

# No horizonte do crédito, o investimento a longo prazo



**João Carlos Ferraz**

Diretor de Planejamento do BNDES

**Liliana Lavoratti**, do Rio de Janeiro

Até agora, praticamente sozinho no investimento de longo prazo em projetos industriais e de infraestrutura no Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) começa a se preparar para reduzir sua presença no mercado de crédito brasileiro. “As operações mais simples, de prazos menores, são o espaço em que outros bancos poderiam entrar. Já nas de muito risco, como as de inovação ou de investimentos em infraestrutura com 20, 30 anos de maturação, é interessante para o país manter uma estrutura institucional mais estável”, afirma o diretor de Planejamento do Banco, João Carlos Ferraz. Diante da necessidade de ampliação dos financiamentos com prazos acima de dez anos de maturação para sustentar o crescimento da economia, e da crítica por disponibilizar ao capital privado recursos subsidiados pelo Tesouro Nacional, o banco encabeça uma discussão com a Federação Brasileira dos Bancos (Febraban), Bolsa de Valores e demais agentes financeiros para convencê-los a um olhar de longo prazo no mercado de crédito. A seguir, os melhores trechos da entrevista.

**Conjuntura Econômica** — Como o BNDES vai atuar nessa nova onda de investimentos em infraestrutura e industriais?

João Carlos Ferraz — É preciso colocar o Banco como um veículo no processo em curso desde 2006. O investimento começou a crescer um pouco à frente do Produto Interno Bruto (PIB) e, em 2006, apareceram projetos com características diferentes, maiores e mais complexos. E essa é uma trajetória firme e de expansão da capacidade produtiva, principalmente em infraestrutura, cujos empreendimentos não foram afetados pela crise. A maior parte desses projetos requer mais tempo de maturação, portanto é menos afetada por fatores conjunturais, como a crise internacional. O último levantamento do Banco projeta um crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo a uma taxa mais de três vezes superior à do crescimento do PIB, no período de 2010 a 2013. Hoje, as perspectivas de investimentos na indústria e infraestrutura já são melhores do que antes da crise — o total esperado de 2009 a 2012 é de R\$ 859 bilhões, contra R\$ 781 bilhões, em agosto de 2008. Se somarmos R\$ 465 milhões a área de edificações (construção residencial, comercial, desportivas e pré-fabricadas), o total previsto sobe para R\$ 1,324 trilhão.

**Qual o perfil desses investimentos?**

No passado mais recente, os planos estavam concentrados na área energética, inclusive petróleo e gás. O mais interessante é a taxa de crescimento de investimentos em áreas cruciais dos “gargalos”, como ferrovias e portos, com acréscimo de 20% nos próximos três a quatro anos. Frente às inversões entre 2005 e 2008,

as perspectivas atuais representam aumento de 54,6%, ou um aumento real médio de 9,1% ao ano. Tudo isso está relacionado ao cenário positivo. Para 2014 e 2015, economistas do mercado apostam em crescimento ao redor de 5,5% ao ano, puxado pelo investimento, ao contrário de hoje, quando é alavancado pelo consumo das famílias.

#### **E quem vai financiar o longo prazo?**

Temos no Brasil uma estrutura anômala, com uma taxa de juros ainda ancorada no curto prazo, resquício dos tempos de inflação alta. Esse é um problema brasileiro, não somente do sistema financeiro. Quando um poupador entra num banco, negocia o rendimento de suas aplicações em torno do CDI (Certificados de Depósito Bancários). Nossa cultura ainda é muito referenciada no curto prazo. Mas destravar isso não será fácil, pois inexistem soluções mágicas. São pequenas mudanças, como estímulos ao mercado de debêntures, desoneração de títulos de longo prazo e favorecimento ainda maior do mercado de capitais.

