

textos para discussão

131 | Outubro de 2018

A renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional: antecedentes, motivação e desdobramentos

Guilherme Tinoco

Fabio Giambiagi

Julio Leite

Arthur Nunes

Felipe Provençano

Presidente do BNDES

Dyogo Henrique de Oliveira

Diretoria de Transformação Estratégica e Digital

Ricardo Luiz de Souza Ramos

Área de Planejamento Estratégico

Mauricio dos Santos Neves

Diretoria de Finanças

Carlos Thadeu de Freitas Gomes

Área Financeira

Selmo Aronovich

textos para discussão

131 | Outubro de 2018

**A renegociação da dívida
do BNDES com o Tesouro
Nacional: antecedentes,
motivação e desdobramentos**

**Guilherme Tinoco
Fabio Giambiagi
Julio Leite
Arthur Nunes
Felipe Provençano**

Resumo

A relação do crédito entre o BNDES e o Tesouro Nacional teve duas fases distintas. A primeira, entre 2008 e meados desta década, consistiu na fase de aportes ao Banco, por meio de empréstimos e capitalizações que somaram cerca de R\$ 416 bilhões em valores correntes e fizeram com que a instituição pudesse ampliar bastante seu volume de desembolsos. A segunda fase, mais recente, foi marcada pelo início da devolução dos recursos ao Tesouro Nacional, influenciada tanto pela necessidade de realização de um ajuste fiscal por parte do Governo Federal, quanto pela queda na demanda por desembolsos do Banco. Até 2018, já foram devolvidos cerca de R\$ 309 bilhões em valores correntes, fazendo com que o estoque de crédito total feche este ano próximo a R\$ 270 bilhões. Recentemente, a relação entre as duas instituições ganhou novo capítulo: uma nova renegociação de dívida realizada em 2018, cujo principal destaque foi a antecipação da quitação final dos empréstimos de 2060 para 2040. O objetivo deste texto é apresentar o histórico da relação entre BNDES e Tesouro Nacional, trazendo também os principais elementos e perspectivas do acordo de renegociação da dívida realizado entre eles em 2018.

Palavras-chave: Empréstimos do Tesouro. BNDES. Renegociação de dívida.

Abstract

The relationship of the credit between BNDES and the National Treasury had two distinct phases. The first one between 2008 and the middle of this decade, consisted of loans from the National Treasury to the Bank in the amount of R\$ 416 billion in current values, enabling the institution to expand its volume of disbursements. The second more recent phase was marked by the beginning of the return of resources to the National Treasury, influenced both by the need for a fiscal adjustment on the part of the Federal Government and by the decrease in the demand for the Bank's disbursements. Up to 2018, almost R\$ 309 billion was returned in current values, causing the stock of total credit to be around R\$ 270 billion in the end of this year. Recently, the relationship of the credit between the two institutions gained a new chapter: a new debt renegotiation held in 2018, which the main highlight was the anticipation of the final discharge of the loans from 2060 to 2040. The aim of this text is to present the history of the relationship between BNDES and the National Treasury, bringing also the main elements and the perspectives of the agreement of the debt renegotiation held in 2018.

Keywords: National Treasury loans. BNDES. Debt renegotiation.

Sumário

1. Introdução	9
2. Antecedentes: a fase de endividamento	10
3. Desdobramentos recentes: a fase dos pré-pagamentos	15
4. Os problemas do <i>status quo</i> de 2018	17
5. A renegociação dos passivos em 2018	18
6. Considerações finais	21
Referências	22
Apêndices	23

Guilherme Tinoco é economista e atua no Departamento de Pesquisa Econômica do BNDES; Fabio Giambiagi é economista e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do BNDES; Julio Leite é engenheiro e chefe do Departamento de Política Financeira do BNDES; Arthur Nunes é economista e gerente no Departamento de Política Financeira do BNDES; e Felipe Provençano é engenheiro e gerente no Departamento de Política Financeira do BNDES. Os autores agradecem os comentários de Maurício Neves, Selmo Aronovich e Max Ferraz a uma versão preliminar do artigo, isentando-os, naturalmente, por erros porventura remanescentes na versão final do texto.

1. Introdução

A partir do fim da década de 2000, observou-se a ampliação do papel do BNDES como ator da política econômica do Governo Federal. Inicialmente com o objetivo de atenuar os efeitos da crise internacional, o Tesouro Nacional (TN) iniciou um processo de concessão de empréstimos maciços ao banco estatal, com o objetivo de aliviar as restrições de crédito das empresas então observadas e operar como fator contracíclico naquele contexto específico.

Em que pese a superação gradativa da crise de 2008, que motivou os primeiros empréstimos, o *modus operandi* se manteve nos anos seguintes. De fato, entre 2008 e 2014, a soma dos empréstimos do TN ao BNDES alcançou cerca de R\$ 416 bilhões em valores correntes,¹ processo esse associado a uma forte elevação dos desembolsos do Banco. Em valores correntes, os desembolsos passaram de R\$ 64,9 bilhões em 2007 para um montante recorde de R\$ 190,4 bilhões em 2013.

A partir de 2014, houve acentuada desaceleração da economia, culminando na grave recessão de 2015 e 2016. Nesse momento, a fragilidade das contas públicas ficou mais evidente, exigindo um ajuste fiscal por parte do Governo Federal. A dívida bruta, que já havia crescido cerca de 5,0 pontos percentuais (p.p.) do produto interno bruto (PIB) em 2014 (fechando o ano em 56,3% do PIB), mostrava preocupante tendência de alta para os anos seguintes.

Nesse contexto, o Governo Federal adotou várias medidas de ajuste a partir de 2015, algumas delas envolvendo o BNDES. Elas incluíram, por exemplo, a elevação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) de 5,0% até 7,5% e a interrupção de novos empréstimos ao Banco. Na sequência, o teto para operações do Programa BNDES de Sustentação do Investimento (BNDES PSI) foi reduzido e se passou a discutir o pré-pagamento da dívida com o TN, que iniciou no fim de 2015.

O movimento de pré-pagamento foi facilitado pela redução dos desembolsos do Banco. Reflexo da crise econômica, a queda na demanda pelos recursos do BNDES fez com que os desembolsos tivessem forte recuo, deixando elevado volume de recursos disponíveis no caixa da instituição em uma primeira etapa do processo.

Desde então, já houve a devolução de cerca de R\$ 309 bilhões em valores correntes, incluindo os R\$ 130 bilhões pagos em 2018, fazendo com que o estoque de crédito do TN ao BNDES, que havia atingido valores acima de R\$ 462 bilhões em 2015, caminhe para fechar o ano próximo a R\$ 270 bilhões, desconsiderados os instrumentos elegíveis a capital principal.

¹ Esse montante não contempla a captação realizada com o objetivo específico de viabilizar a participação do BNDES e da BNDESPAR na capitalização da Petrobras ocorrida em 2010, que, se considerada fosse, elevaria o total de empréstimos a aproximadamente R\$ 441 bilhões.

Após essa fase de pré-pagamentos, o *status quo* da dívida do BNDES com o TN indicava um caminho mais suave até 2060. Contudo, nova renegociação ocorreu em 2018. A criação da Taxa de Longo Prazo (TLP) trouxe a necessidade de repactuar os passivos remanescentes entre BNDES e União, e a lei que a criou trouxe a autorização para repactuar, além do custo financeiro, os prazos dos contratos. Nessa direção, a resultante foi um novo acordo realizado entre as partes, antecipando o prazo final da dívida em vinte anos.

