

CENÁRIOS COMPARADOS DA DISPONIBILIDADE DE RECURSOS E ALTERNATIVAS DE POLÍTICAS PARA O FUTURO

Selmo Aronovich

Francisco Rigolon¹

O objetivo deste capítulo é identificar, do ponto de vista do planejamento do fluxo de recursos, padrões alternativos para o financiamento do orçamento de desembolsos do BNDES até o fim da próxima década. Para isso, são comparados cenários futuros para a disponibilidade de recursos do BNDES, construídos com o auxílio do simulador dinâmico de fluxo de caixa, aplicativo de programação desenvolvido na Área Financeira. O primeiro exercício foi elaborado em 2007, antes do início das grandes captações de recursos no Tesouro Nacional. O segundo, do fim de 2009, mantém praticamente as mesmas premissas macroeconômicas e financeiras do primeiro cenário, mas acrescenta as grandes captações no Tesouro realizadas em 2008 e 2009, além de considerar a captação de R\$ 80 bilhões prevista para 2010, nos termos daquela realizada em 2009. O terceiro, realizado em março de 2010, considera o alongamento de prazos e a suavização do serviço da dívida de R\$ 80 bilhões. Para simplificar, denominaram-se os exercícios de projeções realizados em datas distintas “Cenário 2007”, “Cenário 2009” e “Cenário 2010”, respectivamente. Da comparação entre eles, é possível vislumbrar o impacto de medidas de curto prazo e não recorrentes sobre a estimativa da disponibilidade futura de recursos e identificar algumas alternativas de política financeira para o futuro.

¹ Respectivamente, superintendente da Área Financeira e gerente do Departamento de Política Financeira do BNDES. Os autores agradecem os comentários de pareceristas anônimos, eximindo-os, no entanto, da responsabilidade pelos eventuais erros remanescentes. Os autores também agradecem o excelente trabalho de Arthur Butter Nunes, economista da Área Financeira, com o modelo de projeções.

É importante ressaltar que as mudanças no padrão de financiamento do BNDES são recentes e ainda não estão sedimentadas. Por isso, este capítulo caracteriza-se como uma investigação prospectiva cujos resultados capturam tendências de longo prazo, úteis para o planejamento financeiro, mas sujeitas a mudanças de acordo com a evolução dos diversos fatores que afetam a oferta e a demanda de recursos. Além disso, o trabalho foi finalizado em março de 2010, e, portanto, os valores de 2010 em diante devem ser entendidos como projeções da disponibilidade de recursos no futuro, condicionadas às informações disponíveis em março de 2010.

Este capítulo está dividido em seis seções, incluindo esta breve introdução. A segunda seção apresenta fatos estilizados sobre o crescimento dos desembolsos do BNDES nos últimos anos. A terceira analisa cenários comparados da disponibilidade de recursos entre 2010 e 2020, cujos principais componentes são discutidos na quarta seção. A quinta avalia o efeito do alongamento de prazos. A sexta e última discute o tamanho do orçamento de desembolsos e alternativas de política para o futuro.

FATOS ESTILIZADOS

O crescimento dos desembolsos do BNDES desde 2003 tem sido muito expressivo. Como pode ser observado na Tabela 1, a taxa de crescimento acumulada dos desembolsos entre 2003 e 2009 foi de 318,1%, ultrapassando em mais de 230% a taxa de crescimento do PIB nominal no mesmo período.

Essa tendência de crescimento não arrefeceu em 2009, mesmo com o impacto da crise financeira internacional no nível de atividade e na taxa de investimento. Na verdade, o governo federal, por meio da expansão do crédito do BNDES, utilizou o Banco como um dos principais instrumentos para atenuar os efeitos da crise de liquidez de 2008 sobre a economia brasileira. Em sua atuação anticíclica, o Banco substituiu linhas de crédito internacionais para as empresas brasileiras, ampliou sua atuação no segmento de capital de giro, continuou a apoiar fortemente projetos de infraestrutura, participou de projetos privados de consolidação setorial, ampliou o crédito para as micro e pequenas empresas, expandiu o crédito para regiões menos desenvolvidas e viabilizou programas governamentais visando à sustentação do nível de atividade, do investimento e do emprego. Com isso, os desembolsos observados em 2009 alcançaram o recorde histórico de R\$ 140,2 bilhões.²

² Liberações financeiras, inclusive recursos vinculados. Eventual diferença em relação às estatísticas operacionais decorre de questões de definição metodológica. As estatísticas operacionais estão disponíveis em www.bndes.gov.br.

