ISBN: 978-65-87493-07-7

ESTUDOS ESPECIAIS DO BNDES

BNDES 2025

ORGANIZADORES
Gilberto Borça Jr.
José Antônio Pereira de Souza

PRESIDENTE DA REPÚBLICA
Luiz Inácio Lula da Silva

MINISTRO DO ESTADO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA, COMÉRCIO E SERVIÇOS
Geraldo José Rodrigues Alckmin Filho

DIRETORIA DO BNDES

Presidente
Aloizio Mercadante Oliva

Diretores
Alexandre Correa Abreu
Helena Tenorio Veiga de Almeida
José Luis Pinho Leite Gordon
Luciana Aparecida da Costa
Luiz Augusto Fraga Navarro de Britto Filho
Maria Fernanda Ramos Coelho
Nelson Henrique Barbosa Filho
Tereza Helena Gabrielli Barreto Campello
Walter Baère de Araújo Filho

ESTUDOS ESPECIAIS DO BNDES

BNDES

2025

ISBN: 978-65-87493-07-7

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

ESTUDOS ESPECIAIS DO BNDES

BNDES

2025

ORGANIZADORES

Gilberto Borça Jr.

José Antônio Pereira de Souza

Rio de Janeiro

B615 Estudos especiais do BNDES / Organizadores: Gilberto Borça Jr. e José Antônio Pereira de Souza (Org.). - Rio de Janeiro: BNDES, 2025.
352 p. : il. , color.

ISBN: 978-65-87493-07-7

1. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Brasil) – Financiamento. 2. Avaliação de impacto. 3. Captação de recursos. I. Gilberto Borça Jr. (Org.). II. José Antônio Pereira de Souza (Org.).

CDD 338.9815

Sumário

Introdução 7

38/ Perspectivas do investimento 2024-2028 13

39/ Avaliação do impacto do BNDES no apoio à inovação 33

40/ Atualizando a decomposição do pagamento de juros nominais líquido no Brasil 2002-2024 47

41/ Um panorama dos bancos públicos de desenvolvimento e das instituições financeiras de desenvolvimento 55

42/ Comparando o BNDES com bancos de desenvolvimento com perfil semelhante 67

43/ Comentários sobre o PIB do 4T/2024 77

44/ Destaques do desempenho operacional do BNDES em 2024 91

45/ Balança de serviços do Brasil: evolução recente e perspectivas 107

46/ Comportamento recente do investimento público no Brasil 117

47/ Correções na Taxa de Longo Prazo (TLP) 131

48/ Três décadas – o BNDES depois da estabilização: 1994/2024 139

49/ Comentários sobre o PIB do 1T/2025 155

50/ O potencial das parcerias com o setor privado no apoio à proteção e conservação de florestas públicas 167

51/ Financiamento ao investimento e crescimento das empresas: uma avaliação panorâmica dos produtos de crédito do BNDES 183

52/ O papel do BNDES e o financiamento de longo prazo no Brasil 195

53/ Perspectiva histórica das fontes de *funding* do BNDES 207

54/ Riscos mundiais de curto e longo prazos: 2022 a 2025 219

55/ O balanço de pagamentos do Brasil sob a perspectiva da variação de reservas 233

56/ Comentários sobre o PIB do 2T/2025 249

57/ Impulso de crédito bancário no Brasil 2002-2025 261

58/ Fontes de *funding* dos bancos de desenvolvimento: perspectiva comparada entre BNDES, KDB, CDB e KfW 273

59/ O papel do *funding* verde para o "Novo BNDES" 287

60/ Mensuração de impacto climático: cálculo de emissões de gases do efeito estufa (GEE) evitadas e removidas no Fundo Clima 299

61/ Cenário internacional do uso de *funding* verde pelos bancos de desenvolvimento 313

62/ Crédito rural do BNDES e considerações sobre concentração fundiária no Brasil 331

Introdução

Durante um longo período, o BNDES, cuja missão institucional é o financiamento de projetos de longo prazo no Brasil, passou por um forte processo de redimensionamento. O volume de aprovações e desembolsos encolheram de maneira significativa, com sua atuação na economia brasileira ficando muito aquém de sua importância histórica. Esse processo também afetou em alguma medida sua capacidade de ser um ator relevante no debate de temas econômicos importantes para o país.

Com o início do terceiro governo Lula e da administração do presidente Aloizio Mercadante e de sua Diretoria Executiva, tal cenário se modificou. Desde 2023, o BNDES passa por um processo de reconstrução, ampliando seu escopo de atuação, diversificando suas fontes de *funding*, aumentando a eficiência de suas esteiras de crédito e de suas políticas operacionais. Com isso, busca-se, até certo ponto, uma recuperação do protagonismo ora perdido. Concomitantemente a esse processo, e com a intenção de buscar um maior espaço na produção de conhecimento e participação no debate público, realizou-se um grande esforço para recuperação da agenda de estudos no BNDES. Nesse sentido, houve um crescimento do volume de *Textos para discussão*, uma maior regularidade e fortalecimento de publicações historicamente tradicionais, como o *BNDES Setorial*, e maior integração com a academia a partir de patrocínios, como para a Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia (Anpec), e contratações de estudos. Dentro desse contexto, em meados de 2023 deu-se início a publicação dos *Estudos especiais do BNDES*.

A publicação procura debater tanto temas de relevância para o BNDES, abrangendo as mudanças institucionais que estão em curso, como temas econômicos pertinentes de forma geral, presentes no debate público. Com essa intenção, a partir do fim de junho de 2023, o BNDES passou a publicar esses estudos com uma periodicidade média de duas edições por mês. As contribuições foram realizadas por várias unidades do Banco. Ao fim de 2025, já são mais de sessenta publicações.

O objetivo dessa coletânea é agregar toda produção realizada em 2025. Os textos estão dispostos em ordem cronológica de publicação, mas podem ser divididos em cinco blocos temáticos.

O primeiro bloco refere-se ao BNDES propriamente dito, com foco: na análise e avaliação de seus produtos de crédito, de seu desempenho geral ao longo das últimas três décadas e de seus números, com algum detalhamento para o ano de 2024; na contextualização do BNDES no conjunto dos bancos de desenvolvimento no mundo; no papel desempenhado atualmente pelo BNDES no financiamento de longo prazo no Brasil; e no mapeamento das fontes históricas de *funding* da instituição desde a sua criação em 1952. Esse primeiro bloco é composto por sete estudos especiais.

» **Avaliação do impacto do BNDES no apoio à inovação** aborda o impacto do apoio do BNDES no crescimento das empresas e em seus resultados de inovação, encontrando resultados positivos nas dimensões de esforço inovativo, de resultado das inovações e de crescimento das empresas (*Estudo especial do BNDES 39*);

» **Comparando o BNDES com bancos de desenvolvimento com perfil semelhante** analisa a trajetória recente do Banco em relação a outros bancos nacionais de desenvolvimento com mandato variado, destacando aspectos como seu tamanho (em ativos) e os desafios e perspectivas para sua atuação no financiamento ao desenvolvimento sustentável (*Estudo especial do BNDES 42*);

» **Destaques do desempenho operacional do BNDES em 2024** apresenta os principais indicadores operacionais de 2024 (consultas, aprovações e desembolsos), com detalhamento em termos de valores aprovados por setores, do desempenho do Fundo Amazônia e do volume de financiamentos ligado à nova política industrial, ao Fundo Clima e ao apoio emergencial ao Rio Grande do Sul. Aborda-se também as aprovações do BNDES por porte de empresas e os números alavancados por meio de fundos garantidores (*Estudo especial do BNDES 44*);

» **Três décadas – o BNDES depois da estabilização: 1994/2024**, que analisa os resultados do BNDES ao longo dos últimos trinta anos, em particular a evolução dos desembolsos, a trajetória de seu ativo, suas fontes de *funding* e a composição do seu lucro (*Estudo especial do BNDES 48*);

» **Financiamento ao investimento e crescimento das empresas: uma avaliação panorâmica dos produtos de crédito do BNDES** traz o resultado da análise dos efeitos dos principais produtos de crédito do BNDES voltados ao apoio a atividades empresariais sobre investimento, emprego, massa salarial, receita operacional líquida, valor adicionado e produtividade do trabalho (*Estudo especial do BNDES 51*);

» **O papel do BNDES e o financiamento de longo prazo no Brasil**, que discute o contexto atual do financiamento de longo prazo no país e, em especial, o papel do BNDES, analisando seu posicionamento no mercado de crédito e a evolução das debêntures de infraestrutura no país (*Estudo especial do BNDES 52*);

» **Perspectiva histórica das fontes de *funding* do BNDES**, que apresenta a evolução histórica do *funding* do Banco e de seu passivo desde a sua criação em 1952, destacando as mudanças fundamentais ocorridas nas fontes que o compõem e em sua relevância em relação ao produto interno bruto (PIB) (*Estudo especial do BNDES 53*).

O segundo bloco trata do tema dos bancos de desenvolvimento pelo mundo e é composto por dois estudos especiais.

» **Um panorama dos bancos públicos de desenvolvimento e das instituições financeiras de desenvolvimento** chama atenção para a grande quantidade, variedade de tipos e dispersão mundial dos bancos e instituições financeiras de desenvolvimento (*Estudo especial do BNDES 41*);

» **Fontes de *funding* dos bancos de desenvolvimento: perspectiva comparada entre BNDES, KDB, CDB e KfW** compara as fontes de *funding* de bancos de desenvolvimento da China, Coreia, Alemanha e Brasil, levando em conta a necessidade de fontes de recursos estáveis e de prazo mais longo do que a dos bancos comerciais (*Estudo especial do BNDES 58).*

O terceiro bloco trata do tema sustentabilidade ambiental e é composto por cinco estudos especiais.

