

EDITORIAL

A retomada do BNDES no biênio 2023-2024

*The BNDES comes back:
the years 2023-2024*

Nelson Barbosa
Gabriel Aídar
José A. P. Souza*

* Diretor de Planejamento e Relações Institucionais e economistas do BNDES. Os autores agradecem os comentários e sugestões feitos por Gilberto Borça, Guilherme Tinoco, Letícia Bhering, Luiz Daniel Souza, Rafael Mungioli e aos editores da *Revista do BNDES*. Eventuais erros ou omissões são de responsabilidade dos autores. Este artigo não reflete, necessariamente, a opinião do BNDES.

Director of Planning and International Relations and economists at the BNDES. The authors would like to thank Gilberto Borça, Guilherme Tinoco, Letícia Bhering, Luiz Daniel Souza, Rafael Mungioli and the editors of Revista do BNDES for their comments and suggestions, taking full responsibility for any errors or omissions. This article does not necessarily reflect the opinion of the BNDES.

Introdução

A *Revista do BNDES* completou, em 2024, trinta anos desde a retomada da sua edição em 1994. No entanto, a primeira edição da *Revista do BNDE* é de 1964, há, portanto, sessenta anos.¹ Desde a sua origem, essa revista dedicou-se a sistematizar e divulgar o conhecimento adquirido e gerado pelos técnicos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), no seu trabalho de analisar projetos e empresas em atividade no país, unindo a visão de longo prazo do desenvolvimento brasileiro ao desafio da política financeira e de captações do Banco. A revista sempre foi um importante veículo de consolidação do conhecimento desenvolvido pelas equipes do BNDES, caracterizando, por assim dizer, um “banco de ideias”.² Vale destacar que essa *expertise* do Banco forneceu subsídios fundamentais para a formulação de políticas públicas de desenvolvimento em vários momentos da história do país.

A preocupação inicial dessa revista foi o desafio de compreender as mudanças estruturais que vivia a economia brasileira em seu processo de rápida industrialização. Era central também a preocupação com a evolução da capacidade de análise técnica, creditícia e financeira de projetos do Banco, que ainda se encontrava em fase de estruturação. Por fim, seus números iniciais também se aprofundavam na apresentação da origem e estrutura dos recursos

1 A atual denominação da *Revista do BNDES* data de 1994. A *Revista do BNDE* circulou de janeiro de 1964 até o fim de 1978. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/14544>. Acesso em: 25 mar. 2025.

2 Retirado do primeiro número da retomada da *Revista do BNDES* (BNDES, 1994).

financeiros do Banco, preocupação natural para uma instituição que ainda buscava fontes estáveis de *funding* de longo prazo.³

É simbólico, portanto, que a revista comemore seis décadas de seu primeiro número num momento importante de reposicionamento do BNDES, que passa pela discussão de aspectos sensíveis ao posicionamento estratégico da instituição. Após ter atingido, em 2021, um piso em termos da sua atuação no financiamento ao desenvolvimento, desde 2023 o BNDES vem reconstruindo os alicerces que lhe permitirão recuperar seus patamares históricos de atuação. A estratégia recente é resumida pela aspiração da atual administração de retomar o patamar histórico de desembolsos anuais de 2% do PIB (BNDES, 2024a). Para tanto, repetir a história recente não é uma opção no atual contexto econômico do país e do mundo. Assim, o “Novo BNDES” vem trazendo importantes mudanças que se pretendem portadoras de uma nova arquitetura de *funding*, mais diversificada, robusta e permanente. O Novo BNDES precisa também de novas formas de atuação que permitam tratar o conjunto de crises atuais (social, climática, comercial etc.). Mais uma vez, a *Revista do BNDES* sistematiza e consolida conhecimento acumulado pelas equipes da instituição que subsidiam as formulações de políticas que transformam dia a dia a cara do Banco.

Este texto servirá como uma breve apresentação a esta edição especial comemorativa de sessenta anos da primeira edição da Revista do BNDE. Ele está organizado da seguinte forma: após esta introdução, a segunda seção apresenta a evolução recente do BNDES de 2016 a 2022 e os principais marcos desse período. Em seguida, a

3 Nos seus primeiros anos de existência, a principal fonte de recursos do BNDE foi o adicional de imposto de renda, extinto nos anos 1960. Só em 1974 o BNDE passa a ter acesso ao PIS/Pasep e consegue, com isso, uma fonte estável de recursos (Araújo, 2024).

terceira seção discute o desafio de fortalecimento do *funding* de longo prazo do Banco, com destaque para as recentes alterações vividas na instituição. A quarta seção tratará do biênio 2023-2024 em termos dos principais resultados e desempenho do BNDES. A última seção conclui com a apresentação dos artigos comemorativos que compõem essa edição.

O BNDES de 2016 a 2022

O BNDES em 2016

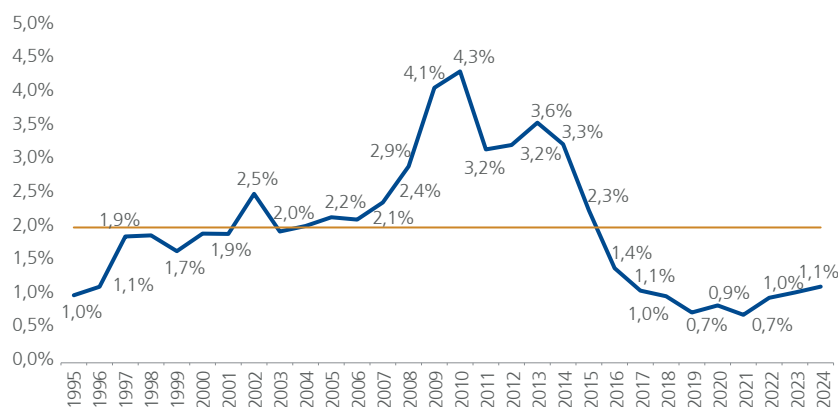
Em resposta à crise financeira internacional de 2008, o BNDES atingiu suas máximas históricas tanto em termos do fluxo de desembolsos da instituição, quanto de sua carteira de crédito. O Banco atingiu desembolsos da ordem de 4,3% do produto interno bruto (PIB) em 2009 e 2010 (ante uma média histórica de 2% do PIB observada desde os anos 1970) e sua carteira de crédito atingiu 11,6% do PIB em 2015.⁴ Em termos da sua participação no mercado de crédito brasileiro, o BNDES respondeu por 18,2% do estoque de crédito durante o período de 2008 a 2010. Essa forte expansão do BNDES foi consequência intencional da política econômica anticíclica do período, que utilizou empréstimos do Tesouro Nacional (TN) para o Banco,⁵ injetando recursos em meio à forte contração do crédito privado naquele momento. A atuação contracíclica de bancos de desenvolvimento na esteira da grande crise financeira internacional se repetiu em vários outros países com instituições financeiras desse tipo, de acordo

4 Vale destacar que, devido ao longo prazo das operações do BNDES, a carteira cresce (e depois decresce) mais lentamente que as aprovações e desembolsos do Banco.

5 Para um detalhamento da relação entre BNDES e Tesouro relativo a esses empréstimos, ver Horta e outros (2018).

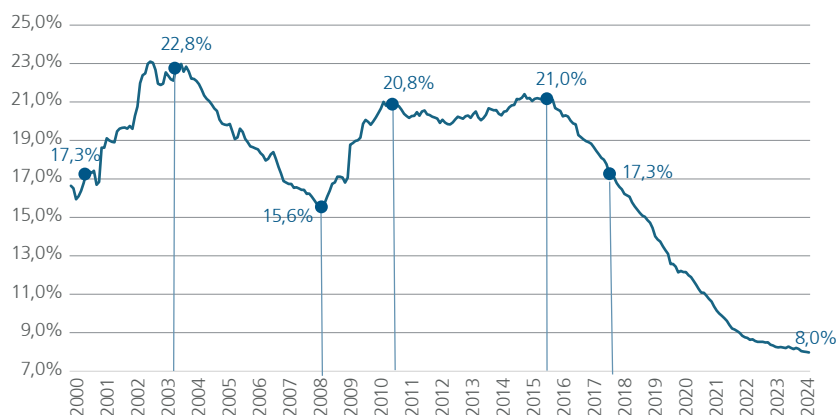
com relatório do Banco Mundial (Luna-Martínez; Vicente, 2012). No período de 2008 a 2014, o Tesouro Nacional emprestou ao BNDES R\$ 440 bilhões (em valores correntes).

Gráfico 1 • Desembolsos do BNDES – 1995-2024 (% PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

Gráfico 2 • Carteira de crédito do BNDES – 2000-2024 (% da carteira total de crédito da economia)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a) e BCB (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>).

O período de crescimento do BNDES foi acompanhado por um desempenho extraordinário da economia brasileira, que cresceu, em média, 4,2% ao ano no triênio 2008-2010. Já o crescimento econômico brasileiro na segunda década do século XXI, em contraste, sofreu relevante e brusca desaceleração, simultaneamente a uma importante revisão estratégica do BNDES.

Os ativos do BNDES seguiram crescendo em termos reais, com destaque para a sua carteira de crédito – que atingiu 11,3% do PIB em 2015. Os desembolsos cresceram fortemente até 2010, quando atingiram 4,3% do PIB e, a partir daí, começaram a cair gradualmente – como era de ser esperado, tendo em vista a superação da crise financeira internacional – até atingirem 3,3% do PIB em 2014.

O desempenho do BNDES de 2016 a 2022

A partir de 2016, sob novo governo e nova administração, os desembolsos e a carteira de crédito do BNDES despencam, como resultado da mudança da orientação estratégica do Banco. A inflexão é rápida e profunda: os desembolsos do BNDES atingem um mínimo histórico de 0,7% do PIB em 2019 e 2021. Em termos de operações de crédito, é um quarto do seu pico em 2010 e cerca de metade da média histórica de desembolsos do BNDES em relação ao PIB.

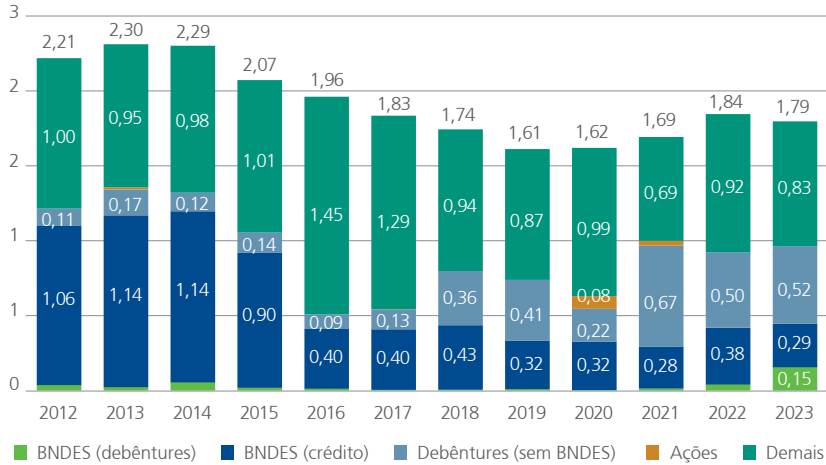
Nesse período turbulento, dentro e fora do BNDES, há um extenso debate acerca dos impactos do Banco na economia brasileira, com destaque para seus efeitos em investimentos, geração de emprego, produtividade, transparência e na política monetária do Banco Central. Para fazer frente a essa discussão, o BNDES realizou estudos econométricos e utilizou o ferramental de matrizes insumo-produto para estimar o resultado das políticas do Banco.

O conjunto de resultados desses estudos podem ser encontrados tanto nos Relatórios de Avaliação de Impacto do BNDES (2024b) como nas variadas publicações do Banco reunidas no portal BNDES Data (BNDES, 2025a).

