANPEC*, 2015.
- BNDES. *Livro verde: nossa história tal como ela é*. BNDES. Rio de Janeiro, BNDES, 2017.
- COUTINHO, L. “Apresentação”. In: STEINDL, Joseph. *Maturidade e estagnação no capitalismo americano*. Tradução de Leda Maria Gonçalves Maia. São Paulo, Editora Nova Cultural, 1976.
- _____. “Eis aí, capital se faz em casa”. Entrevista. *Revista Rumos*, janeiro-fevereiro, 1995a, p. 16-21.
- _____. “Crescimento com estabilidade exige um novo padrão de financiamento”. *Revista Rumos*, Julho de 1995b, p. 35-37.
- _____. “Crescimento com estabilidade exige um novo padrão de financiamento”, *Revista Rumos*, julho de 1995, p. 35-37.
- _____. “Desenvolvimento, como financiá-lo? Eis o desafio”, *Revista Rumos*, outubro de 1997, p. 20.
- _____. “Prefácio”. FERREIRA, F. M. .; MEIRELLES, B. B. (Orgs.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro, BNDES, 2009, p. 5-6.
- _____. "O porquê dos juros altos". *Jornal Valor Econômico*, 10 de fevereiro de 2017.
- _____. “Entrevista”. *Cadernos do Desenvolvimento*. Centro Internacional Celso Furtado, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 406-419, jul.-dez. 2011
- _____; BELLUZZO, L. G. de M. “Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas”. *Economia e sociedade*. Campinas (7), dez, 1996, p. 126-154.
- _____; BORGES, B. L. “A Consolidação da Estabilização e o Desenvolvimento Financeiro do Brasil”. FERREIRA, Francisco Marcela Rocha; MEIRELLES, Beatriz Barbosa (Orgs.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro : BNDES, 2009, p. 199-223.
- _____; FERRAZ, J. C. (Orgs.). *Estudo da competitividade da indústria brasileira*. 2ª edição. Campinas, São Paulo, Papirus, Editora da Universidade Estadual de Campinas, 1994.
- _____; HIRATUKA, C.; SABATINI, R. “O investimento direto no exterior como alavanca dinamizadora da economia brasileira”. In: BARROS, O.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). *Brasil globalizado O Brasil em um mundo surpreendente*. 3ª edição. Rio de Janeiro, Editora Campus, Elsevier, 2008, p.63-85.
- DE MEDEIROS BRAGA, J. Investment rate, growth, and the accelerator effect in the supermultiplier model: the case of Brazil. *Review of Keynesian Economics*, v. 8, n. 3, p. 454-466, 2020.

- FERRAZ, J. C.; COUTINHO, L. “Investment policies, development finance and economic transformation: Lessons from BNDES”. *Structural Change and Economic Dynamics*, v. 48, March 2019, p. 86-102.
- HALUSKA, G. A economia brasileira no século XXI: uma análise a partir do modelo do Supermultiplicador Sraffiano. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 32, n. 2, p. 297-332, maio-agosto 2023.
- LASTRES, M. M.; CASSIOLATO, J. E.; LAPLANE, G.; SARTI, F. (Orgs). *O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho*. Campinas, SP: UNICAMP, IE.2016.
- LAZZARINI, Andrés. *Revisiting the Cambridge capital theory controversies: a historical and analytical study*. Pavia: Pavia University Press, 2011.
- MATTHEWS, R. C. O. *O ciclo econômico*. Zahar Editores. Rio de Janeiro. Tradução de Affonso Blacheyre, 1964.
- PIMENTEL, K. *Ensaio sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças funcionais*. Tese de Doutorado, IE-UFRJ, 2018.
- _____ ; CARVALHO, M. Visões alternativas sobre as possibilidades e limites da política econômica em países de moeda soberana. Em FRIDMAN, F. (Org) *Quem planeja o território?*. Rio de Janeiro: Letra Capital, 2022.
- SERRANO, F. “Long period effective demand and the Sraffian supermultiplier”. *Contributions to Political Economy*. v. 14, n. 1, p. 67-90, 1995.
- SERRANO, F. Acumulação e gasto improdutivo na economia do desenvolvimento. Em: *Polarização mundial e crescimento*. Petrópolis: Vozes, 2001, p. 135-164.
- _____ ; Reversão da intensidade de capital, retorno das técnicas e indeterminação da dotação de capital: a crítica sraffiana à Teoria Neoclássica. Rio de Janeiro: Instituto de Economia– Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2005.
- _____ ; SUMMA, Ricardo. Conflito distributivo e o fim da “breve era de ouro” da economia brasileira. *Novos estudos CEBRAP*, v. 37, p. 175-189, 2018.
- _____ ; PIMENTEL, K.. Será que “Acabou o Dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana”. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 21, n. 2, 2017.
- _____ ; FREITAS, F. “The Sraffian supermultiplier as an alternative closure for heterodox growth theory”. *European Journal of Economics and Economic Policies*, v. 14, n. 1, p. 70-91, 2017.
- _____ ; SUMMA, R. “Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014”. *Center for Economic and Policy Research*, agosto de 2015.