Tabela 1: Desembolsos do BNDES (2003-2009)*

Anos	Desembolsos (R\$ milhões)	Crescimento (% a.a.)	PIB (R\$ milhões)	Crescimento (% a.a.)
2003	33.533	-	1.699.948	-
2004	41.662	24,2	1.941.498	14,2
2005	47.603	14,3	2.147.239	10,6
2006	52.507	10,3	2.369.484	10,4
2007	65.388	24,5	2.661.344	12,3
2008	91.466	39,9	3.004.881	12,9
2009	140.185	53,3	3.143.015	4,6
Total		318,1		84,9

Fonte: BNDES.

* Posição financeira.

Em contrapartida, houve mudanças expressivas na composição das fontes de recursos do Banco. Fontes tradicionais, como o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT),³ cederam espaço para fontes não tradicionais, como dívidas com o Tesouro Nacional. A Tabela 2 mostra que a participação do FAT na composição do passivo do BNDES caiu de 62%, em dezembro de 2007, para 34%, em dezembro de 2009, ao passo que a participação do Tesouro Nacional aumentou de 7% para 40% no mesmo período. Em termos do fluxo de recursos, a contribuição líquida da União (exceto FAT) para o disponível cresceu de -3,3%, em 2007, para 42,5%, em 2009, enquanto as contribuições líquidas do retorno e do FAT caíram, respectivamente, de 77,8% e 3,1%, em 2007, para 47,7% e 0,5%, em 2009.^{4,5}

Tabela 2: Passivo do BNDES – 2007-2009 (em R\$ bilhões)

	2007	%	2008	%	2009	%
Recursos internos	165,6	93	234,3	93	342,6	95
FAT	105,9	62	116,6	38	122,5	34
PIS-Pasep	27,9	16	29,5	10	30,0	8
Tesouro Nacional	15,1	7	43,6	14	144,2	40
Outros	16,7	8	44,6	14	45,9	13
Recursos externos	12,1	7	17,7	7	16,4	5
Mercado	2,7	2	3,8	1	4,4	2
Organismos internacionais	9,4	5	13,9	5	12,0	3
Total	177,7	100	252,0	100	359,0	100

Fonte: BNDES.

³ O FAT foi criado pela Constituição Federal de 1988. O artigo 239 da Constituição estabelece que 40% dos recursos arrecadados das contribuições PIS-Pasep sejam transferidos ao BNDES. Além disso, o BNDES pode captar depósitos especiais do FAT, que são aplicações do excedente necessário ao cumprimento das obrigações relativas aos pagamentos do seguro-desemprego e abono salarial.

⁴ Ver análise das contribuições líquidas na próxima seção.

⁵ O retorno inclui o serviço de créditos contratados com recursos do FAT.

DISPONIBILIDADE DE RECURSOS ENTRE 2010 E 2020

Dadas as hipóteses sobre as trajetórias futuras de variáveis macroeconômicas e financeiras, incluindo parâmetros para as operações ativas e passivas do BNDES, o simulador dinâmico de fluxo de caixa projeta o retorno das operações de crédito e o disponível para liberar.⁶

Os Gráficos 1, 2 e 3 mostram as projeções do disponível para liberar nos exercícios realizados em 2007 e 2009 (curvas tracejada e cheia, respectivamente). Como já mencionado, os cenários diferenciam-se pela inclusão, no mais recente, das grandes captações no Tesouro Nacional realizadas em 2008 e 2009 (R\$ 22,5 bilhões em 2008 e R\$ 105 bilhões em 2009),⁷ mais a expectativa de captação de R\$ 80 bilhões em 2010, conforme artigo 45 da MP 472/2009, nos termos da captação realizada em 2009. Desse modo, é possível identificar os efeitos das recentes captações no Tesouro, já a partir de 2007.

As dinâmicas do disponível para liberar são claramente distintas nos dois cenários. No cenário 2007, o disponível nominal cresce gradativamente, ao longo do período, de cerca de R\$ 56 bilhões, em 2007, para R\$ 105 bilhões, em 2016, chegando a R\$ 153 bilhões apenas em 2020.

No cenário 2009, em contraste, as grandes captações no Tesouro permitem a antecipação notável do ingresso dos recursos. O disponível nominal aumenta rapidamente, de R\$ 65 bilhões, em 2007, para R\$ 143 bilhões, em 2009, e R\$ 131 bilhões, em 2010. No entanto, na ausência de novas grandes captações a partir de 2011, o disponível nominal cai subitamente para R\$ 80 bilhões, em 2011. A partir daí, retorna ao padrão de crescimento gradativo, porém a uma taxa mais baixa, de modo que valores superiores a R\$ 100 bilhões são atingidos apenas a partir de 2019.⁸

O Gráfico 2 mostra as projeções do disponível para liberar em termos reais (preços constantes de 2009), para os cenários 2007 e 2009, conforme critério de deflacionamento apresentado no Anexo.