A despeito das controvérsias, em grande parte fruto do acirramento político da última década, é um fato da economia brasileira que o declínio da concessão de crédito pelo BNDES deu-se ao mesmo tempo que houve um enorme recuo da taxa de investimento no período de 2014 a 2018. Posteriormente, a concessão de crédito permaneceu em patamares menores, e as liberações do BNDES caíram para 1% do PIB.⁶ Um exemplo dessa queda ocorreu na infraestrutura. O financiamento para investimentos em infraestrutura, que alcançou 2,3% do PIB em 2013, sofreu forte redução até atingir um mínimo de 1,6% do PIB em 2019. A retração do BNDES não foi acompanhada, ao contrário do suposto por seus detratores, por um incremento proporcional na participação de outras fontes de financiamento. A indústria, particularmente, sofreu forte retração no período. Conforme medição do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), observamos que, em dezembro de 2022, a produção da indústria geral chegou a um patamar 20% abaixo do pico alcançado em 2013. Mais à frente, veremos a sua recuperação no biênio encerrado em 2024, mas o setor ainda permanece, no início de 2025, num patamar 14% inferior ao seu pico de 2013. No BNDES, a participação da indústria no desembolso diminuiu e, desde 2016, tem ficado atrás dos demais setores. Essa tendência, aliás, não tinha ocorrido anteriormente na história do Banco, que sempre teve o setor industrial na primeira ou segunda posição em termos da participação em seus desembolsos.

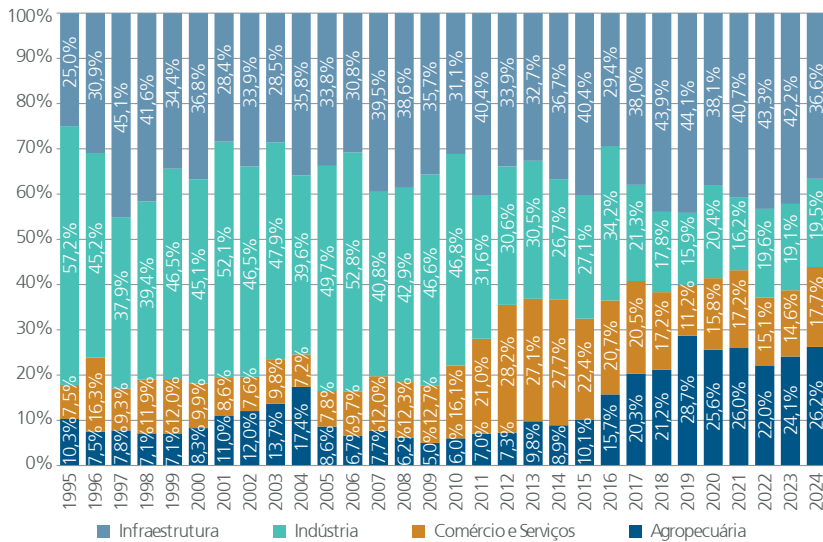
6 Para uma discussão dos ciclos de investimentos no Brasil e o crédito do BNDES de 2000 a 2016, ver Puga e Gabrielli (2018).

Gráfico 3 • Investimento em infraestrutura e composição do funding no Brasil – 2012-2023 (% PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

Gráfico 4 • Desembolsos do BNDES por setor – 1995-2024 (evolução em %)



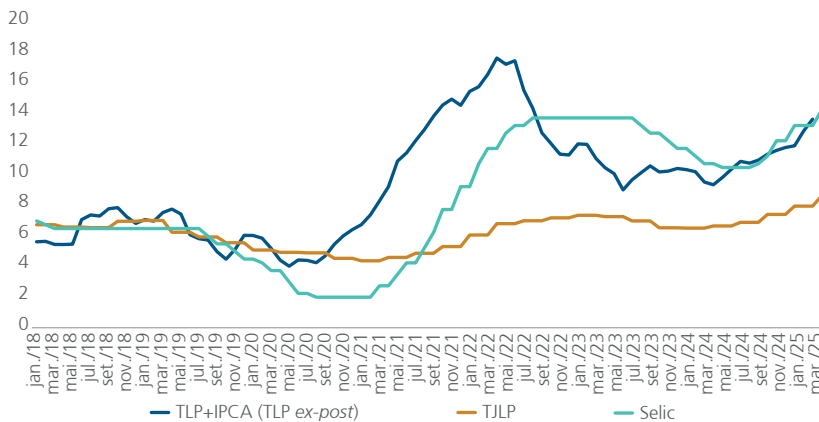
Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

A contração do BNDES foi fruto de uma mudança de orientação estratégica. O ponto de partida dessa mudança foi uma profunda revisão das suas políticas operacionais em 2016, que alterou boa parte dos instrumentos de apoio via crédito do BNDES. Em particular, essa revisão implicou o fim dos programas setoriais do BNDES, como Profarma, Procult, Pro-BK, Prosoft, entre outros. Esses programas conferiam condições de acesso e custo diferenciados aos setores e foram responsáveis por parte relevante do apoio de crédito direto do BNDES para o setor industrial. Nesse período, houve também uma elevação dos *spreads* (iniciada já em 2015), que encareceu sobremaneira o custo do crédito do BNDES.

A principal alteração estratégica do BNDES, contudo, deu-se por meio da modificação nos mecanismos do Fundo de Amparo do Trabalhador (FAT). O Governo Federal enviou ao Congresso Nacional, em 2017, um projeto de lei para alteração da taxa de juros dos recursos do FAT no BNDES, a taxa de juros de longo prazo (TJLP). Esse projeto foi aprovado no mesmo ano e a nova taxa, a taxa de longo prazo (TLP), passou a vigorar em 2018. A TLP retirava a discricionariedade de determinação da TJLP, que anteriormente cabia ao Conselho Monetário Nacional, estipulando-se no texto da lei uma nova forma de cálculo. Essa fórmula correspondia, basicamente, à inflação mensal medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) somada à taxa de juros real dos títulos de cinco anos do Tesouro Nacional (à época, a NTN-B de 5 anos). Foi ainda aprovada uma regra linear de transição em que a nova taxa teria um redutor que seria gradualmente retirado, até deixar de existir em 2023. O resultado foi que a nova taxa de juros do BNDES sofreu uma gradual elevação e apresentou grande volatilidade. Nos últimos anos, houve mesmo momentos em que a TLP superou a trajetória da própria taxa Selic. Ou seja, a taxa de juros do BNDES se

situava em patamares acima do custo de mercado em operações de curto prazo. Em operações de mais longo prazo, como para o setor de infraestrutura, a TLP ainda apresentou alguma competitividade, devido à quase inexistência de um mercado de crédito superior a dez anos no país. Ainda que vantajosa nesse sentido, a rigidez da TLP do BNDES atrelada somente à taxa de juros de cinco anos impedia que, em momentos de maior estresse financeiro, as empresas pudessem optar por taxas de juros de prazo mais curto, como a Selic. Em última instância, essa rigidez acabava por embutir um prêmio de risco desnecessário aos projetos apoiados pelo BNDES (Miterhof; Pereira, 2025).

Gráfico 5 • Taxa de longo prazo (TLP), Selic, taxa de juros de longo prazo (TJLP) 2018-2025 (var % a.a.)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>).

Com uma taxa muito mais elevada e sem os programas setoriais, o escopo de atuação do BNDES foi notadamente reduzido. Ganha destaque no período o incremento da participação do setor agropecuário nos desembolsos do BNDES, que ficou atrás somente do setor de infraestrutura em termos das novas concessões de crédito.

Esse crescimento relativo não foi por acaso. Apesar de variadas mudanças na política econômica do país nos últimos anos, o apoio ao chamado Plano Safra da Agropecuária manteve-se relativamente estável, com participação relevante de incentivos creditícios, operados notadamente pelo Banco do Brasil e BNDES. O BNDES atuou (e segue atuando) majoritariamente por meio do crédito indireto (banco de segundo piso) aos produtores rurais. Com isso, o Banco consegue pulverizar crédito para todo o país e consegue operar, inclusive, com operações de mais baixo valor da agricultura familiar. Nesse sentido, ganhou relevância no BNDES o seu apoio à agropecuária graças a sua eficiência operacional, conectando mais de cinquenta agentes financeiros ao seu *funding*, e à manutenção da política de incentivo ao Plano Safra do Governo Federal.⁷

É nesse contexto que a trajetória de desembolsos e da carteira de crédito do BNDES sofrem, a partir de 2016, uma inflexão importante e se contraem, chegando a mínimos históricos nos sete anos seguintes. É importante destacar que, para além das mudanças de políticas operacionais e da criação da TLP, a própria retração da economia brasileira nesse período – com recuos, por exemplo, nos investimentos públicos e privados em infraestrutura – também explica, em parte, a contração do crédito do BNDES.

A partir de 2019, a tendência continua sendo de contração do Banco, mas há a inclusão de alguns elementos novos. Em 2020, o BNDES atuou mais uma vez de forma contracíclica, combatendo os efeitos da pandemia sobre as empresas, com destaque ao apoio a micro pequenas e médias empresas (MPME). Em termos

⁷ Para um detalhamento da modernização da atuação do BNDES como banco de segundo piso, com crédito rural e para MPMEs, ver Barboza e outros (2019).

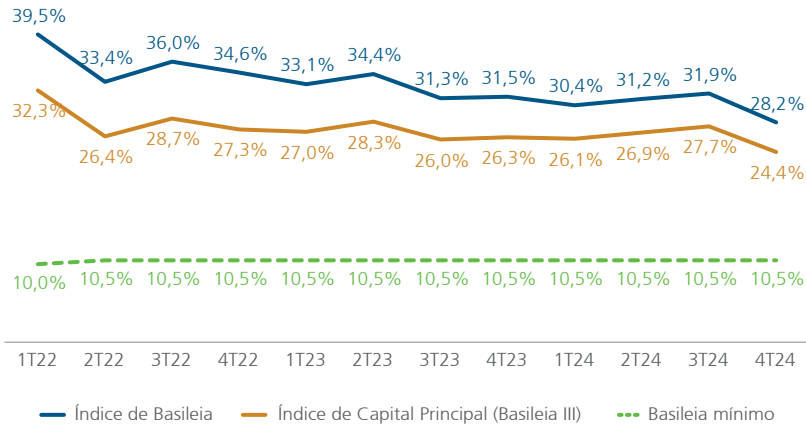
de desembolso, o crescimento naquele ano foi de 0,2 p.p. (retirando o BNDES do seu mínimo histórico), mas a principal forma de atuação do Banco nesse período se deu por meio da concessão de garantias. O Governo Federal editou, então, a Medida Provisória 975/2020, que criou, no âmbito do Fundo Garantidor para Investimentos (FGI), o Programa Emergencial de Assistência a Crédito (FGI Peac). Foram aplicados R\$ 20 bilhões do Tesouro Nacional para concessão de garantias para o crédito para MPMEs, sem a previsão de cobranças de encargos e permitindo uma perda máxima mais elevada por carteira dos bancos do que o máximo permitido no FGI. O resultado desses incentivos foi que, com os R\$ 20 bilhões de aporte do Tesouro Nacional, o FGI Peac alavancou R\$ 92 bilhões de crédito privado para MPMEs. Isso significou que o BNDES, via instrumento de garantias, auxiliou na injeção adicional de 1,2% do PIB de crédito naquele ano.

Outro destaque desse período se deu por meio da venda de ações da BNDESPAR, que levou a um salto no resultado financeiro do Banco. Foi nesse cenário que o BNDES passou a ter maior liquidez, com forte crescimento dos seus recursos em caixa e do seu Índice de Basileia. Com isso, a administração do Banco daquele período, em conjunto com o Ministério da Economia, acelerou a devolução de empréstimos ao Tesouro Nacional, ao mesmo tempo que manteve a sua política de pagamento de dividendos.