#### **Por enquanto, somente o BNDES consegue captar recursos de longo prazo, por determinação constitucional.**

O BNDES tem uma estrutura de *funding* associada ao Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), cujos recursos são remunerados não pela Selic, mas sim pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), definida pelo Conselho Monetário Nacional. Embora sempre bem abaixo da Selic, a TJLP tem se mantido acima da inflação ao longo do tempo e é seguida para remunerar os recursos do FAT que fazem parte do *funding* do BNDES e nossa referência para operações de empréstimos, exceto as de renda variável. O FAT é o *funding* do banco por definição constitucional: 40% dos recursos do Fundo vão para o BNDES. E cumprimos nossa missão de banco de desenvolvimento com um *spread* inferior a 1,2% ao ano. Isso

dá uma ideia de que preços estamos falando. E isso acontece desde que o BNDES foi criado em 1952. Desde então, foram criados vários fundos que alimentam o Banco. No início foi o de Reparcelamento Econômico, que ao longo do tempo acabou sendo modificado para estruturar o financiamento de longo prazo.

#### **Nos últimos anos, o BNDES também passou a emprestar às empresas recursos públicos subsidiados.**

De dois anos para cá ocorreram dois empréstimos do Tesouro Nacional para o Banco: um de R\$ 100 bilhões e outro de R\$ 80 bilhões. Os empréstimos feitos às empresas com o primeiro tinham uma estrutura de juros, na qual a TJLP respondia por uma parte. Já no segundo, os financiamentos foram feitos com referência à TJLP. O que implica uma diferença em relação aos títulos públicos remunerados pela Selic, e por meio dos quais foram captados os recursos para os dois empréstimos. Estimamos o custo direto decorrente do diferencial entre retorno esperado e custo de refinanciamento para o Tesouro em cerca de R\$ 1 bilhão ao ano, em valor presente líquido. Esse cálculo considera ainda as diferenças no custo associado às dívidas prefixadas emitidas pelo Tesouro em relação ao retorno esperado do crédito ao BNDES, bem como o custo esperado da posição pós-fixada e da parcela prefixada que serão roladas futuramente. O diferencial entre o prazo médio do crédito, de 17,5 anos, e a duração da carteira de títulos entregue ao BNDES, de 4,2 anos, também está computado. Há uma diferença entre Selic e TJLP, mas o raciocínio não é tão simples assim. Não é só calcular Selic menos TJLP e isso dá tanto de subsídio. A conta é mais complexa

***Temos no Brasil uma estrutura anômala, com uma taxa de juros ainda ancorada no curto prazo, resquício dos tempos de inflação alta***

porque o BNDES paga impostos e dividendos. Tudo isso precisa ser computado quando se fala no custo desses aportes do Tesouro Nacional para o BNDES emprestar às empresas.

**Diversos analistas manifestam preocupação com o grau de transparência dessas operações e suas implicações fiscais.**

É um subsídio, mas temos de levar em consideração o que a sociedade está disposta a pagar para financiar os projetos de longo prazo. Uma coisa é o governo conceder um subsídio para um objetivo “a” ou “b”, outra coisa é o que foi feito: expandir a capacidade produtiva do país.

**A redução do subsídio depende de uma queda substantiva na Selic?**

Não estamos supondo que em 30 anos a TJLP convirja para a Selic. Se isso acontecer, o subsídio desaparece. Mas vamos supor que, em períodos de crise, ou de não crise, em que o sistema financeiro não tenha capacidade de emprestar a taxas relativamente próximas à referência internacional, isso significaria o refluxo da trajetória de investimento. Sem os financiamentos, haveria o refluxo dos investimentos e o país teria de pagar um custo de investimento muito mais alto. Isso tem de ser computado também. E esse R\$ 1 bilhão seria muito menor. Por isso, a discussão substantiva é qual o valor que a sociedade está disposta a pagar para financiar o longo prazo.

**Alguns economistas avaliam que a forte presença do BNDES na concessão de empréstimos subsidiados inibe a expansão da oferta de crédito de longo prazo, por parte dos bancos privados.**

Durante a crise de 2008/09, dizia-se que a decisão acerca do empréstimo de R\$ 100 bilhões do Tesouro Nacional ao BNDES era necessária.