Para o cenário 2007, permanece o padrão de crescimento gradativo, evidentemente a uma taxa mais baixa, já que o efeito da inflação esperada é descontado. O disponível a preços de 2009 cresce de R\$ 61 bilhões, em 2007, para R\$ 71 bilhões, em 2014, e R\$ 95 bilhões, em 2020.

⁶ As principais premissas dos cenários estão descritas em quadros anexos.

⁷ Para detalhamento dos termos contratados com o Tesouro Nacional em 2009, ver o Relatório Anual da Dívida Pública de 2009 no seguinte endereço: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/Relatorio_Divida_2009.pdf.

⁸ É importante destacar que o ingresso maior de recursos oriundos da União foi acompanhado de saídas também maiores para a União, em termos de pagamento de dividendos e liquidação de dívidas preexistentes, entre outros. O disponível futuro para liberações beneficia-se da retenção líquida de recursos aportados ao BNDES, não do ingresso bruto.

Gráfico 1: Disponíveis nominais

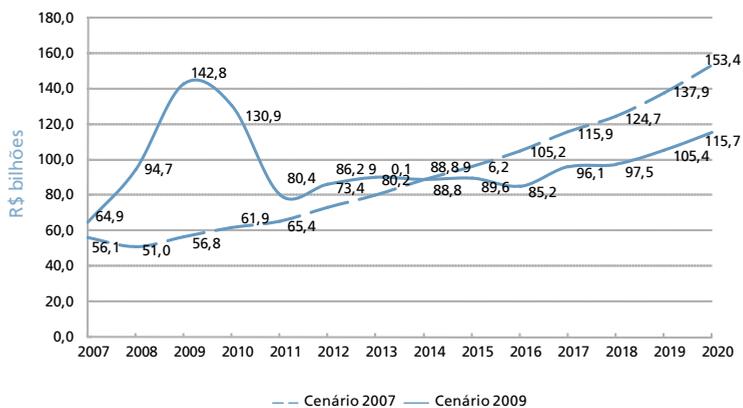


Gráfico 2: Disponíveis reais

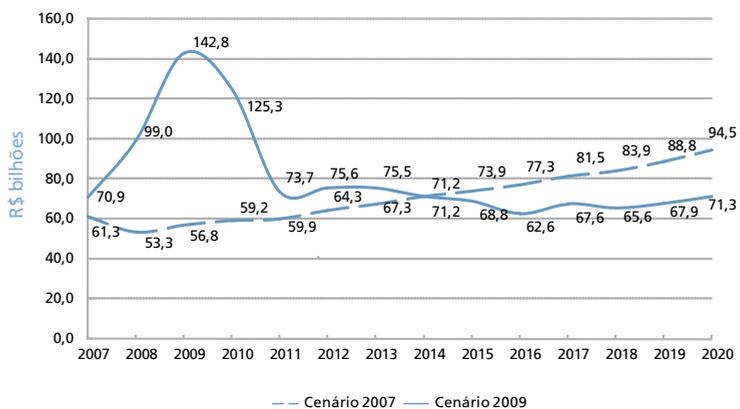
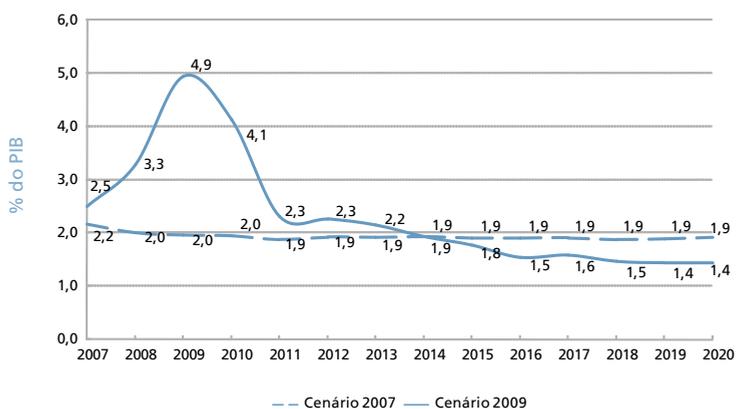


Gráfico 3: Disponíveis (% do PIB)



Já no caso do cenário 2009, a consequência da antecipação de recursos fica mais visível. Depois do rápido crescimento do disponível real – de R\$ 71 bilhões, em 2007, para R\$ 143 bilhões, em 2009, e R\$ 125 bilhões, em 2010 –, há uma queda brusca para R\$ 74 bilhões, em 2011, seguida por uma flutuação na faixa de R\$ 62 bilhões a R\$ 72 bilhões, entre 2012 e 2020.