No ano de 2022, há um incremento nos desembolsos do BNDES, que atingem 1% do PIB (acima do ano da pandemia), resultante principalmente de desembolsos para o setor de saneamento. Em conjunto com o pagamento antecipado da dívida com o Tesouro Nacional, esse aumento vai se revelar desafiador para a gestão de caixa do BNDES. Assim, a atual administração chegou ao BNDES,

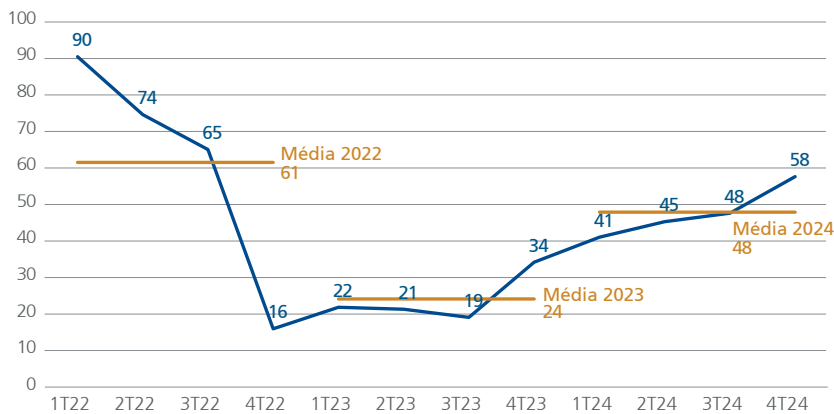
em 2023, com uma disponibilidade de caixa livre da ordem de apenas R\$16 bilhões – ante um caixa livre de R\$ 90 bilhões no início de 2022 (vide Gráfico 7). Isso nos leva à próxima seção, em que discutiremos o *funding* do BNDES.

Gráfico 6 • Evolução do Índice de Basileia 2022-2024



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 7 • Caixa próprio do BNDES (R\$ bilhões) 2022-2024



Fonte: Elaboração própria.

O desafio do *funding* do BNDES

O problema do *funding* em bancos de desenvolvimento

Os bancos de desenvolvimento mais tradicionais, em particular aqueles criados no período do pós-guerra, guardam algumas similaridades relevantes quanto às suas estruturas de ativo e passivo. Pelo lado da sua estrutura do passivo, são instituições financeiras que não captam depósito à vista e também não têm capital aberto para levantar recursos por meio de oferta de ações. Já pelo lado do ativo, os bancos de desenvolvimento se diferenciam por financiar investimentos de longa maturação, seja para viabilizar os projetos do ponto de vista econômico-financeiro, seja devido à inexistência de mercado privado de crédito de longo prazo (como é o caso do Brasil e de outras economias em desenvolvimento).

Além disso, para cumprir o mandato de estimular a inovação e promover a descarbonização da economia, bem como outras mudanças estruturais, ou mesmo para a atuação contracíclica, os bancos de desenvolvimento precisam dispor de taxas incentivadas abaixo do custo convencional de mercado – caso contrário, ficam limitados em seu poder de indução. Mesmo que não se pretenda de forma geral que a taxa final ao cliente se situe abaixo do custo de mercado, muitas vezes bancos de desenvolvimento atuam por meio de garantias públicas, ou então combinam fontes de recursos com custo incentivado com fontes de mercado, para mobilizar capitais privados para determinados investimentos produtivos. Deriva daí a necessidade de que essas instituições financeiras disponham de *funding* de longo prazo (de forma a viabilizar o casamento de prazos entre passivo e

ativo) e de que, idealmente, as fontes de recursos sejam estáveis e com custos competitivos (Griffith-Jones *et al.*, 2017).

Não surpreende, portanto, que boa parte de bancos de desenvolvimento similares ao BNDES disponham de fontes variadas de recursos que visam suprir a necessidade descrita acima. Em primeiro lugar, uma parte relevante dos bancos de desenvolvimento mais importantes da atualidade fazem uso de fundos públicos/parafiscais (Além; Madeira, 2024; Luna-Martínez; Vicente, 2012). Em segundo lugar, alguns bancos, em particular o Chinese Development Bank (CDB), são financiados por meio de outros bancos (públicos) comerciais que adquirem títulos dessas instituições. Finalmente, alguns bancos de desenvolvimento, com destaque para o banco alemão KfW, fazem emissões de títulos com garantia explícita de seu respectivo tesouro nacional. Para além disso, alguns bancos contam com isenção fiscal total ou parcial, o que lhes confere uma flexibilidade maior em sua gestão financeira e reduz seu custo de crédito para os investimentos apoiados.

O BNDES e o FAT

O BNDES teve grande oscilação de suas fontes de financiamento desde sua criação, em 1952, até o início dos anos 1970. O Banco teve como fonte de recursos o adicional de imposto de renda, a arrecadação de fundos setoriais compulsórios, parcela do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), entre outras (Araujo, 2024). A partir de 1974, o Banco passa a receber, de forma permanente, uma parcela do PIS/Pasep, que respondeu por cerca de 50% do passivo do BNDES na segunda metade dos anos 1970, e

por boa parte da década de 1980.⁸ Nos anos 1990, após a Constituição Federal estabelecer a inclusão do repasse do FAT para o BNDES (o chamado “FAT Constitucional”), ele substituiu o PIS/Pasep e constituiu-se como a principal fonte de recursos do Banco. A receita do FAT, resultante da arrecadação das contribuições PIS/Pasep e da remuneração das suas aplicações (em particular no BNDES), garantiu um resultado superavitário ao fundo ao longo dos anos 1990 e primeira década de 2000 (Borça; Horta, 2023). Quando o FAT enfrentou períodos de déficit, o Tesouro Nacional cobriu o hiato de recursos, viabilizando um crescimento constante do patrimônio do fundo desde a sua criação.

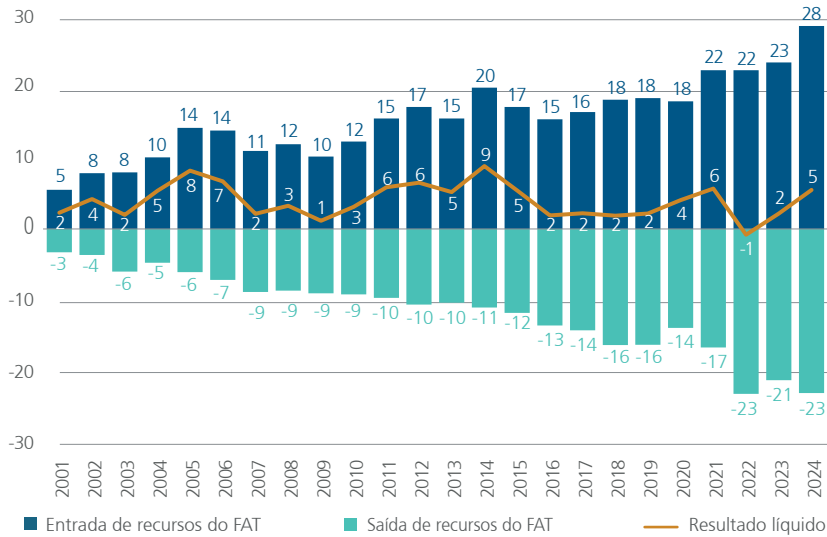
A despeito da saúde financeira do FAT, sua dinâmica de relação com o BNDES já na primeira década de 2000 revelou seus limites. Vale destacar como se dá essa relação: o BNDES recebe anualmente 28% das receitas do fundo. Em contrapartida, o Banco paga ao FAT a remuneração associada à TLP sobre a carteira de crédito ativa, limitada a um teto de 6%. Se, até o início dos anos 2000, a consolidação do FAT como *funding* do BNDES acarretou uma entrada líquida máxima no Banco de 0,38% do PIB, como visto em 2005, em 2009 essa entrada passou para 0,04% do PIB (Giambiagi; Borça Junior; Magalhães, 2024). Isso decorre do fato de que a carteira de crédito baseada em recursos do FAT havia crescido e gerava um fluxo de pagamento ao FAT praticamente equivalente às novas entradas provenientes da arrecadação das contribuições do PIS/Pasep. Vale notar que o BNDES devolve ao Tesouro apenas os juros dos recursos do FAT

⁸ Como pode ser visto nos relatórios de atividades do BNDE (1971, 1972, 1973, 1974, 1975, 1976, 1977, 1978, 1979, 1980, 1981, 1982, 1983) e do Sistema BNDES (1983, 1984, 1985, 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998).

aplicados no Banco, limitados a 6% ao ano. Com isso, apesar de a entrada líquida ter minguado, os recursos do FAT que “rodam” na carteira do Banco são expressivos e seu saldo no BNDES, em 2009, respondeu por 3,7% do PIB – cerca de 80% da carteira de crédito do BNDES no mesmo ano (4,8% do PIB). No entanto, se o objetivo é aumentar essa carteira para responder à estratégia do Governo Federal de aumentar a taxa de investimento da economia, sobretudo por meio de investimentos em infraestrutura e indústria, o FAT não é suficiente.

Por esse motivo, como vimos na seção anterior, quando o BNDES foi chamado a atuar de forma contracíclica na esteira da grande crise financeira internacional, o Banco precisou fazer uso de fontes alternativas para conseguir ampliar a sua carteira de crédito, uma vez que o FAT garantia apenas a manutenção do tamanho então existente do crédito do BNDES. Foi assim que os empréstimos do Tesouro Nacional substituíram, de 2009 a 2015, o FAT como principal fonte de recursos do BNDES, o que exploraremos com mais detalhes na próxima seção. Por ora, vale apontar que com a devolução antecipada desses empréstimos, o FAT voltou a ocupar, desde 2017, a liderança na composição do passivo do BNDES. Quando a atual administração do BNDES iniciou a execução do seu novo planejamento, as entradas líquidas do FAT no Banco respondiam por apenas 0,02% do PIB. Como o objetivo é retomar a expansão da carteira de crédito do BNDES, dobrando o atual patamar de desembolsos até atingir 2% do PIB em 2026, e tendo em conta a necessidade de recursos para financiar um novo ciclo de investimentos produtivos no país, o FAT não será suficiente para tal tarefa.

Gráfico 8 • Resultado líquido dos fluxos do FAT para o BNDES – entradas e saídas 2001-2024 (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Elaboração própria.

Vale acrescentar que, para além do esgotamento do FAT como fonte de crescimento do crédito do BNDES, a reforma da previdência de 2019 trouxe uma importante ameaça à saúde financeira do fundo em si. Com a inclusão na Constituição Federal da possibilidade de utilização do FAT para pagamento de despesas previdenciárias, o fundo passou a encarar uma potencial ameaça de vazamento de recursos de proporções que vão muito além do seu tamanho (vide o déficit da previdência). Dessa forma, nos últimos três anos, os saques do FAT para pagamento de despesas previdenciárias superaram saques passados associados à desvinculação de receitas da União (DRU).