Em agosto de 2018, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) publicou seu relatório mensal sobre a execução fiscal de julho.² Nele, constava um box sobre a antecipação dos pagamentos, no qual se dizia que

está em fase final a renegociação do prazo de devolução do saldo remanescente dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES, cujo saldo devedor hoje é de R\$ 258,7 bilhões, ou 86% do total da dívida do BNDES junto ao Tesouro Nacional. O objetivo desta repactuação é aproximar o fluxo de pagamentos. A amortização dos contratos, que antes se iniciaria apenas em 2040, começará já em 2019. Com isso, o prazo médio da dívida será reduzido de 26,7 para 11,4 anos, além de reduzir a carência dos pagamentos para zero. O vencimento dos contratos, que anteriormente se daria só em 2060, agora, ocorrerá em 2040 (RESULTADO..., 2018)

No fim, constava um gráfico comparando os fluxos futuros de pagamento do BNDES ao TN, com e sem a repactuação.

À luz disso, o presente texto busca apresentar o histórico da evolução do crédito do TN com o BNDES e a expectativa com relação aos próximos anos, tendo em vista a nova renegociação estabelecida. Está organizado da seguinte forma: na segunda seção, descreve-se o contexto da fase de endividamento; na terceira, explica-se a fase dos pré-pagamentos; na quarta seção, são discutidos os antecedentes da nova renegociação; na quinta, são apresentados os novos termos dos contratos renegociados e, por último, são feitas as considerações finais.

2. Antecedentes: a fase de endividamento

Até o ano de 2007, a principal fonte de *funding* do BNDES consistia em recursos do Fundo de Amparo ao trabalhador (FAT).³ De 2001 a 2007, a participação média

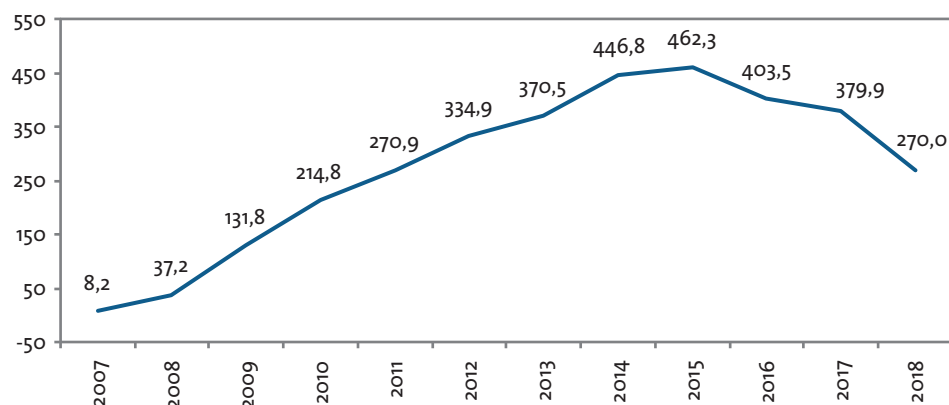
² *Resultado do Tesouro Nacional*, v. 24, n. 7, jul. 2018.

³ O fluxo de recursos do FAT repassado anualmente ao BNDES (correspondente ao FAT Constitucional, sem levar em conta os depósitos especiais) corresponde a 40% da arrecadação do fundo, que, por sua vez, se relaciona com a arrecadação do PIS-Pasep. Com a Desvinculação de Receitas da União (DRU) em vigor, retiram-se atualmente 30% da arrecadação do PIS-Pasep, o que significa que a parcela destinada ao BNDES corresponde a 28% da arrecadação total do PIS-Pasep. Os depósitos especiais são aplicações adicionais, não compulsórias, que resultam do excesso de arrecadação do Fundo em relação a suas obrigações.

do fundo no passivo do Banco foi de 52,6%, ou seja, mais da metade do total. Quando somada com recursos do Fundo PIS-Pasep, a participação média foi da ordem de quase 70%.

A partir de 2008, o Governo Federal, por meio do TN, iniciou um processo de aporte de recursos no BNDES para empréstimos e repasses, que durou até 2014. Em termos nominais, os aportes somaram R\$ 416 bilhões, sendo mais expressivos em 2009 e 2010, cujos valores alcançaram, respectivamente, R\$ 105 bilhões e R\$ 82 bilhões.⁴ O estoque de dívida do BNDES com a União chegou a atingir mais de R\$ 462 bilhões, no fim de 2015, como mostra o Gráfico 1.⁵

Gráfico 1. Dívida do BNDES com o TN – 2007 a 2018 (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Elaboração própria.

Nota: Valores de dezembro. O gráfico não considera os instrumentos elegíveis a capital principal e o saldo da captação com o TN utilizado como *funding* da capitalização da Petrobras. Para 2018, trata-se de projeção.

A partir de 2009, os desembolsos com recursos do TN passaram a ser apresentados por meio do *Relatório Gerencial Trimestral dos Recursos do Tesouro Nacional*, encaminhado ao Congresso Nacional e disponível, desde então, no *site* do BNDES.

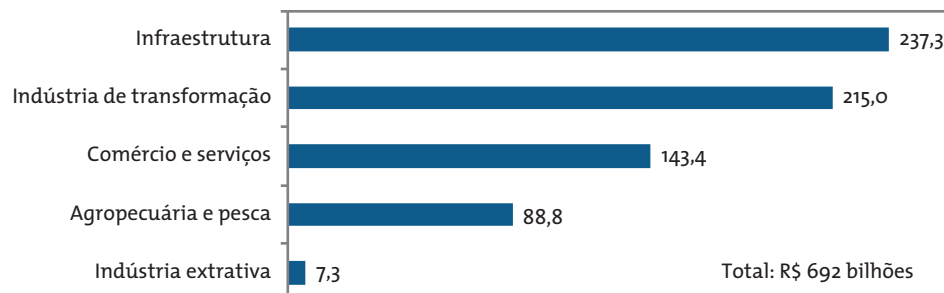
Desconsiderados os repasses do TN dos anos anteriores a 2009, bem como os repasses para capitalização da Petrobras e de instrumentos elegíveis a capital principal, o BNDES desembolsou de forma acumulada, em valores nominais, mais de R\$ 692 bilhões.⁶

⁴ Os valores são: R\$ 22,5 bilhões (2008), R\$ 105,0 bilhões (2009), R\$ 82,4 bilhões (2010), R\$ 50,2 bilhões (2011), R\$ 55,0 bilhões (2012), R\$ 41,0 bilhões (2013) e R\$ 60,0 bilhões (2014).

⁵ Vale registrar que o estoque de dívida se tornou maior do que a soma dos aportes em razão da indexação do valor da dívida.

⁶ De acordo com os documentos oficiais, os valores desembolsados, acumulados até junho de 2018, referentes à alocação de recursos pelo Tesouro Nacional, teriam possibilitado a geração e/ou a manutenção de mais de 12,4 milhões de empregos. Para detalhes, consultar: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/fontes-de-recursos/recursos-do-tesouro-nacional>>.

