

**textos
para
discussão**

163

novembro de 2024

**Três décadas – O BNDES
depois da estabilização:
1994-2023**

Fabio Giambiagi
Gilberto Borça Jr.
Letícia Magalhães

 **BNDES**

textos para discussão

163

novembro de 2024

Três décadas – O BNDES depois da estabilização: 1994-2023

Fabio Giambiagi
Gilberto Borça Jr.
Letícia Magalhães

Fabio Giambiagi, Gilberto Borça Jr. e Leticia Magalhães são economistas do BNDES.

Os autores agradecem as excelentes observações acerca de versões preliminares do artigo, minuciosamente lidas por Ana Cláudia Além, Antonio Marcos Hoelz Ambrozio, Arthur Butter, Gabriel Aidar, Julio Leite e Selmo Aronovich. O agradecimento se estende também a Altino Joia, Antonio Lopes, ao já citado Arthur Butter (neste caso desempenhando um segundo papel), Ayrton Ramos, Francisco Anderson, Leandro de Araújo, Luciana Torres, Rodrigo Rodrigues e Vivian Machado, que generosamente contribuíram com dados diversos, e sem cuja colaboração este trabalho não teria sido possível.

O presente artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

Resumo

Este texto abrange trinta anos de dados acerca da evolução do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), desde a estabilização de 1994 até 2023, cobrindo um vasto conjunto de variáveis. Mostra-se que os desembolsos da instituição, que em meados da década de 1990 eram de 1% do Produto Interno Bruto (PIB), chegaram a um pico de mais de 4% do PIB uma década e meia depois, decresceram até atingir o mínimo da série em 2021, para, em 2023, retornar a níveis relativos próximos aos do começo da série. Essa trajetória foi acompanhada pela evolução do ativo do BNDES, que a preços de dezembro de 2023 passou de valores da ordem de R\$ 200 bilhões no começo da série, para um pico de R\$ 1,5 trilhões em 2014, caindo a aproximadamente R\$ 700 bilhões recentemente. O artigo mostra a trajetória de diversas variáveis e indicadores ao longo desses trinta anos, com as diversas mudanças ocorridas, tendo como denominador comum o fortalecimento financeiro da instituição, que gerou lucro em cada um dos anos do período, em proporções crescentes, com excelentes indicadores de solvência e rentabilidade.

Palavras-chave: BNDES, Pós-estabilização, Indicadores Financeiros, FAT, Crédito, Taxa de Longo Prazo (TLP).

Abstract

This paper covers thirty years of data on the evolution of the Brazilian Development Bank (BNDES), from the 1994 stabilisation to 2023, covering a wide range of variables. It shows that the institution's disbursements, which in the mid-1990s represented 1% of the Gross Domestic Product (GDP), peaked at over 4% of the GDP a decade and a half later, then decreased until reaching the minimum of the series in 2021, and, in 2023, returned to relative levels close to those at the beginning of the series. This pathway was followed by the evolution of the BNDES' assets, which at December 2023 prices went from values of around R\$200 billion at the beginning of the series, to a peak of R\$1.5 trillion in 2014, falling to approximately R\$700 billion more recently. The article shows the trajectory of several variables and indicators over these thirty years, with various changes, having as a common denominator the institution's financial strengthening, generating profit in every year in the period, in increasing proportions, with excellent solvency and profitability indicators.

Keywords: *BNDES, Post-stabilisation, Financial Indicators, FAT, Credit, Long-Term Rate.*

Sumário

1.	Introdução	10
2.	A evolução dos desembolsos	13
3.	O tamanho do ativo	18
4.	A composição do <i>funding</i>	21
5.	O lucro, sempre presente.....	28
6.	O tema dos empréstimos do Tesouro	33
7.	A adoção da TLP	36
8.	A participação do BNDES no mercado de crédito bancário	37
9.	Desempenho recente	40
10.	Conclusões	42
	Referências	45
	Apêndice 1. Desembolsos 1995-2023 (R\$ milhões correntes)	50
	Apêndice 2. Desembolsos 1995-2023 (R\$ milhões constantes de 2023)	51
	Apêndice 3. Desembolsos 1995-2023 (% PIB).....	52
	Apêndice 4. Variáveis selecionadas	53
	Apêndice 5. Evolução da carteira de crédito do BNDES (% do PIB)	54

Considero, outrossim, indispensável esclarecer mais a fundo o papel que se pretende atribuir ao Estado na tarefa promocional. Tenho para mim que, com o uso de três expressões um pouquinho pedantes, se poderia fixar bem os conceitos. Eu diria que, na medida do possível, o Estado deve ser predominantemente um manipulador de incentivos. Isto quer dizer que, tanto quanto possível, ele deve agir por vias indiretas, exemplo: política de crédito, política fiscal, subvenções, tarifas, etc. antes que por via de controles diretos (...). No tocante a investimentos, o Estado deveria ser apenas um investidor pioneiro, que se retiraria de campo transferindo-se para outra atividade logo que terminada a fase pioneira, ou ainda um investidor supletivo, que compensaria as ocasionais debilidades da iniciativa privada (...). Sou favorável ao Estado espoleta, que deflagra um processo (...) mas transfere a responsabilidade tão rapidamente quanto possível à iniciativa privada. Resumindo:

a) O desenvolvimento orientado não representa um meio de aumentar o grau de intervenção do Estado, mas visa antes a substituir a intervenção esporádica descoordenada do Estado pela formulação de um programa orgânico, dentro do qual a iniciativa privada conheça as metas gerais que o desenvolvimento econômico exige e os incentivos que o Estado está disposto a proporcionar.

b) Como investidor, o Estado deve exercer funções apenas pioneira e supletiva, exceto nos setores de infraestrutura. Neste, deve o Estado continuar a expandir a sua ação, sem descurar, entretanto, a criação de condições que possibilitem uma eventual transferência de parte desses serviços para a iniciativa privada (...).

c) À medida que for possível interessar a iniciativa privada no financiamento dos setores de infra-estrutura, liberará o Estado recursos para investimentos indispensáveis ao desenvolvimento econômico e que nunca poderiam ser financiados pela iniciativa privada, tais como educação, saneamento, irrigação, colonização, etc. (CAMPOS, 1994, p. 319-320, citando trecho de uma carta sua a Lucas Lopes, de maio de 1955).

1. Introdução

No dia 25 de junho de 1952, o jornal O Globo publicava o seguinte editorial:

O Presidente da República sancionou sexta-feira um dos atos legislativos que maior repercussão poderá ter no futuro do país: a lei que cria o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Esse banco será o órgão oficial financiador dos projetos de reequipamento dos portos, das ferrovias, da navegação, que a Comissão Mista Brasil – Estados Unidos está elaborando em ritmo acelerado, e enviando ao Banco Internacional ou ao Banco de Exportação e Importação, para que estes concedam os créditos em dólares necessários à sua consecução. Duas serão, portanto, as nossas fontes de financiamento: aqueles bancos estrangeiros, que farão o financiamento em dólares, e o BNDE, criado sexta-feira, que fará o financiamento em cruzeiros. Esses cruzeiros provêm, principalmente, do imposto adicional sobre a renda, que o Congresso decretou para o fim especial de atender às necessidades de reaparelhamento do país. É, assim, o Banco de Desenvolvimento um elo fundamental do plano econômico-financeiro do Governo, executado pelo ministro da Fazenda. O Sr. Getúlio Vargas, dando vida ao novo estabelecimento, pratica um ato de Governo, cujo alcance histórico só com o passar dos anos se revelará integralmente.

No final, o editorial concluía da seguinte maneira:

É indispensável que o Governo, na escolha dos administradores do novo Banco, não se deixe levar por critérios políticos ou pessoais, mas pela preocupação única de encontrar homens adequados a tão difíceis funções. Esses homens devem reunir os atributos de idoneidade moral (...) e da experiência em assuntos técnicos, industriais e financeiros, como aqueles de que o Banco tratará. A criação de cargos como os de direção de Bancos oficiais expõe sempre os governos ao risco de quererem utilizá-los para resolver situações partidárias, para recompensar ou aproveitar pessoas, em funções de critérios políticos. Seria melhor que a União pensionasse tais pessoas, sem exigir delas qualquer trabalho, do que expor o serviço público à ineficiência e aos prejuízos, para aproveitá-los. O Sr. Getúlio Vargas não pode permitir, porém, que o novo instrumento (...) corra o risco de corromper-se por obra de uma direção conscientemente infeliz.

Nos 21 anos seguintes, entre 1953 (inclusive) e 1973, a inflação brasileira, medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), foi de 30% a.a., em média. Nesse contexto, a incerteza inflacionária fez do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), na prática, um virtual monopolista no mercado de crédito de longo prazo no Brasil. Ao longo desse período inicial, as liberações do BNDES respondiam por 0,4% a 0,7% do PIB, mas o Banco teve um papel central no financiamento do Plano de Metas e na consolidação de um tecido industrial internalizando elos da cadeia industrial associados às indústrias de base (Barboza, Furtado e Gabrielli, 2019).

No ambiente de instabilidade aguçada da época, o recurso ao BNDES¹ era uma espécie de “porto seguro” de proteção contra algumas das mazelas daquele período. Esse cenário se acentuou ainda mais na fase de maior pressão inflacionária que se seguiu ao primeiro choque do petróleo, ocorrido em 1973. Nos 21 anos posteriores, a inflação média, sempre medida pelo IGP, alcançou 92% a.a.² Inicialmente, a inflação passou a se deslocar por “patamares” – de 30% a 40% entre 1974 e 1978; em torno de 100% no triênio 1980/1982; e em torno de 200% no triênio seguinte. Após o fracasso do Plano Cruzado, o fenômeno piorou ao longo dos oito anos de “hiperinflação reprimida”, de 1987 a 1994, até a estabilização do Plano Real.

Se a elevada inflação revelava uma patologia da economia nacional, os vinte anos que se seguiram passaram a mostrar outra: a elevada taxa de juros real. De fato, a taxa de juros real média da Selic, de 1995 a 2014, foi de nada menos que 10% a.a., taxa naturalmente inibidora do nível de atividade – e que colocava a economia brasileira na posição de líder mundial de taxa real de juros. Em tais circunstâncias, o BNDES, sob a existência de uma taxa de juros institucional (a Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP), definida em patamares inferiores à citada Selic, continuou funcionando como uma espécie de “abrigo” para o investimento das empresas.

O triênio 2015-2017 marcou uma mudança nesse contexto. Por um lado, a taxa real Selic caiu para metade do patamar anteriormente verificado, com uma média de 5% a.a. Por outro lado, em 2017 foi aprovada a lei que instituiu a Taxa de Longo Prazo (TLP) a partir de janeiro de 2018, com um arranjo gradual de convergência, entre 2018 e 2023, para o custo do endividamento do Tesouro Nacional no vértice de cinco anos, expresso pelo comportamento da taxa da Nota do Tesouro Nacional série B (NTN-B) para o mesmo prazo.³ A queda maior ainda das taxas de juros internacionais e domésticas no período 2018-2020 acentuou ainda mais as tendências que vinham se anunciando desde meados da década anterior. Embora depois a trajetória dos juros de mercado tenha sido revertida, com alta verificada no biênio 2021-2022, a redução do diferencial de juros entre as taxas de mercado e a TLP foi mantida até desaparecer, conforme o cronograma original, no começo de 2023. Durante o período de 2018 a 2023, a remuneração dos aportes do FAT ao BNDES teve rendimento médio observado acima da Taxa Selic acumulada no período. Em exercício hipotético, uma aplicação realizada em 1º de janeiro de 2018 no FAT seria sacada em 31 de dezembro de 2023 com uma remuneração real de 187% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI).

1 O “S” de Social do BNDES foi incorporado apenas em 1982.

2 O INPC do IBGE só surgiu em 1979.

3 No ano de 2018, o fator de desconto da TLP frente ao vértice de cinco anos das NTN-Bs foi definido em 43%. Isto é, a TLP receberia um desconto de 43% relativamente à taxa de cinco anos de financiamento do Tesouro Nacional. Tal desconto seria linearmente reduzido em um horizonte de cinco anos, atingindo, assim, 34% em 2019, 26% em 2020, 17% em 2021, 9% em 2022 e, finalmente, a partir de 2023, esse desconto foi extinto. Portanto, a partir de 2023 o custo institucional de *funding* do BNDES passou a refletir principalmente o custo de financiamento do Tesouro Nacional para o prazo de cinco anos. Esse ponto está mais bem detalhado na seção 7 do artigo.

Tal perspectiva colocou o BNDES, na atual década, diante de um desafio, quando precisava mostrar que seria capaz de sobreviver ao mesmo tempo sem uma inflação elevada e sem um diferencial de juros nas suas aplicações capaz de incentivar investimentos como antes.

Que há espaço para a existência de bancos de desenvolvimento, mesmo em economias maduras, é algo que a existência de instituições sólidas como o KfW na Alemanha – apenas para citar um caso notório – indica ser um fato.⁴ A epígrafe citada no começo deste artigo indica que esse ponto de vista poderia ser compartilhado por diferentes visões econômicas. Tal tipo de instituição pode se justificar, mesmo em ambientes caracterizados por maior previsibilidade econômica e com inflação e taxas de juros reais baixas. Afinal, falhas de mercado e missões de política pública estão presentes em qualquer economia, nos mais diversos estágios de desenvolvimento.

De qualquer forma – em linha com processos observados em muitos casos nacionais e, também, nos bancos multilaterais – a continuidade dessas instituições se processa por vezes em um ambiente de questionamento, que implica a necessidade de modificarem tanto o seu *modus operandi* como o seu relacionamento com o mundo externo. A necessidade de reduzir custos; passar a operar com *spreads* menores; e incrementar o seu nível de transparência são questões que, de um modo geral, formaram parte do denominador comum de quase todos esses processos.

Este Texto para Discussão se insere nesse contexto, com objetivo duplo. Primeiro, fornecer a todos os interessados um conjunto de elementos de três décadas do BNDES, quantitativos e qualitativos, referentes ao período que vai de 1994 (em alguns casos) a 2023, para compreender melhor o seu desempenho. E segundo, ser mais um veículo de prestação de contas da instituição, hoje reconhecida pelo Tribunal de Contas da União (TCU) como a estatal federal com maior nível de transparência do Brasil (Para..., 2023), sendo um dos bancos de desenvolvimento mais transparentes do mundo.

Instituições contam, é o que nos ensina a literatura desenvolvida ao longo das últimas décadas na pesquisa econômica (Acemoglu; Robinson, 2012; North, 1991). Elas são uma das principais explicações para o fato de que existam países que “deram certo” e outros que ficaram para trás na corrida do desenvolvimento. O Brasil tem instituições importantes, das quais pode e deve se orgulhar.

O BNDES, com mais de sete décadas de história, é uma das instituições longevas com as quais o país conta. Foi por meio dessa instituição que, desde a década de 1950, surgiu grande parte da infraestrutura brasileira. Da década de 1960 em diante, foi a partir do Banco que a industrialização nacional ganhou fôlego. Na década de 1980, foi nele que surgiram os estudos pioneiros que dariam origem, posteriormente, às propostas de abertura da economia, mediante a chamada “integração competitiva”. Nos anos 1990, foi o BNDES o lócus da reflexão institucional sobre privatização. Nos anos 2000, o BNDES foi um dos principais instrumentos de expansão do crédito para investimentos que marcaram a expansão de setores como a indústria aeronáu-

4 Ver Além e Madeira (2024) e BNDES (2023).

tica, ou a instalação de importantes segmentos associados à transição energética, como a cadeia industrial associada a geração de energia eólica. Além disso, o tema da sustentabilidade passou a ser objeto de reflexão cada vez mais intensa e com o BNDES sendo escolhido para ser gestor do Fundo Amazônia pela expertise e pelo reconhecimento à qualidade dos seus quadros. E, recentemente, o Banco se tornou, pelo The Montreal Group, padrão de referência em monitoramento e avaliação de impacto (BNDES, 2024b), bem como foi reconhecido como o maior estruturador de projetos de infraestrutura do mundo (BNDES..., 2024). Para as próximas décadas, há potencial para contribuir ainda mais para o desenvolvimento do país.

Ao apresentar este Texto para Discussão, junto com os dados sobre o BNDES, a intenção é dar publicidade a um conjunto amplo de informações sobre a instituição de forma sistematizada e analítica. Exemplo disso são os números acerca do balanço e das demonstrações de resultado, que constam nos sucessivos relatórios anuais publicados pelo Banco nos últimos trinta anos, mas que aqui são apresentados em tabelas específicas com séries das variáveis desde 1994 ou o primeiro ano para o qual há informações disponíveis nesse período. Há, nesse sentido, a intenção de emular, com as devidas adaptações, um esforço de transparência da instituição por ocasião dos seus quarenta anos de existência, quando o BNDES elaborou um documento oficial com uma série de dados anuais desde 1952 (BNDES, 1992). Além (1997) elaborou um Texto para Discussão mais analítico, mas contendo diversos dados anuais com séries longas, com espírito similar. O nosso propósito é, de certa forma, atualizar esses dois trabalhos citados para o período posterior à estabilização de julho de 1994.