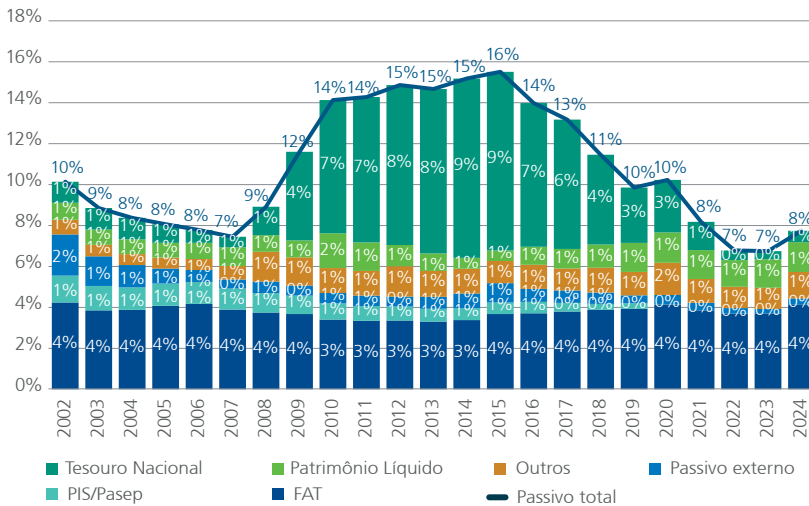
Tabela 1 • Evolução de fluxo de caixa do FAT

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita	63.089	60.102	64.931	68.569	73.669	77.355	83.652	83.006	75.855	91.418	106.420	111.298	130.496
PIS/Pasep	47.731	51.065	51.771	52.902	53.288	59.268	64.547	64.610	61.780	75.040	79.018	83.459	101.923
Receita financeira	14.457	8.289	12.695	14.044	19.231	17.580	18.468	18.050	13.866	15.994	27.100	27.136	26.395
Outras receitas	901	747	465	1.623	1.151	507	637	346	209	384	302	704	2.178
Despesa	55.542	63.968	69.259	65.740	72.247	71.337	72.224	74.142	77.009	66.502	90.281	95.525	110.229
Seguro-desemprego	27.683	32.003	36.043	38.148	37.947	38.135	36.289	37.389	40.079	36.229	42.112	47.714	53.366
Abono	12.373	14.698	15.896	10.170	17.978	16.250	17.338	17.523	19.259	10.158	24.009	25.047	28.134
Aporte BNDES	15.061	16.910	16.907	17.053	15.992	16.540	18.055	18.762	17.293	19.883	23.847	22.091	28.280
Outras despesas	426	357	413	370	329	412	542	468	378	231	313	673	450
Resultado sem DRU, Tesouro e Previdência	7.547	-3.866	-4.328	2.828	1.422	6.019	11.428	8.865	-1.154	24.917	16.139	15.773	20.268
Efeito DRU, Tesouro e Previdência	-4.252	-5.382	3.488	-3.184	-3.341	-3.793	-19.040	-15.986	4	-9.480	-15.304	-12.611	-16.628
Retirada DRU (-)	-9.546	-10.213	-10.354	-10.580	-15.850	-17.588	-19.185	-16.097	0	0	0	0	0
Retirada Previdência (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-9.812	-17.630	-20.109	-17.361
Aportes do Tesouro (+)	5.295	4.831	13.843	7.397	12.509	13.795	145	111	4	332	2.326	7.499	734
Resultado após DRU, Tesouro e Previdência	3.295	-9.248	-839	-355	-1.919	2.226	-7.612	-7.121	-1.150	15.436	835	3.163	3.640

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Ministério do Trabalho e Emprego (<https://portalfat.mte.gov.br/execucao-financeira-do-fat/boletim-de-informacoes-financeiras/>).

Dessa forma, apesar dos cenários de projeção financeira do FAT apontarem resultados positivos para o fundo, premissas pessimistas de saques para a previdência podem levar a resultados negativos (Borça; Horta, 2023).

Gráfico 9 • Evolução do passivo do BNDES 2002-2024



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

A nova relação entre o BNDES e o Tesouro Nacional

Quando, no fim da primeira década de 2000, o Governo Federal quis impulsionar o crédito do BNDES, dada a mencionada limitação do FAT, a solução encontrada foram os empréstimos do Tesouro Nacional. Desse modo, no período de 2008 a 2014, o BNDES foi um receptor líquido de novos recursos do Tesouro Nacional sob a forma de aportes de títulos públicos e com dívida indexada em TJLP, como se vê na Tabela 2.

Tabela 2 • Fluxo de recursos BNDES e Tesouro 2008-2024

Ano	Empréstimos do TN ao BNDES	Pagamento de juros + principal	Amortizações antecipadas	Fluxo de pgto da dívida do BNDES com a União	Fluxo de caixa da União
2008	22,5			0,0	-22,5
2009	105,0	4,1		4,1	-100,9
2010	107,1	10,4		10,4	-96,7
2011	50,2	14,6		14,6	-35,6
2012	55,0	13,3		13,3	-41,7
2013	41,0	14,7		14,7	-26,3
2014	60,0	6,2		6,2	-53,8
2015		8,9	15,8	24,7	24,7
2016		6,2	113,2	119,4	119,4
2017		2,6	50,0	52,6	52,6
2018		1,0	130,0	131,0	131,0
2019		23,0	100,0	123,0	123,0
2020		16,0	0,0	16,0	16,0
2021		12,8	63,0	75,8	75,8
2022		10,9	72,3	83,3	83,3
2023		4,8	1,8	6,6	6,6
2024		4,3	2,1	6,4	6,4
Total	440,8	153,8	548,2	702,0	261,2

Fonte: Elaboração própria.

Já era esperada a amortização por parte do BNDES para esses empréstimos do Tesouro, só que num prazo bastante longo: o Banco tinha, originalmente, 2060 como o ano final para o repagamento completo. Na primeira renegociação entre BNDES e Tesouro Nacional, finda em 2018, reduziu-se o prazo de amortização completa para 2040, correspondente à data final para repagamento completo das operações contratadas com esses recursos. Em 2021, nova renegociação entre BNDES e Tesouro Nacional estabeleceu o ano de 2023

como prazo final para amortização integral do empréstimo. Apenas para expressar o impacto dessa nova redução de prazo, o caixa livre disponível do BNDES em dezembro de 2022 era de R\$ 14 bilhões, enquanto o valor da última parcela do montante era de cerca de R\$ 23 bilhões. Dessa forma, uma das primeiras medidas de recuperação do *funding* e, mais especificamente, do caixa do BNDES, foi a repactuação das amortizações antecipadas com o Tesouro Nacional, transferindo a data final para 2030. Portanto, como se vê na Tabela 2, o valor correspondente a “amortizações antecipadas” diminuiu sensivelmente em 2023, gerando um alívio de caixa ao Banco para fazer frente às novas operações de crédito.

Adicionalmente às obrigações de repagamento da dívida ao Tesouro Nacional, o Novo Regime Fiscal Sustentável, apresentado pelo Governo Federal e aprovado pelo Congresso Nacional em agosto de 2023, trouxe uma mudança relevante ao BNDES: incluiu a capitalização de bancos públicos como despesa primária sujeita ao teto de gastos. Dada a limitação definida legalmente para crescimento das despesas, a atual conjuntura fiscal inviabiliza qualquer perspectiva de novos aportes do Tesouro ao Banco no presente e futuro próximo. Dessa forma, o BNDES deixou de receber recursos do Tesouro Nacional, e a relação se inverteu com o retorno do BNDES ao Tesouro, que incluiu não apenas as amortizações como também o pagamento expressivo de dividendos.

LCD e “FAT Flex”: a Lei 14.397/2024

O desafio colocado para o BNDES no início de 2023 poderia ser resumido da seguinte forma: o FAT não era suficiente para alcançar a meta almejada pela nova administração, de desembolsos da ordem de 2% do PIB, que recuperaria a média histórica de desembolsos

do BNDES. Aportes do Tesouro Nacional não seriam mais viáveis diante da conjuntura fiscal. Diante desse cenário, como já vimos, a nova administração do BNDES renegociou de imediato o pagamento do empréstimo ao Tesouro Nacional, permitindo um fôlego mínimo de caixa. Em seguida, em dezembro de 2023, o Governo Federal enviou ao Congresso Nacional um projeto de lei trazendo duas importantes alterações para o *funding* do BNDES, aprovadas pelo Congresso Nacional em julho de 2024, sob a Lei 14.397.

O primeiro conjunto de medidas trouxe uma alteração importante para a remuneração do FAT, facilitando a gestão de passivos e ativos do BNDES. Até então, o FAT era remunerado somente pela TLP para recursos do FAT no caixa do BNDES, com exceção da remuneração em *secured overnight financing rate* (SOFR) para financiamentos oferecidos via FAT Cambial e Selic. Como já explorado na segunda seção, a TLP apresentou uma série de características que encareceram o crédito do Banco. Além disso, muitas empresas, em particular as MPMEs, buscam historicamente, no BNDES, taxas de juros nominais fixas. Para atender a essa demanda, o BNDES, a partir de recursos do FAT e próprios, utilizou instrumentos derivativos de forma a oferecer para as áreas operacionais do Banco a opção de um custo financeiro fixo, a chamada taxa fixa do BNDES (TFB). Naturalmente, essa taxa carregava consigo um prêmio associado à operação de tesouraria do Banco. Alternativamente, em momentos de estresse financeiro (como no período da pandemia), as empresas tendem a preferir taxas de juros pós-fixadas, como a Selic. Nesse caso, o BNDES detinha apenas recursos próprios para oferecer a essa taxa.

A proposta aprovada pelo Congresso Nacional trouxe ao FAT taxas de juros adicionais, apelidadas de FAT Flex. Nessa situação, as firmas passaram a poder optar, ao contratar um financiamento com o BNDES,

por outras taxas da dívida pública do setor público que não apenas a TLP: o Banco passou a oferecer, com recursos do FAT e sem custo adicional, a taxa fixa da dívida pública (LTN) e a taxa pós-fixada (Selic). Essas taxas estão sendo oferecidas ao público no momento de elaboração do presente texto, portanto ainda há que se verificar o impacto efetivo da medida, mas a previsão é viabilizar uma redução de cerca de 0,5 a 0,7 p.p. na taxa de juros prefixada, e de cerca de 0,2 p.p. na taxa de juros pós-fixada. Adicionalmente, as empresas passarão a ter mais flexibilidade na escolha de custo financeiro dos seus financiamentos e não serão obrigadas a escolher taxas prefixadas em momentos de maior incerteza (Miterhof; Pereira, 2025). Vale notar que não há impacto fiscal algum na aplicação dessas taxas, uma vez que estão alinhadas com o custo da dívida do Tesouro Nacional.

Outra mudança significativa das taxas de juros do FAT ocorreu por meio de iniciativa do próprio Congresso Nacional. A partir de uma emenda adicionada à MP 1.147/2022, introduziu-se a possibilidade de a taxa taxa referencial (TR) ser aplicada para o financiamento à inovação e digitalização a partir de recursos do FAT destinados ao BNDES. Em fevereiro de 2025, a TR estava cerca de 0,9% a.a. Ou seja, trata-se de uma taxa extremamente competitiva visando o apoio a projetos vinculados à inovação ou transformação digital, segmentos que em outros países recebem muitas vezes *grants*, e não financiamentos reembolsáveis. De forma a impedir um efeito maior sobre as receitas financeiras do FAT, o Congresso Nacional limitou a aplicação da TR a, no máximo, 6,5% do saldo do FAT Constitucional. Esse valor corresponde, em 2025, a cerca de R\$ 6,4 bilhões.

A segunda mudança trazida pela Lei 14.397/2024 foi a criação da Letra de Crédito de Desenvolvimento (LCD). Basicamente, a LCD consiste numa letra de crédito incentivada, com isenção de imposto de renda

para investidor pessoa física (alíquota 0%) e pessoa jurídica (alíquota 15%) nos mesmos moldes das letras incentivadas já existentes, como a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e a Letra de Crédito Imobiliário (LCI). Conceitualmente, trata-se de uma isenção fiscal para viabilizar um custo de *funding* competitivo para o BNDES, nos moldes do que fazem outros bancos de desenvolvimento que contam com incentivos tributários e garantia do Tesouro Nacional nas suas emissões. O principal exemplo desses *modus operandi* é o KfW, que conta com imunidade tributária total e garantia explícita do Tesouro alemão nas suas emissões. Com isso, o banco alemão tem hoje um *funding* amplamente baseado em emissões a mercado (Volberding, 2020).

