



Contribuição dos Desembolsos do BNDES para a Formação Bruta de Capital Fixo: Uma Análise para a Década de 90

MAURO PLATTEK*

RESUMO Este artigo analisa a contribuição dos desembolsos do BNDES em investimentos fixos, ao longo da década de 90, para a formação bruta de capital fixo (FBCF), assim como a tendência de evolução desses desembolsos no período 2000/05, de acordo com o estabelecido pelo processo de planejamento estratégico.

ABSTRACT *This paper analyzes the contribution made during the 1990s by disbursements from the BNDES to fixed investment in gross fixed capital formation (GFCF), and also the future trend for these disbursements in the 2000/05 period, based on the levels established in the government's strategic planning.*

* Economista do BNDES. Pelas informações cedidas para a realização do trabalho, o autor agradece a Gélcio Basoni, José Laurentino, Marcelo de Jesus Cunha, Rosiney Zenaro e Selmo Aronovich. Pelas sugestões e comentários, o autor agradece a Ana Cláudia Além, Ana Maria A. de Castro, Carlos Henrique Reis Malburg, Charles Edouard de L. S. Marot, Marcelo Nardin, Paulo Moreira Franco e Sheila Najberg. Como de praxe, o conteúdo do texto é de inteira responsabilidade do autor.

1. Introdução

O objetivo deste artigo é o de avaliar a contribuição dos desembolsos do BNDES em investimento fixo, ao longo da década de 90, para a formação bruta de capital fixo (FBCF). Para tal, realiza-se uma análise comparativa desses desembolsos com a série da FBCF a preços correntes, conforme consta nas Contas Nacionais divulgadas pelo IBGE.

Na próxima seção, apresentam-se as séries e realiza-se a análise comparativa. Na terceira seção, resumem-se as principais conclusões. Além disso, inclui-se, ao final do trabalho, um anexo metodológico.

2. Contribuição dos Desembolsos do BNDES para a Formação Bruta de Capital Fixo

A partir da divulgação pelo IBGE da série da FBCF, torna-se possível avaliar a contribuição do BNDES para a mesma, ao longo da década de 90. No entanto, tal série se estende apenas até 1998. Objetivando atualizá-la, projeta-se o valor da FBCF, a preços correntes, para 1999.

A projeção desse valor foi feita com base tanto nos índices de quantidade para bens de capital e construção civil, conforme calculados pelo IBGE, como também pelos índices de preços divulgados pela Fundação Getúlio Vargas, específicos para máquinas e equipamentos e construção civil. O detalhamento da metodologia de projeção está exposto no Anexo.

Na série de desembolsos do BNDES, consideram-se os financiamentos concedidos para aquisição e substituição de equipamentos, modernização tecnológica e criação e ampliação de capacidade produtiva. Logo, os financiamentos à exportação, assim como os desembolsos em mercado secundário feitos pela BNDESPAR, estão automaticamente excluídos da análise.¹ Além disso, excluem-se os valores relativos a saneamento financeiro de empresas e adiantamentos a privatizações, dado que, nesse último caso, tratam-se de desembolsos para aquisição de participações acionárias em ativos fixos já existentes, não contribuindo para a FBCF do período em

¹ Os desembolsos para exportação são financiamentos à comercialização dos bens em modalidades pré e pós-embarque, podendo no máximo ser utilizados pelas empresas solicitantes para financiar o capital de giro associado à produção para exportação. Os desembolsos em mercado secundário decorrem do giro da carteira de renda variável da BNDESPAR, não gerando repasse direto para as empresas.

questão. Por outro lado, está incluída na série uma parcela relativa ao capital de giro associada aos investimentos financiados.

No entanto, deve-se destacar que a série de desembolsos apresentada não captura o impacto sobre a FBCF de certos gastos realizados pela Área Social do BNDES, assim como também os possíveis efeitos das aplicações em portfólio realizadas pela BNDESPAR. No primeiro caso, tratam-se de gastos que, entre outros efeitos, também contribuem para a aquisição de equipamentos, particularmente relacionados a projetos de investimento em saúde (equipamentos para exames médicos e laboratoriais), educação, modernização de prefeituras etc.

Além disso, as aplicações em renda variável realizadas pela BNDESPAR, tais como participações acionárias, aquisição de debêntures conversíveis, assim como os demais títulos negociáveis em mercado de capitais, podem igualmente estar contribuindo para a FBCF. Para tal, basta que uma parcela desses recursos, ou mesmo sua totalidade, seja utilizada pelas empresas captadoras para realização de investimentos em ativos fixos. Porém, na medida em que não se pode estimar, para toda a série, qual a parcela que foi efetivamente imobilizada como investimento, optou-se por excluir essa variável da análise.²

Também é necessário ressaltar que a presente análise propõe-se a realizar uma comparação direta entre os desembolsos para investimento fixo e a FBCF, não capturando, nesse sentido, o impacto total dos financiamentos concedidos pelo BNDES sobre o investimento agregado. Para se capturar tal impacto, seria necessário considerar o efeito multiplicador dos recursos concedidos pelo BNDES, os quais consistiriam na relação entre o valor desses recursos e o valor total dos itens financiáveis dos projetos liberados. De fato, tais recursos estariam alavancando um volume maior de gastos em investimento, na medida em que viabilizariam a realização de projetos de valor superior ao de financiamentos concedidos.³ A Tabela 1, a seguir, apresenta a participação dos desembolsos do BNDES para a FBCF.⁴

2 Segundo informações obtidas na BNDESPAR, o valor estimado de desembolso em mercado primário para investimento fixo, em 1999, foi cerca de R\$ 640 milhões. Acrescentando-se esse valor ao desembolso total de 1999 para investimento fixo (conforme consta na Tabela 1), a participação do BNDES na FBCF de 1999 se elevaria de 5,93% para 6,28%. Deve-se ter em mente, contudo, que os desembolsos em mercado primário têm-se elevado, ano a ano, em termos reais, o que demonstra que o viés causado por essa exclusão, em anos anteriores, é menor que o apontado nessa estimativa.

3 Nisso consiste o conceito de efeito multiplicador dos desembolsos (EMD), divulgado pelo processo de planejamento estratégico, para o período 2000/05. Ao final do texto, quando será avaliada a tendência de evolução dos desembolsos até 2005, far-se-á novamente referência a esse conceito.