Este Texto para Discussão está dividido em dez seções. Após esta introdução, a segunda seção apresenta a evolução dos desembolsos no período de 1995-2023. A terceira detalha a trajetória do ativo do Banco. A quarta seção analisa as fontes de *funding*. A quinta faz um “raio-X” da composição do lucro. A sexta aborda os empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES. A sétima explica a introdução da TLP. A oitava mostra a participação do BNDES no crédito bancário total do Sistema Financeiro Nacional. A nona, o perfil atual dos desembolsos e seu desempenho recente. Por último, há uma seção de conclusões.⁵

2. A evolução dos desembolsos

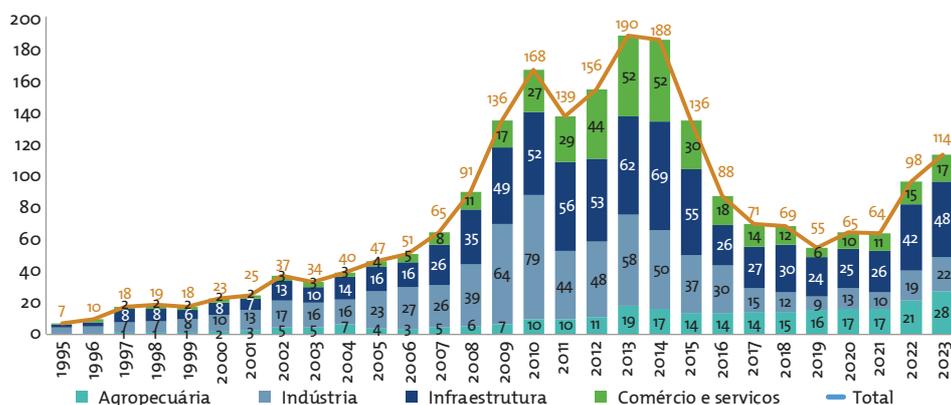
A evolução dos desembolsos do BNDES no período de 1995-2023⁶ é exposta nos Gráficos 1 a 3 (as tabelas correspondentes encontram-se nos Apêndices 1 a 3, no anexo), nos quais os valores aparecem a preços correntes, constantes e em percentual do PIB, respectivamente. Cabe esclarecer aqui que, como a compara-

5 Não é intenção do presente texto tratar das críticas feitas à ação do BNDES no passado ou a algumas de suas políticas, como, por exemplo, em Lazzarini (2011) e, mais recentemente, Carrasco e Freitas (2022) e Mendes (2022). Para o leitor interessado na literatura sobre os efeitos da ação da instituição, sugere-se a leitura de Barboza, Pessoa, Ribeiro e Roitman (2023), e dos artigos publicados pela Revista do BNDES por ocasião da comemoração dos 30 anos do FAT (2018).

6 Para uma análise dos desembolsos no período de 1952-2017, ver Barboza, Furtado e Gabrielli (2019).

ção será feita com o PIB, utilizou-se o deflator do PIB para a conversão em preços constantes. Tendo sido sua variação, na maioria dos anos, superior à do IPCA, cabe notar que o valor do desembolso de anos anteriores a preços atuais diverge bastante do que seria obtido se fosse utilizado outro índice de preços médio.

Gráfico 1. Desembolsos 1995-2023 (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2024a).

A evolução dos desembolsos nos quase trinta anos considerados pode ser dividida em cinco fases:

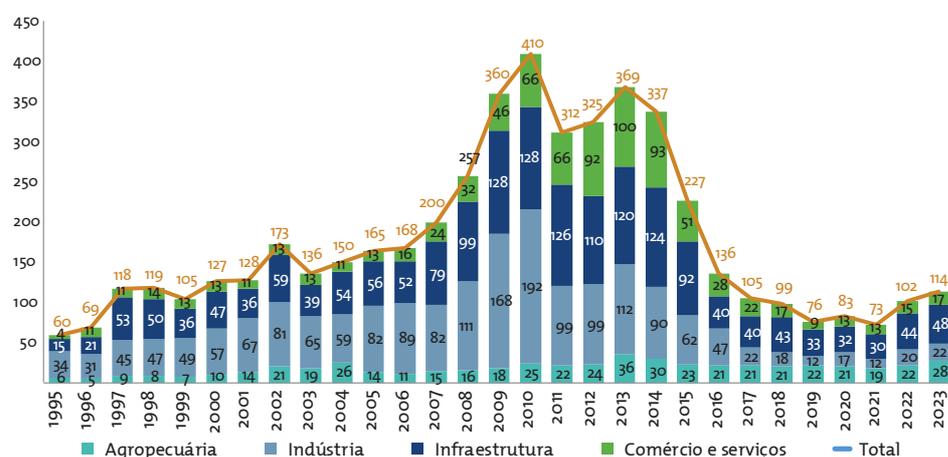
- 1995-2007. O ganho de espaço do Fundo de Amparo do Trabalhador (FAT) no *funding* do BNDES e a sua dinâmica favorável da trajetória associada ao crescimento econômico dão lastro à instituição para ter uma trajetória de expansão praticamente contínua, com crescimento real médio dos desembolsos de 10,6% a.a. ao longo do período total de 12 anos.⁷
- 2008-2010. Momento de um incremento médio anual de 27,0% nos três anos, desde o ano-base de 2007 até 2010, quando em um triênio o BNDES mais do que dobra de tamanho. Tal dinâmica se deu no contexto do papel anticíclico desempenhado pelo sistema público de crédito em geral, e pelo BNDES, em particular, no financiamento às empresas no período mais agudo da crise financeira internacional, em 2008 e 2009. Foi em meados de 2009 que o Governo Federal lançou o Programa de Sustentação do Investimento (PSI). Como o FAT já não era capaz de atender a esse crescimento da demanda de recursos, a sua viabilização ocorreu em função dos sucessivos empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES.⁸

7 O ano de 2002, especificamente, foi um ponto fora da curva, devido aos efeitos defasados da necessidade de adotar medidas para enfrentar a restrição energética de 2001, o que gerou naquele ano um *boom* de projetos no setor, que deslançaram em 2002. Parte da dinâmica dos desembolsos nesse período esteve também associada às privatizações da época, as quais, após a desestatização, em muitos casos geraram investimentos expressivos das empresas, então privatizadas e em muitos casos financiadas pelo BNDES. Não é intenção aqui tratar desse tema. Para o leitor interessado nos detalhes das questões envolvendo a privatização, recomenda-se a leitura de Pinheiro e Fukasaku (2000).

8 Para compreender o contexto do PSI, cabe lembrar a queda acumulada de quase 18% da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) entre o 3T/2008 e o 1T/2009. Ao final de jul/2009, após alguma recuperação, a FBCF persistia em um patamar bem inferior aos níveis pré-crise. Para maiores detalhes sobre PSI ver Machado e Roitman (2015) e Machado, Grimaldi e Albuquerque (2018).

- 2011-2014. A continuidade da política do Tesouro Nacional de empréstimos ao BNDES e das sucessivas renovações do PSI, programa que só foi definitivamente encerrado ao final de 2015, permitiu ao Banco manter um elevado volume de empréstimos. Embora em queda em relação ao pico de 2010, na média dos quatro anos entre 2011 e 2014, os desembolsos anuais foram de R\$ 336 bilhões, montante próximo ao desembolso médio de 2008 a 2010, de R\$ 343 bilhões, ambos os valores a preços de 2023.
- 2015-2021. Corresponde a uma fase de declínio contínuo dos desembolsos em todos os anos, com exceção de 2020, devido a alguns componentes excepcionais daquele ano, em função das urgências emergenciais associadas ao combate aos efeitos da pandemia da Covid-19. Entre 2014 e 2021, os desembolsos encolhem a uma taxa real média anual de 19,6%. Em 2021, a variável correspondeu a apenas 22% do seu valor real de 2014 e a menos de 18% do pico de 2010. É importante destacar que em 2018 tivemos a mudança do custo institucional de *funding* da instituição, com a substituição da TJLP pela TLP, nos termos da Lei 13.483 de 21 de setembro de 2017, que é balizada na média móvel de noventa dias das NTN-Bs de cinco anos do Tesouro Nacional. Além do encarecimento das suas fontes de financiamento, o BNDES teve que lidar com o fenômeno de muitas liquidações antecipadas.
- 2022-2023. Retomada do crescimento, com uma expansão real acumulada dos desembolsos de 57% no biênio.

Gráfico 2. Desembolsos 1995-2023 (R\$ bilhões constantes de 2023)



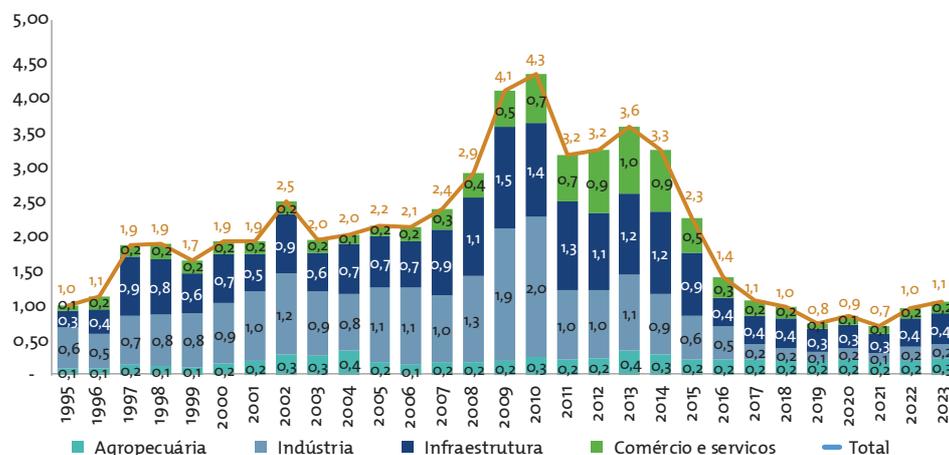
Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2024a).

Em termos da trajetória sobre o PIB, o BNDES, no começo da estabilização, em 1995, teve um volume de desembolsos de exatos 1,0% do PIB, que foi sendo ampliado gradualmente até 2,4% do PIB, em 2007.⁹ Ali se inicia o salto antes comentado, que leva os desembolsos a um pico de 4,3% do PIB em 2010, após o

9 O Apêndice 4, ao final do texto, apresenta outras comparações macroeconômicas relevantes associadas à trajetória dos desembolsos exposta nesta seção. Nele são mostradas a evolução da taxa de investimento e a evolução do coeficiente entre os desembolsos do BNDES e a FBCF. Esta última importância relativa, que era de 5,0% em 1995, alcançou um pico de mais de 20% de participação no final da década de 2000, tendo retornado, na década atual, aos níveis do começo da série exposta.

que se inicia um declínio relativo, até alcançar o “vale” de 0,7% do PIB em 2021, com retomada, para 1,1% do PIB em 2023.

Gráfico 3. Desembolsos 1995-2023 (% PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2024a).

Para além de questões conjunturais, cabe chamar a atenção para algumas tendências que ficam bastante nítidas nas médias por período, expostas nas Tabelas 1 a 3. Nessas tabelas, propositalmente, optou-se por considerar períodos de cinco anos e não períodos de governo, a fim de ressaltar os componentes estruturais, que se manifestam como uma característica da trajetória de longo prazo e perpassando diversos governos. Tais tendências são explicadas a seguir.

Tabela 1. Composição dos desembolsos do BNDES por setor (% total)

Ano	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Comércio e serviços	Total
1995-2000	8,0	45,2	35,6	11,2	100,0
2001-2005	12,5	47,2	32,1	8,2	100,0
2006-2010	6,3	46,0	35,1	12,6	100,0
2011-2015	8,6	29,3	36,8	25,3	100,0
2016-2020	22,3	21,9	38,7	17,1	100,0
2021-2023	24,0	18,4	42,0	15,6	100,0

Fonte: BNDES (2024a).

Em termos setoriais, temos a perda de peso da indústria na composição do total dos desembolsos, em forma contínua desde o começo da década de 2000, acompanhada de um aumento também contínuo do peso da infraestrutura desde a mesma época, cabendo chamar a atenção para a importância da agropecuária, que no final da década de 1990 representava apenas 8% dos desembolsos do Banco e atualmente corresponde a quase um quarto dos desembolsos (Tabela 1).¹⁰

¹⁰ O ganho de importância relativa da agropecuária no BNDES é explicado pela grande relevância que ele adquiriu como executor de políticas públicas do Governo Federal no âmbito do Plano Safra. A título de exemplo, no Plano Safra 2024/2025, o Governo Federal alocou cerca de 25% dos recursos equalizados no BNDES, o qual, por meio de operações de crédito indiretas via rede de agentes financeiros credenciados, canaliza esses recursos aos pequenos e médios produtores rurais.

Tabela 2. Composição dos desembolsos do BNDES por porte de empresa (% total)

Período	Micro e pequena	Média	Total MPME	Grande empresa	Total
1995-2000	12,4	3,6	16,0	84,0	100,0
2001-2005	19,1	7,2	26,3	73,7	100,0
2006-2010	15,0	8,0	23,0	77,0	100,0
2011-2015	23,8	8,3	32,1	67,9	100,0
2016-2020	24,1	19,6	43,7	56,3	100,0
2021-2023	21,3	20,8	42,1	57,9	100,0

Fonte: BNDES (2024a).

No que diz respeito ao porte de empresas, houve aumento expressivo da importância das micro, pequenas e médias empresas (MPME) no total dos desembolsos, fenômeno relacionado com o peso das operações indiretas, que fez com que as grandes empresas, que na segunda metade da década de 1990 correspondiam a quase 85% dos desembolsos do BNDES, passassem a responder recentemente por menos de 60% deles.¹¹ Particular atenção merece a expansão contínua das empresas médias nesse universo, desde o começo da estabilização (Tabela 2).

Tabela 3. Composição dos desembolsos do BNDES por região (% total)

Período	Norte	Nordeste	Sudeste	Sul	Centro-Oeste	Total
1995-2000	2,9	12,1	56,3	20,9	7,8	100,0
2001-2005	3,8	9,5	58,7	19,6	8,4	100,0
2006-2010	5,8	10,5	57,2	18,2	8,3	100,0
2011-2015	8,0	14,0	46,5	20,9	10,6	100,0
2016-2020	5,1	15,4	40,4	26,7	12,4	100,0
2021-2023	4,5	12,3	41,2	31,1	10,9	100,0

Fonte: BNDES (2024a).

Por fim, em termos regionais, tivemos a redução relativa do peso do Sudeste na composição dos desembolsos por região geográfica, reflexo da perda de peso da indústria de transformação e de certa desconcentração espacial da economia, em que pese o grande predomínio daquela região no conjunto da economia.¹² Nesse contexto, a soma dos desembolsos para o Norte e o Nordeste passou de 15% do total, na média de 1995-2000, para 17% nos anos 2021-2023; no Centro-Oeste, região particularmente dinâmica por todas as transformações agrícolas que ocorreram nesses trinta anos, esse peso aumentou de 8% para 11% do total nessa mesma comparação. Claramente, o processo de expansão da agropecuária se refletiu também no incremento da região Sul, de 21% para 31% dos desembolsos entre a segunda metade dos anos 1990 e o período mais recente (Tabela 3).

11 Para maiores detalhes do apoio do banco às MPMEs, ver Barboza *et al.* (2019).

12 Para esse fenômeno houve também uma contribuição importante das cooperativas, com as quais o BNDES estreitou o seu relacionamento ao longo do tempo. Ver BNDES (2024d).

3. O tamanho do ativo

Como é natural, a trajetória da importância relativa do BNDES expressa no seu volume de desembolsos foi a contrapartida do que aconteceu com as variáveis associadas à instituição em termos da evolução dos seus estoques de ativo e passivo, como pode ser observado analisando a Tabela 4.