O BNDES realizou sua primeira emissão de LCD no fim de 2023, logo após a regulamentação do instrumento pelo Conselho Monetário Nacional. A captação foi de cerca de R\$ 9,8 bilhões, com custo abaixo dos depósitos interbancários (DI), e algumas emissões alcançaram o prazo de cinco anos. Vale observar que, diferentemente das demais letras de crédito, a LCD tem atualmente um teto máximo para emissão anual do BNDES de cerca de R\$ 10 bilhões, correspondente a 6,5% do patrimônio líquido do Banco, e seu saldo total não pode ultrapassar cerca de R\$ 40 bilhões, equivalente a 25% de seu patrimônio líquido (Brasil, 2024a). Apenas como comparação, a totalidade das letras de crédito e outros instrumentos de captação com incentivo fiscal montam a um saldo de cerca de R\$ 1 trilhão.

A retomada das captações internacionais

As captações internacionais constituem-se como fonte de recursos complementares desde a criação do Banco. O passivo externo do BNDES já correspondeu a 2% de seu passivo total, em 2002; já em

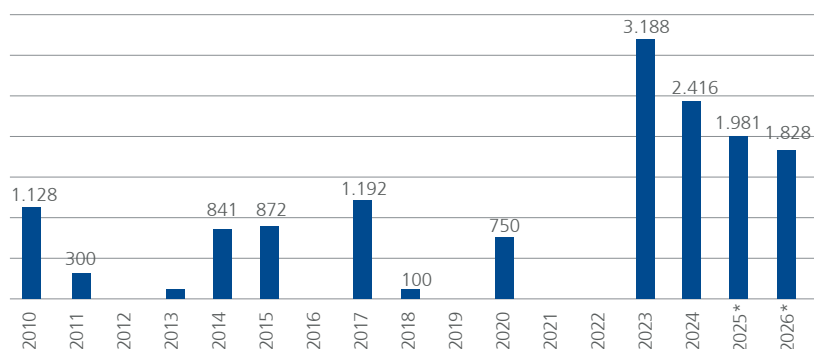
2023, situou-se em 0,2% do passivo total, respondendo à estratégia e à necessidade de cada ocasião. De 2018 a 2022, no contexto de encolhimento da instituição, as captações internacionais praticamente cessaram. Nesse período, o Banco extinguiu sua área internacional e fechou os escritórios e subsidiária no exterior.

A nova administração, diante da necessidade de recursos com custos competitivos para a retomada da carteira de crédito do Banco, retomou a agenda internacional de captações, resultando, inclusive, na recriação da área internacional do BNDES em 2024. Dada sua relevante visibilidade no exterior, onde o Banco é visto como um importante *hub* de análise e fomento a bons projetos de impacto no Brasil, a retomada das captações aconteceu rapidamente. Já em 2023, o BNDES contratou captações da ordem de US\$ 3,2 bilhões (Gráfico 10). As captações se dão em moeda estrangeira (dólar, euro e renminbi) e, quando convertidas em reais, normalmente se situam abaixo do custo em DI. Essas captações normalmente têm um prazo bastante alongado, chegando, em alguns casos, a mais de dez anos, e normalmente visam a aplicação em carteira de MPMEs, melhorias dos serviços públicos, ou em transição climática.

Um capítulo à parte na retomada das captações foi a retomada do Fundo Amazônia. A análise de novos projetos pelo fundo foi congelada de 2019 a 2022 devido a orientações do Governo Federal e da administração do BNDES à época. Os doadores também congelaram seus recursos no período. Com nova administração, o Fundo Amazônia também retomou rapidamente suas operações e captações, como veremos mais adiante. O fundo é composto de *grants* de outros países e, a partir disso, opera recursos não reembolsáveis no bioma amazônico. Em 2023 e 2024, foi internalizado pelo Fundo Amazônia pouco mais de R\$ 1 bilhão por meio de doações de diversos

países doadores, a saber, Alemanha, Dinamarca, Estados Unidos, Japão, Noruega, Reino Unido e Suíça.

Gráfico 10 • Contratação de captações com organismos 2010-2026 (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BNDES (<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads>).

Novas fontes para a atuação do BNDES: o Fundo Clima e o Fiis

Outro instrumento novo e importante é o Fundo Nacional sobre Mudança do Clima (Fundo Clima), criado em 2009.⁹ À época da sua criação, foi um fundo pioneiro e inovador no combate às mudanças climáticas, inserido num contexto mais amplo de uma política nacional para mitigação e adaptação aos efeitos das mudanças climáticas, a Política Nacional sobre Mudança do Clima (Brasil, 2009a; 2009b). O fundo foi colocado sob gestão financeira do BNDES, para operacionalizar programas de financiamento, e sua coordenação coube ao Ministério do Meio Ambiente e Mudança do Clima (MMA), sendo seu comitê gestor composto por representantes do

⁹ Para um estudo inicial sobre o fundo, ver BNDES (2024c).

Governo Federal e da sociedade civil. É nesse comitê que são definidas as prioridades para aplicação dos recursos do Fundo Clima. Além disso, o Conselho Monetário Nacional fica responsável pela definição das taxas de juros dos programas do fundo.

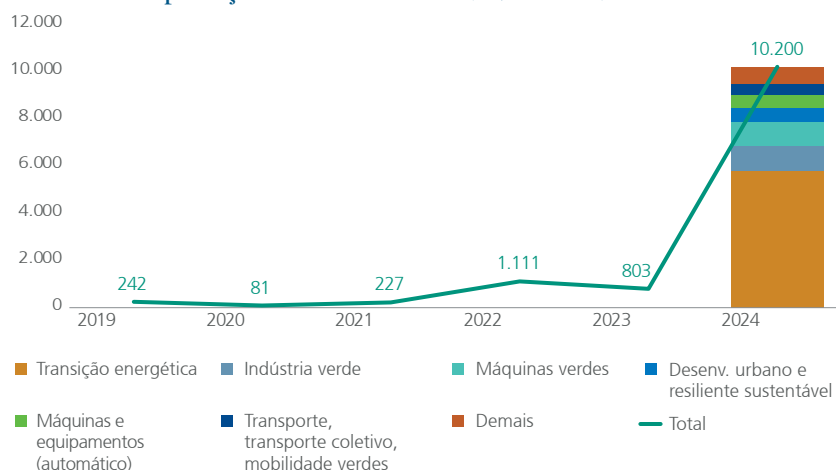
A fonte de recursos para o fundo também foi inovadora: definiu-se uma parcela dos recursos oriundos de participações especiais de petróleo, estabelecendo, assim, uma lógica da exploração de hidrocarbonetos financiando a transição climática. Os recursos para o fundo, contudo, foram limitados nos primeiros onze anos da sua operação (de 2011 a 2022): formou-se uma carteira de R\$ 2,3 bilhões de crédito do BNDES para operações visando mitigação e adaptação.

A inovação trazida pelo Novo BNDES, a partir de 2023, foi baseada numa abertura propiciada pelo arcabouço legal do fundo: a autorização para fontes alternativas de recursos. A partir disso, em desenho do Tesouro Nacional, foi realizado um aporte inédito de R\$ 10 bilhões no Fundo Clima, em 2024, para novos financiamentos. Esse aporte foi financiado por uma captação de títulos soberanos sustentáveis emitidos pelo Tesouro Nacional no exterior. Com esse novo potencial, o escopo do fundo foi atualizado: ganharam espaço os investimentos na eletrificação das frotas de ônibus para transporte público, hidrogênio verde, novos combustíveis sustentáveis e o desenvolvimento urbano resiliente. Foi desenhado, também, um programa específico para recuperação de florestas nativas, como parte do esforço concentrado da iniciativa “Arco da Restauração da Amazônia” do BNDES (BNDES detalha..., 2024). Com o incremento de tamanho do Fundo Clima, em adição à atualização do escopo, foram também revistas as taxas de juros dos programas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Como resultado, as taxas que

variavam de 0,1% a.a. a 3% a.a. passaram a um patamar de 6,5% a.a., com exceção dos apoios a energia solar (com taxa de 9,5% a.a.) e a florestas (com taxa de 1% a.a.).

O resultado dessa entrada de recursos foi rápido no BNDES: foram aprovados financiamentos de pouco mais de R\$ 10 bilhões pelo Banco em 2024, no âmbito do Fundo Clima. Foi um salto enorme em relação ao histórico do Banco, conforme se nota no Gráfico 11. O Projeto de Lei Orçamentária (PLOA) de 2025 prevê R\$ 10 bilhões adicionais ao Fundo Clima para o ano.

Gráfico 11 • Aprovações do Fundo Clima (R\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

Adicionalmente ao esforço de mitigação e adaptação a mudanças climáticas, o Congresso Nacional aprovou, ainda em 2024, a criação do Fundo de Investimento em Infraestrutura Social – Fiis (Agência Senado, 2024). Para além do déficit em infraestrutura logística, o país inteiro padece da ausência de infraestrutura social, como equipamentos de educação (escolas e creches), saúde (hospitais) e outros associados a uma urbanização sustentável (parques, urbanização

de comunidades/favelas etc.). Para suprir recursos com condições competitivas para induzir tais investimentos, o Fiis foi criado nos moldes do Fundo Clima, contando com uma governança similar de comitê gestor e CMN e gestão financeira do BNDES. No momento de elaboração do presente texto, o Fiis ainda carece de instituição do seu comitê gestor e de definição de taxas de juros, mas já conta com previsão de orçamento de R\$ 10 bilhões para financiamentos em 2025, conforme proposta orçamentária aprovada pelo Congresso Nacional.

Desempenho BNDES 2023-2024

O esforço do BNDES na retomada do investimento

A taxa de investimento brasileira situou-se, em 2024, num patamar equivalente à metade daquelas das economias “emergentes” e 6 p.p. abaixo da taxa média de investimento das economias subsaarianas, de acordo com o Fundo Monetário Internacional – FMI (BNDES, 2024d). O recuo dos investimentos é mais evidente a partir de 2013 e as maiores quedas se deram nos investimentos de construção civil e máquinas e equipamentos, os principais componentes da taxa de investimento brasileira (BNDES, 2024e). Tendo como ponto de partida o recuo histórico do BNDES no período 2016-2022, acompanhando a queda do investimento no país, o biênio 2023-2024 trouxe um enorme esforço de retomada do apoio do Banco à recuperação da taxa de investimento do país. Somente em infraestrutura, estima-se uma necessidade de investimentos adicionais anuais da ordem de 2% do PIB para eliminar gargalos logísticos no país até 2030 (BNDES, 2024f).

O papel principal de bancos de desenvolvimento é historicamente a mobilização de investimentos que promovam o desenvolvimento sob os mais diferentes aspectos possíveis (econômico, social, ambiental etc.). Tomando como exemplo os bancos de desenvolvimento criados no pós-guerra, coube a eles fomentar o esforço de (re)construção da infraestrutura, a promoção dos setores produtivos nacionais, reforçando cadeias produtivas locais e regionais, e o apoio às exportações de bens de alto valor agregado, entre outros aspectos (Diamond, 1957; Amsden, 2001). Mais recentemente, esses bancos continuam apoiando investimentos em infraestrutura, exportações e modernização da indústria, mas vêm, cada vez mais, apoiando investimentos-chave no esforço de adaptação e transformação da economia num cenário de emergência climática (Griffith-Jones; Ocampo, 2018). Vale notar que os dois principais componentes do investimento nacional, construção civil e máquinas e equipamentos, são influenciados por investimentos públicos e taxas de juros da economia (no caso da construção civil) e ritmo de atividade da economia (no caso de máquinas e equipamentos). O BNDES pode, contudo, viabilizar investimentos desses dois tipos, que dificilmente ocorreriam sem ele. No caso da infraestrutura, dado o perfil econômico-financeiro de alguns projetos, com prazos e carência alongados no financiamento, o BNDES pode viabilizar o fluxo de caixa desses projetos. No Brasil, o mercado de longo prazo acima de dez anos é praticamente inexistente, sendo portanto central a participação do BNDES, seja como financiador integral ou parceiro. Já no caso do setor de máquinas e equipamentos, a metodologia de credenciamento, por meio do Credenciamento de Fornecedores Informatizado – CFI Finame, garante que os investimentos do BNDES tenham uma participação relevante de itens nacionais,

evitando que as demandas por investimentos vazem sob a forma de importação de equipamentos.