4 O EMD é calculado pela Área de Planejamento do BNDES como a relação entre o valor anual dos itens financiáveis dos projetos contratados e o valor anual dos financiamentos concedidos nesses mesmos anos. Ocorre que os desembolsos anuais realizados podem ser decorrentes tanto dos projetos contratados nos próprios anos como também em anos anteriores. Em vista disso, optou-se por não incluir quantitativamente o EMD nas tabelas que serão a seguir apresentadas.

TABELA 1

Participação dos Desembolsos do BNDES em Investimento Fixo para a Formação Bruta de Capital Fixo – 1990/99

(Em R\$ Mil Correntes)

ANOS	DESEMBOLSOS DO BNDES (Total) ^a (A)	FBCF (Total) ^b (B)	PARTICIPAÇÃO (%) (C) = (A)/(B)
1990	78	2.386	3,25
1991	458	10.917	4,20
1992	5.224	118.086	4,42
1993	109.880	2.718.363	4,04
1994	3.320.921	72.453.282	4,58
1995	5.602.207	132.753.432	4,22
1996	6.445.421	150.050.300	4,30
1997	8.950.483	172.212.039	5,20
1998	11.215.090	179.202.590	6,26
1999	10.848.048	182.836.172	5,93

^aFonte: Área de Planejamento do BNDES (valores convertidos em reais pelo autor).

^bFonte: Ipeadata (período 1990/98). Fonte Primária: IBGE, Departamento de Contas Nacionais (valores convertidos em reais pelo Ipea).

Nota: Valor da FBCF para 1999 projetado pelo autor.

Analisando a tabela, verifica-se que, após um leve aumento na passagem de 1990 para 1991, a participação dos desembolsos do BNDES para a FBCF, ao longo do período 1991/96, manteve-se relativamente estável, girando aproximadamente entre 4% e 4,6%. Verifica-se, contudo, um leve aumento de patamar no período 1997/99, quando os percentuais se elevaram para 5,2%, 6,26% e 5,93%, respectivamente.⁵

Villela (1995) argumenta ser necessário que a comparação dos desembolsos do BNDES seja feita não com a totalidade da FBCF, mas apenas com a parcela potencialmente financiável, a qual excluiria o setor público. O autor sustenta que, dadas as restrições de natureza institucional, os desembolsos do Banco para o setor público reduziram-se a partir de 1986. Logo, se não fosse feita essa exclusão, estar-se-ia teoricamente subestimando a contribui-

⁵ Após a conclusão deste trabalho, o IBGE divulgou, em dezembro de 2000, os novos valores das Contas Nacionais, com alterações na FBCF de 1997 e 1998 (R\$ 172.939 bilhões e R\$ 179.484 bilhões, respectivamente) e um valor oficial preliminar para 1999 (R\$ 181.813). Os novos valores geram pequenas mudanças nos percentuais calculados para esses mesmos anos, que passam a ser de 5,18%, 6,25% e 5,97%. Note-se que o erro de projeção para a FBCF de 1999 foi inferior a 1%.

ção do Banco para a FBCF, uma vez que seria incorporado um efeito externo de natureza puramente institucional.⁶

Objetivando avaliar o argumento para um período mais recente, apresenta-se na Tabela 2 uma análise da contribuição do BNDES, considerando agora apenas a parcela potencialmente financiável.

Comparando os percentuais de participação dos desembolsos do BNDES nas duas tabelas, verifica-se que o argumento acima apresentado, para a presente década, não tem o mesmo vigor. De fato, a diferença entre os percentuais em ambas as tabelas flutuou no intervalo de apenas 0,04% e 0,65%,⁷ o que demonstra que a exclusão do setor público não altera, de maneira substantiva, a avaliação acerca da contribuição do BNDES para a FBCF.

TABELA 2

Participação dos Desembolsos do BNDES em Investimento Fixo para a Formação Bruta de Capital Fixo Potencialmente Financiável – 1990/99

(Em R\$ Mil Correntes)

ANOS	DESEMBOLSOS DO BNDES (Privado) ^a (A)	FBCF (Privado) ^b (B)	PARTICIPAÇÃO (%) (C) = (A)/(B)
1990	68	1.955	3,46
1991	405	9.179	4,41
1992	4.338	95.895	4,52
1993	99.975	2.265.158	4,41
1994	3.130.614	59.844.598	5,23
1995	5.383.228	116.371.452	4,63
1996	6.179.672	132.077.349	4,68
1997	8.015.561	153.014.325	5,24
1998	9.848.719	159.283.846	6,18
1999	10.479.031	162.560.907	6,45

^aFonte: Área de Planejamento do BNDES (valores convertidos em reais pelo autor).

^bFonte: Ipeadata (período 1990/98). Fonte Primária: IBGE, Departamento de Contas Nacionais (valores convertidos em reais pelo Ipea).

Nota: Valor da FBCF para 1999 projetado pelo autor.

6 O leitor deve notar que o argumento pode ser invertido, pois se poderia alegar que a não inclusão do setor público estaria superestimando a contribuição do BNDES, justamente por não incorporar o efeito dessa restrição institucional.

7 Uma exceção deve ser feita a 1998, quando a diferença entre os percentuais torna-se negativa, demonstrando que, para esse ano, a exclusão do governo reduz e não eleva a participação do BNDES. A razão para tal fato será explicada ao longo do texto.

Pode-se explicar tal fato considerando que não apenas os desembolsos do BNDES para o setor público, ao longo dos anos 90, sofreram uma tendência de queda, mas a própria FBCF do governo também se reduziu (Tabela 3), principalmente em função dos programas de privatização realizados. Além disso, é interessante observar que, na medida em que a FBCF do governo diminui nos anos 90, a tendência de redução dos desembolsos do BNDES para o setor público pode ser tanto em decorrência de restrições de natureza institucional – conforme o autor argumenta – como também em função da própria contração da demanda de recursos para esse fim.

Para testar essa hipótese, realiza-se uma análise comparativa entre a evolução da participação dos desembolsos para o governo nos desembolsos totais em investimento fixo (Tabela 4) com as resoluções sobre contingenciamento de crédito para o setor público, fixadas pelo Banco Central.