Tabela 4. Evolução do ativo, do passivo e do patrimônio líquido do BNDES (R\$ milhões)

Ano	R\$ milhões correntes			R\$ milhões constantes dez/2023		
	Ativo total	Passivo	Patrimônio líquido	Ativo total	Passivo	Patrimônio líquido
1994	35.621	24.556	11.065	237.361	163.629	73.732
1995	39.304	30.185	9.119	213.962	164.321	49.642
1996	46.489	36.454	10.035	230.993	181.131	49.862
1997	59.134	48.694	10.440	279.232	229.934	49.298
1998	80.773	70.457	10.316	375.240	327.316	47.924
1999	88.556	77.492	11.064	377.636	330.455	47.181
2000	100.636	88.804	11.832	404.973	357.359	47.614
2001	112.212	100.009	12.203	419.389	373.781	45.608
2002	150.958	138.608	12.350	501.383	460.364	41.019
2003	152.125	139.268	12.857	462.261	423.192	39.068
2004	163.959	149.844	14.115	463.013	423.153	39.860
2005	174.967	159.256	15.711	467.493	425.515	41.978
2006	187.475	168.383	19.092	485.660	436.202	49.458
2007	202.652	177.729	24.923	502.557	440.750	61.807
2008	277.294	252.027	25.267	649.327	590.161	59.167
2009	386.633	359.005	27.628	867.985	805.961	62.024
2010	549.020	483.121	65.899	1.163.786	1.024.096	139.690
2011	624.827	563.815	61.012	1.243.639	1.122.202	121.437
2012	715.498	665.505	49.993	1.345.512	1.251.499	94.013
2013	782.044	736.418	45.626	1.388.568	1.307.557	81.012
2014	877.219	846.482	30.737	1.463.718	1.412.431	51.287
2015	930.576	899.583	30.993	1.403.059	1.356.330	46.729
2016	876.137	820.961	55.176	1.242.798	1.164.531	78.267
2017	867.517	804.681	62.836	1.195.309	1.108.731	86.579
2018	802.527	722.971	79.556	1.065.795	960.141	105.654
2019	728.166	623.355	104.811	927.083	793.640	133.443
2020	778.342	665.339	113.003	948.111	810.460	137.651
2021	737.178	610.181	126.997	815.890	675.333	140.557
2022	683.753	552.429	131.324	715.342	577.951	137.391
2023	732.480	581.151	151.329	732.480	581.151	151.329

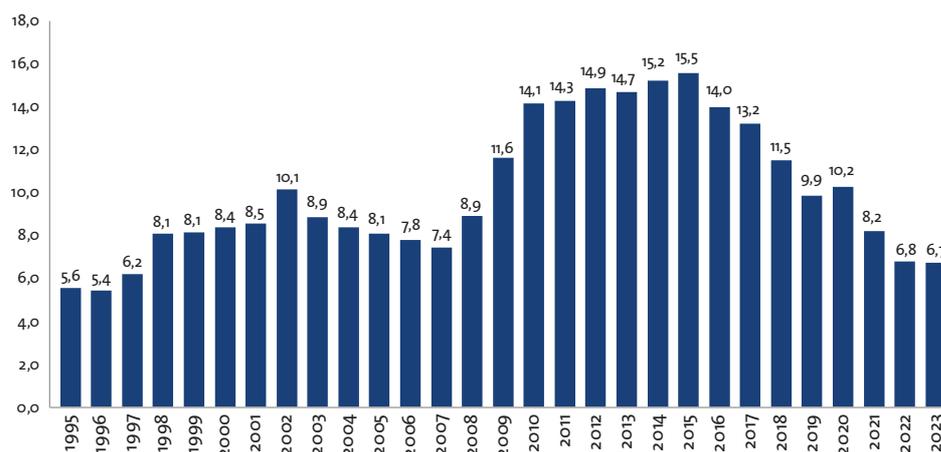
Fonte: Elaboração própria com base em dados internos (1994 e 1999) e demonstrações financeiras do BNDES (2000 a 2023) disponíveis em: <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>. Acesso em: 15 out. 2024.

Deflator: IPCA.

Diminuindo um pouco as fases comentadas na seção anterior, podemos estabelecer três estágios na evolução do ativo do BNDES em termos reais.¹³ Entre 1994 e 2007, ele cresce a uma taxa real média de 5,9% a.a., claramente superior ao crescimento da economia, mas ainda uma taxa moderada *vis a vis*, o que aconteceu nos anos posteriores. Nos sete anos de 2007 a 2014, o ativo real cresce a uma média muito maior, de 16,5% a.a. Já nos nove anos entre 2014 e 2023, ele encolheu a uma média de 7,4% a.a.

Esse comportamento pode ser evidenciado também quando olhamos o tamanho do ativo total do BNDES em proporção do PIB. No período de forte crescimento, entre 2007 e 2014, verifica-se que a participação do ativo total do BNDES em relação ao PIB passa de 7,4% para 15,2%, mais que dobrando de tamanho. Já nos anos subsequentes, em que tivemos forte contração, o tamanho do ativo encolhe para 6,7% em 2023, percentual inferior ao observado em 1998 (Gráfico 4).

Gráfico 4. Evolução do ativo do BNDES em % PIB

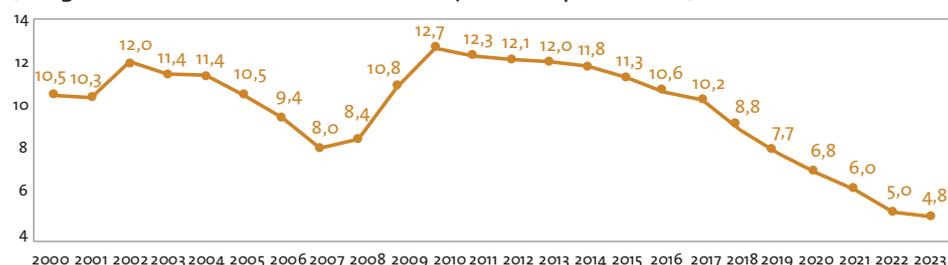


Fonte: Elaboração própria com base em dados internos (1994 e 1999) e demonstrações financeiras do BNDES (2000 a 2023) disponíveis em: <https://ri.bnades.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>. Acesso em: 15 out. 2024.

Ao comparar o tamanho do ativo do BNDES com o total dos ativos de conglomerados financeiros e instituições independentes do Sistema Financeiro Nacional – SFN (Gráfico 5), percebemos que, ainda que o período de 1995-2007 tenha apresentado crescimento real do ativo do BNDES, houve redução na participação do Banco nos ativos totais do sistema financeiro, que saiu de 12% em 2002 para 8% em 2007. Entre 2007 e 2010, com a aceleração na taxa de crescimento do ativo do BNDES, observamos uma recuperação na participação, que alcança 13%. Desse ponto em diante passamos a observar novamente uma redução, que se acentua após 2014, chegando a 5% em 2023.

¹³ Cabe ressaltar, contudo, que, enquanto para os desembolsos utilizou-se como deflator o deflator do PIB, para medir o ativo em termos reais a preços de dezembro não há como não usar um índice de preços mensal (no caso, o IPCA).

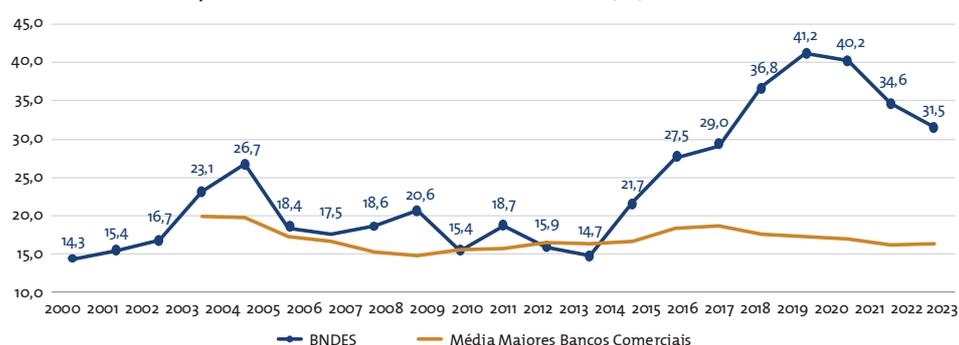
Gráfico 5. Participação (%) dos ativos do BNDES nos ativos do SFN (conglomerados financeiros e instituições independentes)



Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do BNDES e em dados do IF.Data (Banco Central) disponíveis em: <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/> e <https://www3.bcb.gov.br/efd/>. Acessos em: 15 out. 2024.

Evidentemente, com o passivo ocorreu um fenômeno similar, uma vez que ele se expandiu, em termos reais, em 7,9% a.a., entre 1994 e 2007, e em 18,1% a.a. entre 2007 e 2014, e encolheu na proporção de 9,4% a.a. entre 2014 e 2023. Por último, cumpre chamar a atenção para a solidez financeira da instituição, cujo patrimônio líquido – ainda que com altos e baixos, decorrentes em parte de mudanças dos critérios de classificação contábeis ocorridas no período – cresceu de forma expressiva entre 1994 e 2010, tendo se mantido em patamar elevado na comparação com aquele ano.¹⁴ Reflexo disso é a observação de indicadores de solvência de Basileia amplamente confortáveis em boa parte do período (Gráfico 6), com exceção de uma fase mais difícil em torno de meados da década de 2010, no contexto da crise da economia brasileira e do mercado acionário, com clímax em torno de 2015. Contudo, em todo momento o BNDES cumpriu com relativa folga o mínimo exigido pelo Banco Central, que hoje se encontra em 11%. Comparando com os maiores bancos comerciais, o BNDES também apresenta uma posição bastante confortável, principalmente a partir de 2018, quando os índices passaram a mostrar uma diferença considerável.

Gráfico 6. Evolução do Índice de Basileia do BNDES (%)



Fonte: Elaboração própria com base em dados internos do BNDES que utilizam informações das demonstrações financeiras consolidadas publicadas das instituições e do IF.data (Banco Central), disponíveis em: <https://www3.bcb.gov.br/efd/> (busca por “Conglomerados Financeiros e Instituições Independentes”). Acesso em: 15 out. 2024.

¹⁴ A variação do patrimônio líquido em 2010, especificamente, mantida daí em diante, se deveu à mudança de contabilização da forma de renda variável, o que explicou também o salto no valor do ativo.

4. A composição do *funding*¹⁵

Como foi possível, para viabilizar a expansão do ativo do BNDES, dos R\$ 203 bilhões correntes em 2007, para quase R\$ 1 trilhão, oito anos depois, na Tabela 4? Para entender esse processo, é essencial focar na composição do passivo do BNDES, o que será feito na Tabela 5.¹⁶ Originalmente, os recursos do BNDES estiveram muito associados ao antigo PIS/Pasep, que compunha um fundo que servia de lastro às operações do BNDES. A Constituição Federal de 1988, por meio do art. 239, deu origem ao Fundo do Amparo ao Trabalhador (FAT), que assegurava ao BNDES 40% da arrecadação do fluxo do PIS/Pasep. Formalmente, contudo, o FAT foi instituído apenas em 1990, com a publicação da Lei 7.998 de 11 de janeiro de 1990. Desde então, tradicionalmente, o *funding* do BNDES passou a ser composto fundamentalmente pelo FAT, pelo fundo original remanescente do PIS/Pasep e, em menor medida, pelo estoque de captações externas.¹⁷ Nos primeiros anos após a Constituição de 1988, os recursos provenientes do Tesouro Nacional não eram uma fonte relevante do passivo, enquanto o item “outros” referia-se a uma mistura de itens, como repasses do Fundo da Marinha Mercante (FMM), dívidas com o fundo de pensão, debêntures e demais passivos individualmente pouco relevantes.

15 Esta seção se beneficiou muito da leitura de dois textos seminais sobre a relação entre o BNDES e o FAT (Santos, 2006; Prochnik e Pereira, 2008). Para uma abordagem mais recente no tempo, ver Horta, Borça Jr. e Macedo (2018) e Horta e Borça Jr. (2023).

16 É importante dar ao leitor uma ideia acerca do componente “Outros” da Tabela 5, que correspondeu a apenas 9% do passivo total em 1995 e alcançou 19% do mesmo em 2023. Nesse último ano, para um passivo de R\$ 581 bilhões, o item “outros” foi de R\$ 112 bilhões, dos quais os mais importantes foram as obrigações por operações compromissadas (R\$ 35 bilhões), os impostos e contribuições diferidos (R\$ 20 bilhões), os repasses do Fundo da Marinha Mercante (R\$ 18 bilhões), os fundos financeiros e de desenvolvimento (R\$ 12 bilhões) e os passivos atuariais com fundo de pensão e plano de saúde (R\$ 6 bilhões). A maioria desses itens não estava presente ou figurava apenas em escala mínima 30 anos antes. No caso das operações compromissadas, cabe registrar a sua volatilidade, uma vez que o saldo da rubrica no passivo foi de R\$ 23 bilhões em 2014, para ser nulo em 2015 e, após algumas oscilações, alcançar R\$ 5 bilhões em 2019, R\$ 41 bilhões em 2020 e valores entre R\$ 30 bilhões e R\$ 40 bilhões nos exercícios posteriores. Finalmente, em relação aos fundos financeiros e de desenvolvimento, cabe registrar que eles já foram de R\$ 10 bilhões em 2022, indicando que o incremento em 2023 não foi muito expressivo, mas ressaltando que cabe esperar que essa fonte aumente bastante nos próximos anos, como forma de *funding* da instituição.

17 Cabe esclarecer bem essa questão da nomenclatura: havia um estoque do Fundo PIS/Pasep que continuou a existir como tal. Já o fundo constituído a partir de 40% do fluxo da receita do PIS/Pasep passou a ser denominado de FAT. A Emenda Constitucional 103, de 12 de novembro de 2019 (Reforma da Previdência) reduziu o percentual – de 40% para 28% – dos repasses da arrecadação do PIS/Pasep ao BNDES (o chamado FAT Constitucional), que passaram a incidir, a partir de então, diretamente na arrecadação das contribuições, mantendo, efetivamente, o mesmo repasse de antes. Esse peso relativo, *grosso modo*, foi mantido na reforma tributária de 2023, evidentemente com outra alíquota dada a transformação do sistema operada pela reforma, que fundiu vários impostos. Cabe ressaltar que, na prática, o percentual de repasse já tinha diminuído antes da reforma previdenciária de 2019, por conta de sucessivas Emendas Constitucionais da Desvinculação de Receitas da União (DRU).

Tabela 5. Composição do passivo do BNDES (R\$ milhões correntes)

Ano	FAT	PIS/Pasep	Passivo externo	Tesouro Nacional ^{a/}	Outros	Total
1994	11.043	9.808	1.269	218	2.218	24.556
1995	14.506	11.779	1.355	253	2.292	30.185
1996	18.316	13.850	2.105	256	1.927	36.454
1997	23.329	15.603	3.915	3.129	2.718	48.694
1998	27.950	16.719	10.925	11.402	3.461	70.457
1999	35.430	18.652	10.452	7.379	5.579	77.492
2000	41.672	19.210	14.688	7.074	6.160	88.804
2001	49.222	19.895	18.390	5.653	6.849	100.009
2002	63.143	19.512	29.953	15.337	10.663	138.608
2003	66.259	20.445	24.907	18.060	9.597	139.268
2004	75.975	21.527	21.290	20.577	10.475	149.844
2005	88.464	23.660	15.901	19.622	11.609	159.256
2006	100.464	25.760	14.186	15.089	12.884	168.383
2007	105.942	27.907	12.084	13.896	17.900	177.729
2008	116.568	29.520	17.486	43.207	45.246	252.027
2009	122.497	30.043	16.464	144.213	45.788	359.005
2010	132.264	30.828	19.778	253.058	47.193	483.121
2011	146.265	31.682	22.449	310.773	52.646	563.815
2012	161.858	32.797	23.275	376.042	71.533	665.505
2013	176.200	33.634	31.211	428.163	67.210	736.418
2014	195.460	33.617	41.280	506.215	69.910	846.482
2015	220.665	33.732	56.542	523.738	64.906	899.583
2016	232.732	34.969	39.613	439.763	73.884	820.961
2017	250.250	27.699	39.857	415.988	70.887	804.681
2018	271.692	20.479	38.723	307.009	85.068	722.971
2019	290.340	20.061	28.761	199.748	84.445	623.355
2020	314.989	-	35.398	195.259	119.693	665.339
2021	347.355	-	33.398	124.415	105.013	610.181
2022	372.424	-	27.370	47.689	104.946	552.429
2023	402.145	-	23.672	42.894	112.440	581.151

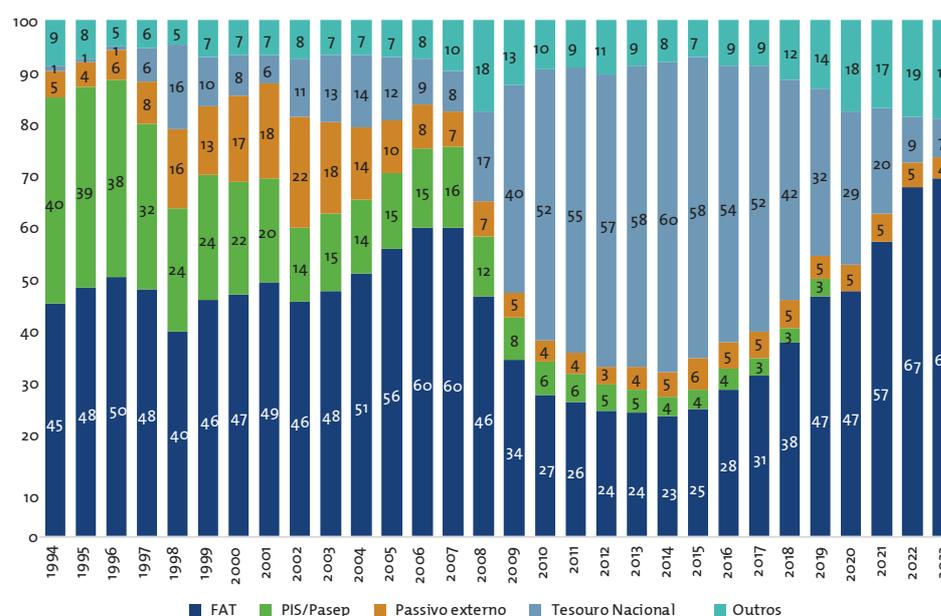
Fonte: Elaboração própria com base em dados internos (1994 e 1999) e demonstrações financeiras do BNDES (2000 a 2023) disponíveis em: <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>. Acesso em: 15 out. 2024.