» **O potencial das parcerias com o setor privado no apoio à proteção e conservação de florestas públicas** trata do desafio para a gestão e preservação das florestas e da possibilidade de utilização de instrumentos de parceria com o setor privado para viabilizar o desenvolvimento sustentável nessas regiões (*Estudo especial do BNDES 50*);

» **O papel do *funding* verde para o "Novo BNDES"**, que demonstra não apenas como o BNDES teve atuação pioneira nessa agenda, mas também como ela é um vetor fundamental na estratégia atual de diversificação das fontes de *funding* da instituição, de modo a apoiar os investimentos necessários para adaptação e mudança climática no contexto de uma transição para uma economia de baixo carbono (*Estudo especial do BNDES 59*);

» **Cenário internacional do uso de *funding* verde pelos bancos de desenvolvimento**, que procura detalhar a forma como as instituições financeiras de desenvolvimento, em um contexto de crise climática, buscam fontes de captação para o desenvolvimento sustentável (*Estudo especial do BNDES 61*);

» **Mensuração de impacto climático: cálculo de emissões de gases do efeito estufa (GEE) evitadas e removidas no Fundo Clima**, que mostra as ferramentas utilizadas pelo BNDES para a realização do cálculo das reduções ou remoções de emissões de carbono viabilizadas por meio do financiamento de seus projetos. O estudo trata de indicadores de efetividade de grande relevância, que são reconhecidos por sua transparência metodológica, colocando o Fundo Clima em posição de destaque na atual agenda climática (*Estudo especial do BNDES 60*);

» **Crédito rural do BNDES e considerações sobre concentração fundiária no Brasil**, o qual busca trazer algumas evidências de como o crédito rural tem se relacionado com a concentração de terras no país, e qual o papel desempenhado pelo BNDES nesse contexto (*Estudo especial do BNDES 62*).

O quarto bloco trata de temas ligados à conjuntura macroeconômica, sendo composto por sete estudos especiais.

» **Comentários sobre o PIB do 4T/2024** analisa o resultado surpreendente da dinâmica da atividade ao longo de 2024, sobretudo quando comparado à mediana das expectativas de mercado no início do ano e as perspectivas para 2025 (*Estudo especial do BNDES 43*);

» **Balança de serviços do Brasil: evolução recente e perspectivas** analisa a evolução da balança de serviços, destacando sua composição por segmento e por país e apontando possíveis caminhos para mitigar os riscos e aproveitar as oportunidades (*Estudo especial do BNDES 45*);

» **Comportamento recente do investimento público no Brasil** dá um panorama do comportamento agregado do investimento público no Brasil nos últimos anos, destacando sua recuperação mais recente. O investimento público pode não apenas ajudar a corrigir falhas sistêmicas de mercado, mas também tem o potencial de gerar externalidades positivas para a economia, com efeitos multiplicadores e aceleradores (*Estudo especial do BNDES 46*);

» **Comentários sobre o PIB do 1T/2025** apresenta uma análise detalhada da atividade econômica no Brasil nos primeiros três meses de 2025 (*Estudo especial do BNDES 49*);

» **Riscos mundiais de curto e longo prazos: 2022 a 2025** traz uma análise das percepções dos riscos mundiais de curto e longo prazo no período de 2022 a 2025, a partir dos Global Risks Reports (GRR) do Fórum Econômico Mundial (*Estudo especial do BNDES 54*);

» **O balanço de pagamentos do Brasil sob a perspectiva da variação de reservas** avalia o desempenho recente do balanço de pagamentos brasileiro com um enfoque no resultado da variação das reservas internacionais (*Estudo especial do BNDES 55*);

» **Comentários sobre o PIB do 2T/2025** detalha a evolução da atividade econômica no Brasil, que apresentou uma desaceleração no segundo trimestre de 2025, indicando o início de uma possível moderação no ritmo de crescimento, o qual tende persistir até o fim do ano (*Estudo especial do BNDES 56*).

O quinto bloco trata de temas ligados à economia brasileira de maneira mais estrutural, sendo composto por quatro estudos especiais.

» **Perspectivas do investimento 2024-2028** apresenta perspectivas do investimento de 22 setores da economia brasileira, que abrangem segmentos da indústria extrativa, indústria de transformação, serviços e infraestrutura. De acordo com o trabalho, as perspectivas do investimento do período são boas na maior parte dos setores e refletem expectativas de retomada do crescimento econômico (*Estudo especial do BNDES 38*);

» **Atualizando a decomposição do pagamento de juros nominais líquido no Brasil 2002-2024**, o qual analisa como que, apesar do esforço de melhoria do resultado primário do setor público consolidado em 2024, o resultado nominal manteve-se fortemente negativo devido à carga de pagamento de juros. O montante de juros nominais é decomposto em alguns componentes para se identificar seus fatores determinantes (*Estudo especial do BNDES 40*);

» **Correções na Taxa de Longo Prazo (TLP)** analisa o impacto da Lei 14.937/2024, que permitiu ao BNDES ampliar o rol de taxas de juros de mercado de remuneração do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que passou incluir além da TLP (IPCA+), taxas de juros nominais prefixadas e a taxa Selic (*Estudo especial do BNDES 47*);

» **Impulso de crédito bancário no Brasil 2002-2025** parte do conceito de impulso do crédito para avaliar sua relação com o crescimento econômico numa perspectiva de longo prazo. À exceção de alguns períodos, como, por exemplo, o da pandemia de Covid-19, há boa correlação entre o indicador de impulso do crédito e a taxa de crescimento do PIB no Brasil (*Estudo especial do BNDES 57*).

Desejamos uma boa leitura.

Gilberto Borça Jr.
José Antônio Pereira de Souza

Perspectivas do investimento 2024-2028

38/2025

Introdução

O investimento é uma variável chave na atuação do BNDES, já tendo sido objeto de outras edições da série *Estudos especiais do BNDES* (ver edições 1, 22, 23 e 25). Há cerca de vinte anos o BNDES realiza um exercício para estimar as perspectivas de investimento na economia brasileira. Esta edição da série *Estudos especiais do BNDES* pretende resgatar a tradição de divulgação dessas perspectivas de investimento para o público. Neste trabalho, apresentam-se as perspectivas de investimento para o período de 2024 a 2028 de 22 setores da economia brasileira, que abrangem segmentos da indústria extrativa, indústria de transformação, serviços e infraestrutura. Foram adotados dois cenários para o crescimento do produto interno bruto (PIB): (i) cenário base, com crescimento médio do PIB de 1,5% ao ano; e (ii) cenário otimista, com crescimento médio do PIB de 2,2% ao ano.

Cabe destacar que a nomenclatura dos setores reflete a organização interna do BNDES. Além disso, o conceito de investimento adotado não é homogêneo, dependendo das fontes de informações utilizadas.[1] Tais fontes nem sempre são explícitas e, portanto, nem sempre se igualam ao conceito de formação bruta de capital fixo (FBCF) utilizado no Sistema de Contas Nacionais, ainda que sempre se busque a maior proximidade possível. Dito isso, o presente exercício tem caráter exploratório, buscando levantar as principais tendências sobre o investimento setorial no país.

Considerando o quadro geral presente na Tabela 1, é possível perceber que, apesar de 2023 ter sido um ano de queda no investimento quando comparado a 2022, as perspectivas indicam uma tendência de aumento nos investimentos para o período de 2024 a 2028. Enquanto nos anos de 2022 e 2023, os setores envolvidos no estudo apresentaram investimentos que somaram R$ 590,3 bilhões e R$ 564 bilhões, respectivamente, as perspectivas para o quinquênio seguinte são de uma média de R$ 639,1 bilhões para o cenário base (equivalente a um total de quase R$ 3,2 trilhões de investimentos) e de R$ 704,5 bilhões para o cenário otimista (equivalente a um total de R$ 3,5 trilhões).

1 As perspectivas foram elaboradas a partir de metodologias variadas, como técnicas e levantamentos estatísticos, informações de mercado e exame das respectivas carteiras de projetos.

Destaca-se ainda uma evolução crescente com expansão média de 4,2% a.a. (cenário base) e 6,1% a.a. (cenário otimista). Os dois cenários apresentam proporções quase idênticas: 53,9% dos investimentos esperados são de indústria e serviços (54,4% no cenário otimista) e 46,1%, de infraestrutura (45,6% no cenário otimista). As seções seguintes apresentam os aspectos setoriais considerados na elaboração das estimativas.

TABELA 1. INVESTIMENTOS 2022-2023 E PERSPECTIVAS DE INVESTIMENTO 2024-2028 POR GRANDES SETORES (R$ BILHÕES)*

			Perspectivas de investimento (R$ bilhões)								
Setor	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**Total**	**Média**	**% Total**	**Tx Cresc.**
Cenário base											
Indústria e serviços	297,4	286,4	307,5	330,2	347,3	367,9	369,6	1.722,5	344,5	53,9%	4,7%
Infraestrutura	292,8	277,6	272,1	280,2	303,4	304,6	312,8	1.473,1	294,6	46,1%	3,5%
Total	**590,3**	**564,0**	**579,7**	**610,4**	**650,6**	**672,5**	**682,4**	**3.195,6**	**639,1**	**100,0%**	**4,2%**
Cenário otimista											
Indústria e serviços	293,5	281,4	330,7	366,3	385,0	411,0	423,1	1.916,0	383,2	54,4%	6,4%
Infraestrutura	296,7	282,5	275,3	304,0	344,7	338,7	343,9	1.606,5	321,3	45,6%	5,7%
Total	**590,3**	**564,0**	**605,9**	**670,3**	**729,6**	**749,7**	**767,0**	**3.522,5**	**704,5**	**100,0%**	**6,1%**

Fonte: Elaboração própria.