Analisando a Tabela 4, verifica-se que, nos três primeiros anos da década de 90, a participação percentual dos desembolsos para o governo em investimento fixo manteve-se em um patamar relativamente estável, sofrendo inclusive um razoável aumento em 1992. A reversão de tendência que se verificou a partir de 1993, contudo, ocorreu em função de medidas de contingenciamento de crédito, basicamente em razão de dois fatores: primeiro, porque foi justamente nesse ano que o Banco Central estabeleceu a

TABELA 3

Participação Percentual do Governo para a Formação Bruta de Capital Fixo – 1990/99

(Em R\$ Mil Correntes)

ANOS	FBCF ^a (Governo) (A)	FBCF ^a (Total) (B)	PARTICIPAÇÃO % DO GOVERNO (C) = (A)/(B)
1990	431	2.386	18,08
1991	1.738	10.917	15,92
1992	22.191	118.086	18,79
1993	453.205	2.718.363	16,67
1994	12.608.684	72.453.282	17,40
1995	16.381.980	132.753.432	12,34
1996	17.972.951	150.050.300	11,98
1997	19.197.714	172.212.039	11,15
1998	19.918.744	179.202.590	11,12
1999	20.275.265	182.836.172	11,09

^aFonte: Ipeadata (período 1990/98). Fonte Primária: IBGE, Departamento de Contas Nacionais (valores convertidos em reais pelo Ipea).

Nota: Valor da FBCF para 1999 projetado pelo autor.

TABELA 4

Participação Percentual dos Desembolsos para o Governo nos Desembolsos Totais do BNDES para Investimento Fixo – 1990/99

(Em R\$ Mil Correntes)

ANOS	TOTAL DE DESEMBOLSOS PARA O GOVERNO ^a (A)	TOTAL DE DESEMBOLSOS ^a (B)	PARTICIPAÇÃO % DOS DESEMBOLSOS PARA O GOVERNO (A)/(B)
1990	10	78	12,77
1991	54	458	11,76
1992	887	5.224	16,97
1993	9.905	109.880	9,01
1994	190.307	3.320.921	5,73
1995	218.979	5.602.207	3,91
1996	265.749	6.445.421	4,12
1997	934.922	8.950.483	10,45
1998	1.366.371	11.215.090	12,18
1999	369.017	10.848.048	3,40

^aFonte: Área de Planejamento do BNDES (valores convertidos em reais pelo autor).

Resolução 2.008, de 28 de julho de 1993, correspondente à primeira medida de contingenciamento de crédito dos anos 90;⁸ segundo, porque a diminuição da participação da FBCF do governo em relação à FBCF total somente se consolidou a partir de 1995 (Tabela 3), o que significa que, para o período 1993/94, não é razoável supor que a demanda de recursos para investimento fixo por parte do governo tenha se reduzido.

A partir de 1995, contudo, a diminuição da participação relativa dos desembolsos do BNDES para o governo pode ter ocorrido seja pelas restrições de contingenciamento do Banco Central, seja pela redução da demanda de recursos por parte do próprio setor público.

Não obstante, em 1997 e 1998 ocorreu uma nova reversão de tendência (Tabela 4), quando os financiamentos concedidos para o governo elevaram-se de maneira substantiva. Para se entender tal fato, é necessário considerar os seguintes aspectos: primeiro, os impactos sobre os desembolsos do BNDES das Resoluções 2.444 e 2.461 do Banco Central, de 14 de novembro

8 A Resolução 2.008 resolve, em seu artigo 1º: “Manter limitadas aos saldos existentes em 31.12.89... as operações de empréstimos e financiamentos, títulos descontados... realizadas pelas instituições financeiras... com: Adm. Direta, Empresas Públicas... Autarquias e Fundações... Ou Demais Órgãos ou Entidades da União, Estados, DF e Municípios”.

e 26 de dezembro de 1997, respectivamente, as quais complementam e flexibilizam o tratamento ao contingenciamento de crédito fixado inicialmente pela Resolução 2.008; segundo, deve-se avaliar o impacto dos projetos específicos que geraram os desembolsos para o governo nesses dois anos, objetivando analisar a origem dessa demanda específica.

A Resolução 2.444 segue a mesma linha de atuação estabelecida pela Resolução 2.008 (ver nota 8), pois igualmente limita os financiamentos para o setor público aos saldos apurados em carteira, porém agora estabelecendo como referência os saldos apurados em 30 de setembro de 1997. A Resolução 2.461, contudo, consegue flexibilizar, em relação ao BNDES, a limitação de contingenciamento estabelecida nas resoluções anteriores, na medida em que exclui dessa limitação as operações aprovadas pelo comitê de crédito do BNDES até 14 de novembro de 1997. Em seu artigo 4º, inciso IV, tem-se:

“Art. 4º. Ficam excluídas da limitação determinada no art. 1º desta Resolução [o art. 1º mantém a limitação das operações ao saldo apurado em 30.09.97] as seguintes modalidades de operações:

.....
IV – as aprovadas pelo comitê de crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social até 14.11.97.”

Não há dúvida de que isso abriu espaço para o encaminhamento de projetos aprovados até aquela data, independentemente das limitações de contingenciamento existentes. De fato, ao se analisarem os desembolsos para o setor público de maior valor ocorridos em 1997 e 1998, verifica-se que os mesmos correspondem a projetos aprovados pelo comitê de crédito em datas anteriores à acima citada. E, além disso, embora tais projetos sejam os mesmos para os dois anos, o valor desembolsado em 1998 (após a Resolução 2.461) foi substancialmente maior (Tabela 5). Contudo, a flexibilização das condições de contingenciamento não pode explicar a elevação dos desembolsos para o setor público em 1997. Nesse caso, deve-se observar que a elevação desses desembolsos, mesmo no contexto de contingenciamento anterior à Resolução 2.461, demonstra que havia “espaço legal” para um aumento de financiamentos para o governo, bastando apenas a ocorrência de uma demanda específica para esse fim. Tal demanda surge a partir de 1996, em sua maior parte relacionada a investimentos de infra-estrutura urbana realizados por governos estaduais. São os casos, por exemplo, dos financiamentos concedidos para implantação ou ampliação do uso do Metrô, solicitados pelos governos estaduais do Rio de Janeiro, de São Paulo e do Distrito Federal, além do projeto de ampliação/modernização do Porto de Sepetiba, também realizado pelo governo estadual do Rio de Janeiro (Tabela 5).