Finalmente, o Gráfico 3 apresenta as projeções dos disponíveis como proporção do PIB, para ambos os cenários. Isso permite avaliar a capacidade de as liberações do BNDES acompanharem não só a inflação, mas também o crescimento real do PIB. No caso do cenário 2007, há uma estabilidade inequívoca, pois o disponível para liberar fica praticamente igual durante todo o tempo a 1,9% do PIB.

Com referência ao cenário 2009, a antecipação de recursos permite que o disponível salte de 2,5% do PIB, em 2007, para 4,9%, em 2009, e 4,1% do PIB, em 2010, ao custo de uma queda súbita para 2,3% do PIB, já em 2011, seguida por uma redução gradativa até 1,4% do PIB, em 2020.

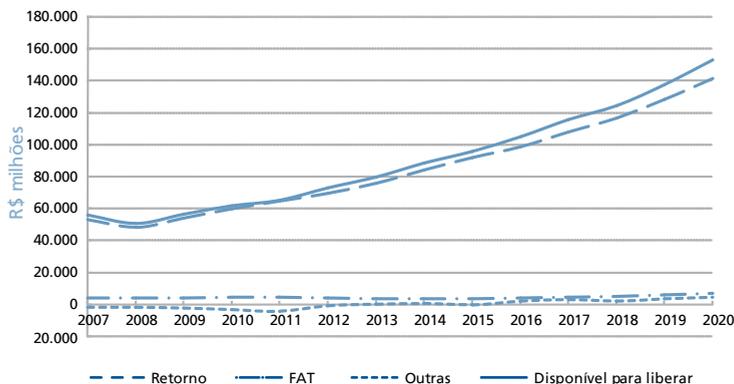
Os valores nominais em um ou outro cenário podem ser acrescidos ou reduzidos pontualmente por meio de um esforço adicional ou da frustração em alguma fonte tradicional do Banco, como endividamento externo e interno ou venda de participações acionárias. Porém, a distância entre as duas projeções continuaria inalterada.

Em síntese, a comparação dos cenários 2007 e 2009 permite concluir que grandes captações não recorrentes no Tesouro Nacional, ou seja, sem perspectiva de repetição no futuro, representam uma solução eficiente para lidar com uma restrição de liquidez de curto prazo. De fato, considerando o horizonte temporal até 2014, as projeções de disponibilidades para desembolsos são maiores ou, pelo menos, iguais às obtidas em 2007. No entanto, a sua não recorrência ou a incerteza em relação a isso resulta em transferência ou, pelo menos, risco de transferência intertemporal de recursos reais, do futuro para o presente. Para entender melhor por que isso acontece, é preciso decompor a dinâmica do disponível para liberar nos seus principais componentes. Isso será feito na próxima seção.

DINÂMICA DO DISPONÍVEL PARA LIBERAR: ANÁLISE DOS PRINCIPAIS COMPONENTES

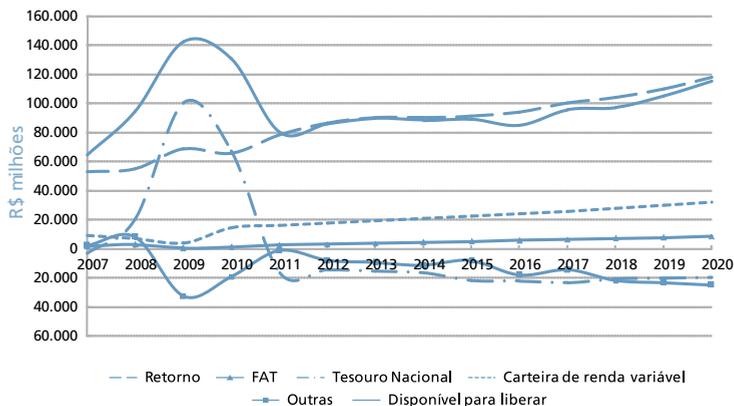
Os Gráficos 4 e 5 decompõem as trajetórias do disponível para liberar nas principais entradas líquidas de recursos – retorno, FAT, Tesouro Nacional, carteira de renda variável e outras.⁹

Gráfico 4: Entradas líquidas – cenário 2007



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 5: Entradas líquidas – cenário 2009



Fonte: Elaboração própria.