*Todos os valores são a preços de 2024. Nos anos de 2022 e 2023 foi utilizado o IPCA, enquanto nas projeções não foram considerados cenários de variação de preços.

Perspectivas do investimento 2024-2028: indústria e serviços

Foram estudados 13 setores de indústria e serviços, dos quais quatro representam quase três quartos dos investimentos mapeados nesse conjunto para o cenário base: petróleo e gás (31,8%), comércio (24,9%), extrativa mineral (10,4%) e bens de consumo (6,9%). A Tabela 2 apresenta os números de perspectivas de investimento para os setores de indústria e serviços nos cenários base e otimista. Na sequência, dá-se um breve detalhamento dos contextos setoriais, a fim de complementar as estimativas.

TABELA 2. INVESTIMENTOS 2022-2023 E PERSPECTIVAS DE INVESTIMENTO 2024-2028 PARA INDÚSTRIA E SERVIÇOS (R$ BILHÕES)*

			Cenário base						Cenário otimista					
Setor	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**Total**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**Total**
Extrativa mineral	26,4	28,9	28,9	38,5	39,9	35,8	36,6	179,6	28,9	39,6	41,0	39,0	39,0	187,5
Petróleo e gás	76,6	86,1	100,6	103,8	113,9	121,9	108,1	548,2	113,6	124,7	131,8	136,2	122,3	628,6
Papel e celulose	21,5	16,1	9,1	7,3	11,3	19,3	23,3	70,2	9,1	7,4	11,4	23,4	35,4	86,8
Alimentos	12,1	11,7	11,4	11,7	11,9	12,2	12,5	59,7	12,2	12,4	12,8	13,2	13,6	64,2
Biocombustíveis	2,5	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	16,0	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	26,0
Química	6,8	5,4	6,5	6,6	6,8	6,9	7,0	33,8	6,5	8,1	9,7	11,3	13,0	48,6
Siderurgia	6,3	7,4	7,2	7,7	6,4	6,3	6,7	34,3	7,2	9,3	10,2	10,2	10,8	47,8
Automotivo	15,6	11,2	19,5	22,0	15,6	14,5	14,0	85,6	20,5	23,1	16,4	15,2	14,7	89,9
Aeroespacial	-	-	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	5,1
Bens de consumo	22,4	19,7	23,1	23,4	23,7	24,0	24,3	118,6	23,8	24,1	24,4	24,7	25,1	122,1
Comércio e serviços	81,2	69,6	71,4	78,0	85,3	93,2	101,9	429,7	74,9	81,9	89,5	97,9	107,0	451,2
Saúde	26,2	26,0	26,0	27,4	28,8	30,1	31,4	143,8	27,7	29,6	31,5	33,6	35,8	158,2
Complexo industrial da saúde	8,1	8,2	8,3	8,8	9,3	9,7	10,1	46,1	9,5	10,3	11,0	11,8	12,7	55,4
Serviços de saúde	17,9	17,8	17,8	18,6	19,5	20,4	21,4	97,6	18,2	19,3	20,5	21,8	23,1	102,9
Total	**297,4**	**286,4**	**307,5**	**330,2**	**347,3**	**367,9**	**369,6**	**1.722,5**	**330,7**	**366,3**	**385,0**	**411,0**	**423,1**	**1.916,0**

Fonte: Elaboração própria.

*Todos os valores são a preços de 2024. Nos anos de 2022 e 2023 foi utilizado o IPCA, enquanto nas projeções não foram considerados cenários de variação de preços.

Extrativa mineral

A estimativa de investimentos na indústria extrativista para o cenário base considera dados de investimentos extraídos em demonstrações financeiras e em anúncios publicados para uma lista de cerca de cem empresas de pequeno, médio e grande porte. O minério de ferro concentra a maior parte dos investimentos anunciados, seguido de projetos socioambientais, principalmente os relacionados a mudanças de processos de beneficiamento e de descaracterização de barragens de rejeitos. Na sequência, estão investimentos em projetos de cobre, fertilizantes, níquel, bauxita, lítio, titânio, manganês, zinco, além de alguns projetos estruturantes, que abrangem a integração de produção e sistema logístico – incluindo mina, ferrovia e porto – na Bahia e no Ceará (observando-se, contudo, que os investimentos em ferrovia e no porto não foram incluídos no montante informado).

Para o cenário otimista, considerou-se que alguns grandes projetos, cujo grande desafio é avançar com o licenciamento socioambiental e a captação de recursos, conseguirão seguir dentro dos cronogramas previstos, antecipando para o período de 2024-2028 um percentual maior de investimentos, inicialmente não previstos no cenário base.

Petróleo e gás

Com a recuperação do preço do petróleo, o nível de atividade do setor está dinâmico e consistente em relação aos últimos anos. O Brasil ainda tem diversos campos de petróleo e gás natural a serem explorados e produzidos. O Brasil cada vez mais se torna um exportador de petróleo significativo, tendo este se tornado um importante produto na pauta de exportação do país. O setor pretende investir entre R$ 548,2 e R$ 628,6 bilhões até o ano de 2028. Prevê-se que 19 plataformas de petróleo e gás entrarão em operação nesse período. As estimativas incluem os investimentos em infraestrutura de gás natural, bem como em refino, sendo que alguns deles estão associados à produção de novos combustíveis sustentáveis

como *diesel* coprocessado, óleo vegetal hidrotratado (*hydrotreated vegetable oils* – HVO) e combustível sustentável de aviação (*sustainable aviation fuel* – SAF). O setor está trabalhando não só para reduzir a intensidade de carbono de seus combustíveis, mas também para reduzir a sua pegada de carbono. A Petrobras, por exemplo, aumentou a parcela de investimentos em energias de baixo carbono e em descarbonização da produção no seu Plano de Negócios 2024-2028 para aproximadamente R$ 60 bilhões.

Papel e celulose

As premissas utilizadas nas projeções de investimentos para o cenário base do setor de papel e celulose foram baseadas nos projetos informados ou anunciados pelas principais empresas do setor para o período 2024-2028, além de outros projetos de expansão de capacidade e investimentos de manutenção (*sustaining*). Os dados foram obtidos a partir de informações divulgadas em demonstrações financeiras, quando públicas, ou em notícias da imprensa especializada, eventualmente acrescidos de investimentos constantes do *pipeline* de projetos da carteira do BNDES. Para o cenário otimista, considerou-se que seriam executados alguns projetos que constam dos planos de empresas do setor, mas que aguardam as condições de mercado ideais para sair do papel.

Vale destacar que os números apresentados estão em linha com a projeção de investimentos informada pelo Instituto Brasileiro de Árvores (IBÁ), entidade que congrega todo o setor brasileiro de florestas plantadas.

Alimentos

A indústria brasileira de alimentos deve continuar a crescer nos próximos anos, impulsionada tanto pela expansão prevista no crescimento do PIB quanto pela ampliação da demanda externa. Esse crescimento deve ocorrer não só pela maior oferta de produtos alimentícios mais básicos, como carnes e laticínios, mas, sobretudo, pela oferta de produtos mais convenientes, saudáveis e sustentáveis.

Dessa forma, a indústria tem investido não só na ampliação de sua produção, mas também, no desenvolvimento de novos processos, ingredientes e embalagens, por vezes em conjunto com seus fornecedores.

Biocombustíveis

O potencial dos biocombustíveis no Brasil ainda é bastante significativo, especialmente em um mundo que busca alternativas sustentáveis para reduzir a dependência de combustíveis fósseis. Além de serem renováveis e permitirem a redução de emissões de CO_2, os biocombustíveis ajudam a diversificar a matriz energética brasileira e a impulsionar economias locais, criando empregos no setor agrícola e industrial. Considerando a Política Nacional de Biocombustíveis (RenovaBio) e os desdobramentos do Projeto de Lei 528 de 2020 (PL dos Combustíveis do futuro), o crescimento dos investimentos do setor deve ocorrer por meio não só dos combustíveis tradicionais (etanol e *biodiesel*), mas também dos novos biocombustíveis, como o etanol de segunda geração, *diesel* verde (HVO), bioquerosene de aviação (BioQAV) e biometano.

Química

A indústria química conta com milhares de empresas de diferentes portes, o que torna a visualização dos investimentos realizados em todo o setor uma tarefa altamente desafiadora. A estimativa de investimentos na indústria química para o ano de 2024 baseia-se em dados de investimentos extraídos das demonstrações financeiras publicadas por vinte empresas da indústria química, petroquímica e de fertilizantes. Para estimar os valores de 2025 em diante, utilizou-se a projeção de crescimento do PIB para atualizar o *capex*. No cenário base, os investimentos seguem a tendência projetada de crescimento do PIB, resultando em valores crescentes ao longo dos anos.

Para o cenário otimista, considerou-se o cenário base acrescido de alguns investimentos trazidos à luz pelo Plano Nacional de Fertilizantes, resultando em projeções significativamente maiores. Assim, foi feita uma análise de proba-

bilidade para a execução de cada um dos três projetos, sendo um de potássio (R$ 4 bilhões), um de fertilizantes nitrogenados (R$ 4,5 bilhões) e um de fosfatados (R$ 2,5 bilhões), todos a serem realizados ao longo de quatro anos.

Siderurgia

A estimativa de investimentos na indústria de siderurgia para o cenário base baseia-se na divulgação das 15 grandes empresas de siderurgia que, em conjunto, operam 31 usinas distribuídas por dez estados brasileiros. Em termos de volume de investimentos, a natureza dos projetos envolve, em sua maior parte, a atualização tecnológica e a expansão de capacidade de algumas plantas.