TABELA 5

Desembolsos do BNDES em Investimento Fixo para o Setor Público – 1997/98

(Em R\$ Mil Correntes)

EMPRESAS	FINALIDADE	VALOR DO DESEMBOLSO	
		1997	1998
Cia. do Metropolitano de São Paulo	Conclusão de Empreendimentos	146.390	461.043
Cia. Docas do Rio de Janeiro	Ampliação/Modernização do Porto de Sepetiba	99.492	58.603
Governo do Estado do Rio de Janeiro	Ampliação da Utilização do Metrô por Passageiros	280.833	108.637
Governo do Distrito Federal	Implantação do Metrô do Distrito Federal	72.240	175.277
Produto FINAME ^a	Operações Diversas	173.867	403.338

Fonte: Área de Planejamento do BNDES.

^aOperações indiretas de financiamento de máquinas e equipamentos.

Nos casos dos financiamentos aos investimentos realizados no Metrô de São Paulo e do Rio de Janeiro, é pertinente ressaltar que os mesmos foram em grande medida viabilizados pelas condições de crédito específicas desses projetos. No que concerne ao Metrô de São Paulo, por exemplo, estabeleceu-se uma cláusula especial que gravava uma parcela das suas receitas de bilheteria à dívida estabelecida. Assim, se o governo estadual não honrasse diretamente o pagamento, haveria como garantir, até determinados limites contratualmente estabelecidos, a participação do BNDES nas receitas operacionais do empreendimento. Além disso, na hipótese de tais limites não serem suficientes, poder-se-iam executar outras garantias adicionalmente oferecidas. Condições de crédito semelhantes foram praticadas para o financiamento do Metrô do Rio de Janeiro. Nesse caso, contudo, a gravação foi feita em relação aos direitos do governo estadual no Fundo de Participação dos Estados.

Isso posto, deve-se concluir que as condições de contingenciamento fixadas pelo Banco Central não explicam, ao longo de toda a década de 90, o comportamento dos desembolsos do BNDES para o governo, o que é igualmente uma função da própria evolução da demanda de investimentos por parte do setor público, além das condições de crédito específicas de determinados projetos.

Objetivando aprofundar a avaliação sobre a participação dos desembolsos do BNDES para a FBCF, será feita uma análise comparativa entre essa

participação e o comportamento da taxa de investimento global no período 1990/99. Para tal, apresenta-se a seguir a Tabela 6, que mostra a série de taxas de investimento na década calculada como a relação entre a FBCF e o PIB e a participação dos desembolsos do BNDES conforme apresentada na Tabela 1. Para evitar distorções decorrentes do fato de a inflação para bens de capital e construção civil ser distinta da inflação geral média, calcula-se a relação entre FBCF e PIB a preços constantes de 1998. Para tal, atualiza-se a série da FBCF pelo IGP-DI, enquanto o PIB é calculado com base no PIB nominal de 1998, corrigido pelo índice de variação do produto real, divulgado pelo IBGE. O detalhamento da metodologia e a memória de cálculo são apresentados no Anexo 2, Seção A.2.

Ao se comparar a taxa de investimento global com a participação dos desembolsos do BNDES para a FBCF, poder-se-á avaliar a importância desses desembolsos em relação ao comportamento da economia ao longo dos anos 90. Nesse sentido, observa-se que, no início da década (1990/91), a participação dos desembolsos do Banco se elevou em aproximadamente 1%, não obstante a taxa de investimento global tenha recuado de 20,9% para 18,39%.

Provavelmente, a queda na taxa de investimento está relacionada com a brusca contração monetária ocorrida no início do Plano Collor e, *a posteriori*, com a retomada do processo inflacionário, a qual pode ter induzido a um adiamento nos planos de investimento. Já os desembolsos do BNDES, não obstante sejam em grande medida determinados pela demanda de recursos, são menos sensíveis à sazonalidade de curto prazo das políticas de demanda, tanto em função da defasagem entre a solicitação de financiamento e a contratação e liberação dos recursos⁹ como também em função do parcelamento dos desembolsos à medida que o investimento é realizado.

Após a contração ocorrida no período 1990/91, a taxa de investimento global se estabiliza até 1994, flutuando entre 18,2% e 18,4%. Percebe-se, em 1995, uma pequena mudança de patamar, quando se eleva para 19,24%, demonstrando leve tendência de aumento até 1998, quando atinge 19,61%. Muito provavelmente, o comportamento desses números reflete a mudança de expectativas geradas a partir do início do Plano Real, com uma aceitável defasagem de um ano.

A demanda de recursos do BNDES para investimento, por sua vez, acompanhou, no período 1991/96, a evolução da taxa de investimento global, na

⁹ Em operações pela linha *Finem*, os prazos requeridos são de 30 dias para enquadramento, 90 dias para apresentação do projeto e 60 dias para análise, perfazendo um prazo mínimo de 180 dias entre o enquadramento e a contratação do projeto.

TABELA 6

Taxa de Investimento Global e Participação dos Desembolsos do BNDES para a Formação Bruta de Capital Fixo – 1990/99

(Em R\$ Mil Constantes)

ANOS	FBCF (A)	PIB (B)	TAXA DE INVESTIMENTO (%) (A)/(B)	DESEMBOLSOS/FBCF (%)
1990	154.448.151	738.921.279	20,90	3,25
1991	137.264.071	746.310.491	18,39	4,20
1992	136.043.120	742.578.939	18,32	4,42
1993	142.132.730	778.965.307	18,25	4,04
1994	151.116.852	824.924.260	18,32	4,58
1995	165.344.406	859.571.079	19,24	4,22
1996	168.215.712	882.779.498	19,06	4,30
1997	178.905.880	911.911.222	19,62	5,20
1998	179.202.590	913.735.044	19,61	6,26
1999	163.450.862	921.044.924	17,75	5,93

Fonte (PIB nominal de 1998): IBGE.

Notas: Valores da FBCF e do PIB convertidos a preços constantes pelo autor; FBCF de 1999 projetada pelo autor.

medida em que o coeficiente de participação na FBCF manteve-se estável nesse período. Em 1997/98, contudo, a demanda por recursos do Banco eleva-se numa intensidade maior que aquela taxa. Para explicar tal fato, devem ser avaliados dois aspectos, relacionados seja com a evolução setorializada dos desembolsos, seja com as mudanças nas expectativas empresariais no mercado. Objetivando iniciar a análise pelo primeiro aspecto, apresenta-se, a seguir, a Tabela 7, com a composição setorial e o crescimento anual dos desembolsos para o período 1996/99.