Gráfico 2. Desembolsos do BNDES com o Tesouro Nacional – 1/2009 a 6/2018 (R\$ bilhões correntes)

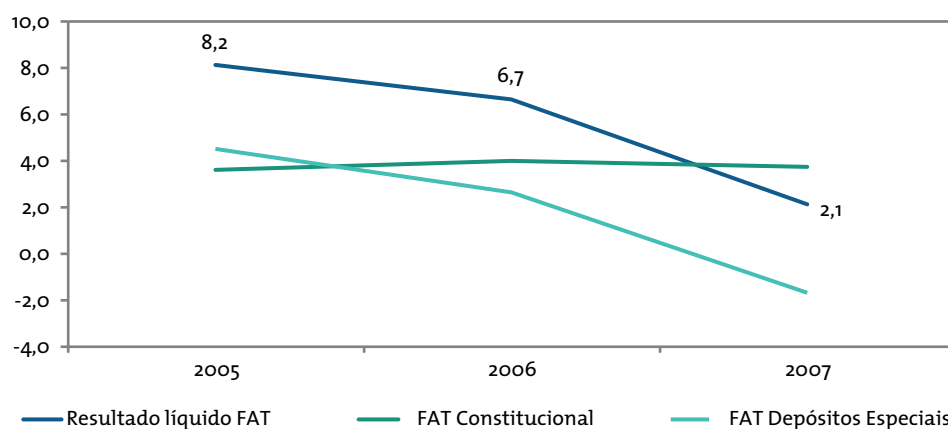


Fonte: Elaboração própria.

Sem se restringir somente aos recursos oriundos dos empréstimos do Tesouro Nacional, o BNDES divulgou o *Relatório de Efetividade 2007-2014* (BNDES, 2015), que detalha os usos e os benefícios para a economia decorrentes da aplicação dos recursos tomados com o BNDES.

Uma das razões que determinaram o início do processo de aporte de recursos no BNDES foi justamente o esgotamento do FAT como fonte de financiamento relevante nos anos que o precederam. Entre 2005 e 2007, por exemplo, o fluxo de recebimento líquido de recursos do FAT – resultado da diferença entre o recebimento bruto de recursos e o pagamento do serviço da dívida – sofreu queda acentuada, passando de R\$ 8,2 bilhões para R\$ 2,1 bilhões, em valores correntes. Tal movimento foi liderado pelos depósitos especiais, que chegaram a registrar fluxo negativo em 2007, já que as transferências constitucionais do FAT seguiram relativamente estáveis (Gráfico 3).⁷

Gráfico 3. Fluxo de recebimento líquido de recursos do FAT – 2005 a 2007 (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Elaboração própria.

⁷ Vale notar que, desde então, o fluxo de recebimento líquido do FAT Depósitos Especiais foi negativo em todos os anos (2007 a 2017).

A política de aumento da capacidade de financiamento do Banco, contudo, não se deveu somente à dinâmica menos favorável do FAT. A conjuntura da época, marcada pelo início da grave crise financeira nos Estados Unidos da América (EUA), que rapidamente se alastrou pelo mundo em 2008 e 2009, também teve papel fundamental para que o Tesouro fizesse os empréstimos ao BNDES, com o objetivo de realizar uma política econômica anticíclica naquele período.

Nos anos que se seguiram, até 2014, a crise nos EUA dissipou-se, mas o Governo Federal seguiu realizando os empréstimos ao BNDES. Os recursos foram utilizados para apoiar diferentes programas do Governo Federal, com destaque para o BNDES PSI.

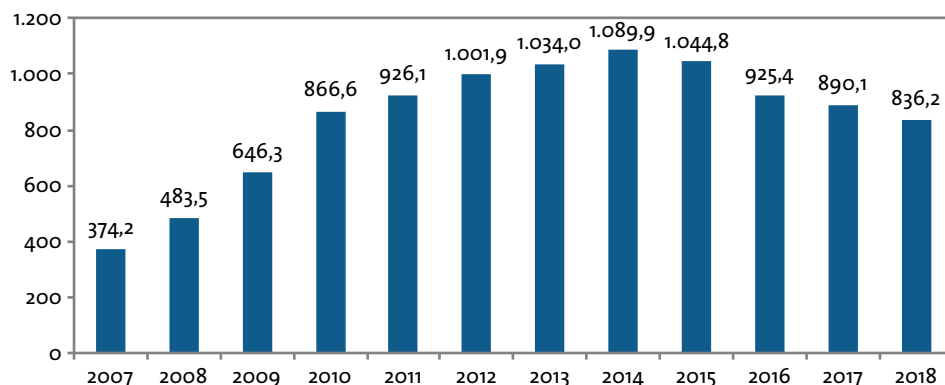
Nesse período, como consequência do maior fluxo de recursos recebidos, o Banco elevou consideravelmente seus desembolsos. Em valores nominais, partiu de um volume de empréstimos de R\$ 64,9 bilhões, em 2007, para alcançar o recorde de R\$ 190,4 bilhões, em 2013. Em percentual do produto interno bruto (PIB), a média dos desembolsos, que era de 2,1% entre 2000 e 2007, passou a 3,5% entre 2008 e 2014, com um pico de 4,3% do PIB em 2010 (Tabela 1).

Tabela 1. Desembolsos do BNDES – 2000 a 2018 (R\$ bilhões correntes e % do PIB)

Ano	Valores nominais					PIB	Desembolsos/PIB (%)
	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Comércio e serviços	Total		
2000	1,9	10,4	8,5	2,3	23,0	1.199,1	1,9
2001	2,8	13,1	7,2	2,2	25,2	1.315,8	1,9
2002	4,5	17,4	12,7	2,8	37,4	1.488,8	2,5
2003	4,6	16,1	9,6	3,3	33,5	1.718,0	2,0
2004	6,9	15,8	14,3	2,9	39,8	1.957,8	2,0
2005	4,1	23,4	15,9	3,7	47,0	2.170,6	2,2
2006	3,4	27,1	15,8	5,0	51,3	2.409,5	2,1
2007	5,0	26,4	25,6	7,8	64,9	2.720,3	2,4
2008	5,6	39,0	35,1	11,2	90,9	3.109,8	2,9
2009	6,9	63,5	48,7	17,3	136,4	3.333,0	4,1
2010	10,1	78,8	52,4	27,1	168,4	3.885,8	4,3
2011	9,8	43,8	56,1	29,2	138,9	4.376,4	3,2
2012	11,4	47,7	52,9	44,0	156,0	4.814,8	3,2
2013	18,7	58,0	62,2	51,6	190,4	5.331,6	3,6
2014	16,8	50,1	69,0	52,0	187,8	5.779,0	3,3
2015	13,7	36,9	54,9	30,5	135,9	5.995,8	2,3
2016	13,9	30,1	25,9	18,3	88,3	6.259,2	1,4
2017	14,4	15,0	26,9	14,5	70,8	6.559,9	1,1
jul. 2017- jun. 2018	13,0	11,8	26,1	12,7	63,5	6.692,1	0,9

Fonte: Elaboração própria.

Além do comportamento dos desembolsos, a evolução do ativo do BNDES é outro indicador que exemplifica a elevação da importância do BNDES no período. De fato, entre 2007 e 2014, os ativos do Banco praticamente triplicaram de valor como efeito das circunstâncias explicadas anteriormente, como mostra o Gráfico 4.