Para o cenário otimista, considerou-se que haverá um crescimento gradual na demanda por aço em função do aquecimento de alguns setores internos, como o automobilístico e o da construção civil, este último como impacto direto de alguns programas governamentais de incentivo ao setor.

Em menor volume, foram também consideradas novas demandas relacionadas ao tema descarbonização, como: a expectativa de expansão de plantas integradas a carvão vegetal, a implantação do processo de autorredução do minério de ferro com biomassa, em substituição ao carvão mineral; e a ampliação do uso de sucata no processo produtivo.

Automotivo

Os investimentos robustos previstos para o setor automotivo no período abordado têm origem na formulação da nova política pública para o setor, o Programa Mover, que implementou um pacote de incentivos fiscais voltados à descarbonização e segurança dos carros produzidos no Brasil. Para o período analisado, o volume de investimentos anunciados, incluindo os fabricantes de veículos leves e pesados e de autopeças, é da ordem de R$ 86 bilhões, voltados principalmente para o desenvolvimento de veículos de baixa emissão, notadamente os veículos leves híbridos *flex* ou exclusivamente a etanol.

Aeroespacial

Para o setor aeroespacial, a perspectiva de investimentos toma como referência o histórico de investimento da Embraer (4% a 7% da receita operacional líquida – ROL), acrescido de um fator de 10% que corresponde ao investimento de sua cadeia produtiva. Aplicou-se essa referência para o primeiro ano do período de projeção; para os anos seguintes foi previsto um crescimento uniforme de 2% ao ano.

Indústria de bens de consumo e comércio e serviços

As perspectivas de investimento para estes setores são baseadas em variáveis macroeconômicas como PIB, população e PIB *per capita*. Para o PIB, foram observadas as mencionadas projeções de crescimento médio de 1,5% a.a. e 2,2% a.a. nos cenários base e otimista, respectivamente, nos próximos cinco anos. A população projetada, por sua vez, segue as estimativas de crescimento demográfico divulgadas pelo IBGE.

A partir dessa base macroeconômica, as perspectivas de investimentos foram estabelecidas aplicando-se correlação linear entre as variações do investimento e do PIB, para o setor de comércio e serviços, e entre os valores do investimento e do PIB *per capita*, para o setor de bens de consumo.

Complexo industrial da saúde e serviços de saúde

O complexo econômico-industrial da saúde (CEIS) é composto por dois subsistemas, que estão listados na Tabela 2: (i) complexo industrial da saúde, que engloba a cadeia farmacêutica e a indústria de equipamentos e materiais médicos, hospitalares e odontológicos; e (ii) serviços de saúde, que engloba a rede de atendimento pública e privada e demanda o que é produzido pelo primeiro setor.

A perspectiva de crescimento dos investimentos para ambos os subsistemas é superior ao crescimento do PIB entre 2024 e 2028.

O crescimento estimado para o subsistema industrial da saúde reflete, de um lado, a expectativa de elevado crescimento do mercado doméstico e, por outro, da esperada aceleração dos investimentos em inovação, os quais, mesmo para o cenário base, devem crescer, em média, 6,5% a.a. entre 2024 e 2028. Essa aceleração dos investimentos em inovação já pode ser vista nas aprovações de projetos pelo BNDES, o que deve se traduzir em aumento de desembolsos nos próximos anos. Esse movimento responde, em boa medida, ao lançamento do BNDES Mais Inovação, que tem tido grande demanda por investimentos, especialmente da indústria farmacêutica.

O subsistema de serviços compreende tanto os serviços públicos quanto a saúde privada, ou suplementar, em seus três níveis de atenção (básica, média e alta complexidade). Entre os principais fatores que contribuem para o crescimento do subsistema de serviços, destacam-se o próprio crescimento do PIB e o aumento da formalização do mercado de trabalho. Além disso, há perspectiva de crescimento contínuo – e acima do crescimento do PIB – dos custos e dos investimentos em saúde no Brasil, tendo em vista três tendências estruturais: (i) o envelhecimento da população; (ii) a maior incidência de doenças crônicas; e (iii) a crescente incorporação tecnológica pelo sistema de saúde.

Perspectivas do investimento 2024-2028: infraestrutura

Foram estudados nove setores de infraestrutura, dos quais quatro representam mais de 80% do investimento mapeado nesse conjunto para o cenário base: energia elétrica (43,4%), rodovias (19,7%), saneamento (12,3%) e telecomunicações (12,2%).

TABELA 3. PERSPECTIVAS DE INVESTIMENTO 2024-2028 PARA INFRAESTRUTURA (R$ BILHÕES)*

			Cenário base						Cenário otimista					
Setor	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**Total**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**Total**
Energia elétrica	142,1	129,8	126,6	120,5	133,2	125,4	133,2	638,9	114,6	123,7	146,5	138,0	146,5	669,3
Telecomunicações	41,7	36,6	34,4	35,1	35,8	36,5	37,3	179,2	34,7	35,7	36,5	37,5	38,4	182,8
Logística	69,7	74,8	80,8	88,3	97,0	103,3	104,6	474,0	93,8	106,3	122,5	121,6	118,3	562,5
Rodovias	42,0	42,1	46,4	53,4	59,6	64,4	66,4	290,3	55,9	65,9	76,7	75,2	70,5	344,2
Ferrovias	7,3	8,5	10,5	11,6	11,1	10,4	8,9	52,4	11,0	12,1	12,0	11,3	10,2	56,6
Portos	3,2	3,1	2,7	4,1	4,7	4,6	4,3	20,4	3,1	4,9	5,0	5,0	4,7	22,7
Aeroportos	2,9	3,2	4,3	2,4	1,9	2,0	1,5	12,1	4,4	2,1	2,2	1,5	1,6	11,8
Mobilidade urbana	14,4	17,9	17,0	16,9	19,7	21,9	23,4	98,8	19,4	21,4	26,6	28,6	31,2	127,2
Saneamento (água e esgoto)	25,7	30,2	30,4	36,3	37,4	39,3	37,6	181,1	32,2	38,3	39,1	41,7	40,6	191,9
Total	**292,8**	**277,6**	**272,1**	**280,2**	**303,4**	**304,6**	**312,8**	**1.473,1**	**275,3**	**304,0**	**344,7**	**338,7**	**343,9**	**1.606,5**

Fonte: Elaboração própria.

*Todos os valores são a preços de 2024. Nos anos de 2022 e 2023 foi utilizado o IPCA, enquanto nas projeções não foram considerados cenários de variação de preços.

Energia elétrica

A previsão dos investimentos em geração de energia elétrica no período de 2024 a 2028 apresenta média anual de R$ 127,8 bilhões no cenário base e R$ 133,9 bilhões no cenário otimista. No segmento de geração de energia, as fontes que mais contribuem nas projeções de investimento são: (i) geração solar, incluindo as modalidades centralizada e distribuída, com 30% do investimento; (ii) geração eólica com 14%; e (iii) termelétricas a gás natural, com 12,5%. Já os segmentos de transmissão e distribuição de energia elétrica representam cerca de 12% e 20% do investimento, respectivamente.

O setor elétrico tem apresentado elevado nível de investimentos nos últimos anos, atingindo em 2023 mais de 225 GW em capacidade instalada de geração e mais de 180 mil km de linhas de transmissão. Esse crescimento da infraestrutura de geração e transmissão foi impulsionado pelos investimentos em energias renováveis, especialmente eólica e solar, voltadas para atendimento ao mercado livre de comercialização de energia, bem como pelo segmento de geração distribuída.

O recente ganho de preponderância do mercado livre na expansão da geração trouxe desafios para projetar os investimentos que serão viabilizados sem comparação com o modelo anterior, no qual os leilões de energia determinavam os projetos considerados. O fim do desconto das tarifas de transmissão para novos projetos eólicos e solares ocasionou uma corrida por solicitações de outorgas que mantivessem o subsídio. Tal processo resultou em um *pipeline* de emissões de autorizações quase do tamanho da atual capacidade instalada do parque gerador brasileiro.

A despeito dos elevados investimentos recentes em fontes renováveis e da grande expectativa de investimentos futuros, materializada pelo estoque de outorgas, o consumo de energia elétrica tem apresentado um baixo crescimento, com média de 0,9% a.a. nos últimos dez anos. O baixo crescimento da demanda, aliado à sobreoferta de energia e de projetos outorgados, resulta em uma conjuntura desafiadora para viabilização de investimentos no curto prazo, introduzindo relevante incerteza na projeção da trajetória de investimentos no período.

Telecomunicações

A previsão de investimentos no setor de telecomunicações para o período de 2024 a 2028 indica um crescimento moderado e consistente, com média anual de R$ 35,8 bilhões no cenário base e R$ 36,6 bilhões no cenário otimista. Os principais impulsionadores desses investimentos são a continuidade da expansão e implantação das tecnologias 4G e 5G e das redes de fibra óptica, bem como o aumento da demanda por serviços de banda larga de alta velocidade.

A implantação do 5G no Brasil, iniciada em 2022, continua a ser um fator significativo para os investimentos no setor. Além disso, as operadoras estão empenhadas em expandir a cobertura das redes 4G e 5G para atender não apenas as principais capitais e regiões metropolitanas, mas também áreas rurais e remotas. Isso visa cumprir as obrigações regulatórias e atender à crescente demanda dos consumidores por conectividade móvel mais rápida e confiável.

Ademais, a utilização dos recursos do Fundo de Universalização dos Serviços de Telecomunicações (Fust) em projetos de expansão de infraestrutura em regiões menos atendidas pode contribuir para um ambiente mais favorável aos investimentos. O Fust tem como objetivo promover a universalização dos serviços de telecomunicações, e seu emprego efetivo incentiva as empresas a investirem em áreas com menor retorno financeiro, ampliando a cobertura e a qualidade dos serviços no país.