⁹ “Entradas líquidas” são definidas como entradas menos saídas para cada componente; “retorno” refere-se ao ingresso de juros e amortizações de operações de crédito e debêntures ativas; “FAT” compreende entradas menos saídas (serviço da dívida) de FAT Constitucional e FAT Depósitos Especiais; “Tesouro Nacional” é igual às captações no Tesouro menos o serviço da dívida; “carteira de renda variável” corresponde à monetização mais rendimentos da carteira de ações; “Outras” incluem: outras dívidas internas (FGTS, PIS-Pasep, CDB, CDI, debêntures da BPAR, compromissadas), dívidas externas (organismos multilaterais e bônus), carteira de renda fixa (retornos de títulos públicos, com ajuste para dupla contagem nos anos em que há captações no Tesouro Nacional) e outras despesas, com destaque para despesas tributárias e pagamento de dividendos à União. No caso do cenário 2007, “outras” compreendem todas as entradas líquidas, exceto “retorno” e “FAT”.

No cenário preparado em 2007 (ver Gráfico 4), o retorno destacava-se como o principal componente do disponível para liberar e explicava mais de 90% do disponível durante todo o período. O restante era complementado pelas contribuições positivas de FAT e carteira de renda variável, superiores às contribuições negativas dos demais componentes.

Pode-se interpretar o cenário 2007 como o padrão clássico de financiamento das liberações do BNDES, que se apoia na reaplicação dos retornos das operações de crédito e na dívida perpétua com o FAT Constitucional. É interessante observar que esse padrão, como se viu na seção anterior, possibilitava um crescimento gradativo do disponível para liberar em termos reais, à mesma taxa média do crescimento projetado para o PIB real (5% ao ano), de tal modo que o disponível para liberar ficava estabilizado em 2% do PIB durante todo o período estudado.

Já no cenário 2009, as grandes captações no Tesouro Nacional entre 2008 e 2010 antecipam recursos futuros e elevam consideravelmente o disponível para liberar nesses anos, proporcionando também um impulso positivo no retorno a partir de 2009.¹⁰ O efeito colateral dessa antecipação de recursos, no entanto, é o aumento do serviço da dívida entre 2010 e 2020, que, na ausência de novas captações no futuro, absorve parcela relevante dos recursos e leva à queda brusca do disponível nominal entre 2010 e 2011, seguida por um lento crescimento até 2020, mesmo com o impulso positivo no retorno. A Tabela 3 destaca as contribuições líquidas projetadas do retorno e do Tesouro Nacional, para o cenário 2007 e o de final de 2009.

Tabela 3: Entradas líquidas (em R\$ milhões)

Anos	Cenário 2007		Cenário 2009	
	Retorno	Tesouro Nacional	Retorno	Tesouro Nacional
2007	53.325	-4.351	53.377	-2.606
2008	48.512	-1.400	55.344	20.539
2009	54.441	-1.304	69.191	100.937
2010	60.160	-937	66.195	67.436
2011	64.971	-2.714	78.607	-16.379
2012	69.653	-531	86.975	-14.132
2013	75.977	-544	90.615	-14.982
2014	84.194	-562	90.621	-16.380
2015	92.350	-2.167	91.386	-21.706
2016	98.734	-602	94.546	-21.873
2017	108.078	-620	100.636	-22.948
2018	116.965	-642	104.270	-20.418
2019	128.302	-659	110.313	-19.887
2020	141.635	-681	118.555	-19.373

Fonte: Elaboração própria.

¹⁰ Em 2008, houve ainda a contribuição expressiva de outras dívidas não tradicionais, como captações no FGTS e emissões de certificados de depósitos bancários (CDB) e de certificados de depósitos interfinanceiros (CDI).

Embora as estimativas se encerrem em 2020, observa-se uma inflexão da tendência de queda do disponível real a partir de 2018. De fato, após o esgotamento dos efeitos responsáveis pela expressiva elevação das liberações no curto prazo e pelas reduções de disponível devidas ao serviço de dívidas que não existiam até 2007, a tendência é que os disponíveis dos cenários 2007 e 2009 convirjam no longo prazo, mantidos os demais fatores inalterados.

ORÇAMENTOS FUTUROS: O EFEITO DO ALONGAMENTO DE PRAZOS

A análise anterior suscita a necessidade de escolhas importantes para a política financeira no futuro, referentes ao padrão de financiamento dos orçamentos de desembolsos.