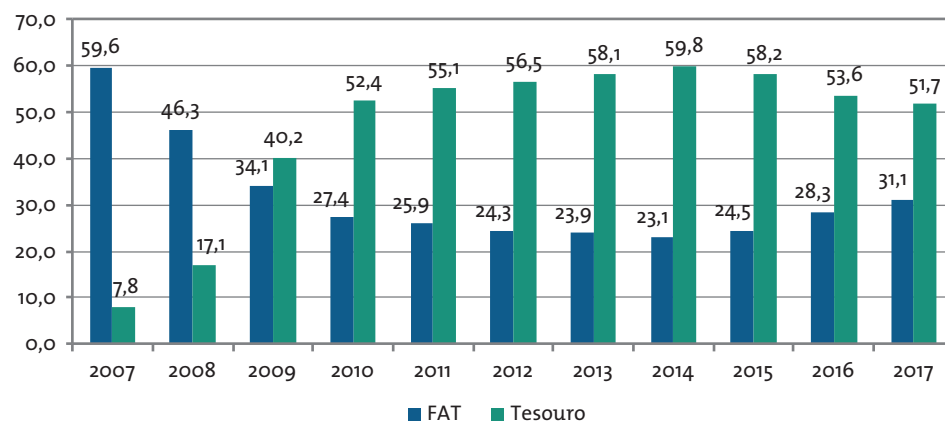
Gráfico 4. Ativo do BNDES – 2007 a 2018 (R\$ bilhões constantes)

Fonte: Elaboração própria.

Notas: ¹ Valores de junho de 2018. ² Posição de fim de ano, com exceção de 2018, cujos dados se referem a junho.

Deflator: IPCA.

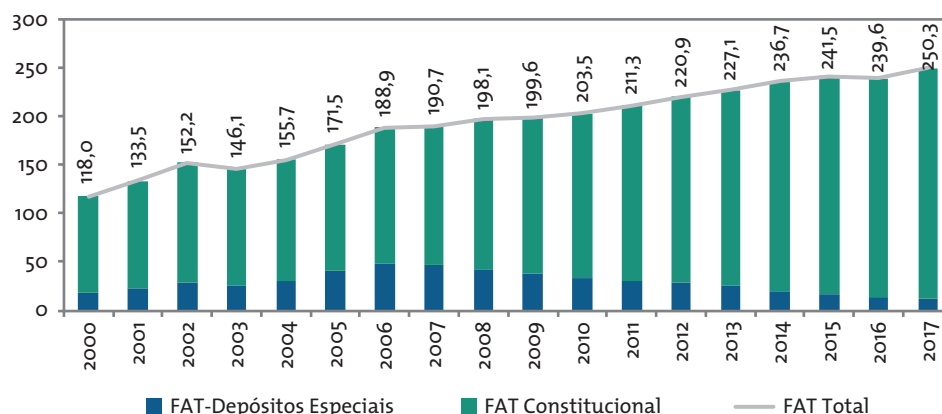
Todo o processo apresentado de estímulo às atividades do BNDES por parte do TN alterou bastante a configuração do passivo do Banco. O FAT deixou de representar a maior parte de seu *funding*, passando de 60% do total, em 2007, para 31%, em 2017, tendo alcançado o valor mínimo de 23% em 2014. Em contrapartida, os recursos do TN, que representavam apenas 8% do passivo do Banco em 2007, chegaram a um pico de 60% em 2014, recuando para 52% em 2017 (Gráfico 5).

Gráfico 5. Participação no passivo do BNDES – 2007 a 2017 (%)

Fonte: Elaboração própria.

Vale registrar que, embora tenham perdido participação no passivo do Banco, os recursos do FAT se mantiveram em crescimento real durante todo o período, ainda que em desaceleração. Em valores constantes de dezembro de 2017, o estoque do FAT no passivo do BNDES passou de R\$ 198,1 bilhões em 2008 para R\$ 250,3 bilhões em 2017. Nota-se, contudo, que desde 2006 o estoque relativo ao FAT Depósitos Especiais apresenta queda real, isto é, mais saídas (devoluções) do que entradas, ajudando a explicar a desaceleração no crescimento do total.

Gráfico 6. Evolução do estoque do FAT – 2000 a 2017 (R\$ bilhões constantes)



Fonte: Elaboração própria.

Nota: Valores de dezembro de 2017.

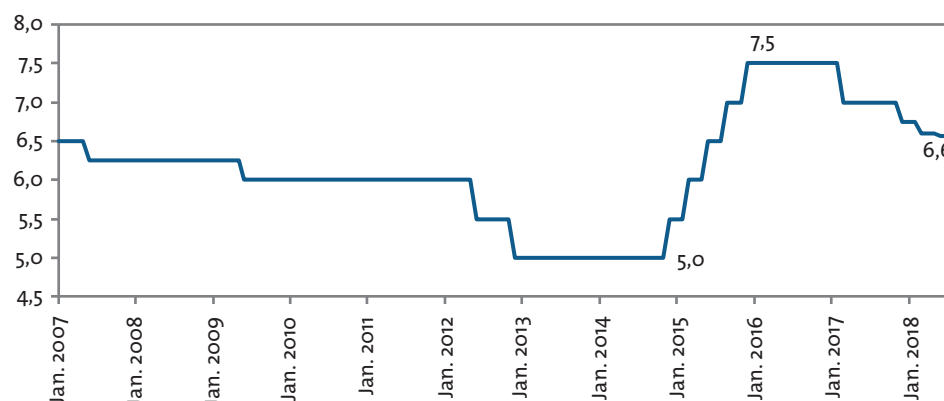
Deflator: IPCA.

Por fim, vale mencionar que, desde 2009, com exceção do exercício de 2011, o FAT tem apresentado insuficiência de recursos para honrar seus compromissos com o pagamento do abono salarial e do seguro-desemprego, o que foi coberto pelo TN até 2017. Contudo, com o agravamento da crise fiscal e o risco de descumprimento da regra de ouro, o governo comunicou ao fundo que não faria novos aportes em 2018. Em complemento, ofícios da Coordenação-Geral de Recursos do FAT também foram encaminhados ao BNDES solicitando que o Banco incluísse em sua programação financeira a previsão de devolução de parte dos recursos emprestados ao Banco, reforçando a nova orientação da equipe econômica do governo de substituir os aportes da União por amortizações extraordinárias do BNDES para cobrir os déficits projetados do FAT.

3. Desdobramentos recentes: a fase dos pré-pagamentos

A partir de 2014, a desaceleração da economia brasileira tornou-se mais acentuada, o que culminou na grave recessão de 2015 e 2016 e evidenciou a necessidade de um ajuste fiscal.

Entre as várias medidas de ajuste adotadas pelo Governo Federal a partir de 2015, algumas envolveram o BNDES. Inicialmente, interrompeu-se a política de aportes de recursos do TN no BNDES (o último foi realizado em dezembro de 2014, no valor de R\$ 30 bilhões). Além disso, outra medida foi o aumento da TJLP, que passou de 5,0% para 7,5% entre dezembro de 2014 e janeiro de 2016 (Gráfico 7). A elevação de 2,5 p.p. da TJLP foi idêntica à elevação da taxa Selic no mesmo período (passando de 11,75% para 14,25%).

Gráfico 7. Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) – 2007 a 2018

Fonte: Elaboração própria, com base em dados disponíveis em <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp>>.