^{a/}: inclui instrumentos híbridos de capital e dívida.

O passivo externo foi bastante importante no período de 1998-2002, quando respondeu, em média, por 17% do *funding* do BNDES. Desde então, teve sua participação reduzida e oscila ao redor de 5% do passivo total (Gráfico 7).

O fundo PIS/Pasep começou a ser quitado em função das mudanças políticas operadas a partir de 2017, processo que culminou na eliminação dessa fonte de *funding* a partir de 2020. Como se pode observar na Tabela 5, o passivo nominal com o FAT aumentou continuamente em todos os anos do período considerado, e chegou a representar 60% da composição do *funding* em 2007 (Gráfico 7), ao passo que o passivo com o Tesouro se manteve pouco relevante até então (8% em 2007) e aumentou contínua e intensamente entre 2008 e 2014, período em que o Tesouro Nacional fez uma política de sucessivos aportes no BNDES, por conta da crise financeira internacional de 2008 e a insuficiência do FAT para atender à demanda por mais recursos. Nesse período, os recursos oriundos dos aportes do Tesouro Nacional passaram a ser a principal fonte de *funding* do BNDES e sua participação chegou a 60% em 2014, o que levou o FAT a reduzir sua participação a 23%. A partir de 2015, com o início das devoluções antecipadas dos recursos do Tesouro Nacional, esse passivo foi caindo em forma contínua e acelerada, encerrando 2023 em 7% do total. Sendo assim, no ano de 2019, o FAT voltou a ser a principal fonte de recursos da instituição, respondendo por 47% do passivo. Ao fim de 2023, tal fundo respondia por 69% do passivo do BNDES, a maior participação na série exposta.

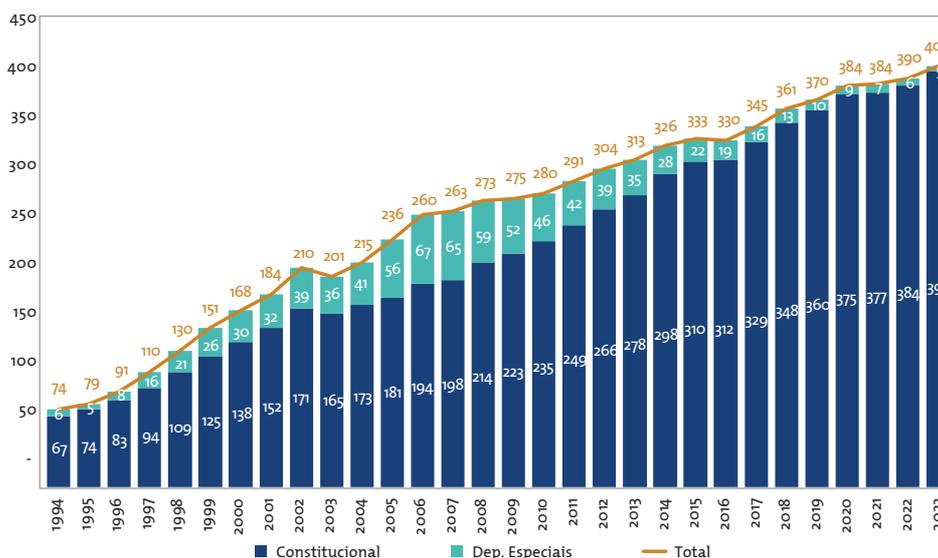
Gráfico 7. Composição do passivo do BNDES (%)



Fonte: Elaboração própria com base em dados internos (1994 e 1999) e demonstrações financeiras do BNDES (2000 a 2023) disponíveis em: <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>. Acesso em: 15 out. 2024.

A plena compreensão da dinâmica citada requer colocar o foco na evolução da trajetória do passivo com o FAT. Observa-se que o estoque total do FAT junto ao BNDES cresceu a uma taxa real de 11,1% a.a. entre 1994 e 2006, taxa essa que cedeu para apenas 2,6% a.a. entre 2006 e 2023 (Gráfico 8 e Tabela 6).

Gráfico 8. Composição do estoque do FAT no BNDES (R\$ milhões constantes de 2023)



Fonte: Elaboração própria com base em dados internos (1994 e 1999) e demonstrações financeiras do BNDES (2000 a 2023) disponíveis em: <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>. Acesso em: 15 out. 2024.

A dinâmica inicial do FAT, nos primeiros anos da Tabela 6, beneficiou-se de dois fatores: i) o crescimento do chamado “FAT Constitucional”, em função da vinculação da utilização de 40% da receita do PIS/Pasep definida no artigo 239 da Constituição Federal, posteriormente alterada para 28% (que guarda relação com ritmo de crescimento da economia);¹⁸ e ii) a trajetória dos assim denominados “Depósitos Especiais” (DE), que eram recursos que o Ministério do Trabalho, por meio do Conselho Deliberativo do FAT (Codefat), administrava resultantes do resultado financeiro do FAT a cada exercício. Ou seja, quando as receitas do fundo são suficientes para o atendimento de suas obrigações, esse resultado positivo pode ser incorporado ao patrimônio do fundo por meio da elevação do FAT Depósitos Especiais. Assim, essa sobra de recursos era alocada em alguns bancos federais, entre eles o BNDES. Como gestor de tais recursos, o Banco os utilizava para financiar atividades ligadas ao desenvolvimento, priorizadas pelo Codefat, como uma fonte complementar ao FAT Constitucional. Observa-se que, se na Tabela 4, entre os anos 2000 e 2007, a preços de 2023, o ativo cresce R\$ 102 bilhões. Isso se deveu à expansão de R\$ 95 bilhões (também a preços de 2023) do FAT, dos quais um *plus* de R\$ 35 bilhões veio justamente do crescimento do FAT Depósitos Especiais.

18 Como em meados dos anos 1990 o FAT era um fundo novo, o valor dos repasses anuais na época era significativamente mais representativo, em relação ao estoque prévio, do que a dinâmica observada vários anos depois, comparado com um estoque na época já bem maior.

Tabela 6. Composição do estoque do FAT no BNDES

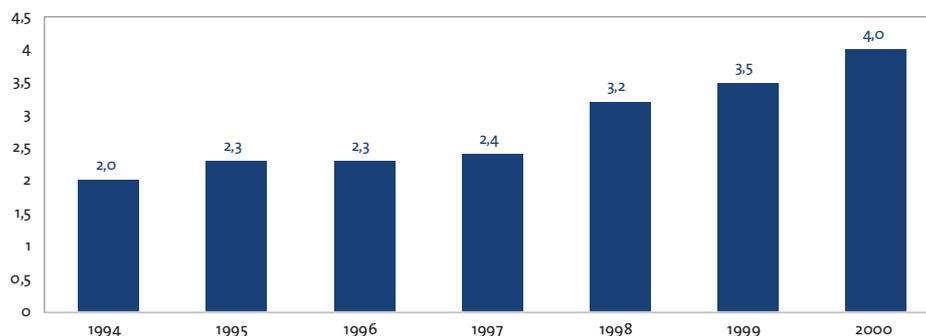
Ano	R\$ milhões correntes			R\$ milhões constantes dez/2023		
	Constitucional	DE	Total	Constitucional	DE	Total
1994	10.125	918	11.043	67.470	6.120	73.590
1995	13.580	926	14.506	73.927	5.041	78.967
1996	16.720	1.596	18.316	83.078	7.932	91.010
1997	19.904	3.425	23.329	93.992	16.174	110.166
1998	23.464	4.487	27.951	109.005	20.845	129.850
1999	29.230	6.200	35.430	124.648	26.441	151.089
2000	34.258	7.414	41.672	137.859	29.835	167.694
2001	40.759	8.463	49.222	152.336	31.630	183.966
2002	51.438	11.705	63.143	170.843	38.876	209.719
2003	54.306	11.953	66.259	165.019	36.321	201.341
2004	61.407	14.568	75.975	173.411	41.139	214.550
2005	67.691	20.773	88.464	180.863	55.503	236.366
2006	74.755	25.709	100.464	193.655	66.600	260.255
2007	79.842	26.100	105.942	198.000	64.725	262.726
2008	91.315	25.263	116.568	213.828	59.157	272.962
2009	99.526	22.971	122.497	223.434	51.570	275.004
2010	110.690	21.574	132.264	234.635	45.732	280.367
2011	125.218	21.047	146.265	249.231	41.891	291.122
2012	141.210	20.648	161.858	265.549	38.829	304.378
2013	156.647	19.553	176.200	278.137	34.718	312.854
2014	178.652	16.808	195.460	298.097	28.046	326.142
2015	205.851	14.814	220.665	310.368	22.336	332.704
2016	219.650	13.082	232.732	311.573	18.557	330.130
2017	238.802	11.448	250.250	329.034	15.774	344.807
2018	262.014	9.678	271.692	347.968	12.853	360.820
2019	282.530	7.810	290.340	359.710	9.943	369.654
2020	307.807	7.182	314.989	374.945	8.749	383.693
2021	340.714	6.641	347.355	377.094	7.350	384.444
2022	366.860	5.564	372.424	383.809	5.821	389.630
2023	397.404	4.741	402.145	397.404	4.741	402.145

Fonte: Elaboração própria com base em dados internos (1994 e 1999) e demonstrações financeiras do BNDES (2000 a 2023) disponíveis em: <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>. Acesso em: 15 out. 2024.

Deflator: IPCA.

O Gráfico 9 mostra a trajetória dos ativos do FAT total na composição da dívida líquida do setor público. Além do FAT capturado pelas estatísticas do BNDES, inclui-se também a parcela em poder do Ministério do Trabalho não emprestada ao BNDES.¹⁹ Observa-se que a importância do FAT dobra de tamanho entre o ano do Plano Real (1994) e o final da década.

¹⁹ Para ter uma ideia da diferença, em dezembro de 2023 o FAT registrava um patrimônio total de R\$ 478 bilhões, contra os R\$ 402 bilhões em posse do BNDES (Tabela 6).

Gráfico 9. Ativos do FAT na composição da dívida líquida do setor público (% PIB)

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicofiscais>. Acesso em: 15 out. 2024.

Isso decorre da expansão do estoque do passivo associado ao FAT em posse do Banco ao longo de toda a década de 1990. Sendo assim, a já mencionada fase de expansão dos desembolsos do BNDES, entre 1995 e 2007, em que eles passaram de 1% para mais de 2% do PIB, alimentou-se dos seguintes elementos:

- uma entrada de recursos significativa associada aos recursos do FAT Constitucional, *vis a vis* o tamanho relativo do BNDES naquela época;
- a capitalização no estoque, durante vários anos, do percentual da TJLP excedente a 6% pagos ao FAT a título de juros;²⁰
- um ingresso adicional de recursos por conta do FAT Depósitos Especiais;
- um baixo volume de saídas referentes ao pagamento de juros do FAT, uma vez que seu estoque era ainda bastante pequeno;²¹ e
- o inicialmente baixo valor das saídas de recursos referentes ao fluxo do FAT Depósitos Especiais.

Tal dinâmica será retratada na Tabela 7. Observa-se que o resultado líquido dessas entradas e saídas do FAT em 1995 foi de menos de R\$ 1 bilhão e, dez anos depois, alcançou mais de R\$ 8 bilhões. Na segunda metade da década, no quinquênio 1996-2000, a entrada líquida de recursos do FAT no BNDES (já descontadas as amortizações do FAT Depósitos Especiais e o pagamento de juros) foi, em média, de 0,17% do PIB. Para 2024, isso corresponderia a uma entrada líquida da ordem de grandeza de R\$ 20 bilhões. Foi a magnitude dessa dinâmica que permitiu que os desembolsos da instituição saltassem de 1,0% do PIB em 1995 para 1,9%

20 Até 31 de dezembro de 2017, os recursos eram remunerados pelo BNDES por meio da TJLP, em periodicidade semestral, limitada ao valor de 6% ao ano. A diferença entre a TJLP e os 6% era capitalizada no saldo devedor com o Banco, aumentando seu *funding*.

21 Uma conta simples ajuda a entender a questão. A receita de PIS/Pasep era da ordem de 1% do PIB, o que significa que 40% disso era em torno de 0,4% do PIB. Como as saídas do FAT Constitucional eram na forma de pagamento de juros sobre o estoque e este era pequeno, a entrada líquida só do FAT Constitucional era da ordem de 0,3 a 0,4% do PIB, ampliando consideravelmente a capacidade de empréstimo do BNDES, para o tamanho de quem na época inicialmente emprestava valores em torno de 1% do PIB. A isso deve ser somado o adicional resultante do fluxo do FAT Depósitos Especiais.

apenas cinco anos depois. Com o tempo, porém, aconteceram cinco fatos que se combinaram todos no mesmo sentido:

- sucessivas emendas constitucionais de recorrentes prorrogações da Desvinculação de Recursos da União (DRU) reduziram a proporção entre a parcela da receita do PIS/Pasep repassada ao BNDES e o total da arrecadação dessa rubrica, comparativamente ao arranjo inicial da Constituição de 1988;
- o pagamento de juros, que afeta as saídas do FAT Constitucional, passou a se dar sobre um estoque do FAT cada vez maior, aumentando as saídas da variável para uma mesma taxa de juros;²²
- nos últimos anos, o pagamento da remuneração sobre os recursos não aplicados passou a ser feito sem limitação de valores, aumentando a saída de recursos com o serviço do FAT Constitucional;
- o BNDES deixou recentemente de receber entradas do FAT Depósitos Especiais, devido às necessidades do governo associadas ao pagamento do seguro-desemprego; e
- as amortizações do FAT Depósitos Especiais aumentaram.

Tabela 7. Evolução do fluxo do FAT Constitucional e Depósitos Especiais (R\$ milhões correntes)

Ano	Entrada recursos FAT			Saída recursos FAT			Resultado líquido			(% PIB)
	Constitucional	DE	Total	Constitucional	DE	Total	Constitucional	DE	Total	
1995	1.757	0	1.757	600	281	881	1.157	-281	876	0,12%
1996	1.654	1.014	2.668	825	354	1.179	829	660	1.489	0,17%
1997	2.349	2.072	4.421	980	1.429	2.409	1.369	643	2.012	0,21%
1998	2.416	1.105	3.521	1.166	1.156	2.322	1.250	-51	1.199	0,12%
1999	2.430	1.414	3.844	760	762	1.521	1.670	652	2.323	0,21%
2000	3.157	1.220	4.377	1.738	726	2.464	1.418	494	1.913	0,16%
2001	3.692	1.795	5.487	2.012	1.210	3.222	1.680	585	2.265	0,17%
2002	4.198	3.600	7.798	2.309	1.296	3.605	1.890	2.304	4.194	0,28%
2003	5.364	2.560	7.924	2.435	3.491	5.925	2.929	-931	1.998	0,12%
2004	6.893	3.132	10.025	2.834	1.851	4.685	4.059	1.281	5.340	0,27%
2005	6.823	7.320	14.143	3.196	2.796	5.992	3.627	4.524	8.150	0,38%
2006	7.644	6.100	13.744	3.625	3.453	7.078	4.018	2.647	6.665	0,28%
2007	7.739	3.167	10.906	3.962	4.821	8.783	3.778	-1.654	2.124	0,08%
2008	10.138	1.700	11.838	4.466	4.109	8.575	5.672	-2.409	3.263	0,10%
2009	9.626	501	10.127	5.108	3.846	8.954	4.518	-3.345	1.173	0,04%

Continua

²² Evidentemente, a contrapartida disso é o aumento da disponibilidade de recursos para empréstimos, o que gera maior receita para o BNDES, devido à ampliação do seu *funding*. Vale ressaltar, apenas, que essa receita aparece no resultado da intermediação financeira, ao passo que aqui estamos analisando especificamente a dinâmica de entradas e saídas associadas ao FAT.