O BNDES, atualmente, conecta-se a três principais políticas de promoção do investimento do Governo Federal e apoia seu planejamento, execução e acompanhamento, a saber:

- o **Novo PAC** (Brasil, c2025a), programa que busca coordenar os investimentos em infraestrutura de logística, social e ambiental do país. No caso do BNDES, foi previsto um orçamento de cerca de R\$ 360 bilhões (Bancos públicos..., 2023) para financiar projetos de concessão ou parcerias público-privadas (PPP) em logística e mobilidade urbana, investimentos de estados e municípios em infraestrutura logística e social, investimentos em infraestrutura ambiental, entre outros;
- a **Nova Indústria Brasil – NIB** (Brasil, 2025), que simboliza a retomada da política industrial no país. Organizada por meio de seis missões e metas setoriais associadas a elas, a NIB se desdobra no BNDES por meio do **Plano Mais Produção**, que visa o financiamento em quatro eixos transversais às missões: produtividade, exportação, inovação e verde (BNDES, c2025b); e
- o **Programa de Transformação Ecológica**, que, organizado em torno de três objetivos (emprego e produtividade, justiça social e sustentabilidade ambiental), é um plano que envelopa diversas iniciativas do Governo Federal. No seu eixo de finanças sustentáveis, o BNDES atua por meio dos financiamentos verdes, principalmente por meio do **Fundo Clima**.

Números gerais de desempenho no biênio 2023-2024

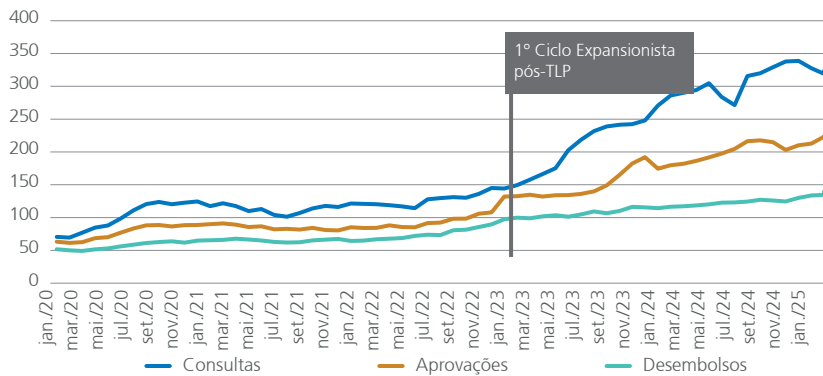
Antes de passarmos aos números, vale uma breve digressão sobre as estatísticas do BNDES. Há três principais classificações que nos interessam no presente texto. As consultas representam o protocolo de pedido de financiamento de empresas já habilitadas no Banco, ou seja, com cadastro já aprovado. Esse valor representa, portanto, a demanda de crédito ao BNDES (ainda sujeita à avaliação de crédito e mérito e ao próprio desejo do cliente em seguir adiante com o projeto). As aprovações são as operações protocoladas que já foram aprovadas pela instância responsável do BNDES. Vale dizer que, após a aprovação, a operação precisa ser contratada antes de chegarmos à última estatística. Os desembolsos respondem pelos valores efetivamente liberados pelo Banco a seus clientes, consistindo em recursos que passam, efetivamente, a circular na economia. É natural que desembolsos sigam, com defasagem, as aprovações, e estas sigam, em menor medida, as consultas ao BNDES. Vale dizer que consultas e aprovações do BNDES são muitas vezes utilizadas como medidas antecedentes do ritmo de atividade e investimentos da economia brasileira.

A retomada iniciada em 2023 pode ser caracterizada como o primeiro ciclo expansionista pós-TLP do BNDES.¹⁰ Em termos nominais, as consultas chegaram, no fim de 2024, a um patamar 127% acima de 2022. Isso indica um claro sinal de retomada do “balcão” de investimento do BNDES a partir de novos protocolos de financiamento. Aprovações e desembolsos ficaram, respectivamente, 61%

¹⁰ Expressão cunhada pelo atual Chefe do Departamento de Pesquisas Econômicas do BNDES, Gilberto Borça.

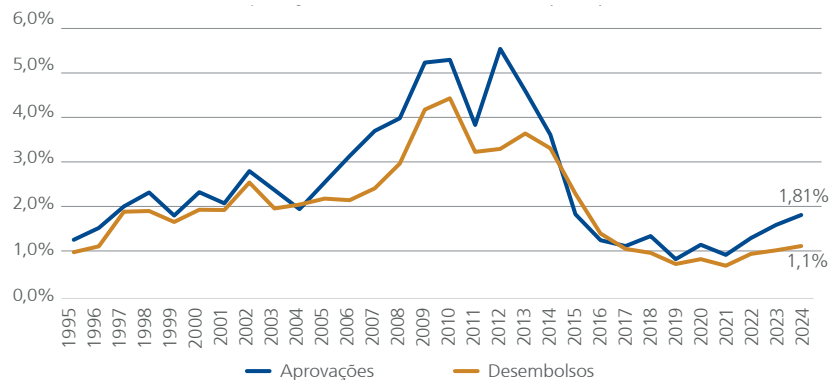
e 37% acima dos patamares de 2022. Em termos de percentual do PIB, as aprovações já estão próximas da meta aspiracional da atual administração, tendo alcançado 1,80% do PIB. Já os desembolsos atingiram, em 2024, 1,13% do PIB. Ou seja, as liberações do Banco, pelo que indicam os dados, irão crescer de forma mais relevante agora com uma carteira mais sólida em formação (assumindo que as aprovações seguirão avançando em 2025).

Gráfico 12 • Consultas, aprovações e desembolsos 2020-2025 (dados acumulados em 12 meses até jan./2025 em R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

Gráfico 13 • Aprovações e desembolsos do BNDES 1995-2024 (% PIB)

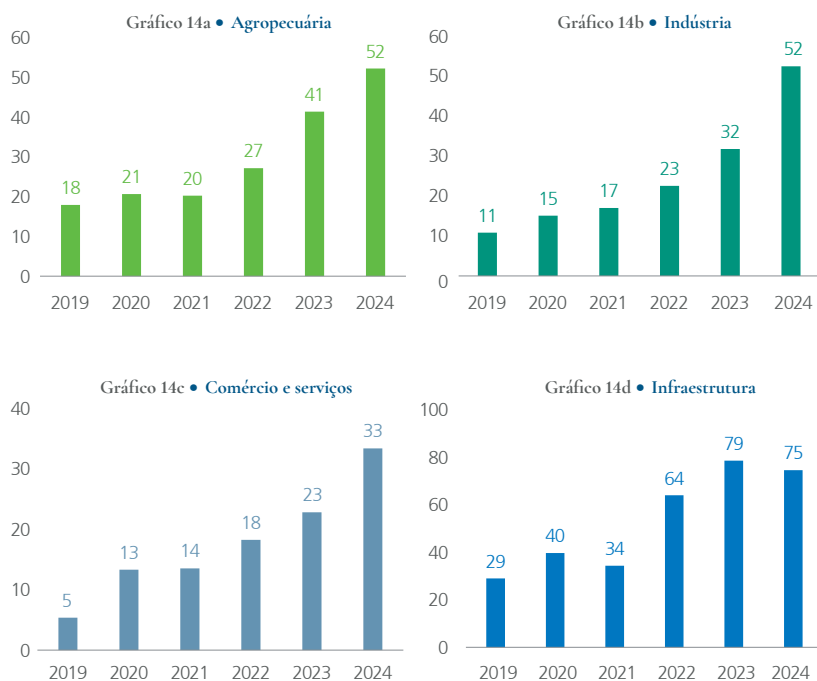


Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

O desempenho setorial

Para a descrição setorial, optaremos por utilizar o conceito de aprovações. A escolha se justifica pelo seu caráter de apontar a perspectiva dos próximos anos de desembolsos do BNDES. Nesse sentido, todos os setores tiveram crescimento nas suas aprovações, mas a indústria liderou essa expansão, retomando sua participação no desempenho geral do Banco. Com isso, a indústria recuperou, depois de vários anos, a segunda posição nas aprovações do BNDES, atrás apenas de infraestrutura.

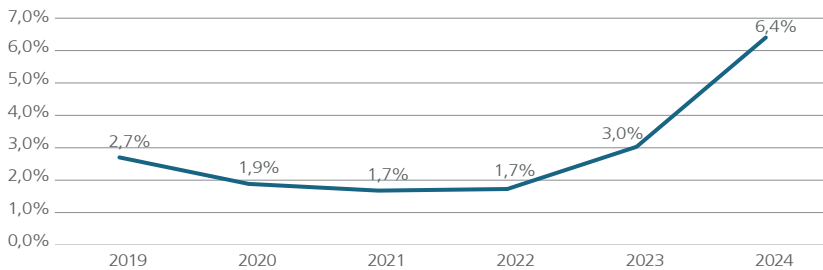
Gráfico 14 • Retomada do BNDES – visão setorial



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

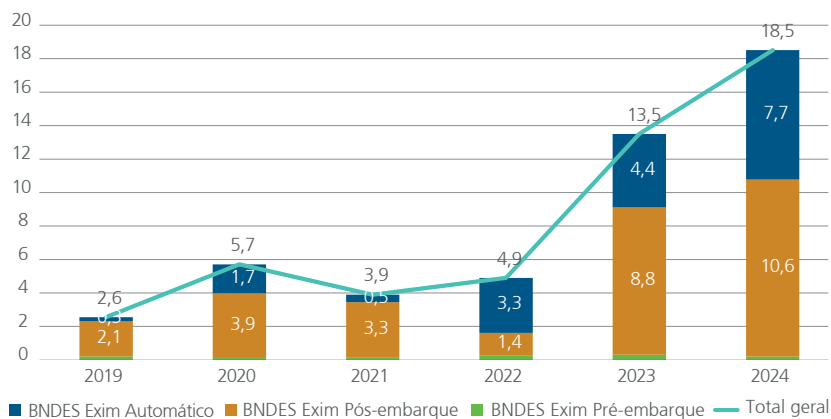
Dentro do apoio à indústria, dois segmentos merecem um destaque ainda maior. Em primeiro lugar, o apoio à inovação atingiu um patamar recorde, respondendo por 6,4% das aprovações do BNDES (R\$ 13,6 bilhões). Em segundo lugar, em 2024, as exportações também aumentaram quase cinco vezes em relação a 2022. As duas principais causas foram as exportações de aeronaves e o financiamento pré-embarque, que corresponde a um capital de giro para a produção de firmas que irão exportar.

Gráfico 15 • Aprovações do BNDES para inovação 2019-2024 (% das aprovações totais)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

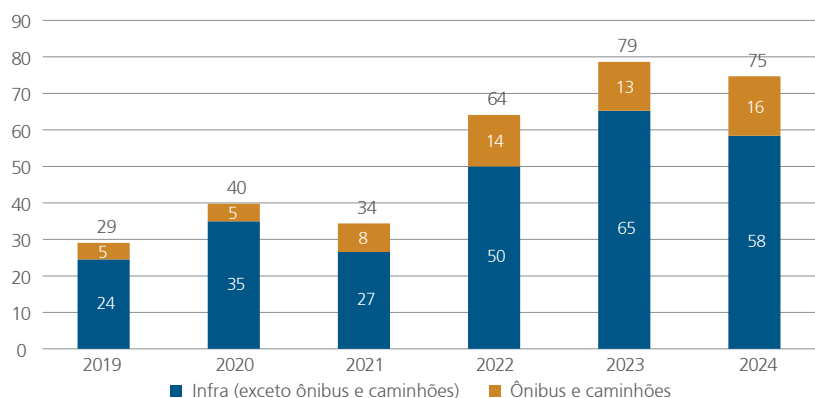
Gráfico 16 • Aprovação para exportação 2019-2024 (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

O setor de infraestrutura seguiu sendo líder no apoio do BNDES, confirmando o papel central do Banco nesse segmento, como já argumentado. Vale observar que, nos dados internos da instituição, o setor de infraestrutura incorpora o segmento de ônibus e caminhões, os quais, nas estatísticas das contas nacionais, aparecem como bens de capital no setor industrial. Mesmo excluindo esses itens do setor de infraestrutura, o apoio lidera as aprovações do Banco. Os subsetores com destaque em 2023 e 2024 foram: saneamento (que já contou com elevadas aprovações ainda em 2022, devido ao novo marco legal do setor) e mobilidade urbana e rodovias (somente em 2024, o BNDES aprovou R\$ 23 bilhões para rodovias).