Após a realização das grandes captações no Tesouro Nacional em 2008 e 2009, o padrão de financiamento clássico, representado pelo cenário 2007, pertence ao passado.¹¹ O mesmo acontece com o cenário 2009 após o ingresso dos recursos esperados para 2010 em condições de prazo diferentes do suposto no cenário anterior. Nesse sentido, os limites para o financiamento dos orçamentos futuros devem ser buscados, inicialmente, em transformações do cenário vislumbrado em 2010.

Com a finalidade de viabilizar melhores condições de atendimento da demanda projetada de recursos do BNDES nos próximos anos, a captação dos R\$ 80 bilhões de que trata o artigo 45 da MP 472/2009 terá um esquema de redistribuição dos pagamentos ao governo federal, em relação ao padrão contratado em 2009. A consequência é uma extensão do horizonte temporal dos benefícios das captações pelo menos até 2015. Com isso, aumenta-se a margem de manobra necessária para que, por meio da incorporação de inovações financeiras e/ou da obtenção de condições inexistentes na conjuntura atual (como discutido na próxima seção), seja possível alcançar maior autonomia em relação a novas captações no governo federal e prazo suficiente para que o tamanho do BNDES se ajuste ao que vier a ser a visão dos governos futuros sobre o papel do Banco.

Os Gráficos 6 e 7 mostram os efeitos dessa estratégia na disponibilidade de recursos, em termos reais e como proporção do PIB. O alongamento de prazo médio (cenário 2010, curva contínua) não só mantém os benefícios das grandes captações no Tesouro – aumento expressivo do disponível por meio da antecipação de recursos reais –, como também suaviza o custo do aumento do serviço da dívida. Isso propicia um disponível real da ordem de R\$ 80 bilhões entre

¹¹ Na verdade, ele pode até retornar no futuro distante, pelo menos 30 anos à frente, no caso de interrupção das grandes captações no Tesouro e de liquidação de grande parte das atuais dívidas com a União.

2011 e 2015, maior do que o do padrão clássico (curva tracejada) e com ganhos crescentes em relação ao cenário do final de 2009. A partir de 2016, persistem os ganhos crescentes em relação ao cenário 2009, que chegam a cerca de R\$ 12 bilhões em 2020, mas começam a ser observadas perdas com relação ao padrão clássico. No entanto, a partir de 2018, projeta-se o início de uma tendência de crescimento do disponível real no cenário 2010, consistente com um disponível de longo prazo em torno de 1,7% do PIB, pouco inferior ao do padrão clássico, de 1,9% do PIB.

Gráfico 6: Disponíveis reais

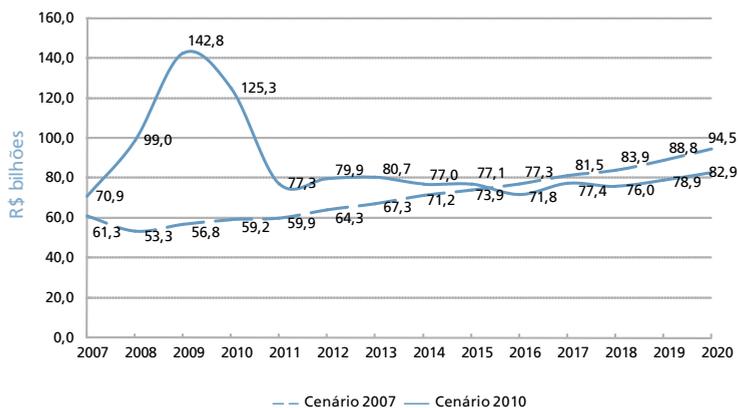
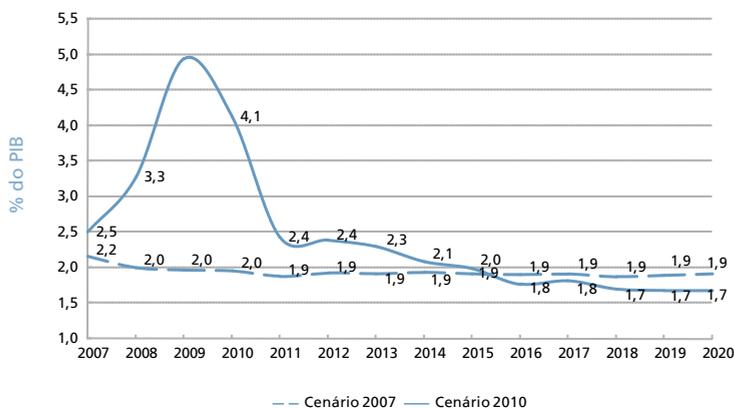


Gráfico 7: Disponíveis (% do PIB)



Fonte: Elaboração própria.