Rodovias

O setor rodoviário tem uma perspectiva de forte elevação do volume dos investimentos nos próximos anos, que deverá ser puxado em boa medida pelo investimento privado. O Governo Federal e os estados brasileiros vêm fortalecendo suas políticas de concessões e parcerias público-privadas (PPP) de rodovias, havendo a expectativa de realização de mais de trinta novos leilões em um intervalo de quatro anos, o que significa dobrar a malha concedida no

Brasil nesse período. O investimento público, que historicamente representa o maior volume de investimento em rodovias no Brasil, também deverá se expandir com a implementação do Novo Programa de Aceleração do Crescimento (Novo PAC), que prevê o aumento do investimento público no setor, embora o crescimento mais significativo seja impulsionado pelas concessionárias de rodovias.

Ferrovias

Os principais direcionadores do investimento em ferrovias para o período analisado são as prorrogações antecipadas dos contratos de concessão dos incumbentes (quatro já assinados – Malha Paulista, Carajás, Vitória a Minas e MRS – e dois em fase de estudos – FCA e Malha Sul da Rumo); alguns projetos *greenfield*, como a Fico 1 (entre Mara Rosa, em Goiás, e Água Boa, em Mato Grosso), Fiol 1 (entre Caetité e Ilhéus, ambas na Bahia), a Fips (no porto de Santos) e o prolongamento da Malha Norte da Rumo (entre Rondonópolis e Campo Verde, ambas em Mato Grosso, em sua primeira fase); a reestruturação da Nova Transnordestina (entre Eliseu Martins, no Piauí, e o Porto de Pecém, no Ceará), além dos investimentos correntes dos atuais concessionários para manutenção da operação. Alguns investimentos foram frustrados em função do atraso na renovação de duas concessões e ausência de ambiente favorável para pôr em marcha as autorizações federais (falta de projeto, lacuna regulatória, especialmente na questão do direito de passagem, *capex* elevado em muitos casos, entre outros).

Portos

Os principais vetores dos investimentos portuários são os terminais arrendados nos portos públicos, alguns dos quais já tiveram seus leilões concluídos e estão em fase de investimento e outros que estão no *pipeline* para serem leiloados em 2024 e nos próximos anos. Entre os já leiloados destacam-se terminais de granel líquido e agrícola no Porto de Santos e Paranaguá. Já entre os futuros

arrendamentos, os maiores projetos são os terminais de contêineres e de minerais no Porto de Santos, um terminal de carga geral em São Sebastião, outro de minerais em Itaguaí e terminais de granéis líquidos e grãos em Vila do Conde. Merece também relevo a perspectiva de um novo tipo de concessão, que é o canal de acesso aos portos de Paranaguá e Antonina. Entre os terminais de uso privado (TUP), o maior projeto é o Terminal da Bamin no Porto de Ilhéus. Compõem também a carteira do BNDES os investimentos correntes para manutenção de capacidade dos TUPs e arrendamentos instalados, que foram considerados nas perspectivas. Apesar de um *pipeline* robusto entre os arrendamentos, no ano de 2024 houve apenas um certame com cinco áreas leiloadas.

Aeroportos

O setor aeroportuário encontra-se em uma fase de declínio nos investimentos previstos, uma vez que os principais aeroportos já foram concedidos à iniciativa privada, tendo a maioria deles já passado pela fase de pico de inversões. A sexta rodada de concessões ocorreu em 2021 com os blocos Sul, Central e Norte, compondo 22 aeroportos que se encontram em plena fase de investimentos. Em 2022 ocorreu a sétima rodada de concessões com os blocos Norte II, Sudeste e dois aeroportos de aviação geral (Campo de Marte e Jacarepaguá), totalizando 15 aeroportos, que também estão na fase mais aguda dos investimentos. Finalmente, em 2023, ocorreu a oitava rodada de concessões com a relicitação do Aeroporto de São Gonçalo do Amarante, em Natal, o qual comporta investimento reduzido. Para o ano de 2024 também está prevista recuperação das condições operacionais do Aeroporto de Porto Alegre, que demanda investimento elevado.

Mobilidade urbana

As perspectivas de investimento em mobilidade urbana consideram os gastos destinados ao transporte público, tanto com veículos quanto com infraestrutura. O investimento no setor costuma apresentar grande oscilação, tendo atingido

recorde histórico durante a preparação para a Copa do Mundo de 2014 e os Jogos Olímpicos de 2016, seguido de queda abrupta, agravada pela crise da Covid-19. Em 2022, novo ciclo começou, alavancado por grandes projetos metroferroviários (linhas 2, 6, 8 e 9 de São Paulo) e pela retomada das vendas de ônibus urbanos.

A partir de 2024, projeta-se um cenário base em que haja manutenção do aumento do número de ônibus comercializados e inserção de veículos elétricos. Quanto aos projetos de infraestrutura, destacam-se os investimentos em São Paulo em metrôs, trens urbanos, ônibus de trânsito rápido (*bus rapid transit* – BRT) e trem intercidades. Nos últimos anos, ganham relevância projetos de outras grandes cidades, destacando-se aqueles atualmente em fase de estruturação, como o de veículos leves sobre trilhos (VLT), em Curitiba e no Rio de Janeiro, e a desestatização das ferrovias urbanas federais.

Para o cenário otimista, as principais mudanças compreendem a antecipação de obras do cenário base e a inclusão de projetos com menor probabilidade de se iniciar no período, como a linha 20 do metrô de São Paulo. Além disso, prevê-se aceleração na agenda de eletromobilidade, o que impulsiona o investimento, em função de seu custo mais alto. O cronograma de renovação de frota previsto nos contratos de concessão passa a incluir ônibus elétricos adicionais, até eles representarem 25% do total das vendas no último ano do horizonte estudado.

Saneamento

A projeção de investimentos para os serviços de água e esgoto é de elevação significativa, tanto em relação ao histórico, quanto ao longo do período de 2024 a 2028. Se no período de cinco anos anterior (2019 a 2023)[2] a média de investimento foi de cerca de R$ 20,5 bilhões, entre 2024 e 2028 estima-se que a média anual de investimentos seja de R$ 36,2 bilhões no cenário base e R$ 38,4 bilhões no cenário oti-

2 Os dados oficiais do Sistema de Informações sobre Saneamento (Snis) só estão disponíveis até 2022. Em 2023 foi feita uma estimativa, com maior probabilidade de acerto, visto que se baseou nos relatórios administrativos e financeiros dos principais prestadores, que já estão disponíveis.

mista. O nível de investimento não deve chegar ao patamar de R$ 46 bilhões anuais estimado pelo Plano Nacional de Saneamento Básico (Plansab) como o necessário para atingir as metas preconizadas pelo marco legal do saneamento, quais sejam, 99% de atendimento de abastecimento de água e 90% de coleta e tratamento de esgoto. Não obstante, em diversos municípios e estados a universalização deve ser alcançada e a tendência é de elevação do nível de investimentos ao longo dos anos, acompanhada de expressiva expansão dos serviços.

A projeção foi dividida em três componentes. O primeiro reflete as prestações existentes antes de 2020 oriundas de companhias estaduais de saneamento básico (CESB), municípios e concessões privadas. Esse componente é calculado com base na projeção de investimentos das três CESBs que mais investem historicamente (Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – Sabesp; Companhia de Saneamento do Paraná – Sanepar; e Companhia de Saneamento de Minas Gerais – Copasa) e extrapolado para o total a partir de sua participação no investimento em 2022. No cenário base a premissa é que a participação dessas três CESBs seguirá num patamar próximo de 2022 em termos de participação no total, e no cenário otimista estimou-se que perderão participação relativa – ainda que marginalmente – ou seja, supondo que haverá uma elevação relativa dos investimentos dos demais prestadores (outras CESBs, principalmente).

O segundo componente é composto pelos investimentos estimados das concessões regionais já licitadas desde 2020: Alagoas; Rio de Janeiro; Amapá; PPP da Companhia de Água e Esgoto do Ceará – Cagece; e Companhia Riograndense de Saneamento – Corsan, no Rio Grande do Sul. Esse componente se manteve constante nos cenários base e otimista. Os investimentos desse segundo componente já estão em curso e atingem seu ápice em 2026.

O terceiro componente diz respeito às concessões regionais que estão sendo estruturadas pelo BNDES. No cenário base, foram contabilizados os projetos de Sergipe, Paraíba, Pernambuco, Rondônia, Maranhão, Pará, Goiás e Rio Grande do Norte. E no cenário otimista foram acrescentados, ainda, os projetos de Porto

Alegre, da Serviços de Saneamento Integrado do Norte e Nordeste de Minas Gerais (Copanor), da Bahia e de Santa Catarina. Os investimentos relativos a esse componente começam a se realizar em 2025, atingindo o ápice em 2027.[3] O segundo e terceiro componentes representam uma elevação significativa do nível de investimentos nos estados e municípios em que os projetos se realizam.

Comentários finais

O investimento representa o principal foco de atuação do BNDES e tem um papel de destaque em qualquer economia, especialmente em um país com diversos gargalos econômicos e logísticos, além das demandas sociais. Ele tem um duplo papel, sendo importante componente da demanda agregada e, pelo lado da oferta, permitindo que a economia expanda sua capacidade de produção, absorva novas tecnologias e aumente a produtividade. Nos últimos anos, chama atenção o baixo patamar das taxas de investimento do Brasil, que foram inferiores a 20% do PIB. Ciente disso, o Governo Federal anunciou três grandes políticas produtivas com foco no investimento: o Novo PAC, a Nova Indústria Brasil e o Plano de Transformação Ecológica. O BNDES vem contribuindo ativamente para o planejamento, a execução e o financiamento delas. Cada uma dessas políticas tem suas particularidades, mas elas também contam com elementos complementares entre si, valendo notar que, após a queda do investimento em 2023, parecem terem sido capazes de reverter essa tendência e ampliar as perspectivas de investimento no país.