Continuação

Ano	Entrada recursos FAT			Saída recursos FAT			Resultado líquido			(% PIB)
	Constitucional	DE	Total	Constitucional	DE	Total	Constitucional	DE	Total	
2010	11.380	850	12.230	5.537	3.588	9.125	5.844	-2.738	3.106	0,08%
2011	13.729	1.705	15.434	6.114	3.482	9.596	7.615	-1.777	5.838	0,13%
2012	15.061	1.980	17.041	7.002	3.556	10.558	8.060	-1.576	6.484	0,13%
2013	14.070	1.371	15.441	6.804	3.461	10.265	7.266	-2.090	5.176	0,10%
2014	19.747	0	19.747	7.481	3.486	10.967	12.266	-3.486	8.780	0,15%
2015	17.056	0	17.056	8.741	2.945	11.686	8.315	-2.945	5.370	0,09%
2016	15.342	0	15.342	10.705	2.743	13.448	4.637	-2.743	1.895	0,03%
2017	16.326	0	16.326	11.649	2.482	14.131	4.677	-2.482	2.194	0,03%
2018	18.049	0	18.049	13.728	2.451	16.179	4.321	-2.451	1.869	0,03%
2019	18.296	0	18.296	13.745	2.394	16.139	4.551	-2.394	2.158	0,03%
2020	17.050	800	17.850	11.996	1.811	13.807	5.054	-1.011	4.043	0,05%
2021	20.773	1400	22.173	14.024	2.498	16.522	6.749	-1.098	5.651	0,06%
2022	22.182	0	22.182	21.383	1.605	22.988	799	-1.605	-806	-0,01%
2023	23.274	0	23.274	19.853	1.237	21.090	3.421	-1.237	2.184	0,02%

Fonte: Elaboração própria com base em dados internos do BNDES.

Com isso, o fluxo líquido de entradas do FAT no BNDES – ou seja, já descontadas as saídas –, cuja média, no período 2011-2015, ainda tinha sido da ordem de R\$ 6 bilhões/ano, passou a ser de R\$ 2 bilhões/ano na média de 2021-2023.²³

5. O lucro, sempre presente

Ter lucros altos e estáveis é o objetivo de diversas empresas e instituições financeiras. Contudo, no BNDES o lucro assume um papel diferente:

Objetivo de Lucro – O lucro do BNDES deve ser capaz de garantir uma remuneração apropriada do capital do acionista controlador (a União), através do pagamento de dividendos, e deve também assegurar o crescimento sustentando do patrimônio líquido ampliando a escala das operações do Banco em benefício do país. No entanto, uma vez garantidos os pagamentos de dividendos e o crescimento desejado do patrimônio, a maximização dos lucros não é uma meta a perseguir. Como banco de desenvolvimento, o BNDES deve repassar os incrementos de rentabilidade e de eficiência aos seus clientes, sob a forma de juros menores (PIRES, 1997).

²³ Para uma análise mais antiga, que já previa os desafios que cedo ou tarde estariam associados a essas tendências, ver Giambiagi, Rieche e Amorim Filho (2009).

A Tabela 8 mostra a composição do lucro do sistema consolidado do BNDES (BNDES, FINAME e BNDESPAR), indicando que **o BNDES deu lucro em cada um dos anos ao longo das últimas três décadas de sua história.**²⁴

Não é intenção desta seção fazer uma análise detalhada da origem do resultado em cada um dos anos. Destacam-se aqui apenas as tendências a respeito das quais nos parece mais importante chamar a atenção:

- a valores históricos, a instituição apresenta lucros de mais de R\$ 1 bilhão/ano desde 2003, de mais de R\$ 5 bilhões/ano desde 2006 e, mais recentemente, de mais de R\$ 10 bilhões/ano desde 2019 e de mais de R\$ 20 bilhões/ano desde 2020;
- mesmo considerando que houve uma inflação acumulada relevante nas três décadas transcorridas desde a estabilização da economia ocorrida em 1994, cabe ressaltar que, em termos relativos, o lucro do BNDES passou de uma média de menos de 0,1% do PIB, durante os anos 1995-2000, para uma média de 0,3% do PIB nos últimos três anos da série (2021-2023);
- com a maior movimentação de recursos sobre os quais o BNDES cobra sua intermediação, na prática, mediante a cobrança de *spread*, houve uma tendência natural, com o tempo, de ampliar o resultado da intermediação financeira;
- com a venda de ações nos últimos anos, a renda variável se tornou uma fonte expressiva de lucratividade; e
- ao longo do tempo, o maior volume de lucros fez a instituição arcar com um volume crescente de tributos.

Tabela 8. Lucro BNDES (R\$ milhões correntes)

Ano	Renda lucro variável	Resultado intermediação financeira	Provisão/reversão risco crédito	Despesa pessoal ^{a/}	Outras receitas/despesa ^{b/}	Tributos ^{c/}	Lucro líquido	(% PIB)
1995	139	1.346	-537	-204	-325	-78	341	0,05
1996	33	1.453	-529	-207	370	-157	963	0,11
1997	793	2.049	-913	-231	-70	-805	823	0,09
1998	121	1.664	-277	-250	-192	-256	810	0,08
1999	297	1.700	-389	-257	-115	-554	682	0,06
2000	1.515	2.437	-1579	-293	-119	-1.094	867	0,07
2001	1.149	2.901	-1.709	-327	203	-1.415	802	0,06

Continua

²⁴ Na tabela, o item de renda variável corresponde ao resultado das participações societárias, que abrange os seguintes itens do demonstrativo do resultado consolidado apresentado todos os anos no balanço do BNDES e exposto nos seus relatórios oficiais: alienação de títulos de renda variável (RV); resultado da equivalência patrimonial; receita de juros sobre o capital próprio; outras rendas e resultados de participações societárias; receita de dividendos; amortização de ágios; resultados com derivativos; e constituição ou reversão da provisão para ajustes de investimentos. Evidentemente, vários desses itens podem apresentar resultado tanto positivo como negativo, dependendo do ano, embora na prática a RV só tenha gerado prejuízos em apenas duas ocasiões (no biênio 2015-2016).

Continuação

Ano	Renda lucro variável	Resultado intermediação financeira	Provisão/reversão risco crédito	Despesa pessoal ^{a/}	Outras receitas/despesa ^{b/}	Tributos ^{c/}	Lucro líquido	(% PIB)
2002	1.394	4.204	-2.641	-377	-319	-1.711	550	0,04
2003	1.152	3.508	-1.880	-491	-70	-1.181	1.038	0,06
2004	1.517	3.482	-1.638	-739	-469	-655	1.498	0,08
2005	2.573	5.154	-845	-597	-839	-2.244	3.202	0,15
2006	3.520	4.958	1.052	-628	59	-2.630	6.331	0,26
2007	6.105	4.781	1.383	-642	-1.154	-3.159	7.314	0,27
2008	6.024	3.852	445	-778	-1.805	-2.425	5313	0,17
2009	3.990	5.821	-6	-1005	719	-2.784	6735	0,20
2010	6.158	7.039	2.852	-1136	-122	-4.878	9.913	0,26
2011	6.962	6.489	717	-1150	-421	-3.549	9.048	0,21
2012	2.644	11.908	-330	-1323	-1.154	-3.619	8.126	0,17
2013	2.452	11.691	769	-1435	-576	-4.751	8.150	0,15
2014	2.865	13.449	-65	-1616	-679	-5.360	8.594	0,15
2015	-5.407	20.159	-1.468	-1903	-743	-4.439	6.199	0,10
2016	-3.432	25.846	-9.156	-1929	-1.299	-3.638	6.392	0,10
2017	5.130	14.969	-6.702	-2128	-896	-4.190	6.183	0,09
2018	9.857	12.331	-5.898	-1896	-1.368	-6.315	6.711	0,10
2019	16.259	10.399	348	-2161	-703	-6.421	17.721	0,24
2020	25.041	12.815	-946	-2240	-1.441	-12.548	20.681	0,27
2021	30.556	19.883	2.719	-2309	-997	-15.783	34.069	0,38
2022	33.298	25.172	2.182	-2606	-2.302	-14001	41.743	0,41
2023	9.114	17.489	5.627	-2.723	-1.802	-5.802	21.903	0,20

Fonte: Elaboração própria com base em dados internos (1995 a 1999) e demonstrações financeiras do BNDES (2000 a 2023) disponíveis em: <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>. Acesso em: 15 out. 2024.

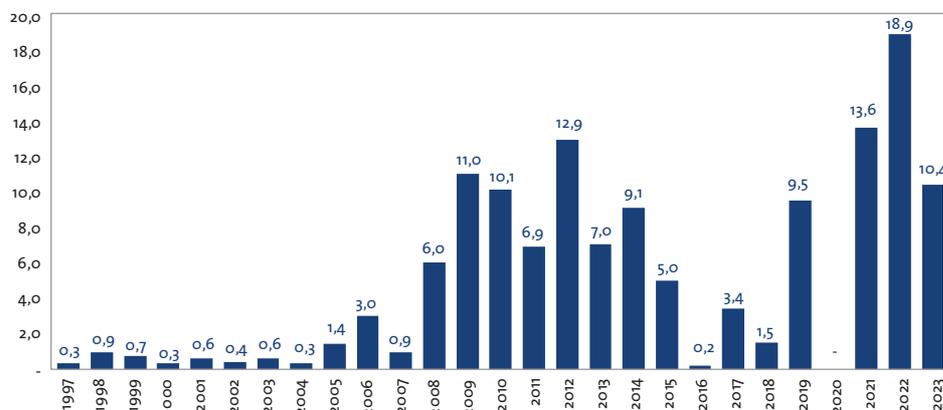
^{a/}: inclui participação dos empregados no lucro.

^{b/}: atualização monetária líquida de ativos e passivos, provisão/reversão de contingenciamentos trabalhistas e cíveis e resultado líquido de outras receitas e despesas operacionais e não operacionais. Inclui despesas administrativas.

^{c/}: despesas tributárias, pagamento de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) e resultado líquido do diferimento de impostos.

Essa geração de lucros sucessivos e expressivos, por sua vez, fez com que o BNDES se tornasse uma fonte importante de receita para o Tesouro, para o qual representou uma receita nominal acumulada de dividendos de R\$ 120 bilhões só nos últimos 15 anos, como pode ser visto no Gráfico 10. A dimensão desses valores fez da instituição o órgão com a segunda maior capacidade de geração de dividendos para o Tesouro na contagem agregada do período 1997-2023, correspondente à série histórica completa das estatísticas com a decomposição dessa variável nas informações oficiais da Secretaria do Tesouro Nacional, como pode ser visto na Tabela 9, ultrapassando largamente as outras duas grandes instituições financeiras federais (Banco do Brasil e Caixa Econômica).

Gráfico 10. Pagamento de dividendos do BNDES ao Tesouro Nacional (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Tesouro Nacional. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:23633. Acesso em: 15 out. 2024.

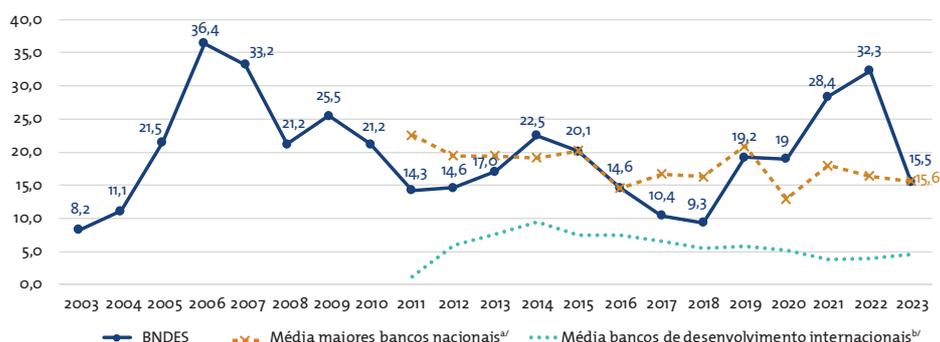
Tabela 9. Participação das diferentes empresas estatais no valor acumulado de dividendos pagos ao Tesouro Nacional no período 1997-2023 (R\$ milhões correntes)

Empresa	Valor	Participação(%)
Petrobras	141.613	33
BNDES	135.023	32
Banco do Brasil	55.148	13
Caixa Econômica	53.902	13
Outros	39.516	9
Total	425.202	100

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Tesouro Nacional. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:23633. Acesso em: 15 out. 2024.

É interessante também fazer uma análise comparativa da rentabilidade do BNDES com outros bancos comerciais nacionais e bancos de desenvolvimento internacionais. Aqui iremos comparar os resultados do BNDES em termos do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE – *return on equity*) e retorno sobre o ativo (ROA – *return on assets*).

O ROE mostra o retorno obtido em relação ao capital investido na empresa por seus acionistas, ou seja, o índice indica quanto a empresa gera de lucro para cada R\$ 1 de recursos próprios investidos. Quanto maior o resultado do ROE, melhor será para a empresa. O Gráfico 11 mostra que o BNDES apresentou resultado superior à média dos bancos de desenvolvimento internacionais para todo o período disponível. No caso dos bancos nacionais comerciais, o resultado alternou entre momentos acima e abaixo da média dos quatro maiores. Nos anos de 2021 e 2022, em função do elevado lucro observado pelo BNDES, o ROE se manteve em patamar bastante elevado, bem acima da média dos bancos comerciais nacionais.

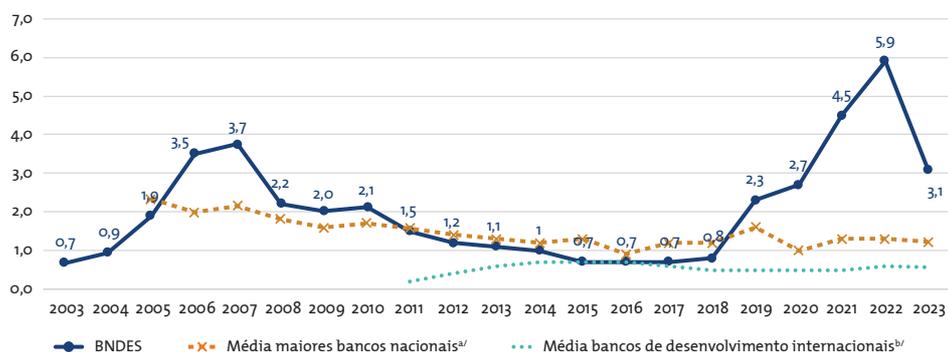
Gráfico 11. Retorno sobre o patrimônio líquido médio – ROE (% a.a.)

Fonte: Elaboração própria com base em dados internos do BNDDES que utilizam informações das demonstrações financeiras consolidadas publicadas das instituições e do IF.data (Banco Central), disponíveis em: <https://www3.bcb.gov.br/ifdata/> (busca por “Conglomerados Financeiros e Instituições Independentes”). Acesso em: 15 out. 2024.

^{a/}: Quatro maiores bancos comerciais nacionais por ativos totais.

^{b/}: Valores impactados pela taxa de câmbio dos períodos analisados: saldos referentes ao balanço patrimonial convertidos para reais pela taxa de câmbio do final do período; e saldos de resultado, pela taxa de câmbio média. Subsidiárias não incluídas.

Já o ROA mede o quanto a gestão da empresa é eficiente na geração de lucros com seus ativos totais. Assim como o ROE, quanto maior for o ROA, melhor será para a empresa, já que ela ganha mais com seus ativos. Pelo Gráfico 12, também observamos um desempenho superior do BNDDES em relação aos demais bancos de desenvolvimento internacionais ao longo de todo período disponível. Já no que diz respeito à média dos bancos comerciais nacionais, temos que, no período de 2011-2018, o BNDDES teve desempenho inferior. Porém, com a forte elevação do lucro a partir de 2019, o indicador ficou bastante superior à média dos bancos comerciais nacionais.

Gráfico 12. Retorno sobre ativo total médio – ROA (% a.a.)

Fonte: Elaboração própria com base em dados internos do BNDDES que utilizam informações das demonstrações financeiras consolidadas publicadas das instituições e do IF.data (Banco Central), disponíveis em <https://www3.bcb.gov.br/ifdata/> (busca por “Conglomerados Financeiros e Instituições Independentes”). Acesso em: 15 out. 2024.

^{a/}: Quatro maiores bancos comerciais nacionais por ativos totais.

^{b/}: Valores impactados pela taxa de câmbio dos períodos analisados: saldos referentes ao balanço patrimonial convertidos para reais pela taxa de câmbio do final do período; e saldos de resultado, pela taxa de câmbio média. Subsidiárias não incluídas.

6. O tema dos empréstimos do Tesouro

Na crise da economia internacional de 2008, detonada pela falência da *Lehman Brothers*, diversas instituições financeiras de desenvolvimento implementaram uma série de políticas anticíclicas. O governo brasileiro, para mitigar as consequências do impacto da crise externa sobre a economia, também adotou medidas fiscais e parafiscais para estimular a demanda na economia a favorecer os mecanismos de crédito. Nesse contexto, anunciou um programa de empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES no valor de R\$ 100 bilhões, que foi depois estendido nos anos posteriores, até 2014. O tamanho dos desembolsos do BNDES nos anos posteriores, portanto, esteve fortemente ligado à intensidade desse fluxo de novos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional.²⁵ A perspectiva dessa situação se reverter no futuro esteve presente ao longo de todo esse período. Alguns autores chamavam a atenção para o fato de que:

O fechamento do acesso à ‘janela’ de financiamento com o Tesouro Nacional estancaria o processo de endividamento do BNDES com esse órgão, caracterizando uma decisão política de fazer com que o Banco voltasse a ser uma instituição com desembolsos da ordem de R\$ 90 bilhões a R\$ 100 bilhões por ano em termos reais (a preços de 2012) ao longo da década de 2010 (Lamenza; Pinheiro; Giambiagi, 2011, p. 78).²⁶

Tabela 10. Empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES (R\$ bilhões correntes e % PIB)

Ano	Valor	%PIB
2008	22,5	0,7%
2009	105,0	3,2%
2010	107,1	2,8%
2011	50,2	1,1%
2012	55,0	1,1%
2013	41,0	0,8%
2014	60,0	1,0%
Total	440,8	10,7%
Média anual	63,0	1,5%

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BNDES. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/recursos-do-tesouro-nacional>. Acesso em: 04 abr. 2024.