Na sequência, ainda em 2015, iniciou-se discussão sobre uma eventual antecipação de pagamento de dívida do BNDES ao TN, com o objetivo de melhorar os indicadores de dívida do Governo Federal. Dessa maneira, as primeiras devoluções ocorreram no fim de 2015 e totalizaram R\$ 15,8 bilhões.

Em 2016, o volume de devolução foi bem mais elevado. Em janeiro, foram pagos R\$ 13,2 bilhões e no fim do ano houve um novo pré-pagamento, de R\$ 100 bilhões. Vale lembrar que a decisão do BNDES considerava que a devolução não estaria comprometendo a capacidade de liquidez e de atendimento da demanda por desembolsos em perspectiva naquele momento.

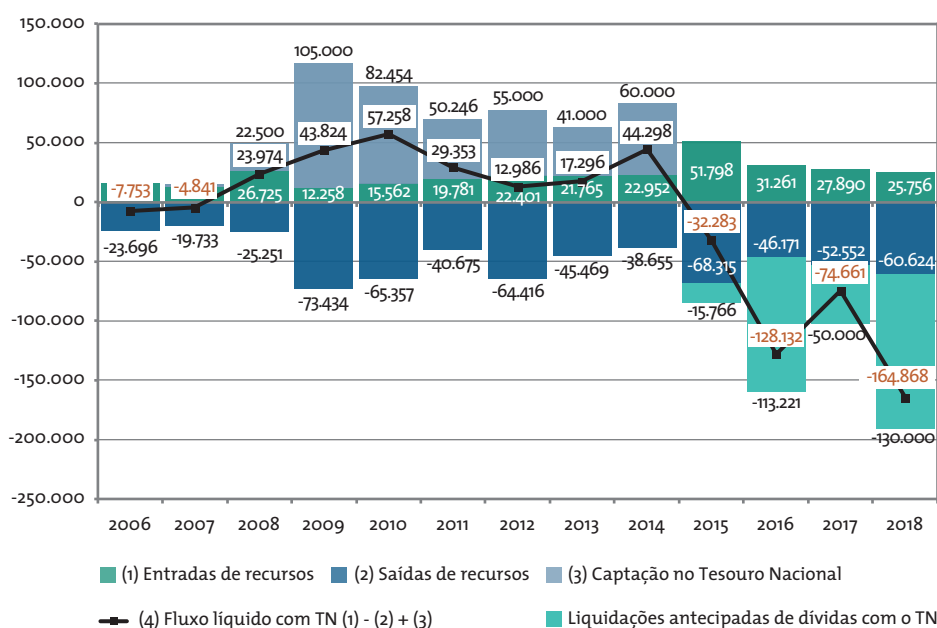
O Gráfico 8 ilustra o supracitado ao comparar os fluxos de entradas e saídas de recursos entre BNDES e a STN. Nota-se que a partir de 2015, por exemplo, não houve mais entradas de recursos. Em 2016, o fluxo de saídas ultrapassou R\$ 100 bilhões.

Em 2017, o volume de devoluções foi de R\$ 50 bilhões, fazendo com que a dívida total do BNDES com o TN fechasse o ano em R\$ 380 bilhões (Gráfico 1). Até aquele momento, o valor total devolvido já atingia R\$ 179 bilhões, o que contribuiu para reduzir a dívida bruta do governo geral em torno de 3,0 p.p. do PIB.⁸ Por sua vez, em 2018, já foram pagos R\$ 130 bilhões, o que levará a um saldo devedor próximo de R\$ 270 bilhões no fim de 2018.

É importante notar que, ao objetivo do TN de contar com a antecipação dos recursos, juntou-se o impacto do contexto econômico nas atividades do Banco, favorecendo o processo de devoluções. Reflexo da crise, a queda na demanda pelos recursos do BNDES fez com que os desembolsos tivessem forte recuo, deixando um elevado volume de recursos disponíveis no caixa da instituição.

⁸ Os recursos que voltam ao TN ajudam não só a abater a dívida bruta, mas também no cumprimento da regra de ouro. Para detalhes, consultar Couri *et al.* (2018).

Gráfico 8. Fluxo de entradas e saídas de recursos entre BNDES e STN (R\$ milhões correntes)



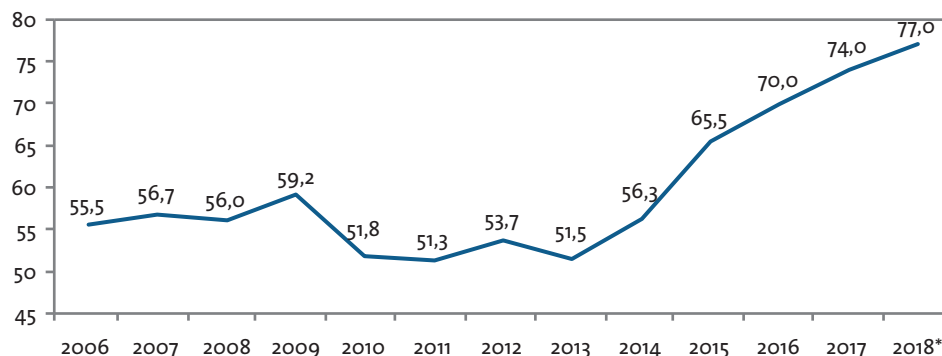
Fonte: Elaboração própria.

4. Os problemas do *status quo* de 2018

Após uma fase de pré-pagamentos, o *status quo* da dívida do BNDES com o TN indicava um caminho mais suave até 2060, uma vez que os termos dos contratos restantes se mostravam adequados à operação do BNDES, de longo prazo, prevendo um fluxo de pagamentos de 46 anos, incluindo um período de carência integral e um período adicional de carência somente para o pagamento de principal.

Por outro lado, a situação fiscal do governo continua preocupante. O setor público exibirá déficit primário pelo quinto ano consecutivo. A dívida bruta do governo geral (DBGG) bateu o recorde da série histórica, ao atingir 77,2% do PIB na última leitura do indicador (Gráfico 9). As projeções existentes no mercado indicam que logo ela poderia ultrapassar a barreira dos 80% do PIB.

Nesse ponto, vale destacar que o uso dos recursos decorrentes das devoluções antecipadas está limitado a abatimento da dívida pública, nos termos definidos pelo Tribunal de Contas da União (TCU) em 2016. Dessa forma, após o último pagamento, realizado na segunda quinzena de agosto de 2018, a contribuição do BNDES à redução da dívida bruta desde 2015, decorrente da devolução antecipada de R\$ 309 bilhões, alcançará 5% do PIB, conforme apresentado na Tabela 2.

Gráfico 9. Dívida bruta do governo geral (DBGG) – 2006 a 2018 (% do PIB)

Fonte: Elaboração própria a partir de dados das notas econômico-financeiras para imprensa – política fiscal, disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>>.

* Para 2018, o dado se refere a julho.

Tabela 2. Liquidações antecipadas do BNDES (R\$ milhões correntes e % do PIB)

Ano	Devoluções do BNDES	Impacto % PIB no ano	Impacto % PIB acumulado*
2015	15.766	0,30	0,30
2016	113.220	1,80	2,10
2017	50.000	0,80	3,00
2018	130.000	1,90	5,00
Total	308.986		

Fonte: Elaboração própria.