Analisando a tabela, observa-se que os gastos em infra-estrutura puxaram os desembolsos, pois tiveram um crescimento anual sensivelmente maior que a totalidade dos financiamentos concedidos. Em particular, os desembolsos para telecomunicações se destacam, elevando-se, entre 1996/97 e 1997/98, em 1.262,7% e 93,5%, respectivamente. Mesmo em relação a 1999, quando os desembolsos do BNDES sofreram pequena queda (-3,3%), o setor de telecomunicações ainda manteve o mesmo vigor de crescimento, chegando a ter a maior participação setorial (17,3%), o que por sua vez decorreu principalmente dos desembolsos realizados no segundo semestre do ano, quando foram liberados os financiamentos para as novas empresas privatizadas do setor.

Além do crescimento dos gastos para investimentos fixos em infra-estrutura, pode-se levantar uma hipótese adicional, de natureza macroeconômica, para explicar o aumento da participação do BNDES durante o período 1997/98 na FBCF. Trata-se do efeito de mudanças nas expectativas empresariais acerca do comportamento futuro do câmbio.

De fato, pode-se aventar a possibilidade de um certo aumento no volume de desembolsos do BNDES a partir de 1997, em função de uma consolidação

TABELA 7

Desembolsos do BNDES para Investimentos Fixos: Composição Setorial e Crescimento Anual – 1996/99

(Em %)

SETORES DE ATIVIDADE	COMPOSIÇÃO SETORIAL (Participação no Desembolso Total)				CRESCIMENTO ANUAL		
	1996	1997	1998	1999	1996/97	1997/98	1998/99
Agropecuária	11,3	15,5	11,4	11,7	90,5	-7,9	-0,5
Mineração	1,6	1,0	2,2	1,8	-11,9	172,2	-18,1
Transformação	55,5	46,5	39,8	34,0	16,5	7,2	-17,3
Alimentos e Bebidas	12,8	11,6	8,7	6,7	26,0	-5,5	-25,3
Papel e Celulose	6,8	5,7	2,2	1,7	17,2	-52,1	-24,3
Petróleo e Derivados	2,5	1,0	2,4	0,9	-46,1	209,9	-63,1
Química	4,9	2,1	2,5	3,0	-40,9	53,7	14,9
Borracha e Plásticos	2,6	2,7	2,3	1,6	42,7	9,3	-31,9
Minerais Não-Metálicos	3,5	1,5	1,4	0,7	-41,4	21,7	-49,6
Metalurgia	8,1	10,0	4,2	4,0	72,5	-48,0	-7,8
Máquinas e Equipamentos	1,7	1,8	2,5	1,3	51,6	73,1	-50,9
Equipamentos de Transporte	3,1	1,9	5,5	8,9	-15,8	267,1	58,0
Outros	9,6	8,3	8,0	5,1	20,3	20,5	-38,7
Infra-Estrutura	21,2	24,8	35,5	41,6	62,4	79,4	13,3
Eletricidade, Gás e Água	4,9	3,6	6,3	10,1	1,8	118,7	55,2
Construção	3,7	2,7	4,9	3,3	2,2	128,5	-35,7
Transporte	12,4	16,8	21,6	10,9	87,0	61,6	-51,1
Telecomunicações	0,2	1,7	2,7	17,3	1.262,7	93,5	523,7
Serviços	10,5	12,2	11,2	10,9	61,6	14,6	-5,7
Educação	0,7	0,8	0,5	0,7	56,4	-13,6	20,5
Saúde	0,7	0,7	0,8	0,7	26,9	55,4	-21,0
Comércio e Repartições	5,2	7,0	7,3	7,4	85,6	31,9	-3,1
Alimentação e Alojamento	1,8	1,5	0,8	0,7	11,1	-33,7	-15,4
Outros	2,0	2,3	1,7	1,5	59,8	-9,7	-13,7
Geral	100,0	100,0	100,0	100,0	38,9	25,3	-3,3

Fonte: Área de Planejamento do BNDES.

de expectativas sobre possíveis mudanças na condução da política cambial. Em outros termos, expectativas de desvalorizações reais no câmbio, mesmo que a médio ou longo prazo, podem ter induzido as empresas a recomposições de passivo – substituindo captações externas por internas –, o que pode ter gerado um rebatimento no volume de solicitações de financiamento ao Banco.¹⁰

Com respeito a 1999, verifica-se, tanto em relação aos desembolsos do BNDES como também no que concerne à taxa de investimento global, uma leve retração econômica. De fato, a taxa de investimento global recuou, entre 1998/99, de 19,61% para 17,75%, enquanto os desembolsos do Banco reduziram-se, no mesmo período, em 3,3% (Tabelas 6 e 7).

É razoável admitir que a retração verificada em 1999 decorre, em grande medida, da mudança de rumo da política econômica, principalmente no que concerne ao *front* externo. De fato, tanto a mudança de regime cambial ocorrida no período janeiro/meados de março de 1999 quanto a elevação dos juros nominais e as medidas de ajuste fiscal que já vinham sendo implementadas concorreram para o desaquecimento acima mencionado.¹¹ Além disso, os planos de investimento privados sofreram adiamentos não apenas em função de mudanças de expectativas diante do desaquecimento do PIB, mas também em função do aumento no grau de endividamento externo, em reais, dos agentes privados, como decorrência direta da desvalorização cambial.

No que concerne ao BNDES, pode-se considerar que o seu desempenho acompanhou, em 1999, o do restante da economia, pois a participação dos desembolsos para a FBCF manteve-se estável ou mesmo se elevou – aumento no período 1998/99 de 6,18% para 6,45% (Tabela 2) se for considerada apenas a parcela potencialmente financiável.

Por último, cumpre avaliar, para os próximos anos, a tendência de evolução dos desembolsos para investimento fixo do Banco. Para tal, é necessário incorporar à análise os principais desdobramentos do processo de planejamento estratégico, estabelecido para o período 2000/05.