Os valores emprestados pelo Tesouro Nacional ao longo dos sete anos de 2008 a 2014, apresentados na Tabela 10, somaram R\$ 441 bilhões em valores nominais, uma média de R\$ 63 bilhões anuais, equivalente a cerca de 1,5% do PIB a cada ano.²⁷ Tais empréstimos acabaram gerando uma dívida maior pela incorporação de juros, alcançando um pico, na posição de final do ano, de R\$ 524 bilhões em

²⁵ Estes estiveram fortemente associados ao papel do BNDES como braço executor de algumas das políticas definidas pelo Poder Executivo, nesse caso relacionadas com o Programa de Sustentação do Investimento (PSI).

²⁶ Ver também, sobre a mesma questão, Aronovich e Rigolon (2010).

²⁷ Borça Jr. e Souza (2023).

2015. Não será escopo desse trabalho investigar os impactos desses aportes. Para um debate acerca do impacto desses empréstimos, ver Pereira, Simões e Carvalhal (2011), CMAP (2021), e Borça Jr. e Souza (2023).²⁸

A partir de 2015, com o agravamento da crise econômica, o Governo Federal adotou várias medidas de ajuste fiscal, algumas envolvendo o BNDES. Os aportes de recursos do Tesouro Nacional no BNDES foram interrompidos, sendo o último realizado em dezembro de 2014, no valor de R\$ 30 bilhões; a TJLP passou de 5,0% a.a. para 7,5% a.a. entre dezembro de 2014 e janeiro de 2016; e passou-se a discutir sobre uma eventual antecipação de pagamento de dívida do BNDES ao Tesouro Nacional, com o objetivo de melhorar os indicadores de dívida do Governo Federal. Ainda, em 2018, no âmbito da mudança do custo de *funding* do BNDES (de TJLP para TLP), boa parte da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional que tinha prazo de vencimento até 2060 foi repactuada, acelerando os pagamentos.²⁹

A partir de 2008, o BNDES pagou, na forma de juros, amortizações e antecipações da quitação, um volume de recursos ao Tesouro Nacional da ordem de R\$ 698 bilhões até 2023 (Tabela 11).

Tabela 11. Serviço da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional (R\$ bilhões correntes*)

Ano	Valor
2008	2,0
2009	4,1
2010	10,4
2011	14,6
2012	13,3
2013	14,7
2014	6,2
2015	24,7
2016	119,4
2017	52,6
2018	131,0
2019	123,0
2020	16,0
2021	75,8
2022	83,3
2023	6,6
Total	697,7

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BNDES. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/recursos-do-tesouro-nacional>. Acesso em: 04 abr. 2024.

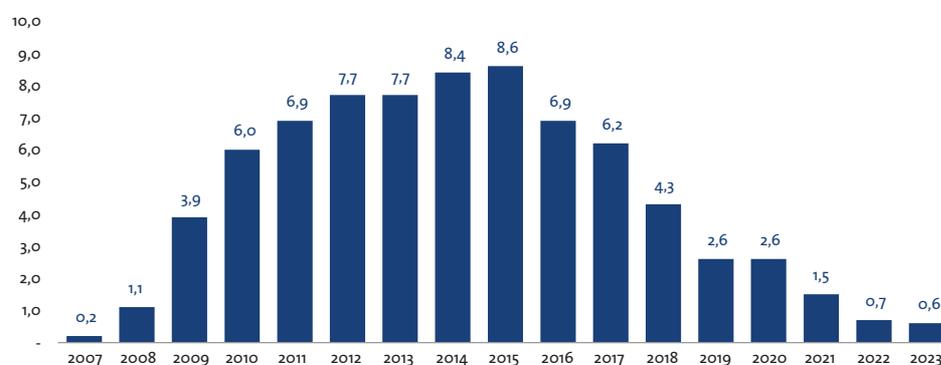
*Inclui principal, juros e liquidações antecipadas.

²⁸ Sobre isto, ver BNDES (2017), especialmente a Tabela 2.1.

²⁹ Ver Horta *et al.* (2018). Vale notar que parte desses recursos se encontrava ainda em período de repagamento por algumas empresas que contraíram financiamento no período. Dessa forma, o BNDES precisou fazer uso do seu patrimônio líquido para quitar parte dos pagamentos antecipados ao Tesouro Nacional.

Os empréstimos do Tesouro Nacional se constituíram em um componente relevante para a composição da dívida líquida do setor público, uma vez que demandaram ao Tesouro o devido financiamento para incrementar a dívida bruta, ao mesmo tempo que se constituíram em um ativo crescente que, juntamente com o FAT e as reservas internacionais, se deduzido da citada dívida bruta, gera a dívida líquida do setor público não financeiro.³⁰ Assim, os ativos do Tesouro Nacional na forma de empréstimos ao BNDES, praticamente irrelevantes até 2007, aumentaram até quase 9% do PIB em 2015, diminuindo desde então, com as antecipações, até menos de 1% do PIB atualmente (Gráfico 13).

Gráfico 13. Ativos do Tesouro Nacional em empréstimos ao BNDES (% PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicofiscais>. Acesso em: 15 out. 2024.

Essa dinâmica afetou a dimensão do ativo e do passivo do BNDES, anteriormente explicada, até chegar à conformação atual do ativo, de R\$ 732 bilhões no final de 2023, dos quais R\$ 307 bilhões correspondem a operações de crédito e R\$ 194 bilhões a relações interfinanceiras (Tabela 12).

Tabela 12. Ativo consolidado do BNDES em 31 de dezembro de 2023 (R\$ milhões)

Composição	R\$ milhões
Disponibilidade, aplicações, títulos e valores mobiliários ^{a/}	196.473
Debêntures	23.782
Relações interfinanceiras	193.536
Operações de crédito	307.354
Outros créditos	22.974
Outros valores e bens	941
Investimentos, imobilizado e intangíveis	2.007
(-) Provisão para risco de crédito	14.587
Ativo total	732.480

Fonte: Elaboração própria com base em demonstração financeira do BNDES disponível em: <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>. Acesso em: 15 out. 2024.

^{a/}: exceto debêntures.

30 Para um melhor entendimento dos conceitos de dívida pública no Brasil, ver BNDES (2024c).

7. A adoção da TLP

Em setembro de 2017, após proposição do Governo Federal naquele período, foi aprovada no Congresso a Lei 13.483, que instituiu, a partir de janeiro de 2018, a TLP, em substituição à antiga TJLP para os novos empréstimos do BNDES. A nova taxa resultaria da combinação de um componente real – média móvel dos últimos noventa dias do custo financeiro médio da dívida do Tesouro Nacional para o prazo de cinco anos (as chamadas NTN-Bs de cinco anos) – com a variação dos preços do IPCA. Esse componente real, por sua vez, mudaria mês a mês e se aplicaria aos novos contratos assinados no mês.³¹ Definiu-se, ainda em 2017, que a transição do custo de captação do BNDES seria gradual e ocorreria ao longo de cinco anos. Ao componente real seria aplicado um redutor, que valeria para cada um dos 12 meses do ano para todos os anos da transição de 2018 a 2022 (inclusive) até o diferencial em relação ao mercado ser “zerado” em 2023. A escala do redutor, definida no final de 2017, foi a seguinte: em 2018, 43%; em 2019, 34%; em 2020, 26%; em 2021, 17%; em 2022, 9%; em 2023, 0%.

Isso significava que se a taxa real média dos 90 dias anteriores a janeiro fosse, por exemplo, de 5,00% a.a., a taxa de janeiro do ano seguinte, em 2018, seria de 5,00% a.a. x 0,57 (desconto de 43%) = 2,85% a.a. Como a taxa real da TLP mudava todos os meses, na Tabela 13 construiu-se uma taxa média anual *ad hoc*, correspondente à composição das 12 taxas mensais divulgadas a cada mês.³² A Tabela 13 apresenta os resultados da adoção da nova taxa desde a sua vigência.

Tabela 13. TLP (%)

Ano	Taxa real composta	IPCA janeiro/ dezembro	Taxa total	Selic nominal	Selic real	NTN-B 5 anos
2018	2,84	3,75	6,70	6,42	2,57	5,01
2019	2,43	4,31	6,85	5,95	1,57	3,30
2020	1,84	4,52	6,44	2,76	-1,68	2,52
2021	2,91	10,06	13,26	4,42	-5,12	3,94
2022	5,01	5,79	11,09	12,37	6,22	5,68
2023	5,65	4,62	10,53	13,04	8,05	5,57
Média 2018-2023	3,44	5,49	9,11	7,42	1,84	4,33

Fonte: Elaboração própria.

31 Até 2017, exceção feita ao componente específico de risco de crédito, todos os empréstimos da instituição em TJLP estavam sujeitos ao mesmo indexador de juros. A partir de 2018, os contratos de janeiro de um ano pagariam a taxa de janeiro daquele ano, os de fevereiro a taxa de fevereiro e assim sucessivamente. A nova taxa real de cada contrato vale para todo o período de vigência do contrato.

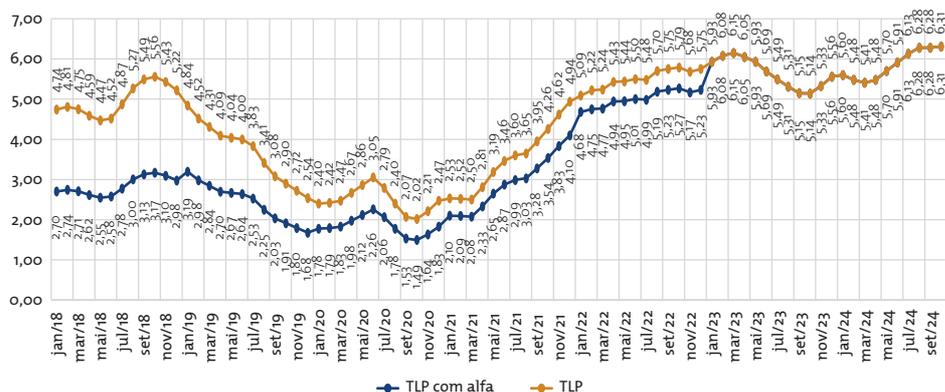
32 Por exemplo, se para um mês a TLP real fosse de 5,35% a.a., adotou-se o fator mensal de 0,4353% truncado com 4 casas decimais, se no mês seguinte ela caísse para 5,17% a.a., adotou-se o fator mensal 0,4210% e assim sucessivamente, compondo depois uma taxa anual resultante dos multiplicadores 1,004353; 1,004210 etc.

Observa-se que, comparando a taxa real da TLP com a média do que ocorreu no mercado nos seis anos entre 2018 e 2023, conclui-se que:

- a taxa real média de 3,4% a.a. foi maior que a taxa real Selic média do período e foi maior do que ela em quatro dos seis anos considerados; e
- na média de seis anos, a taxa real da TLP foi de 79% da taxa média real da NTN-B de cinco anos.

Chama a atenção a forte elevação da TLP ocorrida desde 2021. Esse aumento tem relação com a redução gradual do fator redutor, mas também reflete as elevações do vértice de cinco anos da taxa de juros da dívida pública que passou a afetar diretamente o custo de financiamento do BNDES. Cabe lembrar que, desde 2023, o BNDES não opera mais com o fator de redução alfa, o que representa mais um desafio diante de altas taxas como as verificadas nos últimos meses (Gráfico 14).

Gráfico 14. Evolução da parte real da TLP (em % a.a.)

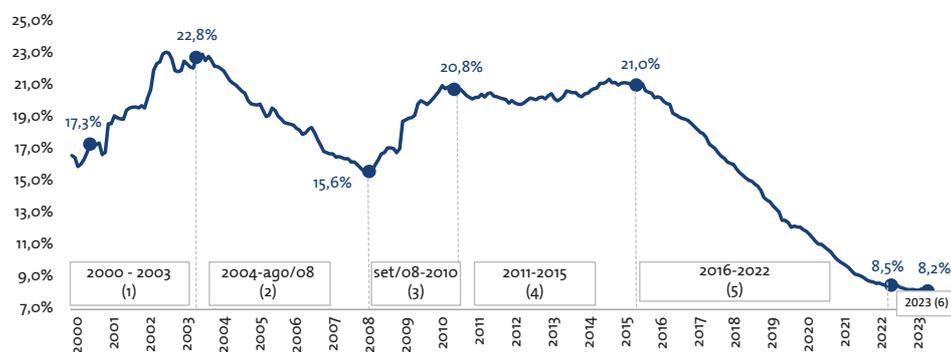


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central disponíveis em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 24 out. 2024.

8. A participação do BNDES no mercado de crédito bancário

O BNDES é, historicamente, um ator relevante no mercado de crédito bancário doméstico. O direcionamento de recursos para o financiamento do desenvolvimento, notadamente de grandes projetos industriais e da infraestrutura básica, tornou a instituição a principal fonte de *funding* de longo prazo da economia brasileira. O BNDES faz parte de uma rede de bancos oficiais que garante uma característica peculiar ao mercado de crédito no Brasil, que é sua flexibilidade e complementaridade com o sistema de bancos privados. No entanto, a partir de meados da última década, seu papel tem se modificado, com a instituição passando por um amplo redimensionamento de seu apoio via crédito.

Gráfico 15. Evolução da carteira de crédito do BNDES (% da carteira total de crédito da economia)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central disponíveis em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 15 out. 2024.

O Gráfico 15 traz a participação do saldo das operações de financiamento do BNDES como proporção da carteira total de crédito do Sistema Financeiro Nacional ao longo de pouco mais de duas décadas, desde 2000 até 2023. Com base nesse gráfico, é possível fazer uma análise de longo prazo de atuação do BNDES, dividindo o período 2000-2023 em seis distintos:

- 2001 até 2003:** Período caracterizado por dois movimentos que permitiram expansão da carteira de crédito do BNDES, que saiu de 17,3% para alcançar 22,8% do total do crédito:

 - » Os desembolsos do BNDES destinados às exportações (BNDES *Exim*) apresentaram movimento crescente a partir de 1997. Entre 2001 e 2003, representaram, em média, 30% das liberações do BNDES, com pico de 35,5% em 2003. Houve, portanto, ampla geração de ativos em moeda estrangeira; e
 - » O ano de 2002 foi marcado por um intenso processo de depreciação da taxa nominal de câmbio, motivado pelas incertezas advindas do processo eleitoral à época. A conjugação desses fatores fez com que o saldo da carteira de crédito do BNDES, quando mensurado em moeda nacional, tivesse um salto significativo, elevando sua participação no estoque total de crédito.
- 2004 até ago/2008:** Intervalo marcado pela perda de participação do BNDES no mercado de crédito, saindo de 22,8% em 2003 para 15,6% em ago/2008. Tal movimento aconteceu devido ao início do ciclo expansionista de crédito no Brasil, na primeira metade da década de 2000, ter sido liderado, no lado da demanda, pelo financiamento às famílias – notadamente via operações de crédito consignado e aquisição de veículos – e, no lado da oferta, pelos bancos privados. Em um segundo momento, ganharam maior relevância as operações de crédito privado às empresas no contexto do ciclo

de investimentos vivenciado pelo Brasil entre 2006-2008. É importante salientar que, nesse período, a carteira de crédito do BNDES também se manteve em expansão, porém em ritmo inferior à de mercado.