Gráfico 17 • Aprovações do BNDES para o setor de infraestrutura 2019-2024 (R\$ bilhões)

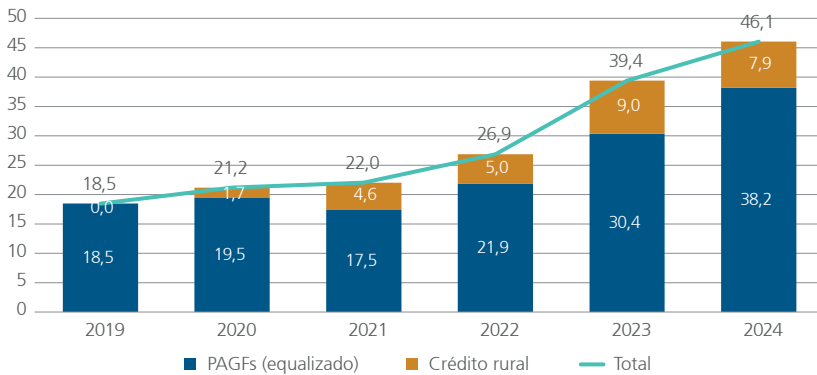


Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

Vale notar que o setor agropecuário continuou sendo um componente estratégico do BNDES nesse biênio. O Banco aumentou sensivelmente seu apoio, tanto por meio de recursos equalizados do Plano Safra como pela utilização de recursos próprios para atender a demanda de recursos para custeio e investimento do setor. A esse respeito, o BNDES opera, de 2023 em diante, com uma taxa de juros

vinculada ao dólar, o que propiciou uma queda significativa de juros para aqueles produtores cujas exportações representam um *hedge* natural nessas operações.

Gráfico 18 • Aprovações para o setor rural: Programas Agropecuários do Governo Federal – PAGF (equalizados) + crédito rural 2019-2024 (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

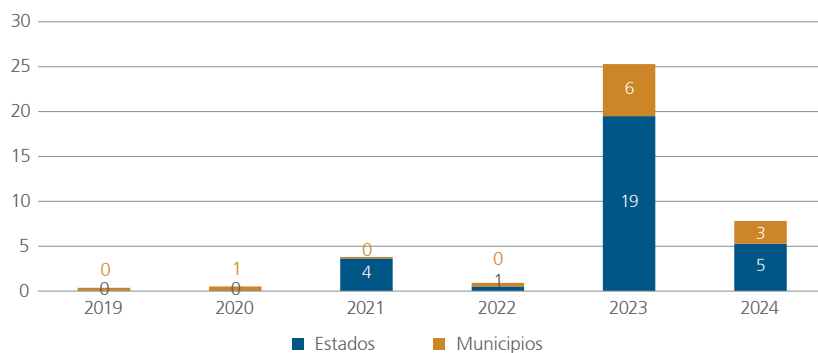
A retomada do apoio a estados e municípios

No Brasil, as instituições de fomento nacionais e regionais, em particular o BNDES, têm um papel central no apoio a investimentos públicos. Isso acontece, pois a Lei de Responsabilidade Fiscal permitiu aos entes subnacionais buscarem financiamento em bancos nas situações em que seus espaços fiscais lhes permitirem, conforme metodologia disciplinada pelo Conselho Monetário Nacional. Desse modo, o BNDES viabiliza a execução orçamentária de determinado investimento público de um ente subnacional com “parcelamento” do custo fiscal dessa execução em até trinta anos. Assim, o desembolso do investimento ocorre

de imediato, mas o seu impacto fiscal é diluído no prazo de repagamento do financiamento. Portanto, nesse caso, o BNDES viabiliza investimentos públicos que não ocorreriam sem essa possibilidade de alongamento de seu custo.

Após quatro anos de aprovações praticamente inexistentes, o BNDES aprovou R\$ 33,1 bilhões de financiamento para investimentos de estados e municípios no biênio 2023-2024. Foram, em sua maioria, financiamentos para grandes investimentos em mobilidade urbana, como aquisição de frota de ônibus elétricos e expansão de metrô/BRTs, rodovias e investimentos em adaptações de cidades às mudanças climáticas. Em particular, tem destaque no período o apoio do BNDES ao Pará, que sediará a Conferência das Nações Unidas sobre as Mudanças Climáticas de 2025 (COP30), em dezembro de 2025 (BNDES anuncia..., 2023).

Gráfico 19 • Aprovações para estados e municípios da administração direta 2019-2024 (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2025a).

Desempenho do Fundo Clima

Em 2024, o BNDES operou, pela primeira vez, o Fundo Clima numa escala bem ampliada. Foram aprovados R\$ 10,2 bilhões em menos de um ano de execução do fundo. O subprograma de destaque, em 2024, foi o de transição energética, com o apoio do Banco a usinas fotovoltaicas, geração de energia a partir de resíduos (biometano e biogás) e o ciclo de investimentos em biocombustíveis, incluindo o etanol de milho, que está em desenvolvimento no país. Também tiveram destaque operações mais significativas em indústria verde e logística verde, como o apoio ao desenvolvimento de veículos elétricos de pouso e decolagem verticais pela Eve/Embraer e à aquisição de ônibus elétricos para transporte urbano. Vale observar que os projetos aprovados em 2024 evitam emissões de 4 milhões de toneladas de CO₂ equivalente por ano. Segundo dados do Sistema Nacional de Registro de Emissões – Sirene (Brasil, c2025b), em termos anuais isso representa 4,3% do que precisa ser reduzido anualmente para atingir o estipulado pela contribuição nacionalmente determinada (NDC, na sigla em inglês) de 2025 com relação aos últimos dados disponíveis (2020).¹¹

Tabela 3 • Fundo clima – aprovações

Ano	Aprovações do Fundo Clima (R\$ milhões)
2019	242
2020	81
2021	227
2022	1.111
2023	803
2024	10.200

Fonte: Elaboração própria.

11 A meta para 2025 é de emissões de 1,32 GtCO₂eq (redução de 48,4% frente a 2005). A posição de 2020 é de emissões de 1,79 GtCO₂eq (na métrica GWP-AR5). Logo, para se atingir a meta, deve-se ter reduções anuais de pelo menos 94 MtCO₂eq a cada ano. A contribuição das operações do Fundo Clima em 2024 de 4 MtCO₂eq evitadas representa 4,3% do necessário para o alcance da meta anual.

Tabela 4 • Fundo Clima – destaques em 2024

Aprovações do Fundo Clima em 2024	R\$ milhões
Total	10.200
Transição energética	5.785
Indústria verde	1.087
Máquinas verdes	999
Desenv. urbano e resiliente sustentável	573
Máquinas e equipamentos (automático)	536
Transporte, transporte coletivo, mobilidade verdes	508
Demais	711

Fonte: Elaboração própria.

A inovação trazida pelo Fundo Social

Como se sabe, eventos climáticos extremos têm sido cada vez mais frequentes e precisam fazer parte de qualquer planejamento de futuro de uma nação. No caso brasileiro, secas, queimadas e enchentes têm ocorrido com intensidade e frequência elevadas. Em 2024, para além de queimadas e estiagem, o país sofreu um duro episódio de enchentes no estado do Rio Grande do Sul. Tal evento demandou uma atuação de pronta reposta do Governo Federal em várias frentes de apoio para socorro, resgate, apoio emergencial e reconstrução.

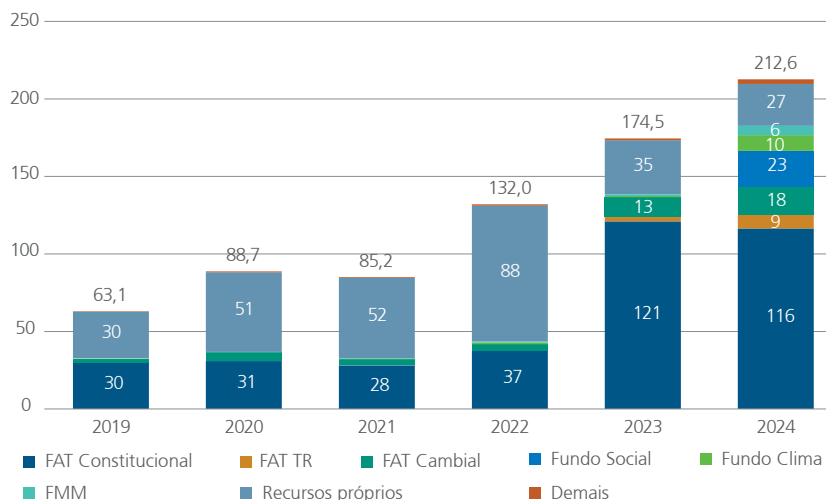
No BNDES, o apoio para o estado teve caráter emergencial e foi expressivo. Pode-se destacar três linhas de ações: de início, a suspensão imediata do pagamento de parcelas de financiamentos com o BNDES para clientes no estado, com prorrogação do prazo dos empréstimos na mesma extensão do período de suspensão, o que resultou num fôlego financeiro da ordem de R\$ 5,3 bilhões. Adicionalmente, um aporte adicional do Tesouro

Nacional de R\$ 550 milhões para novas garantias por meio do fundo garantidor FGI Peac Crédito Solidário. Com esses recursos, o Banco alavancou R\$ 4,3 bilhões em crédito garantido pelo Peac para clientes no Rio Grande do Sul afetados pelas enchentes. Finalmente, por meio de recursos advindos de parcela do excedente financeiro do Fundo Social, o BNDES operou linhas inovadoras de resposta a desastres. Nessa linha, com recursos do Fundo Social e disciplinada pelo Conselho Monetário Nacional (Brasil, 2024b), foram criadas três linhas de crédito para empresas e produtores rurais afetados pelas enchentes no Rio Grande do Sul: uma linha de capital de giro emergencial, uma linha para aquisição de máquinas e equipamentos e uma terceira linha para financiar investimentos associados à reconstrução. No total, foram aprovados créditos da ordem de R\$ 19,1 bilhões, um valor recorde no BNDES no esforço de responder a desastres de natureza climática.

Perfil de aprovações por fonte e custo de *funding*

Além da retomada do BNDES mostrada acima, a outra grande novidade do BNDES no biênio 2023-2024 foi a diversificação de suas fontes. As novas fontes criadas nesse período já passaram a responder por cerca de um quinto das aprovações do Banco – excetuando o FAT Constitucional e os recursos próprios.

Gráfico 20 • Aprovações por fonte de recursos 2019-2024 (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria.

O Gráfico 20 revela a conexão entre o que discutimos na terceira seção e o desempenho do BNDES. As novas fontes de recursos contribuíram para a retomada do Banco, adaptando-se às necessidades da atual conjuntura de retorno dos investimentos com foco na modernização e descarbonização da economia. Para mobilizar tais investimentos, o BNDES contou, em adição à TLP, com um *funding* competitivo para investimentos verdes e em inovação, para além da agricultura, que já conta historicamente com equalização de juros do Tesouro Nacional. Assim, em 2024, 38% das aprovações do BNDES ocorreram por meio de recursos incentivados. Dessa forma, as novas fontes de recursos começaram a cumprir o seu duplo papel nesse esforço de retomada do Banco: reforço do passivo do BNDES para fazer frente às necessidades de investimento e provimento de *funding* competitivo para viabilizar investimentos transformadores.