Com relação à indústria de transformação, à agropecuária e ao setor de comércio e serviços, projeta-se, em moeda constante, um crescimento anual dos desembolsos, até 2005, em torno de 3,8%, os quais serão destinados

¹⁰ Trata-se de uma hipótese que demanda comprovação empírica, o que está além do escopo deste trabalho.

¹¹ Para uma análise detalhada da crise de 1999, ver Averbug e Giambiagi (2000).

tanto à modernização dos setores produtivos¹² como também ao apoio a setores intensivos na geração de empregos, tais como comércio, turismo e demais serviços. Esse perfil de crescimento reduzirá a participação do segmento no desembolso total sem, contudo, comprometer o apoio à modernização dos diferentes setores e cadeias produtivas. Para tal, será fundamental a elevação do efeito multiplicador dos seus desembolsos, de modo a viabilizar um aumento do volume de investimentos substantivamente maior.

Em paralelo, o ritmo de crescimento dos gastos em infra-estrutura, conforme se verifica na Tabela 7, deverá inclusive aumentar, na medida em que o apoio aos mesmos foi considerado, pelo processo de planejamento estratégico, como uma das prioridades de atuação do BNDES.¹³ A partir de 2001, contudo, esses desembolsos serão norteados pelo Programa dos Eixos Nacionais de Integração e Desenvolvimento, incorporados ao Plano Plurianual do governo.

Em contrapartida, o crescente volume de recursos necessários para a realização desses gastos, tanto em relação aos segmentos de transformação e comércio e serviços como também com respeito aos investimentos em infra-estrutura, deverá induzir o BNDES a uma elevação no volume de parcerias com a iniciativa privada, além de atuar no sentido de estimular as empresas a buscarem o mercado de capitais como fonte adicional de financiamento de longo prazo.

3. Conclusões

O objetivo deste texto foi o de avaliar a participação dos desembolsos do BNDES para investimento fixo, durante a década de 90, para a FBCF. Para tal, comparou-se, para o período e a preços correntes, a série de desembolsos do Banco com a série de FBCF, conforme divulgada pelo IBGE.

No que concerne à série de FBCF, projetou-se o valor para 1999, na medida em que a série divulgada pelo IBGE vai apenas até 1998. A metodologia de projeção está exposta no Anexo.

¹² Por modernização dos setores produtivos entende-se o apoio a investimentos que ampliem a competitividade do setor industrial, principalmente em pesquisa & desenvolvimento, capacitação gerencial & treinamento de mão-de-obra, tecnologia da informação, qualidade & produtividade, entre outros.

¹³ As outras prioridades de atuação do BNDES são para os segmentos de exportação, desenvolvimento social, atuação regional e micro, pequenas e médias empresas (MPMEs). Não obstante, o texto se abstém de avaliar essas outras prioridades na medida em que não se encaixam no escopo da análise inicialmente definido.

Com relação à série de desembolsos do BNDES, foram considerados apenas os financiamentos concedidos para aquisição e substituição de equipamentos, modernização tecnológica e criação e ampliação de capacidade produtiva, além de uma parcela adicional relativa ao capital de giro associada aos investimentos concedidos.

Excluíram-se da série de desembolsos os financiamentos à exportação, os desembolsos nos mercados primário e secundário realizados pela BNDESPAR, os gastos em investimento fixo realizados pela Área Social, além dos valores relativos a saneamento financeiro de empresas e adiantamentos a privatizações.

Adicionalmente, deve-se ressaltar que realizou-se apenas a comparação direta entre os desembolsos do BNDES e a FBCF, não incorporando o efeito multiplicador dos financiamentos concedidos. Tal efeito consiste no fato de que os desembolsos estariam viabilizando a realização de um maior volume de gastos fixos, o qual é igual ao valor dos itens financiáveis dos projetos liberados.

Para a década de 90, não é pertinente afirmar que a contribuição do BNDES para a FBCF deve ser medida a partir da exclusão do setor público, tanto dos desembolsos como da FBCF. Isso porque a participação do setor público reduziu-se não apenas sobre os financiamentos concedidos pelo BNDES, mas também sobre a FBCF como um todo. Constata-se empiricamente esse fato através da comparação entre as Tabelas 1 e 2 e também pela apresentação das Tabelas 3, 4 e 5.

Não obstante a tendência de diminuição dos desembolsos para o setor público em relação aos desembolsos totais, verifica-se em 1997/98 uma substantiva elevação dos financiamentos liberados para o governo. Tal fato pode ser explicado tanto em função de uma flexibilização nas condições de contingenciamento de crédito fixadas pelo Banco Central como também em decorrência de condições específicas de crédito dos projetos e da evolução da demanda de investimentos realizada pelo próprio setor público.

Para obter uma avaliação mais precisa da contribuição dos financiamentos concedidos pelo BNDES, é necessário comparar a participação dos seus desembolsos em investimento fixo para a FBCF (Tabela 1) com o comportamento da taxa de investimento global – medida pela relação entre a FBCF e o PIB a preços constantes –, o que é apresentado na Tabela 6. Realizando tal comparação, percebe-se que os desembolsos do Banco durante os anos 90 se elevaram, enquanto que no período 1991/96 acompanharam a evolução da taxa de investimento global. Já em 1997/98 a contribuição do Banco

para a FBCF elevou-se, o que pode ser explicado, basicamente, por dois fatores:

- primeiro, o comportamento dos desembolsos para a área de infra-estrutura, os quais se elevaram de maneira substantiva, o que pode ser observado na Tabela 7, seja em função do aumento na taxa de crescimento anual, seja em função da elevação contínua, no período 1996/99, da participação dos gastos em infra-estrutura na totalidade dos desembolsos; e
- segundo, em função de prováveis mudanças, ocorridas em 1997/98, com respeito às expectativas de mercado sobre o comportamento futuro do câmbio, pois as expectativas de desvalorização real poderão ter induzido a uma recomposição de passivos por parte do setor privado – substituição gradual de endividamento externo por interno –, o que teria um lógico rebatimento sobre a demanda de recursos do BNDES.

Em 1999, verifica-se um movimento de retração, demonstrado tanto pela redução da taxa de investimento global como também pela diminuição dos financiamentos concedidos pelo BNDES. Essa retração foi, em grande medida, fruto dos impactos da mudança de política econômica, a qual teria gerado um adiamento nos planos de investimento empresariais então existentes.