3. **Set/2008 até 2010:** Momento de rápida ampliação da participação do BNDES no mercado de crédito, saltando de 15,6% em ago/2008 para 20,8% ao final de 2010. Tal dinâmica se deu no contexto do papel anticíclico desempenhado pelo sistema público de crédito em geral, e pelo BNDES em particular, no financiamento às empresas no período mais agudo da crise financeira internacional em 2008-2009. Foi em meados de 2009 que o Governo Federal lançou o PSI, cuja execução ficou a cargo do BNDES. Sua viabilização ocorreu em função dos sucessivos empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES, já detalhados anteriormente.
4. **2011 até 2015:** Período de estabilidade da participação do BNDES no mercado de crédito, porém em patamar elevado (pouco superior a 20%) fundamentalmente devido à continuidade da política do Tesouro Nacional de empréstimos ao BNDES e às sucessivas renovações do PSI, o qual só foi definitivamente encerrado ao final de 2015.
5. **2016 até 2022:** Fase de expressiva contração da carteira de crédito do BNDES, em que sua participação no mercado de crédito apresenta queda, saindo de 21%, em 2015, para 8,5%, ao final de 2022. A queda acumulada da carteira de crédito do BNDES, entre 2015 e 2017, foi de 27,5% em bases reais. Em função desse desempenho, a razão entre os desembolsos do BNDES e o PIB, ambos em termos nominais, retornou ao patamar de 1996, próximo a 1,0%. Foi nesse biênio também que se intensificaram as devoluções antecipadas da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional (iniciadas ainda em 2015), as quais totalizaram R\$ 163 bilhões no biênio. Já o quinquênio de 2017 a 2022 foi caracterizado: i) pela manutenção do processo de desalavancagem do BNDES, cuja retração real média de sua carteira de crédito foi da ordem de 8,4% a.a. (retração real acumulada de 35,6%); ii) pela aceleração da política de devoluções antecipadas da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional; e iii) pela mudança do custo institucional de *funding* da instituição, com a substituição da TJLP pela TLP, nos termos da Lei 13.483 de 21 de setembro de 2017. Nesse sentido, a participação do BNDES no crédito total sai de 17,3%, ao final de 2017, para um valor de 8,5%, ao final de 2022, e o fluxo anual médio de desembolsos no período 2018-2022 se estabiliza em 0,8% do PIB.
6. **2023:** Ainda é observada uma redução da participação do BNDES no crédito total para 8,2%. Contudo, parece ocorrer alguma estabilização. Como já abordado na segunda seção, há uma retomada dos desembolsos do BNDES, que futuramente tendem a se converter em uma expansão da carteira.

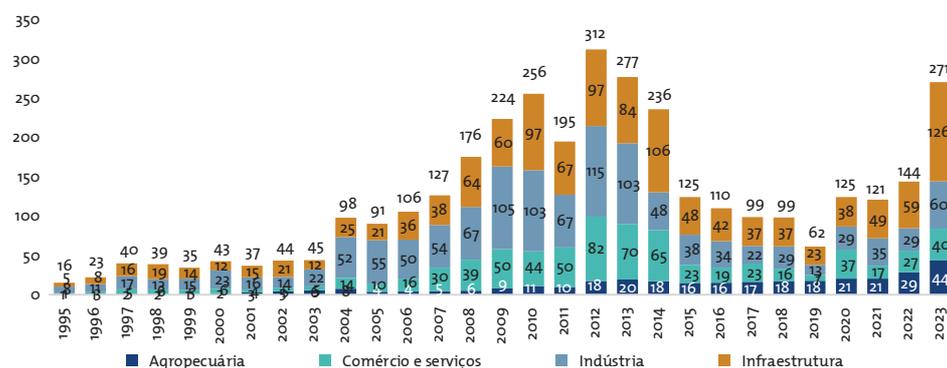
9. Desempenho recente

Este texto acerca da trajetória das principais variáveis que dizem respeito ao BNDES não poderia ser concluído sem a elaboração de um “raio X” do desempenho recente do Banco, para que se tenha uma noção de que características a instituição tem hoje, após as diversas “idas e vindas” retratadas no decorrer do estudo.³³

Alinhado às novas políticas do Governo Federal, o BNDES, desde 2023, tem buscado retomar um papel mais ativo no processo de financiamento do desenvolvimento. Desse modo, algumas medidas foram tomadas naquele ano, como a definição de novo custo financeiro para operações de inovação e digitalização na indústria (com base na taxa referencial – TR), o aumento expressivo das aprovações de exportação e a retomada do Fundo Amazônia, com ações de preservação, monitoramento e combate ao desmatamento. Tendo em vista a limitação que o FAT possui para uma expansão do BNDES, já em 2024, à luz da orientação do novo governo, houve a aprovação e publicação da Lei 14.937 de 26 de julho de 2024, que cria a Letra de Crédito do Desenvolvimento (LCD) e permite a flexibilização de taxas do BNDES. Essa lei possibilita tanto um leque maior de taxas de juros ao BNDES, sem representar subsídios adicionais ao crédito oriundo do Banco, como também viabiliza uma nova fonte de *funding* do BNDES alinhada com a prática internacional de outros bancos de desenvolvimento.

Em 2023, as consultas, ou pleitos de financiamento, ao BNDES apresentaram um crescimento de 88% em relação a 2022 e atingiram R\$ 271 bilhões, maior valor de consulta dos últimos dez anos (Gráfico 16). Foi o primeiro salto após 2018, ano em que houve a mudança de seu custo institucional de *funding*, de TJLP para TLP.

Gráfico 16. Consultas BNDES 1995-2023 (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2024a).

As aprovações, que espelham de maneira mais fidedigna o esforço realizado pela nova gestão ao longo de 2023, tiveram alta de 32% em comparação a 2022 e alcançaram R\$ 175 bilhões, o maior valor desde 2015 (Gráfico 17). Houve crescimento das aprovações em todos os setores: agropecuária somou

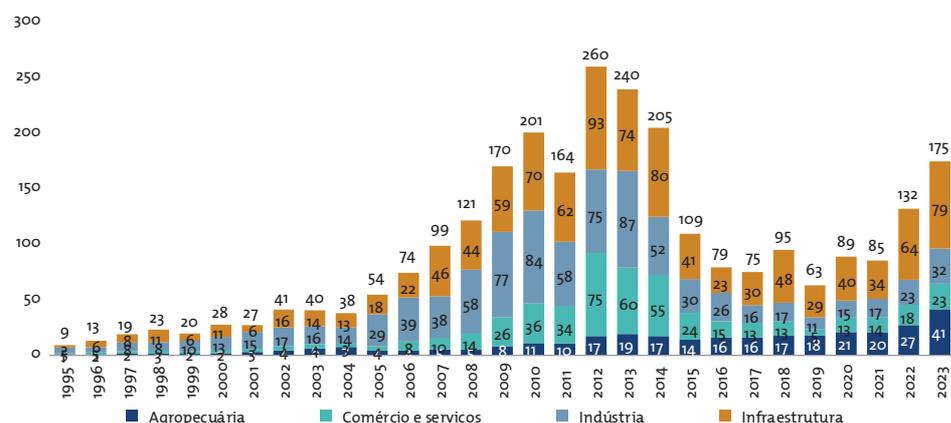
33 Para uma análise mais detalhada, ver BNDES (2024e).

R\$ 41 bilhões (+53%); comércio e serviços, R\$ 23 bilhões (+25%); indústria, R\$ 30 bilhões (+39%); e infraestrutura, R\$ 79 bilhões (+23%).

No setor agropecuário, destacam-se as aprovações advindas de recursos do Plano Safra, do Governo Federal, e do produto BNDES Crédito Rural, linha própria de crédito do BNDES sem recursos equalizados destinada ao setor. Houve também forte crescimento das aprovações destinadas a exportações, que atingiram R\$ 13,5 bilhões em 2023, além da retomada do apoio do BNDES à inovação, principalmente no âmbito do Programa BNDES Mais Inovação, concebido para o apoio a inovação e digitalização na indústria brasileira. O retorno do apoio a estados e municípios, via Programa BNDES Invest Impacto, e das operações e captações do Fundo Amazônia também é um destaque de 2023.

O apoio do BNDES às MPMEs também desempenhou papel importante, efetivado tanto pelas operações de financiamento – que, em sua maioria, ocorrem por meio dos repasses da rede de agentes financeiros – quanto por meio de instrumentos de garantias. O apoio total cresceu 52% em 2023, alcançando R\$ 107 bilhões, divididos entre R\$ 63 bilhões em aprovações de financiamento e R\$ 44 bilhões alavancados por meio dos fundos garantidores, quais sejam, o Fundo Garantidor para Investimentos – BNDES FGI; o Programa Emergencial de Acesso à Crédito – FGI PEAC; o Programa de Garantia a Créditos para Eficiência Energética com recursos do Fundo de Garantia à Exportação – FGEnergia; e o FGI PEAC Crédito Solidário RS.

Gráfico 17. Aprovações BNDES 1995-2023 (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Elaboração própria com base em BNDES (2024a).

A Tabela 14 mostra a decomposição dos desembolsos de 2023 por setor e tamanho da empresa. Observa-se que os desembolsos para as MPMEs do setor agropecuário representaram em torno de 90% dos desembolsos para esse setor, ao passo que as grandes empresas tomaram perto de 85% dos desembolsos para a indústria e 80% dos desembolsos dirigidos para a infraestrutura. MPMEs do setor agropecuário e grandes empresas da indústria e da infraestrutura foram responsáveis por mais de 70% dos desembolsos do BNDES em 2023.

Tabela 14. Composição dos desembolsos do BNDES por setor/empresa em 2023 (%)

Setor	Micro e pequena	Média	Total MPME	Grande empresa	Total
Agropecuária	14,2	7,2	21,4	2,7	24,1
Indústria	0,6	2,2	2,8	16,3	19,1
Infraestrutura	1,3	7,1	8,4	33,8	42,2
Comércio e serviços	2,9	3,7	6,6	8,0	14,6
Total	19,0	20,2	39,2	60,8	100,0

Fonte: BNDES (2024a).

Também merece destaque a participação do BNDES no mercado de capitais em 2023, não apenas como coordenador e estruturador de algumas importantes emissões, mas também fornecendo garantia firme à subscrição de valores relevantes, sendo responsável por fornecer liquidez no momento mais agudo de incerteza do mercado de capitais.³⁴ Esse é um exemplo da complementaridade existente na atuação do BNDES e do mercado de capitais.³⁵ Em 2023, o Banco adquiriu R\$ 16,5 bilhões de debêntures incentivadas (art. 2º da Lei 12.431 de 24 de junho de 2011), o que corresponde a cerca de 25% de todas as emissões desse tipo realizadas em 2023.

10. Conclusões

O BNDES se destaca como uma instituição financeira com um desempenho financeiro invejável. É sintomático do desconhecimento sobre a instituição que, não muito tempo atrás, o editorial de um jornal de grande circulação no país, ao louvar as políticas implementadas pela instituição depois de 2016, tenha se referido ao “retorno do BNDES ao caminho do lucro”. A Tabela 8 mostra de forma eloquente quão equivocada é essa percepção, considerando que, mesmo na crise de 2015-2016, o Banco foi capaz de exibir um lucro superior a R\$ 5 bilhões/ano.

O contraste entre essa percepção e os fatos indica a necessidade de tornar as informações acerca do BNDES mais conhecidas ao público em geral e aos tomadores de decisão em particular.³⁶ O propósito do presente estudo foi o de ampliar o conhecimento em relação à natureza do BNDES, com os dados mais importantes de sua trajetória. Não é incomum encontrar indivíduos, mesmo em

34 Em janeiro de 2023 a Americanas S.A. informou ter encontrado “inconsistências contábeis” de R\$ 20 bilhões nos balanços de 2022 e de anos anteriores, gerando forte contração das linhas de antecipação de recebíveis no sistema bancário.

35 Para uma discussão mais detalhada ver Barboza *et al.* (2023).

36 Ver Giambiagi e Faveret (2022) para uma discussão abrangente acerca das potencialidades do BNDES. Ver também a coletânea de Giambiagi e Barboza (2022) com propostas de políticas públicas nos mais diversos campos, que contou com a participação de diferentes técnicos do BNDES.

geral bem-informados e ocupando posições relevantes no governo ou no setor privado, que manifestem opiniões equivocadas acerca da instituição, considerando que ela depende de aportes do Tesouro, que vive de subsídios ou tratando-a como fonte de prejuízos. O BNDES pertence em sua totalidade ao Tesouro Nacional, detentor de 100% do seu patrimônio, o que significa, em última instância, que a instituição pertence ao público, embora opere como braço executor das políticas de cada governo, como ocorre numa democracia. É essencial, portanto, que a opinião pública conheça em detalhes as informações mais relevantes sobre o Banco: sua dimensão, seu patrimônio, sua situação financeira etc. Foi o que se tentou fazer com este “raio X” da instituição ao longo dos últimos trinta anos, pós estabilização.³⁷

A atual retomada do papel mais ativo do BNDES traz grandes desafios, particularmente em relação ao seu *funding*. A instituição não apenas tem procurado preservar suas fontes tradicionais, como o FAT, como também está buscando fontes alternativas de captação. A atual gestão tem a intenção de retomar um maior protagonismo no processo de financiamento do desenvolvimento, com transparência e mensuração de impacto,³⁸ atenta a temas relevantes para a economia brasileira, como inovação, enfrentamento da transição climática, transformação digital, infraestrutura e competitividade externa.

Os dados mais importantes apresentados no texto indicam, como traços fundamentais, os seguintes elementos:

- a expansão do BNDES se iniciou antes da década de 2000: tendo apresentado desembolsos de 1% do PIB no começo da estabilização, esse número já tinha aumentado para aproximadamente 2% no ano de 2000, patamar no qual permaneceu, com algumas oscilações, até 2007, quando se iniciou a escalada que levou a desembolsos de mais de 4% do PIB no final da década de 2000. Desde então, o tamanho relativo da variável diminuiu expressivamente, notadamente entre 2014 e 2021;
- como elemento comum ao período de aproximadamente trinta anos, houve uma tendência geral à perda de participação da indústria na composição dos desembolsos, com crescimento concomitante da parcela destinada à infraestrutura;

37 Para uma discussão sobre o papel dos bancos de desenvolvimento, que vai além dos estreitos limites do presente artigo, ver Castro e Almeida (2022). Ver também Afonso (2018). Para uma visão alternativa, ver a coletânea organizada por Pinheiro e Oliveira Filho (2007).

38 O sistema de monitoramento e avaliação (M&A) de efetividade do BNDES tem passado por um processo contínuo de aperfeiçoamento e institucionalização, que se iniciou com a divulgação de sua política corporativa de M&A em 2015 (para versão atualizada, ver BNDES (2021)) e foi complementado com a aprovação, em 2018, do regulamento do macroprocesso de monitoramento e avaliação de efetividade, que definiu os principais processos e estabeleceu a governança do sistema. Já foram publicadas quase cem avaliações de impacto sobre o Banco, o que o torna uma das instituições públicas mais bem avaliadas do país. O BNDES publica todas as suas avaliações na página de efetividade do Banco, disponíveis em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/resultados-para-a-sociedade/efetividade/avaliacoes-efetividade/estudos-de-efetividade>. Acesso em: 30 set. 2024.

- outro traço comum, revelador de uma tendência que se manteve ao longo de sucessivos governos, foi o peso crescente dos desembolsos para MPMEs e a perda de representatividade dos desembolsos para grandes empresas;
- analogamente, observou-se também como tendência uma redução do peso dos desembolsos para a região Sudeste e um aumento do peso das regiões associadas ao *boom* da agropecuária;
- a preços de dezembro de 2023, o BNDES saiu de um ativo de R\$ 237 bilhões, em dezembro de 1994, para um pico de quase R\$ 1,5 trilhão em 2014, com queda posterior, em termos reais, para R\$ 732 bilhões, em dezembro de 2023;
- a situação patrimonial do BNDES é extremamente sólida, com o patrimônio líquido em 2023 alcançando R\$ 151 bilhões e correspondendo a cerca de 20% do volume do ativo;
- o FAT é a grande fonte de *funding* da instituição. O Tesouro Nacional, que respondia, em 2007, por apenas 8% do passivo e, em 2014, alcançou nada menos que 60% de participação, voltou a representar apenas 7% do total do passivo em 2023;
- o BNDES obteve lucro em cada um dos anos de 1995 a 2023, sem um único ano de prejuízo ao longo de praticamente três décadas, tornando-se uma fonte importante de dividendos para o Tesouro Nacional ao longo do período;
- após o recebimento de alto volume de empréstimos entre 2008 e 2014, o serviço da dívida do BNDES ao Tesouro Nacional alcançou aproximadamente R\$ 698 bilhões entre 2008 – quando esse processo se iniciou – e os dias atuais;
- desde a adoção da TLP, o componente real da taxa (média de 3,4 % a.a.) foi maior que a taxa real Selic média do período (1,84%) e foi maior do que ela em quatro dos seis anos considerados no período 2018-2023; e
- após o BNDES reduzir sua participação na carteira total de crédito da economia de 21%, em 2015, para 8,5%, ao final de 2022, recentemente parece ter ocorrido alguma estabilização em torno de 8% desse total.