Tabela 5 • Aprovações em 2024 – Recursos incentivados vs. recursos de mercado

	Aprovações	% de aprovações
Incentivados	81.746	38,4
Plano Safra	38.194	18
Mais inovação	9.043	4,3
Fundo Social Emergencial RS	22.806	10,7
Fundo Clima	10.200	4,8
Outros	1.504	0,7
Mercado	129.480	60,9
Não reembolsável	1.410	0,7
Total	212.636	100

Fonte: Elaboração própria.

Considerações finais: os artigos dessa edição

O biênio 2023-2024 foi um período de retomada e desenho do novo BNDES. A orientação estratégica do Banco foi de ampliar gradualmente o financiamento ao investimento produtivo no país. O BNDES teve um importante aumento nas suas aprovações, que se refletiu num aumento moderado dos desembolsos. A mudança mais relevante e portadora de futuro foi a diversificação das fontes de recursos do Banco. As novas fontes já foram realidade em 2024 e podem auxiliar na retomada da atuação do BNDES sobre novas bases.

Esta seção especial da *Revista do BNDES* contará com mais três artigos, além deste. O primeiro trata dos resultados recentes e das perspectivas do Fundo de Amparo ao Trabalhador, que foi durante anos o sustentáculo do *funding* do Banco. O segundo faz uma leitura sobre a

relação entre fundos públicos e privados e sua importância, cada vez mais destacada, no financiamento ao desenvolvimento econômico, social e ambiental. O último artigo traz uma análise sobre a criação e o impacto do Fundo Clima como um dos instrumentos mais inovadores e de maior escala para o financiamento climático.

Referências

AGÊNCIA SENADO. Lei cria o Fundo de Investimento em Infraestrutura Social (FIIS). *Senado Notícias*, Brasília, DF, 5 ago. 2024. Disponível em: [https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2024/08/05/lei-cria-o-fundo-de-investimento-em-infraestrutura-social-fiis#:~:text=Foi%20sancionada%20na%20%C3%BAltima%20sexta,em%20Infraestrutura%20Social%20\(FIIS\)](https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2024/08/05/lei-cria-o-fundo-de-investimento-em-infraestrutura-social-fiis#:~:text=Foi%20sancionada%20na%20%C3%BAltima%20sexta,em%20Infraestrutura%20Social%20(FIIS)). Acesso em: 27 mar. 2025.

ALÉM, A. C. D.; MADEIRA, R. F. As instituições financeiras de desenvolvimento e o financiamento de longo prazo: revisitando o debate. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 59, p. 191-239, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/25026?&locale=pt_BR. Acesso em: 27 mar. 2025.

AMSDEN, A. *The rise of “the rest”: challenges to the west from late-industrializing economies*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

ARAUJO, V. L. O BNDES sete décadas depois: uma história. In: BASTOS, C. P. (coord.). *Seminários sobre desenvolvimento e financiamento*. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, 2024. p. 55-98. Disponível em: <https://drive.google.com/file/d/1FX6e96V9OjswIWp7lMB1lySvTxIVnZ9M/view>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BANCOS PÚBLICOS podem financiar R\$ 440 bi em investimentos do novo PAC, diz presidente do BNDES. BNDES, Rio de Janeiro, 11 ago. 2023. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bancos-publicos-podem-financiar-r2-440-bilhoes-em-invesimentos-do-novo-pac>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BARBOZA, R. M. *et al.* *O BNDES e as micro, pequenas e médias empresas*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2019. (Textos para Discussão, n. 146). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/18702/3/TD_146_WEB.pdf. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1970*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1971. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2661/1/RA_1970_final_P.pdf. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1971*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1972. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2662>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1972*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1973. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2663>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1973*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1974. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3011>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1974*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1975. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3010>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1975*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1976. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3009>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1976*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1977. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3008>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1977*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1978. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2694>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1978*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1979. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2695>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1979*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1980. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2696>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1980*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1981. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2697>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das Atividades BNDE 1981*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1982. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3007>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório das Atividades 1982*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, 1983. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3761>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1983*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1984. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3841>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1984*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1985. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3843>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1985*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1986. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3833>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1986*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1987. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3834>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1987*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1988. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3835>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1988*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1989. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3836>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1989*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1990. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3837>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1990*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1991. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3838>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1991*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1992. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3839>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1992*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1993. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3840>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1993*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1994. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3861>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1994*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1995. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3862>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1995*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1996. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3863>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1996*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1997. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3864>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de atividades 1997*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1998. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3865>. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1994. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/863>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Um novo BNDES para os novos tempos: relatório sobre a estratégia do BNDES*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2024a. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25365/1/PRLiv_216220_Um%20novo%20BNDES%20para%20os%20novos%20tempos.pdf. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Avaliações de impacto sobre o BNDES. *BNDES*, Rio de Janeiro, 12 dez. 2024b. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/resultados-para-a-sociedade/efetividade/avaliacoes-efetividade/avaliacoes-impacto-bndes>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *O Novo Fundo Clima e o meio ambiente na nova política de desenvolvimento: funding mais estável e novos eixos de atuação*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2024c. (Estudos especiais do BNDES, n. 14). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/24145/1/PRFol_216046_Novo%20Fundo%20Clima%20e%20o%20meio%20ambiente.pdf. Acesso em: 27 mar. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Taxa de investimento: como o Brasil está comparado a outros países?* Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2024d. (Estudos especiais do BNDES, n. 22). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/24747/1/PRFol_216151_Taxa%20de%20investimento.pdf. Acesso em: 27 mar. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Investimento em capital fixo no Brasil: um retrato de longo prazo*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2024e. (Estudos especiais do BNDES, n. 23). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/24765/1/PrFol_216155_Investimento%20em%20capital%20fixo%20no%20Brasil.pdf. Acesso em: 12 mai. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *O BNDES e o desafio de elevar o estoque de capital da economia*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2024f. (Estudos especiais do BNDES; n. 26). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/24985/1/PRFol_216188_BNDES%20e%20o%20desafio%20de%20elevar%20o%20estoque%20de%20capital.pdf. Acesso em: 27 mar. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. BNDES Data. *BNDES*, Rio de Janeiro, 2025a. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/bndes-data>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Painel do Plano Mais Produção. *BNDES*, Rio de Janeiro, 2025b. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/painel-plano-mais-producao>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BNDES ANUNCIA apoio de R\$ 3,2 bi ao Governo do Pará em investimentos prévios à COP 30. *Agência BNDES de Notícias*, 3 out. 2023. Disponível em: [https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/detalhe/noticia/BNDES-anuncia-apoio-de-R\\$-32-bi-ao-Governo-do-Para-em-investimentos-previos-a-COP-30/#:-:text=Os%20recursos%20do%20BNDES%20para,o%20pa%C3%ADs%2C%20juntamente%20com%20parceiros](https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/detalhe/noticia/BNDES-anuncia-apoio-de-R$-32-bi-ao-Governo-do-Para-em-investimentos-previos-a-COP-30/#:-:text=Os%20recursos%20do%20BNDES%20para,o%20pa%C3%ADs%2C%20juntamente%20com%20parceiros). Acesso em: 27 mar. 2025.

BNDES DETALHA Arco da Restauração da Amazônia em seminário prévio ao G20. *Agência BNDES de Notícias*, Rio de Janeiro, 27 jul. 2024. Disponível em: <https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/detalhe/noticia/BNDES-detalha-Arco-da-Restauracao-da-Amazonia-em-seminario-previo-ao-G20/>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BORÇA JUNIOR, G. R.; HORTA, G. T. L. *Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): resultados recentes e perspectivas*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2023. (Textos para Discussão, n. 158). Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/24105>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BRASIL. Lei nº 12.114, de 9 de dezembro de 2009. Cria o Fundo Nacional sobre Mudança do Clima, altera os arts. 6º e 50 da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 10 dez. 2009a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l12114.htm. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. Lei nº 12.187, de 29 de dezembro de 2009. Institui a Política Nacional sobre Mudança do Clima - PNMC e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 29 dez. 2009b. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l12187.htm. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN 5.169, de 22 de agosto de 2024. Dispõe sobre as condições de emissão de Letra de Crédito do Desenvolvimento – LCD. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 26 ago. 2024a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5169>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 5.140, de 5 de junho de 2024. Estabelece as condições, os encargos financeiros, os prazos e as demais normas regulamentadoras das linhas de financiamento de que trata o art. 47-A da Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 7 jun. 2024b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5140>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BRASIL. MDIC – Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços. *Plano de ação para a neointustrialização 2024-2026*. Brasília, DF: MDIC, 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/mdic/pt-br/composicao/se/cndi/plano-de-acao/nova-industria-brasil-plano-de-acao-2024-2026-1.pdf>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. Casa Civil. Conheça o Novo PAC. *Casa Civil*, Brasília, DF, c2025a. Disponível em: <https://www.gov.br/casacivil/pt-br/novopac/conheca-o-programa/conheca-o-programa>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. MCTI – Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação. SIRENE. *MCTI*, c2025b. Disponível em: <https://www.gov.br/mcti/pt-br/acompanhe-o-mcti/sirene>. Acesso em: 26 mar. 2025.

DIAMOND, W. *Development banks*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1957.

GIAMBIAGI, F.; BORÇA JUNIOR, G.; MAGALHÃES, L. *Três décadas – O BNDES depois da estabilização: 1994-2023*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2024. (Textos para Discussão; n. 163). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25788/1/PRLiv_216284_TD%20163_Tr%c3%aas%20d%c3%a9cadas_o%20BNDES%20depois%20da%20estabiliza%c3%a7%c3%a3o_.pdf. Acesso em: 06 mai. 2025.

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. *The future of national development banks (initiative for policy dialogue)*. Oxford: Oxford University Press, 2018.

GRIFFITH-JONES, S.; SPRATT, S.; ANDRADE, R.; GRIFFITH-JONES, E. *Investment in renewable energy, fossil fuel prices and policy implications for Latin America and the Caribbean*. Santiago: United Nations, 2017. Disponível em: https://www.stephanygj.net/papers/Investment_in_renewable_energy_fossil_fuel_prices_and_policy_implications_for_Latin_America_and_the_Caribbean2017.pdf. Acesso em: 27 mar. 2025.

HORTA, G. T.; GIAMBIAGI, F.; LEITE, J.; NUNES, A.; PROVENÇANO, F. A *renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional: antecedentes, motivação e desdobramentos*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2018. (Textos para Discussão, n. 131). Disponível em: <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15720>. Acesso em: 27 mar. 2025.

LUNA-MARTÍNEZ, J.; VICENTE, C. L. *Global survey of development banks*. Washington, DC: World Bank, 2012. (Policy Research Working Paper Series, n. 5.969). Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/71033715-2939-5f0d-b874-0c63c5fe7a3e/content>. Acesso em: 27 mar. 2025.

MITERHOF, M.; PEREIRA, T. R. Correções na TLP. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, p. 40-43, jan. 2025. Disponível em: https://ibre.fgv.br/sites/ibre.fgv.br/files/arquivos/u65/01ce2025_artigo_marcelo_miterhof_e_thiago_rabelo_pereira.pdf. Acesso em: 27 mar. 2025.

PUGA, F.; GABRIELLI, H. *O BNDES e o investimento: 2000 a 2016*. Rio de Janeiro: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social, 2018. (Textos para Discussão, n. 122). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14580/1/TD_122-BNDES_Investimento-Baixa%20textos%20para%20discussao%20v122_P-BD.pdf. Acesso em: 6 mai. 2025.

VOLBERDING, P. *Leveraging financial markets for development: how KfW revolutionized development finance*. London: Palgrave MacMillan, 2020.