Por último, cabe incorporar à análise a tendência de evolução dos desembolsos para investimento fixo no período 2000/05, conforme definido pelo processo de planejamento estratégico. Assim sendo, projeta-se para a indústria de transformação, a agropecuária e o setor de comércio e serviços um crescimento anual, em moeda constante, em torno de 3,8%. Tais recursos serão destinados tanto à modernização dos setores produtivos como também aos setores intensivos na geração de empregos, como comércio, turismo e demais serviços.

O ritmo de crescimento dos gastos do BNDES em infra-estrutura, conforme expresso na Tabela 7, deverá ser inclusive elevado, sendo que a partir de 2001 serão norteados pelo Programa dos Eixos Nacionais de Integração e Desenvolvimento, incorporado ao Plano Plurianual.

O crescente volume de recursos que serão necessários para a realização dos investimentos projetados deverá induzir o BNDES a uma elevação no volume de parcerias com a iniciativa privada e, adicionalmente, estimular as empresas a buscar o mercado de capitais como fonte alternativa de recursos de longo prazo.

Anexo

A.1. Projeção da Formação Bruta de Capital Fixo a Preços Correntes para 1999

A projeção foi feita de maneira desagregada, dado que, no interior da FBCF, os segmentos de máquinas e equipamentos e construção possuem comportamentos distintos, tanto em termos de variações de quantidade como de preços. Assim, foram usados índices de quantidade e preços específicos para cada segmento. Posteriormente, o valor projetado da FBCF para 1999 decorre de um somatório dos seus valores desagregados.

Além disso, os valores da FBCF, no período 1990/98, foram calculados pelo IBGE como médias anuais. Logo, para manter a consistência, foi igualmente necessário projetar pela variação dos índices médios anuais de 1998 e 1999 – média sobre média – e não pela variação ponto a ponto, com referência a um dado mês (por exemplo, dezembro de 1998/dezembro de 1999).

Foram utilizados índices de base fixa mensal, os quais comparam a variável no mês de referência do índice com a do período-base fixado. Com respeito aos índices de quantidade utilizados, duas observações se fazem necessárias:

- Primeiro, que a base de ponderação do índice tem como referência a estrutura de valor agregado de 1985. Isso significa que tais indicadores refletem a variação quantitativa de um leque de produtos e empresas definidos pelo Censo Industrial de 1985. Trata-se, pois, de uma limitação a que todos os índices de quantidade atualmente divulgados pelo IBGE estão sujeitos.
- Segundo, foram utilizadas as séries de quantidade não dessazonalizadas. Adotou-se esse procedimento por dois motivos: porque, na medida em que a projeção foi feita com base na variação dos índices médios anuais – média sobre média –, diluem-se os efeitos de sazonalidade expressos nos índices individuais referentes a cada mês; e, além disso, se fossem utilizadas séries de índices dessazonalizados, seria preciso refletir sobre a necessidade ou não de se realizar um tratamento desse mesmo tipo sobre a série de desembolsos do BNDES. Não obstante, tal questionamento se encontra fora do escopo deste trabalho.

Isso posto, apresentam-se a seguir o modelo de projeção, a notação das variáveis utilizadas e a memória de cálculo.

Modelo

$$FBCF_{sp(j)} = BK_{sp(j)} + CC_{sp(j)} + Outros_{(j)} \quad (1)$$

$$FBCF_{gv(j)} = BK_{gv(j)} + CC_{gv(j)} \quad (2)$$

$$FBCF_{(j)} = FBCF_{sp(j)} + FBCF_{gv(j)} \quad (3)$$

$$BK_{sp(99)} = BK_{sp(98)} \cdot \acute{I}_{bko} \quad (4)$$

$$BK_{gv(99)} = BK_{gv(98)} \cdot \acute{I}_{bko} \quad (5)$$

$$CC_{sp(99)} = CC_{sp(98)} \cdot \acute{I}_{cc} \quad (6)$$

$$CC_{gv(99)} = CC_{gv(98)} \cdot \acute{I}_{cc} \quad (7)$$

$$Outros_{(99)} = Outros_{(98)} \cdot \acute{I}_{bko} \quad (8)$$

$$\acute{I}_{bko} = IBK_{(99)} \cdot IPA_{mq(99)} / (IBK_{(98)} \cdot IPA_{mq(98)}) \quad (9)$$

$$\acute{I}_{cc} = IICC_{(99)} \cdot INCC_{(99)} / (IICC_{(98)} \cdot INCC_{(98)}) \quad (10)$$

Notação

$j = 1998$ ou 1999

$FBCF_{sp(j)}$ = Formação Bruta de Capital Fixo do setor privado no ano j

$FBCF_{gv(j)}$ = Formação Bruta de Capital Fixo do governo no ano j

$FBCF_{(j)}$ = Formação Bruta de Capital Fixo no ano j

$BK_{sp(j)}$ = valor da demanda do setor privado por bens de capital no ano j

$BK_{gv(j)}$ = valor da demanda do governo por bens de capital no ano j

$CC_{sp(j)}$ = valor das despesas de construção do setor privado no ano j

$CC_{gv(j)}$ = valor das despesas de construção do governo no ano j

\acute{I}_{bko} = índice de projeção para bens de capital e outros

\acute{I}_{cc} = índice de projeção para despesas de construção

$IBK_{(j)}$ = índice de quantidade para bens de capital, média do ano j

$IICC_{(j)}$ = índice de insumos típicos da construção civil, média do ano j

$IPA_{mq(j)}$ = índice de preços no atacado desagregado para máquinas e equipamentos, média do ano j

$INCC_{(j)}$ = índice nacional de custo da construção, média do ano j

Memória de Cálculo

TABELA A.1

Formação Bruta de Capital Fixo: Projeção Desagregada – 1998/99

(Em R\$ Mil Correntes)

COMPONENTES DA FBCF		1998	1999
<i>Privado</i>	Bens de Capital	41.180.520	42.540.632
	Construção Civil	109.433.895	111.064.510
	Outros ^a	8.669.431	8.955.765
	Total	159.283.846	162.560.907
<i>Governo</i>	Bens de Capital	3.294.596	3.403.410
	Construção Civil	16.624.148	16.871.855
	Total	19.918.744	20.275.265
Total Geral		179.202.590	182.836.172

Fonte: Ipeadata (para 1998).