3 Como há um certo dinamismo em termos do andamento dos projetos em estruturação, o terceiro componente pode sofrer alterações em razão tanto de modificações no cronograma das estruturações quanto do início de novos projetos e desistência de outros. Além disso, cabe explicar que, para evitar dupla contagem, quando o projeto é de concessão total em todos os municípios do estado, ou seja, há completa substituição do prestador público, os investimentos relativos a esse prestador são subtraídos do primeiro componente.

As perspectivas de investimentos estimadas pelo BNDES têm o potencial de contribuir como uma ferramenta complementar no planejamento dessas e de outras políticas, como a estratégia nacional do CEIS e o Plano Brasileiro de Inteligência Artificial (PBIA). Além disso, a retomada sistemática da sua divulgação pode funcionar como instrumento acessório de captação das expectativas dos agentes sobre o investimento no país. Conforme apresentado, as perspectivas do investimento do quinquênio 2024-2028 são boas na maior parte dos setores e refletem expectativas de retomada do crescimento econômico, bem como as novas políticas públicas, as diversas especificidades regulatórias e setoriais, além de algumas janelas de oportunidade de natureza tecnológica e a própria dinâmica inerente a grandes projetos. Destaca-se, por fim, que a manutenção de uma perspectiva positiva de crescimento é ponto comum para a construção de uma trajetória de investimento sustentável.

Avaliação do impacto do BNDES no apoio à inovação

39/2025

Introdução

A inovação é essencial para promover o desenvolvimento sustentável, dando impulso aos ganhos sistêmicos de produtividade e ajudando no combate às mudanças climáticas. As mudanças na estrutura produtiva dependem e são influenciadas pela dinâmica do crescimento econômico e das atividades inovativas. Por tal razão, a agenda de estímulo à inovação tecnológica é um pilar central para o fortalecimento da competitividade nacional e consta entre as prioridades da estratégia de longo prazo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES, 2024).

Esta edição dos *Estudos especiais do BNDES* busca investigar o impacto do apoio do BNDES no crescimento das empresas e em seus resultados de inovação, considerando aproximadamente 250 empresas financiadas (por meio de 518 operações contratadas diretamente com o Banco) no período de 2007 a 2021, que somam aproximadamente R$ 32,5 bilhões em apoio total. Foram considerados três tipos de variáveis de resultado: crescimento da empresa (empregos, massa salarial e remuneração média), geração de empregos qualificados (empregos e massa salarial de pessoal ocupado técnico-científico – Potec) e inovação (pedidos e concessões de patentes).

Os dados utilizados foram obtidos a partir da Relação Anual de Informações Sociais (Rais), disponibilizada pelo Ministério do Trabalho e Previdência, e do registro de patentes, encontrado na página do Instituto Nacional da Propriedade Intelectual (INPI) na internet. Para o cálculo dos efeitos, utilizou-se o modelo diferenças em diferenças escalonado, proposto em Callaway e Sant'Anna (2021), que permite estimá-los quando o tratamento ocorre em diferentes momentos do tempo.

As empresas apoiadas (grupo de tratamento) foram identificadas a partir das operações contratadas diretamente com o BNDES, considerando programas voltados para inovação, desenvolvimento tecnológico e engenharia.[1]

1 A base de operações pode ser obtida na Central de Downloads do BNDES, em https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads.

Aplicou-se, então, um recorte semelhante ao da Pesquisa de Inovação Tecnológica (Pintec) do IBGE, ou seja, foram selecionadas as empresas ativas, com empregados durante o ano-base, e que pertenciam às indústrias extrativa e de transformação[2] ou a alguns segmentos de serviços.[3] Para que o controle refletisse melhor as empresas tratadas, restringiram-se as não tratadas aos mesmos grupos Cnae.[4] Com isso, consolidou-se a base final como um painel não balanceado para o período 2007 a 2021.

QUADRO 1. VARIÁVEIS DE RESULTADO

Variável	Descrição
total empregados	Quantidade total de empregados
empregados potec	Quantidade de Potec[5]
massa salarial potec	Massa salarial de Potec
massa salarial potec por empregado	Massa salarial de Potec dividida pelo número total de empregados da empresa
massa salarial dezembro	Massa salarial total do mês de dezembro
remuneracao media dezembro	Remuneração média de dezembro
patentes pedidas	Quantidade acumulada de patentes solicitadas desde o início do período de estudo
patentes concedidas	Quantidade acumulada de patentes concedidas desde o início do período de estudo

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Todas as variáveis estão em logaritmo. Valores monetários foram atualizados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) a preços de 2021.

2 Conforme Classificação Nacional de Atividades Econômicas (Cnae) do IBGE.

3 Eletricidade e gás; edição e edição integrada à impressão; gravação de som e edição de música; telecomunicações; serviços de tecnologia da informação; arquitetura, engenharia, testes e análises técnicas; pesquisa e desenvolvimento científico; tratamento de dados, hospedagem na internet e outras atividades relacionadas.

4 Também foram consideradas apenas as entidades empresariais não domiciliadas no exterior e com natureza jurídica diferente de investidor não residente, conforme definição do IBGE.

5 Conforme Araújo, Cavalcante e Alves (2009).

Metodologia

Entendeu-se que as empresas foram tratadas no ano de contratação do financiamento e, uma vez tratadas, assim são consideradas até o fim do período, ou seja, de 2007 a 2021.

Para o cálculo dos efeitos foi utilizada uma versão mais moderna do método diferenças em diferenças (DID), que aborda melhor a situação em que o tratamento das empresas – no caso, a contratação da operação – ocorre em diferentes momentos no tempo.

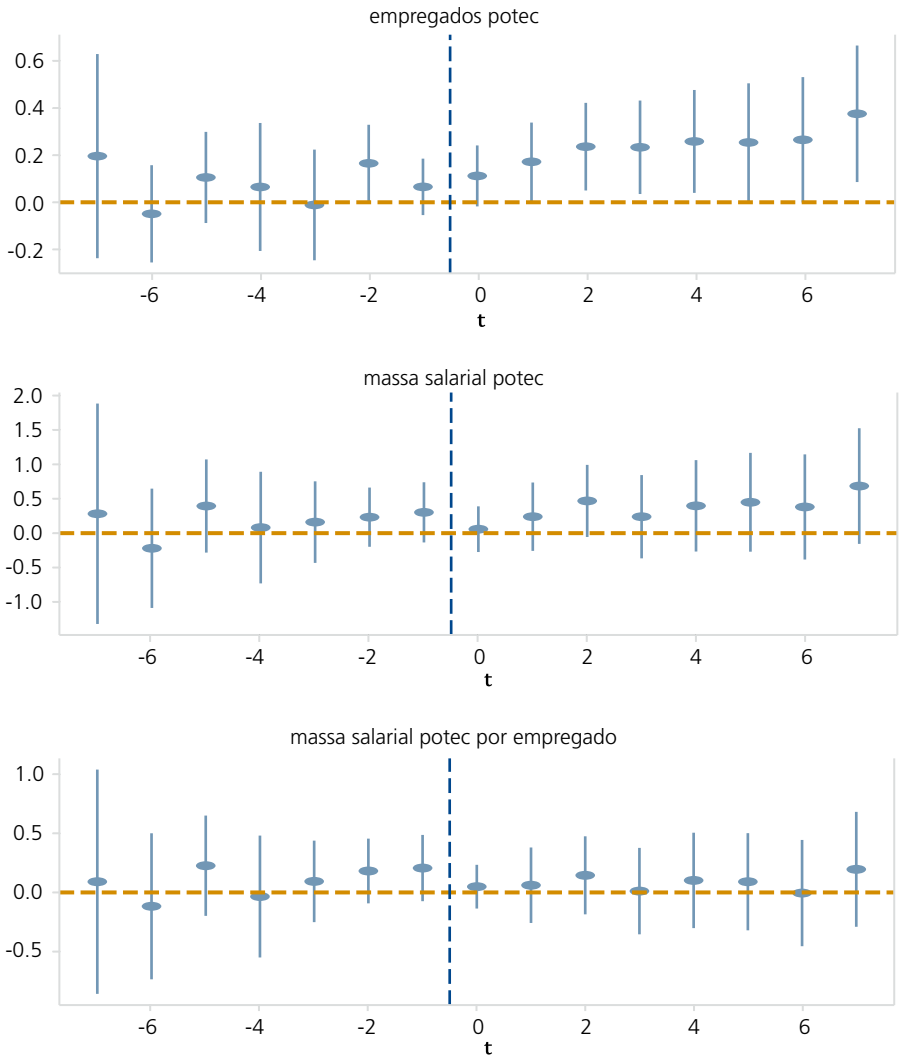
Para verificar se é verdadeira a premissa do comportamento parecido nos dois grupos, conhecida como a hipótese de tendências paralelas, utiliza-se o estudo de eventos da diferença entre as variáveis dos dois grupos. Para que a hipótese seja verdadeira, esta diferença deve ser nula até o momento do evento, que será padronizado como t = 0, pois será sempre considerada a diferença em anos até o ano do tratamento. Tudo que ocorrer após o momento do evento será considerado como efeito do tratamento, considerando sempre o intervalo de confiança de 95% das medidas.

O gráfico de estudos de eventos (Gráfico 1) possibilita avaliar, em um único gráfico, a premissa de tendências paralelas, necessária para o método DID, e o comportamento após o tratamento ao longo do tempo (o efeito dinâmico). O efeito final será calculado como o resumo dos efeitos de todos os anos a partir do tratamento.