O TAMANHO DO ORÇAMENTO DE DESEMBOLSOS: ALTERNATIVAS PARA O FUTURO

Uma questão importante a ser definida em exercícios desse tipo é o tamanho do orçamento de desembolsos anual do BNDES, igual, por definição, ao mínimo entre a demanda por desembolsos e a disponibilidade de recursos anuais. A definição do tamanho do orçamento envolve aspectos técnicos e de política pública. A título de exercício numérico, se, por exemplo, a demanda por desembolsos entre 2011 e 2014 for fixada em 4% do PIB (R\$ 127 bilhões a preços de 2010), a necessidade anual de recursos adicionais, com prazos e custos compatíveis com o financiamento de longo prazo (por exemplo, captações em TJLP no Tesouro), no cenário 2010, ficará entre 1,6% e 1,9% do PIB (ver Tabela 4). Ressalte-se que os números da Tabela 4 devem ser interpretados como apenas ilustrativos, uma vez que a projeção das necessidades de recursos futuros depende dos efeitos das novas captações nos disponíveis corrente e futuro, ou seja, só pode ser construída precisamente com a ajuda do simulador dinâmico do fluxo de caixa.

Tabela 4: Estimativas para o período 2011 - 2014

Anos	Orçamento (R\$ bilhões de 2010)	Necessidade de recursos (% do PIB)	Necessidade de recursos (R\$ bilhões de 2010)
2011	127	1,6	50
2012	139	1,6	56
2013	153	1,7	65
2014	168	1,9	80

Fonte: Elaboração própria.

A discussão anterior traz à tona uma relevante característica de um padrão de financiamento de longo prazo apoiado em grandes captações não recorrentes. Trata-se da necessidade de compatibilizar as restrições orçamentárias intertemporais do BNDES e do Tesouro. De fato, como o orçamento do BNDES é igual ao mínimo entre a demanda por desembolsos e a oferta de recursos, a percepção do governo federal sobre o papel do BNDES na implementação de políticas e ações públicas no longo prazo determinará a suplementação de recursos por meio de créditos da União, em termos de volumes, prazos e custos, e, respeitadas as diretrizes fiscais, terá um papel fundamental na definição dos tamanhos dos orçamentos do BNDES nos próximos anos.

Na verdade, essa definição envolve uma escolha de trajetórias ou de caminhos para o orçamento do BNDES nos próximos anos, sujeita a revisões quando necessário, e que inclui não só o equacionamento das fontes de recursos, mas também outras escolhas estratégicas do Banco, envolvendo as políticas operacionais e financeiras, que têm efeito retroalimentador nas trajetórias possíveis para o orçamento.

Por exemplo, se o Banco optar por priorizar o financiamento da infraestrutura, cujos projetos apresentam prazos mais longos, haverá, tudo o mais constante, uma redução na projeção do retorno¹² e um aumento na necessidade adicional de recursos.¹³ Outro exemplo: se o BNDES priorizar liberações em renda variável, as projeções do retorno de crédito cairão e precisarão ser compensadas pelo aumento do retorno de renda variável, que é mais incerto e de prazos mais longos. Também nesse caso haverá redução na projeção do disponível e, conseqüentemente, aumento na necessidade de recursos adicionais, caso as condições futuras requeridas para as vendas das participações acionárias não se materializem.

Em suma, a definição da melhor trajetória para o orçamento do BNDES nos próximos anos é um problema de escolhas intertemporais, envolvendo riscos e incertezas,¹⁴ no qual cada escolha corrente condiciona as possibilidades futuras. No novo padrão de financiamento, em que têm papel fundamental as captações não recorrentes, como as recém-concedidas pelo Tesouro Nacional, são ainda mais importantes as seguintes escolhas, algumas sob controle do BNDES, outras não:

- a. volumes, prazos e custos das captações no Tesouro Nacional;
- b. volumes, prazos e custos de outras captações;
- c. definição de prioridades estratégicas na aplicação dos recursos (exemplo: infraestrutura, comércio exterior, bens de capital, indústria, inovação, desenvolvimento social e regional, micro, pequenas e médias empresas, mercado de capitais, internacionalização das empresas, sustentabilidade ambiental);
- d. prazos, taxas de juros e moedas das operações de crédito; e
- e. volumes e condições de investimentos e desinvestimentos de renda variável.