Nota: Valores projetados pelo autor para 1999.

^aO item "Outros" é constituído de uma série de elementos de natureza eminentemente privada, tais como "matas plantadas", "reflorestamento" e "despesas cartoriais para transferências de imóveis de segunda mão" etc.

TABELA A.2

Índices Anuais Médios para Projeção de Valores

	ÍNDICES DE QUANTIDADE ^a		ÍNDICES DE PREÇOS ^b	
	$IBK_{(j)}$	$IICC_{(j)}$	$IPA_{mq(j)}$	$INCC_{(j)}$
Índices Médios de 1998	107,699	120,713	126,635	165,426
Índices Médios de 1999	97,901	116,301	143,910	174,260

^aÍndices de base fixa mensal sem ajuste sazonal (base: média de 1991 = 100; fonte: IBGE).

^bÍndices de base fixa mensal (base: agosto de 1994 = 100; fonte: FGV/RJ).

TABELA A.3

Índices Para Projeção de Valores da Formação Bruta de Capital Fixo – 1998/99

ANOS	MESES	ÍNDICES DE QUANTIDADE		ÍNDICES DE PREÇOS	
		<i>IBK</i>	<i>IICC</i>	<i>IPAmq</i>	<i>INCC</i>
1998	Janeiro	94,680	114,020	126,672	162,805
	Fevereiro	97,760	107,980	127,111	163,593
	Março	120,300	125,440	127,547	164,361
	Abril	113,100	120,680	127,097	163,535
	Maio	120,810	124,540	126,801	165,133
	Junho	115,240	121,240	126,557	165,781
	Julho	122,330	129,190	126,730	166,345
	Agosto	110,920	126,710	126,756	166,705
	Setembro	108,600	124,390	125,954	166,729
	Outubro	105,760	123,010	126,008	166,738
	Novembro	99,370	121,410	126,109	166,657
	Dezembro	83,520	109,940	126,275	166,733
1999	Janeiro	84,460	106,770	128,600	167,648
	Fevereiro	87,640	105,380	136,850	169,288
	Março	105,220	119,210	142,070	170,221
	Abril	94,320	112,380	142,477	171,100
	Maio	98,470	119,060	143,076	172,578
	Junho	102,850	116,310	143,046	173,279
	Julho	97,960	121,320	143,284	174,074
	Agosto	99,950	123,610	143,305	175,280
	Setembro	100,280	120,440	148,002	176,785
	Outubro	102,010	122,420	149,425	178,574
	Novembro	104,580	118,080	152,655	180,207
	Dezembro	97,070	110,630	154,130	182,084

Fontes: Para quantidades, IBGE; para preços, FGV/RJ.

A.2. Determinação dos Valores da Formação Bruta de Capital Fixo e do PIB a Preços de 1998

Conforme já mencionado, a série corrente da FBCF foi atualizada pelo IGP-DI. Com respeito a 1999, projetou-se o valor utilizando um procedimento semelhante ao visto na seção anterior. Contudo, como agora se está projetando a FBCF de 1999 a preços de 1998, foram aplicados aos valores desagregados desse último ano apenas os índices de quantidade, de modo que não se incorporasse o efeito inflacionário. A série do PIB a preços de 1998, por sua vez, foi calculada com base no PIB nominal de 1998, corrigido pela taxa de variação anual do PIB real [ver BNDES (2000)].

Tendo em vista que tanto a atualização da FBCF por um índice de preços como também a correção do PIB por uma taxa de variação real são procedimentos usuais da matemática financeira, finaliza-se o texto com a apresentação direta da memória de cálculo dessas duas séries.

Memória de Cálculo

TABELA A.4

Formação Bruta de Capital Fixo: Determinação a Preços Constantes de 1998 – 1990/99

(Em R\$ Mil)

ANOS	FBCF (Corrente)	IGP-DI ^a (Média/Média (%))	FBCF (Constante de 1998)
1990	2.386		154.448.151
1991	10.917	414,75	137.264.071
1992	118.086	991,35	136.043.120
1993	2.718.363	2.103,40	142.132.730
1994	72.453.282	2.406,87	151.116.852
1995	132.753.432	67,46	165.344.406
1996	150.050.300	11,10	168.215.712
1997	172.212.039	7,91	178.905.880
1998	179.202.590	3,89	179.202.590
1999	182.836.172		163.450.862

^aFonte: Conjuntura Econômica, *diversos números*.

TABELA A.5

Produto Interno Bruto a Preços Constantes de 1998 – 1990/99

(Em R\$ Mil)

ANOS	PIB (Constante de 1998)	PIB ^a (% Variação Real)
1990	738.921.279	
1991	746.310.491	1,00
1992	742.578.939	-0,50
1993	778.965.307	4,90
1994	824.924.260	5,90
1995	859.571.079	4,20
1996	882.779.498	2,70
1997	911.911.222	3,30
1998	913.735.044	0,20
1999	921.044.924	0,80

^aFonte: *BNDES (2000)*.

Referências Bibliográficas

- ALÉM, Ana Claudia. *O desempenho do BNDES no período recente e as metas da política econômica*. Rio de Janeiro: BNDES, jul. 1998 (Texto para Discussão, 65).
- AVERBUG, André, GIAMBIAGI, Fabio. *A crise brasileira de 1998/1999 – origens e conseqüências*. Rio de Janeiro: BNDES, maio 2000 (Texto para Discussão, 77).
- BANCO CENTRAL. Resoluções publicadas no *Diário Oficial*: Resolução 2.008, de 28.07.93, Resolução 2.444, de 14.11.97, Resolução 2.461, de 26.12.97, Resolução 2.521, de 08.07.98.
- BNDES. *Estatísticas macroeconômicas*. Rio de Janeiro: BNDES/Área de Planejamento, out. 2000 (Boletim n. 39).
- CARVALHO, José Carlos. *Estimativas do produto potencial, relação capital/produto e depreciação do estoque de capital*. Rio de Janeiro: BNDES, jul. 1996 (Texto para Discussão, 44).
- FGV/IBRE. *Conjuntura Econômica*, diversos números.
- VILELLA, André. Taxa de investimento e desempenho do BNDES: 1985/94. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p. 129-142, dez. 1995.