Estudo de eventos

Nos próximos gráficos, tem-se, no eixo horizontal, a quantidade de anos até ou após o tratamento e, no eixo vertical, o efeito calculado. Cada ponto representa o efeito; e as barras, o intervalo de confiança de 95%. Como se considerou que pode haver efeito mesmo no primeiro ano de tratamento, a linha vertical tracejada indica a separação entre o primeiro ano de tratamento e o anterior.

GRÁFICO 1. EFEITOS NO INVESTIMENTO EM POTEC

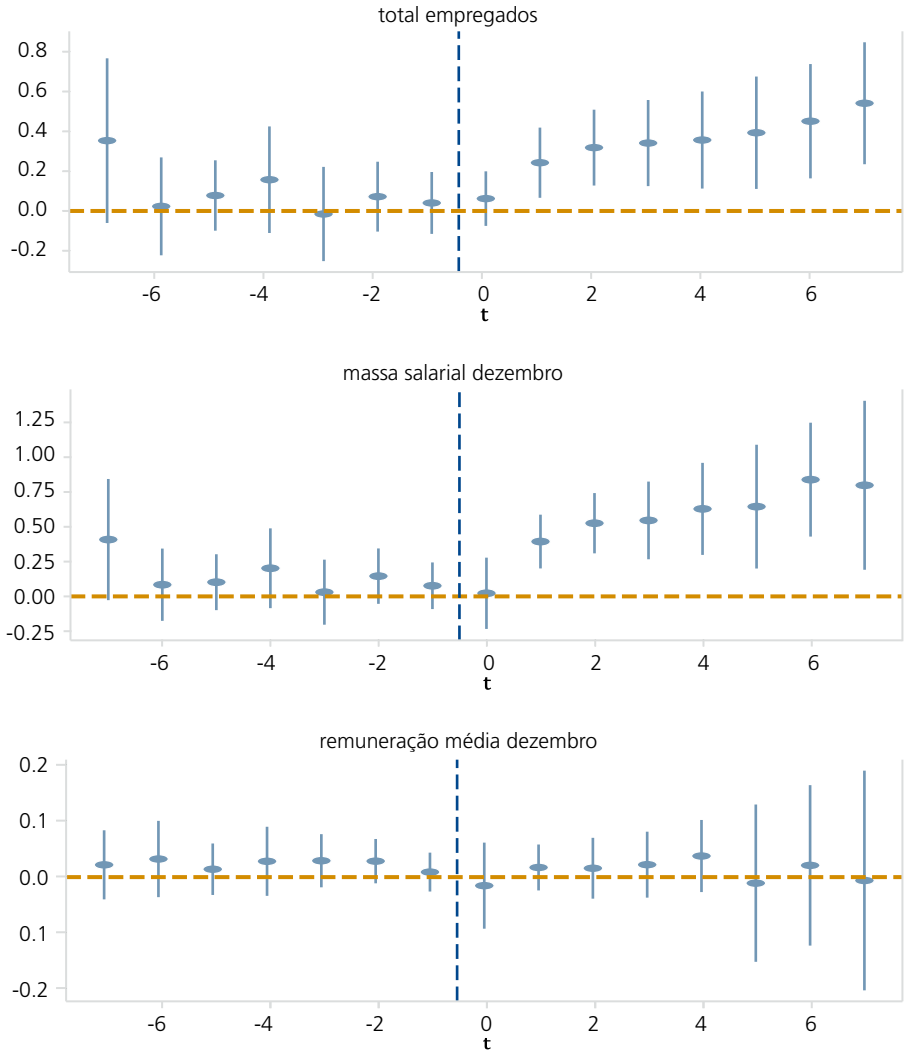


Fonte: Elaboração própria.

As três variáveis do Gráfico 1 apresentam tendências paralelas no pré-tratamento: no geral, o zero está dentro do intervalo de confiança. Após o tratamento, apenas a variável relativa à quantidade de empregados em Potec

apresentou efeitos positivos significantes, o que ocorre já desde o primeiro ano. Para as demais variáveis, não foram identificados efeitos estatisticamente significantes depois do tratamento.

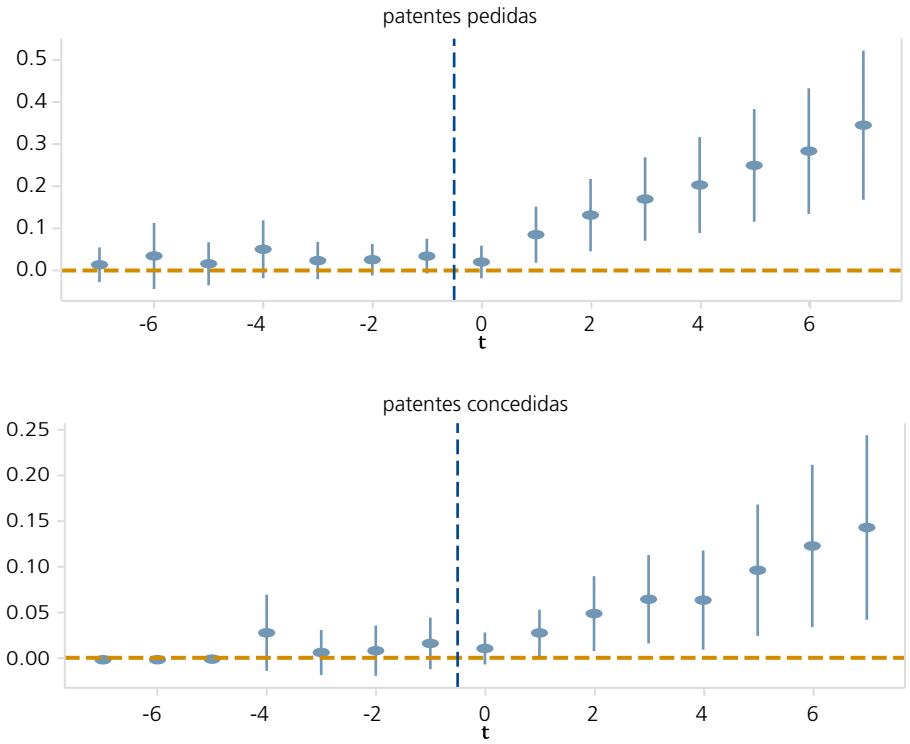
GRÁFICO 2. EFEITOS NO CRESCIMENTO



Fonte: Elaboração própria.

No Gráfico 2, pode-se verificar a presença de tendências paralelas (variáveis próximas de zero) no pré-tratamento, conforme o esperado. Após o tratamento, o número de empregados e a massa salarial apresentaram resultados positivos significativos desde o segundo ano, com uma tendência de alta. A remuneração média, entretanto, não apresentou resultado significativo, de forma que o aumento da massa salarial pode ser atribuído a contratações de novos empregados pelas firmas apoiadas.

GRÁFICO 3. EFEITOS EM INOVAÇÃO



Fonte: Elaboração própria.

Por meio do Gráfico 3, pode-se ver que os intervalos de confiança das variáveis de efeitos em inovação se mantiveram próximos de zero no período pré-tratamento, conforme o esperado. Após o tratamento, ambas apresentaram resultados positivos, com uma clara tendência de alta logo após o segundo ano.

Efeitos médios

A Tabela 1 detalha os efeitos médios das variáveis. Pode-se verificar efeitos positivos estatisticamente significantes em todas, com exceção da massa salarial potec por empregado e da remuneração média, as quais também tiveram efeitos positivos, porém não significantes. A massa salarial apresentou um ganho significativo de 84,1%, seguida pela massa salarial de Potec, com 51,5%, indicando que o investimento em Potec transbordou também para outras atividades. O mesmo comportamento pode ser visto na quantidade de empregados, que contou com um aumento de 44,7%, seguido pela quantidade de Potec, com 33,1%.

Houve um incremento médio de 24,3% no número de pedidos de patente no período, obtendo como consequência um aumento de 9,6% na quantidade de patentes concedidas, corroborando os efeitos positivos do apoio à inovação do BNDES. Esses resultados indicam impactos maiores dos que os registrados na literatura sobre outras avaliações relacionadas à inovação no Brasil.

TABELA 1. EFEITOS MÉDIOS

Variável	Efeito médio (%)*	Efeito médio (log)	Erro padrão	Intervalo de confiança 95%	
empregados potec	33,1**	0,29**	0,06	0,16	0,41
massa salarial potec	51,5**	0,42**	0,16	0,09	0,74
massa salarial potec por empregado	11,7	0,11	0,10	-0,08	0,30
total empregados	44,7**	0,37**	0,07	0,23	0,50
massa salarial dezembro	84,1**	0,61**	0,09	0,44	0,78
remuneracao media dezembro	5,1	0,05	0,03	-0,01	0,11
patentes pedidas	24,3**	0,22**	0,04	0,14	0,29
patentes concedidas	9,6**	0,09**	0,02	0,05	0,13

Fonte: Elaboração própria.