*Para este ano, trabalhamos com perspectiva de desembolsos em torno de R\$ 130 bilhões, abaixo dos R\$ 137,4 bilhões, em 2009*

No futuro, essa atitude será vista como uma das coisas mais acertadas. No momento em que todo o sistema financeiro estava refluindo, ela sinalizou algo importante: senhores, para quem tiver projeto de boa qualidade, não faltará crédito para investimento. Depois disso o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal entraram e

houve a manutenção mínima de oferta de crédito na economia. Lá por setembro eu conversei com um economista de um banco privado, que colocou dois chapéus, um de economista de banco, e disse: “Nós estamos olhando as regras prudenciais de Basileia”. Depois ele colocou o chapéu de economista brasileiro: “Enquanto os bancos estiverem olhando somente para este indicador, a oferta de crédito não vai avançar. Mas quando outros agentes estiverem entrando no mercado e oferecendo crédito, o *market share* passará a incomodar e os bancos vão voltar a disponibilizar recursos”. Os movimentos, principalmente do BB e da Caixa, ajudaram nesse sentido. Depois que entraram nesse mercado de forma mais agressiva, o *market share* passou a importar, e é o que estamos vendo com a expansão do crédito ao consumo, que chegou a um patamar considerado normal para o tamanho da economia.

**Aqueles que acham a presença do BNDES excessiva no mercado de crédito defendem uma retirada maior do banco?**

Nós já saímos do financiamento do giro, tínhamos oferecido uma quantidade enorme de ações tomadas pelo BNDES ao longo da crise, e depois caímos fora. Para este ano, apesar da demanda crescente, trabalhamos com perspectiva de desembolsos em torno de R\$ 130 bilhões, ou seja, abaixo dos R\$ 137,4 bilhões, em 2009. Mas permanece nossa obsessão histórica com o investimento. Um bom exemplo disso é uma

ação que considero superinteressante do ponto de vista da avaliação, ação e resposta do Banco. Em abril do ano passado, quando a economia começava a se estabilizar, achamos que estava na hora de o investimento começar a puxar o crescimento de novo. Foi quando decidimos dar um tranco para empurrar os projetos de infraestrutura e industriais. O investimento é o que mais sofre em momentos de crise, porque, enquanto o PIB demora um ano para voltar à posição inicial, o investimento demora dois. Somente no final deste ano deverá regressar ao mesmo nível do final de 2008. Em setembro de 2008, os desembolsos diários do Finame eram de R\$ 153 milhões. Com a crise, as liberações diárias caíram para R\$ 60 milhões, em julho de 2009, quando lançamos o Programa de Sustentação do Investimento (PSI). Esse é um programa de equalização da taxa de juros pelo Tesouro Nacional, são linhas principalmente para equipamentos, ônibus e caminhões, com juros de cerca de 13% ao ano, mas que o tomador final paga 4,5% ao ano. É alegria de todos, dos bancos, dos compradores e dos vendedores. Hoje, os desembolsos estão em R\$ 251 milhões ao dia (dados de abril). Ou seja, a partir do PSI, os pedidos de liberação da Finame quadruplicam.

**As necessidades de infraestrutura e industriais não estão ficando cada vez mais complexas?**

Sem dúvida, como as hidrelétricas do Rio Madeira e a de Belo Monte, que requerem engenharias financeiras diferentes que implicam sistemas de garantia diferentes e prazos de maturação completamente diversos. É muito simplista o argumento de que o BNDES tem de refluir e entregar tudo ao mercado. Nós não queremos o *crowding out* [Num contexto em que os recursos são escassos, quanto maior a participação do investimento público, menor a parcela do

investimento privado]. Nós somos os maiores torcedores pelo *crowding in* [Complementariedade entre investimentos públicos e privados]. Mais do que ninguém, sabemos quais são os desafios dos investimentos. Infelizmente, o BNDES é uma das poucas instituições com experiência acumulada no financiamento de longo prazo. O Tesouro Nacional tem a clara certeza de que os recursos alocados no BNDES estão destinados a aumentar a capacidade produtiva. Portanto, da ótica do Tesouro Nacional, isso é muito interessante: aumento da capacidade produtiva significa mais arrecadação de tributos. Não é como alguns analistas dizem: nós não sabemos para onde estão indo os R\$ 180 bilhões do Tesouro Nacional alocados no BNDES. Somos uma das poucas instituições de desenvolvimento no mundo que publicam quais são as condições que pratica no empréstimo. Quando foi feito o empréstimo para a hidrelétrica de Belo Monte, antes foram divulgadas as condições de financiamento. Mas não é só Belo Monte. A taxa de crescimento acima de 20% nos investimentos em ferrovias e portos é um alento para o país, estaríamos destravando coisas históricas que a gente não conseguia. São engenharias complexas, nas quais é necessário ter inteligência de avaliação e desenvolver sistemas de garantias e de negociação com provedores, com grandes grupos investidores.