Naturalmente, o tamanho das liberações futuras e do próprio BNDES, por consequência, está fortemente vinculado às relações financeiras entre o BNDES e o seu acionista controlador. Estas, por sua vez, refletem as diversas medidas adotadas em 2008 e 2010 para aumentar a disponibilidade de recursos do BNDES, tanto para financiar os projetos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e do Plano de Desenvolvimento Produtivo (PDP) quanto para atenuar os efeitos da crise financeira internacional na economia brasileira. Entretanto, no que se refere ao equacionamento do *funding* do BNDES no longo prazo, existem outros instrumentos a serem buscados que permitem compatibilizar previsibilidade e recorrência.

¹² Entendido aqui como o recebimento anual de amortização e juros.

¹³ Os efeitos benéficos do investimento em infraestrutura na produtividade da economia e no crescimento econômico são consideráveis, mas sua análise está além do escopo deste trabalho.

¹⁴ Destaquem-se os riscos macroeconômico, de crédito, de mercado (incluindo riscos de liquidez e de variação de preços de ativos), operacionais e regulatórios.

Em especial, destaca-se a importância de inovações financeiras como novos instrumentos e meios que podem criar condições para viabilizar maior expansão futura. No ambiente de convergência de taxas de juros e manutenção ou melhoria dos *ratings* de crédito do país, o mercado de capitais será certamente uma importante fonte de recursos, canalizados por meio do BNDES, para projetos de longo prazo. Em particular, o Banco poderá se beneficiar do desenvolvimento do mercado local de renda fixa, aprofundando iniciativas anteriores, como as operações de debêntures simples da BNDESPAR, pioneiras no foco crescente ao investidor de varejo, que, mais recentemente, outros emissores replicaram. Além disso, poderá adquirir debêntures com o objetivo de giro, quando as condições ideais para monetização se apresentarem. Para tanto, a própria taxa básica de financiamento dos contratos do BNDES, a TJLP, deveria vir a ser aperfeiçoada de forma a apresentar as condições que permitissem a compatibilização de seu uso nas funções exercidas por um banco de desenvolvimento com os requerimentos necessários à sua maior aceitação como referencial de operações de mercado.

Em conclusão, a economia brasileira deverá dar respostas adequadas a diversos grandes desafios nos próximos anos, como os grandes projetos de infraestrutura energética e logística, contemplados no PAC, e o financiamento não apenas da infraestrutura da exploração do pré-sal, mas também da capacitação da indústria nacional para participar da sua cadeia de suprimento. Nesse contexto, é desejável que o processo de escolhas estratégicas discutido – com destaque para o equacionamento do *funding* de longo prazo do BNDES, o qual necessariamente refletirá a visão que as administrações federais futuras terão sobre o papel do BNDES para a economia brasileira – seja feito de forma coordenada e plurianual, compatível com o perfil de desembolsos para projetos de longo prazo apoiados pelo Banco. Porém, independentemente do processo que for seguido, as escolhas serão feitas e influenciarão, com maior ou menor intensidade, com maior ou menor espaço para revisão, a capacidade do BNDES de continuar a promover, com eficiência e qualidade, no presente e no futuro, o desenvolvimento do país.

ANEXO

PREMISSAS DOS CENÁRIOS

Premissas – cenário 2007	
Variáveis	Descrição
Crescimento do PIB	4,5% em 2007, 5% de 2008 em diante
Inflação	4,5% a.a.
TJLP	6,5% a.a. em 2007, 6% a.a. de 2008 em diante
Selic	9,6% a.a.
Custo de financiamento externo	5% a.a.
Desvalorização cambial	Igual à inflação
Captações externas	Ingressos iguais às saídas
Captações externas	Prazo médio de amortização: 10 anos
Captações externas	Spread: 0,75% a.a.
Rentabilidade de ações	Selic + 5% a.a.
Vendas + rendimentos de ações	Selic + 2% a.a.
Liberações de renda variável	3,5% dos desembolsos totais
Despesas administrativas	Corrigidas pela inflação
Dividendos	Padrão histórico recente
Spread total	2% a.a.
Prazos dos financiamentos	Conforme quadro abaixo

Prazo médio dos financiamentos (meses)	
Carência	Amortização
10	78

Premissas atualizadas – cenários 2009 e 2010	
Variáveis	Descrição
Crescimento do PIB	-0,2% em 2009, 5% de 2010 em diante
TJLP	6% a.a.
Selic	Tendência decrescente, até 8% a.a. a partir de janeiro de 2012
Custo de financiamento externo	4% a.a.
Spread total	1,74% a.a.

Fonte: Elaboração própria.

Obs.: Demais premissas são idênticas às do cenário 2007.