* Os valores acumulados são maiores do que a soma dos impactos anuais porque os valores passados são atualizados no tempo conforme a evolução do custo médio da dívida.

Apesar disso, é importante notar que, ainda que os pré-pagamentos possam ajudar a reduzir os níveis de endividamento público, o espaço para esse tipo de movimento vem se reduzindo bastante. No passado, com sobra de caixa e desembolsos em queda, a devolução de recursos era compatível com a trajetória esperada dos desembolsos do BNDES. No momento atual, contudo, em um contexto de retomada de crescimento como o que se espera, novas devoluções prejudicariam as perspectivas de expansão das operações do BNDES no financiamento à recuperação do investimento.

5. A renegociação dos passivos em 2018

A Lei 13.483/2017, que instituiu a TLP, autorizou a União a repactuar as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo TN ao BNDES, alterando a forma de remuneração sobre o saldo devedor de acordo com a aplicação desses recursos. Dessa maneira, a remuneração total da dívida passa a ser composta pela aplicação da:

- TLP, sobre o saldo das operações de financiamento contratadas entre o BNDES e seus tomadores a partir de 1º de janeiro de 2018;

- Selic, sobre os recursos disponíveis, ainda não utilizados pelo BNDES em operações de financiamentos a seus tomadores; e
- TJLP, para os demais recursos.

Além das condições da remuneração do passivo do BNDES com o TN, a Lei 13.483/2017 autorizou a União e o BNDES a alterar seu cronograma de prazos e pagamentos, por mútuo acordo entre as partes. Tratava-se, portanto, de orientação de política econômica aprovada pelo Congresso. Como principal destaque, da renegociação ocorrida, o vencimento da dívida foi antecipado de 2060 para 2040.

Nesse contexto, a renegociação reduzirá significativamente o prazo médio da dívida, permitindo um fluxo de caixa mais favorável ao atendimento, no curto e médio prazos, das necessidades fiscais do TN. A Tabela 3 compara os principais parâmetros financeiros da dívida antes e depois da renegociação.

Tabela 3. Comparação dos parâmetros financeiros

	Original	Renegociada
Vencimento	mar. 2060	dez. 2040
Carência total de juros	até mar. 2020	-
Carência parcial de juros	de abr. 2020 até mar. 2035	-
Carência de amortização	até mar. 2040	dez. 2018
Capitalização	excedente a 6%	excedente a 6%
Sistema de amortização	SAC	SAC, à exceção do saldo capitalizado e auferido a partir de jan. 2018 e amortizado no vencimento
Remuneração	TJLP	TJLP, Selic e TLP, de acordo com a aplicação dos recursos

Fonte: Elaboração própria.

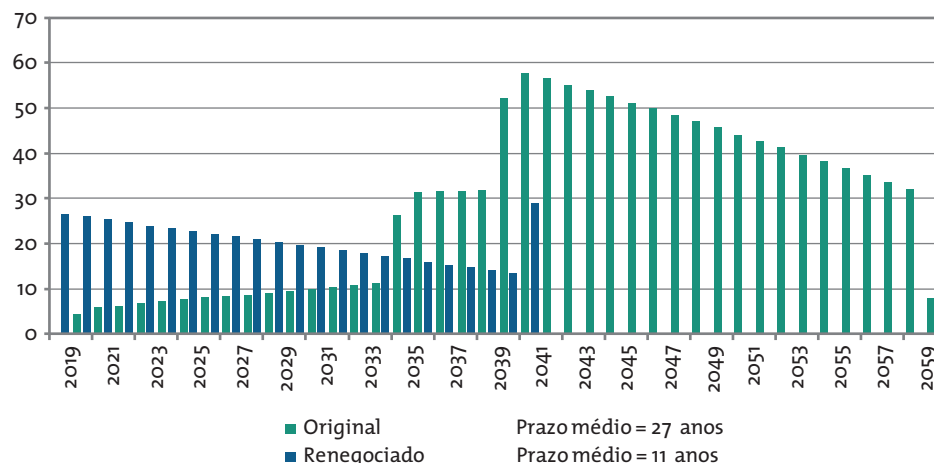
Para uma comparação numérica entre os fluxos de caixa nas duas situações, é necessário estabelecer premissas tanto para a trajetória das variáveis de remuneração do saldo devedor (TLP, Selic e TJLP) quanto para a distribuição do saldo devedor entre os três tipos de aplicação, remunerados por aquelas variáveis (operações contratadas a partir de 2018, operações contratadas antes de 2018 e recursos não aplicados).⁹

Cabe ressaltar que a trajetória efetiva da dívida a ser renegociada é altamente dependente dessas variáveis. A seguir, para efeito ilustrativo, serão apresentados os fluxos de caixa originais e renegociados, presumindo-se que a TLP (componente prefixada mais inflação), a TJLP e a Selic serão mantidas

⁹ A dívida renegociada é coerente com um saldo final em 2018 no montante de R\$ 266,1 bilhões. A diferença para os R\$ 270 bilhões citados no texto deve-se a um contrato de financiamento feito por intermédio do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), no valor aproximado de R\$ 4 bilhões, que não compõe o acordo de renegociação.

perto do patamar atual (assumido aqui como 6,5% ao ano). Considerando que a remuneração será a mesma, independentemente da aplicação dos recursos, torna-se desnecessária a tarefa de projetar a distribuição dos recursos aplicados da dívida entre seus três possíveis componentes.

Gráfico 10. Cenários de fluxo de caixa dos contratos do TN renegociados (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Elaboração própria.

O Gráfico 10 mostra o fluxo de pagamento de juros e amortizações antes e após a renegociação. O prazo médio da dívida (considerado a média dos prazos de cada fluxo ponderada por seus valores nominais) reduz-se em 16 anos nesse cenário específico, passando de 27 para 11 anos, aproximadamente. De todo modo, as dinâmicas dos fluxos de caixa das dívidas original e renegociada estão claramente delineadas.

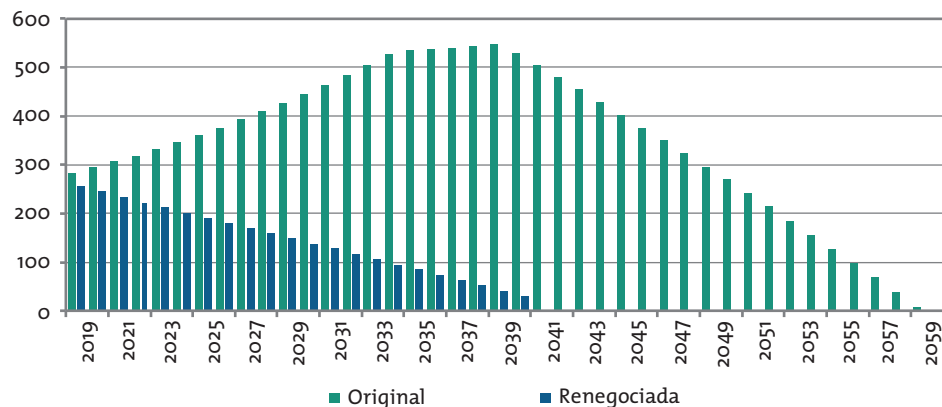
Em valores nominais, a dívida original gerava um fluxo de pagamentos inferior a R\$ 10 bilhões, até o fim da carência parcial de juros em 2035. A partir dessa data, o fluxo de pagamentos migra para um novo patamar em torno de R\$ 30 bilhões e, a partir de 2040, eleva-se novamente. De 2040 em diante, o saldo entra em trajetória decrescente e o serviço de juros diminui gradativamente até a amortização final, em março de 2060.