Referências bibliográficas

- ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. *Por que as nações fracassam: as origens do poder, da prosperidade e da pobreza*. Nova Iorque: Elsevier Campus, 2012.
- AFONSO, José Roberto R. Desenvolvimento, trabalho e seguro social: volta a Keynes para enfrentar novos desafios. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 25, n. 50, p. 203-245, 2018.
- ALÉM, Ana Cláudia. *BNDES: Papel, desempenho e desafios para o futuro*. Rio de Janeiro: BNDES, 1997. (Texto para Discussão, 62).
- ALÉM, Ana Cláudia; MADEIRA, Rodrigo Ferreira. 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.
- ARONOVICH, Selmo; RIGOLON, Francisco José Zagari. Cenários comparados da disponibilidade de recursos e alternativas de políticas para o futuro. In: Além, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio (Org.). *O BNDES em um Brasil em Transição*. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.
- BARBOZA, Ricardo de Menezes; FURTADO, Mauricio; GABRIELLI, Humberto. *A atuação histórica do BNDES: o que os dados têm a nos dizer?* *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 39, n. 3, p. 544-560, 2019.
- BARBOZA, Ricardo de Menezes; ROITMAN, Fábio Brener; AIDAR, Gabriel Ferraz; ALVIM, Renata Baia; SIQUEIRA, Julia Fonseca de; JORGE, Ciro Magalhães de Melo. *O BNDES e as micro, pequenas e médias empresas*. Rio de Janeiro: BNDES, 2019. (Textos para Discussão, 146).
- BARBOZA, Ricardo de Menezes; PESSOA, Samuel de Abreu; RIBEIRO, Eduardo Pontual; ROITMAN, Fábio Brener. What have we learned about national development banks? Evidence from Brazil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 646-669, 2023.
- BARBOZA, Ricardo de Menezes; TORRES, Ernani; MAGALHÃES, Leticia; MARTINS, Norberto Montani; PEREIRA, Thiago; LIBERA, Victor. *O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, 2023. (Textos para discussão, 153).
- BAZILIO, Juliana Kramer; ARONOVICH, Selmo. A política financeira do BNDES sessenta anos depois. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 37, p. 9-38, 2012.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *BNDES, 40 anos: um agente de mudanças*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1992. 50 p.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *LIVRO verde: nossa história tal como ela é*. Rio de Janeiro: BNDES, 2017. 333 p.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Política corporativa de monitoramento e avaliação de efetividade do Sistema BNDES (Anexo à resolução CA – BNDES N° 17/2021)*. Rio de Janeiro: BNDES, 2021. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/4c4dd694-aebe-43f3-bbc9-389beda26075/Pol%C3%ADtica+Corporativa+de+Monitoramento+e+Avalia%C3%A7%C3%A3o+de+Efetividade.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nS.h-jc>. Acesso em: 30 set. 2024.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Bancos de desenvolvimento e melhores práticas*. Rio de Janeiro: BNDES, 2023. 3 p. (Estudos especiais do BNDES; 3).

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Notas para a imprensa – junho de 2024*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024a. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/cc662bfc-01f0-4f35-a10a-86af8ec5ba02/202406_NOTAS_PARA_IMPrensa.pdf?MOD=AJPERES&CVID=p5c66C. Acesso em: 15 out. 2024.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Monitoramento e avaliação de efetividade no BNDES*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024b. 6 p. (Estudos especiais do BNDES; 15).

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Conceitos de dívida pública no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024c. 10 p. (Estudos especiais do BNDES; 16).

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Cooperativas de crédito no Brasil e o papel do BNDES*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024d. 10 p. (Estudos especiais do BNDES; 19).

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Destques do desempenho operacional do BNDES em 2023*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024e. 7 p. (Estudos especiais do BNDES; 20).

BNDES ganha prêmio internacional por coordenação em ofertas de debêntures.

Agência BNDES de Notícias, Rio de Janeiro, 15 mar. 2024. Disponível em: <https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/detalhe/noticia/BNDES-ganha-premio-internacional-por-coordenacao-em-ofertas-de-debentures/>. Acesso em: 30 set. 2024.

BORÇA JR., Gilberto; SOUZA, José Antônio Pereira de. Mito e realidade sobre os empréstimos do Tesouro ao BNDES. *Blog do Ibre*, Rio de Janeiro, 2023.

CAMPOS, Roberto. *A lanterna na popa*. Rio de Janeiro: Editora Topbooks, 1994.

CARRASCO, Vinicius; FREITAS, Guilherme Marçal de. Crédito direcionado e produtividade: o PSI como exemplo. In: MENDES, Marcos (Org.). *Para não esquecer: Políticas públicas que empobrecem o Brasil*. São Paulo: INSPER; Brava; Autografia, 2022.

CASTRO, Lavinia Barros de; ALMEIDA, Helena Tenório Veiga de. Desafios do desenvolvimento – O que aprendemos com a pandemia e qual o papel das instituições de fomento? In: GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo. *O labirinto visto de cima: Saídas para o desenvolvimento do Brasil*. São Paulo: Editora Lux, 2022.

CMAP – CONSELHO DE MONITORAMENTO E AVALIAÇÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS. *Relatório de Avaliação Empréstimos da União ao BNDES – ciclo 2021*. Brasília: CMAP, 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/planejamento/pt-br/acesso-a-informacao/participacao-social/conselhos-e-orgaos-colegiados/cmap/politicas/area/demais-areas/subsidios/eubndes>. Acesso em: 7 nov. 2024.

GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Orgs.). *O labirinto visto de cima: Saídas para o desenvolvimento do Brasil*. São Paulo: Editora Lux, 2022.

GIAMBIAGI, Fabio; FAVERET, Paulo. *Financiamento da infraestrutura e capacidade de desembolso do BNDES: Reflexões e cenário para 2023/2030*. Rio de Janeiro: FGV IBRE, 2022. (Texto para Discussão, 5).

GIAMBIAGI, Fabio; RIECHE, Fernando Ceschin; AMORIM FILHO, Manoel Henrique de. As finanças do BNDES: evolução recente e tendências. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 16, n. 31, p. 3-40, 2009.

HORTA, Guilherme Tinoco de Lima; BORÇA JR., Gilberto Rodrigues. *Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): Resultados recentes e perspectivas*. Rio de Janeiro: BNDES, 2023. (Textos para discussão, 158).

HORTA, Guilherme Tinoco de Lima, BORÇA JR., Gilberto Rodrigues; MACEDO, Henrique. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): Breve histórico, condições atuais e perspectivas. *Revista do BNDES*, v. 25, n. 50, p. 139-202, 2018.

HORTA, Guilherme Tinoco de Lima; GIAMBIAGI, Fabio; LEITE, Julio; NUNES, Arthur; PROVENÇANO, Felipe. *A renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional: antecedentes, motivação e desdobramentos*. Rio de Janeiro: BNDES, 2018. (Textos para discussão, 131).

LAMENZA, Guilherme, PINHEIRO, Felipe; GIAMBIAGI, Fabio. A capacidade de desembolso do BNDES durante a década de 2010. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 36, p. 43-88, 2011.

LAZZARINI, Sérgio G. *Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2011.

MACHADO, Luciano; GRIMALDI, Daniel da Silva; ALBUQUERQUE, Breno Emerenciano. *Additionality of countercyclical credit: a cost-effectiveness analysis of the Investment Maintenance Program (PSI)*. Rio de Janeiro: BNDES, 2018. (Texto para Discussão, 129).

MACHADO, Luciano; ROITMAN, Fábio Brener. Os efeitos do BNDES PSI sobre o investimento corrente e futuro das firmas industriais. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 44, p. 89-122, 2015. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/6942/2/RB%2044%20Os%20efeitos%20do%20BNDES%20PSI_P.pdf. Acesso em: 02 mai. 2023.

MENDES, Marcos (Org.). *Para não esquecer: políticas públicas que empobrecem o Brasil*. Rio de Janeiro: Autografia,, 2022.

NORTH, Douglass C. Institutions. *The Journal of Economic Perspectives*, Nashville, v. 5, n. 1, p. 97-112, 1991.

PARA membros de Tribunais de Contas BNDES é a estatal mais transparente. *Agência BNDES de Notícias*, Rio de Janeiro, 13 nov. 2023. Disponível em: <https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/detalhe/noticia/Para-membros-de-Tribunais-de-Contas-BNDES-e-a-estatal-mais-transparente/>. Acesso em: 30 set. 2024.

PEREIRA, Thiago Rabelo; SIMÕES, Adriano; CARVALHAL, André. *Mensurando o resultado fiscal das operações de empréstimo do Tesouro ao BNDES: custo ou ganho líquido esperado para a União?* Rio de Janeiro: IPEA, 2011. (Texto para discussão, 1665).

PINHEIRO, Armando Castelar; FUKASAKU, Kiichiro (Eds.). *A privatização no Brasil: o caso dos serviços de utilidade pública*. Rio de Janeiro: BNDES; OECD, 2000.

PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Orgs.). *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Editora Contracapa, 2007.

PIRES, Luciano Siani. Fundamentos da política financeira do BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 31-69, 1997.

PROCHNIK, Marta; PEREIRA, Vivian Machado dos Santos Correa. Fontes de recursos do BNDES 1995-2007. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, p. 3-33, 2008.

REVISTA DO BNDES: Edição especial FAT 30 anos. Rio de Janeiro: BNDES, v. 25, n. 50, dez. 2018.

SANTOS, Vivian Machado dos. Por dentro do FAT. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, p. 3-14, 2006.

APÊNDICE 1. Desembolsos 1995-2023 (R\$ milhões correntes)

Ano	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Comércio e serviços	Total
1995	731	4.062	1.772	533	7.098
1996	729	4.373	2.992	1.579	9.673
1997	1.391	6.775	8.070	1.658	17.894
1998	1.349	7.481	7.898	2.263	18.991
1999	1.287	8.395	6.205	2.165	18.052
2000	1.908	10.388	8.474	2.276	23.046
2001	2.762	13.133	7.160	2.162	25.217
2002	4.509	17.407	12.667	2.836	37.419
2003	4.595	16.077	9.568	3.294	33.534
2004	6.930	15.769	14.277	2.858	39.834
2005	4.059	23.370	15.874	3.677	46.980
2006	3.423	27.121	15.814	4.960	51.318
2007	4.998	26.446	25.633	7.815	64.892
2008	5.594	39.021	35.096	11.167	90.878
2009	6.856	63.522	48.653	17.325	136.356
2010	10.126	78.769	52.424	27.104	168.423
2011	9.759	43.849	56.096	29.169	138.873
2012	11.362	47.686	52.898	44.046	155.992
2013	18.662	58.016	62.175	51.566	190.419
2014	16.775	50.065	68.952	52.045	187.837
2015	13.710	36.878	54.897	30.457	135.942
2016	13.898	30.141	25.907	18.311	88.257
2017	14.375	15.044	26.854	14.478	70.751
2018	14.660	12.304	30.433	11.906	69.303
2019	15.870	8.816	24.407	6.221	55.314
2020	16.620	13.263	24.765	10.273	64.921
2021	16.721	10.409	26.171	11.001	64.302
2022	21.471	19.114	42.192	14.744	97.521
2023	27.557	21.846	48.222	16.739	114.364

Fonte: BNDES (2024a).

APÊNDICE 2. Desembolsos 1995-2023 (R\$ milhões constantes de 2023)

Ano	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Comércio e serviços	Total
1995	6.136	34.099	14.875	4.474	59.585
1996	5.166	30.992	21.204	11.190	68.553
1997	9.151	44.570	53.089	10.907	117.716
1998	8.458	46.906	49.521	14.189	119.074
1999	7.471	48.733	36.020	12.568	104.793
2000	10.489	57.105	46.583	12.512	126.689
2001	14.030	66.711	36.370	10.982	128.094
2002	20.860	80.530	58.601	13.120	173.111
2003	18.632	65.191	38.798	13.357	135.979
2004	26.080	59.343	53.729	10.755	149.907
2005	14.219	81.866	55.607	12.881	164.572
2006	11.229	88.973	51.879	16.272	168.353
2007	15.404	81.509	79.004	24.087	200.004
2008	15.850	110.560	99.439	31.640	257.488
2009	18.100	167.703	128.448	45.739	359.991
2010	24.657	191.807	127.655	66.000	410.119
2011	21.938	98.573	126.105	65.572	312.189
2012	23.663	99.313	110.168	91.733	324.878
2013	36.152	112.387	120.444	99.892	368.875
2014	30.131	89.925	123.850	93.482	337.388
2015	22.893	61.578	91.665	50.856	226.992
2016	21.466	46.553	40.014	28.282	136.314
2017	21.416	22.413	40.008	21.570	105.407
2018	20.900	17.542	43.388	16.974	98.804
2019	21.707	12.059	33.384	8.509	75.660
2020	21.350	17.037	31.813	13.196	83.396
2021	19.000	11.828	29.738	12.500	73.066
2022	22.472	20.005	44.158	15.431	102.065
2023	27.557	21.846	48.222	16.739	114.364

Fonte: BNDES (2024a).

Observação: Deflator implícito do PIB.

APÊNDICE 3. Desembolsos 1995-2023 (% PIB)

Ano	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Comércio e serviços	Total
1995	0,10	0,58	0,25	0,08	1,01
1996	0,09	0,51	0,35	0,18	1,13
1997	0,15	0,71	0,85	0,17	1,88
1998	0,13	0,75	0,79	0,22	1,89
1999	0,12	0,77	0,57	0,20	1,66
2000	0,16	0,87	0,71	0,18	1,92
2001	0,21	1,00	0,54	0,17	1,92
2002	0,30	1,17	0,85	0,19	2,51
2003	0,27	0,94	0,56	0,18	1,95
2004	0,35	0,81	0,73	0,14	2,03
2005	0,19	1,08	0,73	0,16	2,16
2006	0,14	1,13	0,66	0,20	2,13
2007	0,18	0,97	0,94	0,30	2,39
2008	0,18	1,25	1,13	0,36	2,92
2009	0,21	1,91	1,46	0,51	4,09
2010	0,26	2,03	1,35	0,69	4,33
2011	0,22	1,00	1,28	0,67	3,17
2012	0,24	0,99	1,10	0,91	3,24
2013	0,35	1,09	1,17	0,96	3,57
2014	0,29	0,87	1,19	0,90	3,25
2015	0,23	0,62	0,92	0,50	2,27
2016	0,22	0,48	0,41	0,30	1,41
2017	0,22	0,23	0,41	0,21	1,07
2018	0,21	0,18	0,43	0,17	0,99
2019	0,21	0,12	0,33	0,09	0,75
2020	0,22	0,17	0,33	0,13	0,85
2021	0,19	0,12	0,29	0,11	0,71
2022	0,21	0,19	0,42	0,15	0,97
2023	0,25	0,20	0,44	0,16	1,05

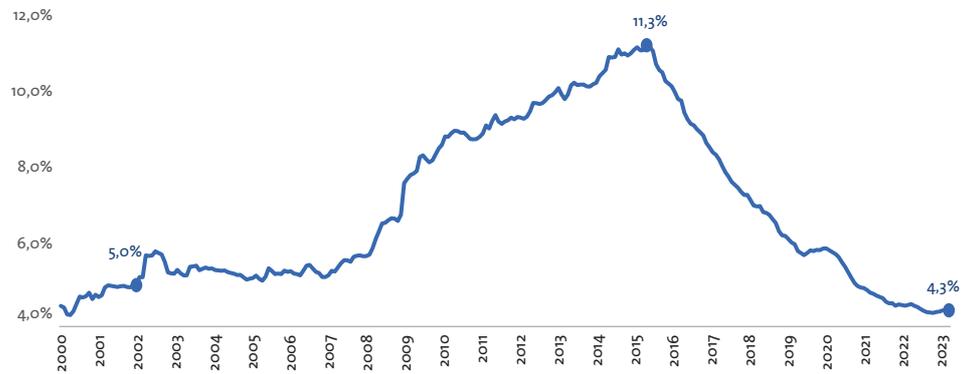
Fonte: BNDES (2024a).

APÊNDICE 4. Variáveis selecionadas

Ano	FBCF (% PIB)	Desembolsos BNDES (% FBCF)
1995	20,3	5,0
1996	18,6	6,1
1997	19,1	9,8
1998	18,5	10,2
1999	17,0	9,8
2000	18,3	10,5
2001	18,4	10,4
2002	17,9	14,0
2003	16,6	11,8
2004	17,3	11,8
2005	17,1	12,7
2006	17,2	12,4
2007	18,0	13,3
2008	19,4	15,1
2009	19,1	21,4
2010	20,5	21,2
2011	20,6	15,4
2012	20,7	15,6
2013	20,9	17,1
2014	19,9	16,4
2015	17,8	12,7
2016	15,5	9,1
2017	14,6	7,4
2018	15,1	6,6
2019	15,5	4,8
2020	16,6	5,2
2021	17,9	4,0
2022	17,8	5,4
2023	16,5	6,4

Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (Contas Nacionais Trimestrais), disponíveis em: <https://anuario.ibge.gov.br/2023/agregados-macroeconomicos/contas-nacionais/22033-contas-nacionais.html>, acesso em: 24 out. 2024; e doBNDES (2024a).

APÊNDICE 5. Evolução da carteira de crédito do BNDES (% do PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em Banco Central. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 15 out. 2024.

Coordenação Editorial
Gerência de Editoração e Memória do BNDES

Projeto Gráfico
Fernanda Costa e Silva

Copidesque
Tikinet

Editoração Eletrônica
Refinaria Design

Editado pelo
Departamento de Comunicação
Gabinete da Presidência
Novembro de 2024



www.bndes.gov.br