**Os bancos brasileiros estão prontos para atuar nesses empreendimentos mais complexos?**

Os bancos comerciais são cofinanciadores de investimentos como as usinas do Rio Madeira e outros, mas repassando recursos do BNDES.

Estão aprendendo a definir as garantias para quem ganhou o leilão, mas ainda não possuem estrutura de *funding*, pois captam no curto prazo. Se emprestassem esses recursos no longo prazo, ativos e passivos

*Os bancos comerciais são cofinanciadores de investimentos como as usinas do Rio Madeira e outros, mas repassando recursos do BNDES*

ficariam completamente desequilibrados, e isso nem seria recomendável do ponto de vista da saúde do sistema financeiro. Enfim, o que existe é uma estrutura de preços de capital completamente inadequada a um país que agora estende cada vez mais o seu horizonte econômico.

**Em sua opinião, a estrutura atual vai continuar por mais algum tempo? Como será feita essa travessia?**

Nós estamos conversando com todo o sistema financeiro — bancos de investimento, bolsas, fundos de pensão — e nesse curto espaço de tempo percebemos que existem muitas oportunidades de expansão do crédito, mas é preciso começar a destravar as amarras. Estamos olhando experiências fora do país, principalmente no Peru e na Colômbia. Depois que esses dois países acreditaram na queda sustentada dos juros e chegaram a um patamar inferior aos 8% ao ano, o mercado de crédito começou a caminhar para o longo prazo, principalmente para o crédito habitacional. E os fundos de pensão passaram a participar desse mercado. Também é notório que a tributação no Brasil deveria favorecer o investimento de longo prazo. Outra coisa: o mercado de debêntures é muito restrito, existe espaço para as empresas se autofinanciar, mas precisam contar com estruturas tributárias para favorecer esses investimentos. Dá para criar fundos para gerar mercados secundários. São várias iniciativas, é uma discussão para o país, não haverá uma solução mágica do tipo “vamos acabar com o CDI amanhã”. Os avanços dependem de articulação, negociação e, sobretudo, disposição.

*É forte o simbolismo da realização da Copa e das Olimpíadas nos próximos anos. Quando aqui se falava em um horizonte de dez, 15 anos?*

**Mas qual o papel que o BNDES se proporia a desempenhar num novo desenho?**

O BNDES está puxando essa discussão por razões óbvias, porque gostaríamos de ter mais atores participando desse processo. O Ministério da Fazenda, a Federação Brasileira de Bancos, a Bovespa e os demais agentes do mercado estão interessados nisso. Ainda estamos na fase de definição de ações que poderiam ser implementadas para que o BNDES possa ir se retirando aos poucos. O BNDES continuará atuando porque esse é um processo gradativo que vai levar anos para se consolidar. As operações de investimento mais simples, de prazos menores, são o espaço em que os outros bancos poderiam entrar. Já nas operações de muito risco, como as de inovação ou de investimentos em infraestrutura com 20, 30 anos de maturação, é interessante para o país manter uma estrutura institucional mais estável. Os Estados Unidos estão pensando em montar dois bancos públicos, um para cuidar de infraestrutura e outro para energia limpa. Isso está na pauta do governo americano porque eles estão vendo que é necessário ter estruturas de financiamento mais estáveis do que ciclicamente afetadas.

**Então está começando a existir, por parte do mercado financeiro como um todo, um olhar mais amplo para o longo prazo?**

É muito forte o simbolismo da realização da Copa e das Olimpíadas no Brasil nos próximos anos. Além disso, temos o pré-sal. Quando na história desse país se falava em um horizonte de dez, 15 anos? Como o cenário econômico está se estendendo, será necessária uma estrutura de financiamento compatível. Isso não era possível antes, tanto que ainda estamos presos a um modelo de aplicações financeiras no qual predomina a liquidez imediata. Nosso sistema de poupança é complicado, não temos um sistema de financiamento da habitação. São desafios de um novo país. 