A dívida renegociada antecipa o fluxo de pagamentos, que fica em torno de R\$ 25 bilhões nos cinco primeiros anos. O serviço de juros diminui gradativamente até a amortização final, quando é incluído o saldo de todos os juros capitalizados ao longo da nova vigência do contrato, que excederam o nível anualizado de 6,0% ao ano.

O Gráfico 11 ilustra a trajetória dos saldos das dívidas original e renegociada, dados em valores correntes (calculados segundo as projeções macroeconômicas

correntes no BNDES). Nota-se que a renegociação acelera a queda no saldo da carteira e, conseqüentemente, do estoque da dívida bruta do governo geral.¹⁰

Gráfico 11. Trajetória dos saldos dos contratos do TN renegociados (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Elaboração própria.

6. Considerações finais

A relação do crédito entre o BNDES e o TN teve duas fases distintas. A primeira, observada entre 2008 e meados desta década, consistiu na fase de aportes ao Banco, por meio de empréstimos e capitalizações para apoiar operações de crédito que somaram cerca de R\$ 416 bilhões em valores nominais, permitindo que o Banco pudesse ampliar bastante o volume de desembolsos. Como resultado, no fim de 2015, o BNDES tinha uma dívida com o TN de R\$ 462 bilhões em valores correntes, a ser paga ao longo de várias décadas.

A segunda fase, mais recente, foi marcada pelo início da devolução dos recursos ao TN, influenciada por dois determinantes principais: (i) a crise fiscal e a elevação da dívida bruta, gerando a necessidade de realização de ajuste fiscal por parte do Governo Federal; e (ii) a queda na demanda por desembolsos do BNDES, o que fez com que houvesse um volume de recursos disponíveis no caixa da instituição.

Desde então, terá havido devolução de cerca de R\$ 309 bilhões em valores correntes, já incluindo os valores pagos em 2018, fazendo com que o estoque de dívida remanescente caminhe para fechar o ano próximo a R\$ 270 bilhões.

¹⁰ Os números relativos aos fluxos de pagamento e à evolução do saldo dos contratos expostos nos gráficos são mostrados por meio de tabelas no apêndice. Adicionalmente, são expostas as tabelas comparando o fluxo de pagamento e a evolução da dívida nos cenários com e sem renegociação para um cenário alternativo que considera a taxa de juros (Selic, TJLP e TLP) em 8% ao ano. Pode ser observado nos apêndices que as somas das amortizações superam o valor inicial da dívida. Isso acontece porque ocorrem capitalizações dos juros que excedem o pagamento contratual de 6,0% ao ano. O valor do saldo capitalizado e amortizado no vencimento do contrato renegociado sobe de cerca de R\$ 30 bilhões para R\$ 95 bilhões, quando a taxa média incidente sobe de 6,5% para 8,0% ao ano.

Após essa fase de pré-pagamentos, o *status quo* da dívida do BNDES com o TN indicava um caminho mais suave até 2060. Contudo, nova renegociação foi realizada em 2018. Além da repactuação do custo financeiro, como previsto pela lei que criou a TLP, o vencimento da dívida foi antecipado de 2060 para 2040, conduzindo à redução expressiva do prazo médio da dívida de 27 para 11 anos.

O objetivo do presente texto, conforme explicitado na introdução, foi, essencialmente, o de informar o leitor acerca das características e dos principais elementos do acordo de renegociação da dívida do BNDES para com o TN. Não está no escopo desse objetivo uma discussão profunda acerca do desempenho futuro da instituição. O que aqui cabe ressaltar é que:

- sob a ótica do TN, a dívida do BNDES para com o próprio terá caído de R\$ 462 bilhões, em 2015, para aproximadamente R\$ 270 bilhões, em 2018, com nova queda para menos de R\$ 230 bilhões até o fim do próximo governo, em 2022, além da antecipação do vencimento pleno em vinte anos; e
- sob a ótica do BNDES, o volume acumulado de amortizações, que nos quatro anos (2015-2018) terá sido de R\$ 309 bilhões, cairia para R\$ 45 bilhões na próxima gestão de governo (2019-2022).

Referências

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório de efetividade 2007-2014: a contribuição do BNDES para o desenvolvimento nacional*. 2. ed. Rio de Janeiro: BNDES, 2015. Disponível em: <www.bndes.gov.br/relatorioefetividade2007-2014>. Acesso em: 15 ago. 2018.

BRASIL. *Lei 13.483/2017*. Institui a Taxa de Longo Prazo (TLP); dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo da Marinha Mercante (FMM) e sobre a remuneração dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); altera as Leis 8.019, de 11 de abril de 1990, 9.365, de 16 de dezembro de 1996, 10.893, de 13 de julho de 2004, e 10.849, de 23 de março de 2004; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2017. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13483.htm>. Acesso em: 15 ago. 2018.

RESULTADO do Tesouro Nacional. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional, v. 24, n. 7, jul. 2018.

COURI, D. V. *et al. Regra de ouro no Brasil: balanço e desafios*. Estudo Especial n. 5. Brasília, DF: Instituição Fiscal Independente, abr. 2018.

Apêndices

Apêndice A1. Fluxo de pagamento (R\$ bilhões correntes)

Ano	Original (taxa de 6,5% ao ano)			Renegociada (taxa de 6,5% ao ano)		
	Amortiz.	Juros	Total	Amortiz.	Juros	Total
2019	0,0	0,0	0,0	11,3	15,3	26,6
2020	0,0	4,7	4,7	11,3	14,7	26,0
2021	0,0	6,5	6,5	11,3	14,1	25,4
2022	0,0	6,8	6,8	11,3	13,5	24,8
2023	0,0	7,1	7,1	11,3	12,9	24,2
2024	0,0	7,4	7,4	11,3	12,3	23,6
2025	0,0	7,7	7,7	11,3	11,7	23,0
2026	0,0	8,0	8,0	11,3	11,1	22,4
2027	0,0	8,3	8,3	11,3	10,5	21,8
2028	0,0	8,7	8,7	11,3	9,8	21,2
2029	0,0	9,1	9,1	11,3	9,2	20,6
2030	0,0	9,4	9,4	11,3	8,6	19,9
2031	0,0	9,8	9,8	11,3	8,0	19,3
2032	0,0	10,3	10,3	11,3	7,3	18,7
2033	0,0	10,7	10,7	11,3	6,7	18,1
2034	0,0	11,1	11,1	11,3	6,1	17,4
2035	0,0	26,4	26,4	11,3	5,4	16,8
2036	0,0	31,5	31,5	11,3	4,8	16,2
2037	0,0	31,7	31,7	11,3	4,2	15,5
2038	0,0	31,8	31,8	11,3	3,5	14,9
2039	0,0	32,0	32,0	11,3	2,9	14,2
2040	20,6	31,7	52,4	43,4	2,2	45,6
2041	27,6	30,3	58,0	0,0	0,0	0,0
2042	27,8	28,9	56,6	0,0	0,0	0,0
2043	27,9	27,4	55,3	0,0	0,0	0,0
2044	28,0	25,9	53,9	0,0	0,0	0,0
2045	28,2	24,3	52,5	0,0	0,0	0,0
2046	28,3	22,8	51,1	0,0	0,0	0,0
2047	28,4	21,2	49,7	0,0	0,0	0,0
2048	28,6	19,7	48,2	0,0	0,0	0,0
2049	28,7	18,1	46,8	0,0	0,0	0,0
2050	28,8	16,5	45,3	0,0	0,0	0,0
2051	29,0	14,9	43,9	0,0	0,0	0,0
2052	29,1	13,3	42,4	0,0	0,0	0,0
2053	29,3	11,6	40,9	0,0	0,0	0,0
2054	29,4	9,9	39,3	0,0	0,0	0,0
2055	29,5	8,3	37,8	0,0	0,0	0,0
2056	29,7	6,6	36,2	0,0	0,0	0,0
2057	29,8	4,9	34,7	0,0	0,0	0,0
2058	30,0	3,1	33,1	0,0	0,0	0,0
2059	30,1	1,4	31,5	0,0	0,0	0,0
2060	7,6	0,1	7,6	0,0	0,0	0,0

Fonte: Elaboração própria.

Apêndice Az. Saldo da dívida (R\$ bilhões correntes)

Ano	Original (taxa de 6,5% ao ano)	Renegociada (taxa de 6,5% ao ano)
2019	283,4	255,9
2020	297,0	245,8
2021	309,6	235,5
2022	322,7	225,3
2023	336,4	215,0
2024	350,7	204,6
2025	365,6	194,2
2026	381,1	183,7
2027	397,2	173,2
2028	414,1	162,7
2029	431,6	152,1
2030	449,9	141,4
2031	469,0	130,7
2032	488,9	119,9
2033	509,7	109,1
2034	531,3	98,3
2035	538,7	87,4
2036	541,3	76,4
2037	543,8	65,4
2038	546,4	54,3
2039	548,9	43,2
2040	530,9	0,0
2041	505,7	0,0
2042	480,2	0,0
2043	454,5	0,0
2044	428,6	0,0
2045	402,4	0,0
2046	375,9	0,0
2047	349,2	0,0
2048	322,2	0,0
2049	295,0	0,0
2050	267,5	0,0
2051	239,7	0,0
2052	211,6	0,0
2053	183,3	0,0
2054	154,7	0,0
2055	125,9	0,0
2056	96,7	0,0
2057	67,3	0,0
2058	37,6	0,0
2059	7,6	0,0
2060	0,0	0,0

Fonte: Elaboração própria.

Apêndice A3. Fluxo de pagamento (R\$ bilhões correntes)

Ano	Original (taxa de 8,0% ao ano)			Renegociada (taxa de 8,0% ao ano)		
	Amortiz.	Juros	Total	Amortiz.	Juros	Total
2019	0,0	0,0	0,0	11,3	15,5	26,8
2020	0,0	5,9	5,9	11,3	15,1	26,5
2021	0,0	8,3	8,3	11,3	14,7	26,1
2022	0,0	8,7	8,7	11,3	14,3	25,7
2023	0,0	9,1	9,1	11,3	13,9	25,3
2024	0,0	9,6	9,6	11,3	13,5	24,9
2025	0,0	10,1	10,1	11,3	13,1	24,5
2026	0,0	10,6	10,6	11,3	12,7	24,0
2027	0,0	11,2	11,2	11,3	12,3	23,6
2028	0,0	11,8	11,8	11,3	11,8	23,2
2029	0,0	12,4	12,4	11,3	11,4	22,7
2030	0,0	13,0	13,0	11,3	10,9	22,3
2031	0,0	13,7	13,7	11,3	10,5	21,8
2032	0,0	14,4	14,4	11,3	10,0	21,3
2033	0,0	15,2	15,2	11,3	9,5	20,9
2034	0,0	16,0	16,0	11,3	9,0	20,4
2035	0,0	31,9	31,9	11,3	8,5	19,9
2036	0,0	37,7	37,7	11,3	8,0	19,4
2037	0,0	38,4	38,4	11,3	7,5	18,8
2038	0,0	39,1	39,1	11,3	7,0	18,3
2039	0,0	39,8	39,8	11,3	6,4	17,8
2040	26,1	40,1	66,2	106,8	5,9	112,6
2041	35,4	38,9	74,3	0,0	0,0	0,0
2042	36,1	37,5	73,6	0,0	0,0	0,0
2043	36,8	36,1	72,8	0,0	0,0	0,0
2044	37,5	34,6	72,0	0,0	0,0	0,0
2045	38,2	33,0	71,2	0,0	0,0	0,0
2046	38,9	31,3	70,2	0,0	0,0	0,0
2047	39,6	29,6	69,3	0,0	0,0	0,0
2048	40,4	27,8	68,2	0,0	0,0	0,0
2049	41,2	25,9	67,1	0,0	0,0	0,0
2050	41,9	24,0	65,9	0,0	0,0	0,0
2051	42,7	21,9	64,7	0,0	0,0	0,0
2052	43,6	19,8	63,4	0,0	0,0	0,0
2053	44,4	17,6	62,0	0,0	0,0	0,0
2054	45,2	15,3	60,5	0,0	0,0	0,0
2055	46,1	12,9	59,0	0,0	0,0	0,0
2056	47,0	10,4	57,4	0,0	0,0	0,0
2057	47,9	7,8	55,7	0,0	0,0	0,0
2058	48,8	5,1	53,9	0,0	0,0	0,0
2059	49,8	2,3	52,1	0,0	0,0	0,0
2060	12,6	0,1	12,8	0,0	0,0	0,0

Fonte: Elaboração própria.

Apêndice A4. Saldo da dívida (R\$ bilhões correntes)

Ano	Original (taxa de 8,0% ao ano)	Renegociada (taxa de 8,0% ao ano)
2019	289,4	261,5
2020	306,4	255,0
2021	322,4	248,4
2022	339,1	241,6
2023	356,7	234,7
2024	375,2	227,7
2025	394,7	220,5
2026	415,2	213,3
2027	436,8	205,8
2028	459,5	198,3
2029	483,4	190,6
2030	508,5	182,7
2031	534,9	174,7
2032	562,7	166,6
2033	591,9	158,3
2034	622,7	149,8
2035	639,5	141,2
2036	651,6	132,4
2037	663,9	123,4
2038	676,4	114,3
2039	689,2	105,0
2040	675,9	0,0
2041	652,9	0,0
2042	628,8	0,0
2043	603,6	0,0
2044	577,2	0,0
2045	549,6	0,0
2046	520,7	0,0
2047	490,6	0,0
2048	459,1	0,0
2049	426,2	0,0
2050	392,0	0,0
2051	356,3	0,0
2052	319,0	0,0
2053	280,3	0,0
2054	240,0	0,0
2055	198,0	0,0
2056	154,3	0,0
2057	108,9	0,0
2058	61,7	0,0
2059	12,6	0,0
2060	0,0	0,0

Fonte: Elaboração própria.

Coordenação Editorial

Gerência de Editoração e Memória
do BNDES

Projeto Gráfico

Fernanda Costa e Silva

Produção Editorial

Expressão Editorial

Editoração Eletrônica

Expressão Editorial

Editado pelo
Departamento de Comunicação
Outubro de 2018



www.bndes.gov.br