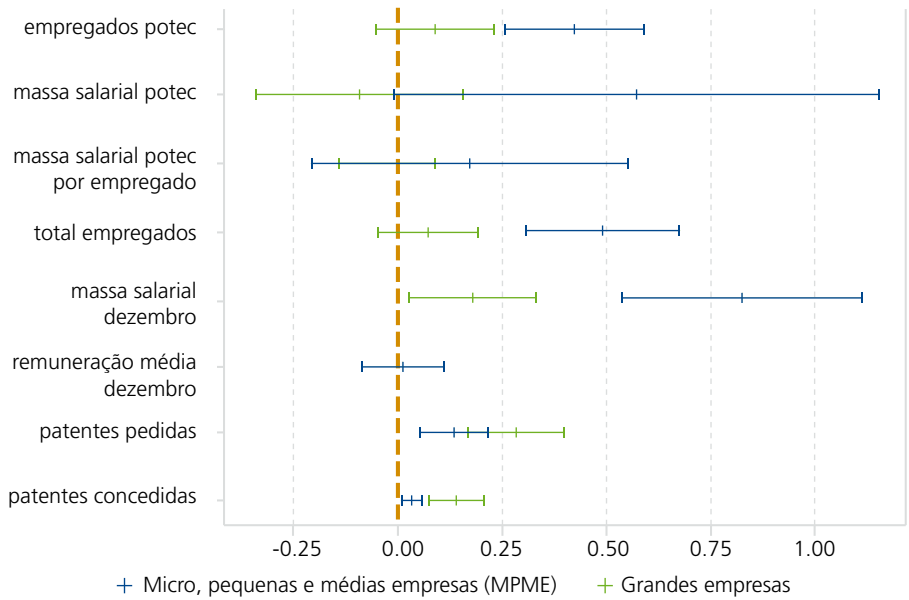
Notas: *O efeito médio (%) foi calculado tomando a inversa do logaritmo do efeito (log), ou seja, $média = e^{efeito} - 1$;

*Valor com confiança de 95%.

Análise de heterogeneidades

As estimações previamente apresentadas evidenciam os efeitos aplicados ao conjunto completo de empresas apoiadas. Adicionalmente, para melhor compreensão dos efeitos da política, é importante realizar análises de heterogeneidade, isto é, investigar se há atributos presentes nas empresas que alterem de forma significativa os resultados do apoio à inovação. Portanto, foi realizado o exercício por perfis das empresas apoiadas, considerando três diferentes recortes: idade, porte e setor.[6]

GRÁFICO 4. EFEITOS POR PORTE

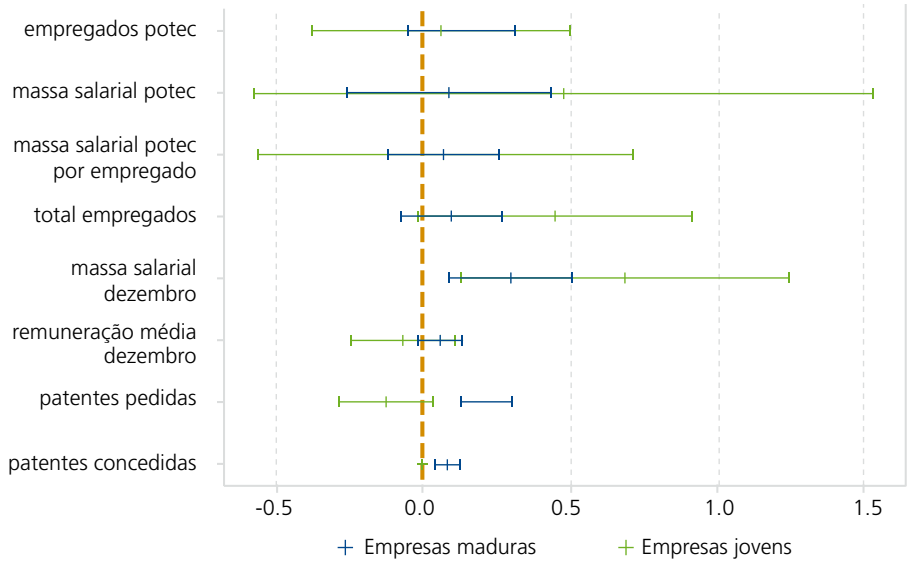


Fonte: Elaboração própria.

6 Considerou-se empresas grandes aquelas com 250 empregados ou mais; micro, pequenas e médias empresas (MPME) aquelas com menos de 250 empregados; empresa jovem aquela que a idade era menor ou igual à mediana da distribuição da idade das firmas; e pertencentes ao setor de indústria quando o Cnae correspondia às indústrias extrativa ou de transformação.

Em relação ao porte, observou-se que, para as grandes empresas, há efeitos com significância para massa salarial, remuneração média e quantidade de patentes pedidas e concedidas. Nas MPMEs, verificaram-se efeitos positivos na maior parte das variáveis, quais sejam: empregos totais, empregos de Potec, massa salarial total, pedidos de patentes e concessões de patentes. Logo, se, por um lado, os efeitos em MPMEs são mais difundidos nas dimensões avaliadas, por outro, nota-se que empresas maiores têm efeitos de maior magnitude nas variáveis de pedidos e solicitações de patentes.

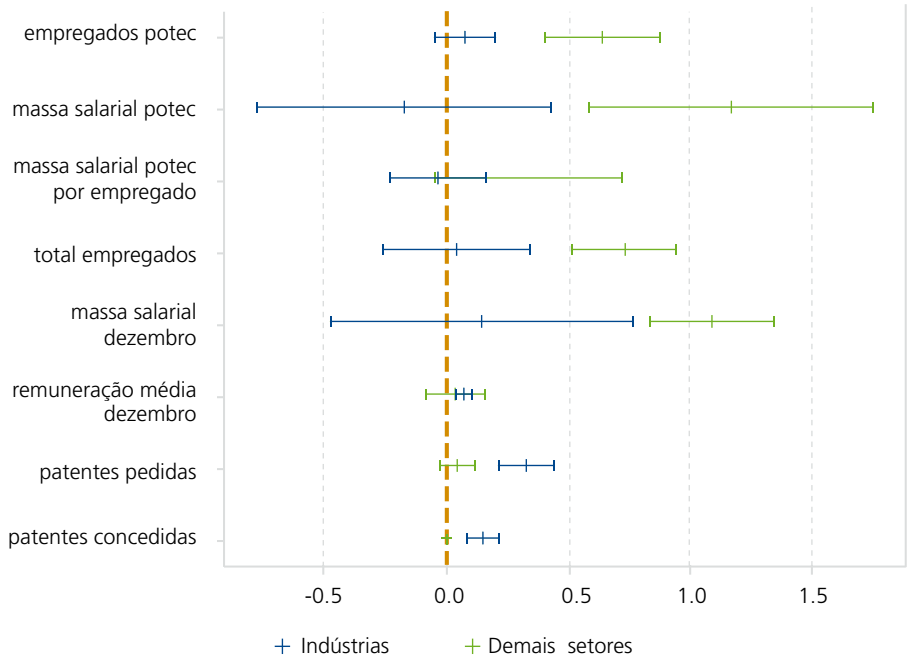
GRÁFICO 5. EFEITOS POR IDADE



Fonte: Elaboração própria.

Para as empresas maduras, foi encontrado efeito significante na massa salarial total e na quantidade de patentes pedidas e concedidas. Em relação às empresas jovens, também há efeitos positivos e significantes na massa salarial total após o tratamento; contudo, não foram identificados efeitos significantes para as demais variáveis. Assim, com exceção da dimensão de patentes, os resultados parecem indicar baixa heterogeneidade de efeitos com respeito à idade das firmas.

GRÁFICO 6. EFEITOS POR SETOR



Fonte: Elaboração própria.

Os efeitos médios são bem diferentes de acordo com o setor. Para a indústria, observaram-se efeitos significantes nas variáveis relativas a patentes e, para os demais setores, na quantidade de empregos de Potec, na massa salarial de Potec, na quantidade total de empregados e na massa salarial total.

Os resultados denotam a maior propensão de as empresas industriais converterem o esforço inovador em novos produtos e/ou em processos protegidos por propriedade intelectual, que lhes confiram exclusividade na exploração da invenção. Nos demais setores, o esforço inovador tende a se traduzir em crescimento do porte da empresa, com expansão no uso do fator de produção e trabalho.

Conclusão

Este estudo procurou avaliar o impacto dos financiamentos diretos do BNDES no desenvolvimento de inovações e crescimento das empresas. Foram encontrados efeitos positivos nas dimensões de esforço inovativo, de resultado das inovações e de crescimento das empresas. Quando comparadas às empresas não apoiadas, tem-se que as apoiadas tiveram crescimento de 84% na massa salarial; 45% no total de empregados; 52% na massa salarial relativa a Potec; 33% no total de Potec; 24% nos pedidos de patente; e 10% em patentes concedidas.

Dessa forma, fica evidente que as empresas apoiadas foram bem-sucedidas em converter o esforço em pesquisa e desenvolvimento no efetivo desenvolvimento de novos produtos e processos, com ampliação dos pedidos e concessões de patentes, especialmente se considerarmos que nem sempre o setor de serviços registra patentes, preferindo outras formas de proteção à propriedade intelectual. Não menos importante, as firmas apoiadas cresceram de forma mais acelerada, com expressiva ampliação da força de trabalho empregada e do uso de recursos para remunerá-la.

Por fim, destaca-se que, para empresas de menor porte, os efeitos foram mais pronunciados no esforço de inovação e no crescimento empresarial; já para as maiores, em resultados da inovação (pedidos e concessões de patentes).

Referências

ARAÚJO, B. C.; CAVALCANTE, L. R.; ALVES, P. Variáveis proxy para os gastos empresariais em inovação com base no pessoal ocupado técnico-científico disponível na Relação Anual de Informações Sociais (Rais). *Radar: Tecnologia, Produção e Comércio Exterior*, Brasília, DF, v. 5, p. 16-21, dez. 2009. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/3588. Acesso em: 29 jan. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Um novo BNDES para os novos tempos*: relatório sobre a estratégia do BNDES. Rio de Janeiro: BNDES, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/25365. Acesso em: novembro 2024.

CALLAWAY, B.; SANT'ANNA, P. H. C. Difference-in-differences with multiple time periods. *Journal of Econometrics*, Amsterdam, v. 225, n. 2, p. 200-230, 2021. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2020.12.001. Acesso em: 29 jan. 2025.

Atualizando a decomposição do pagamento de juros nominais líquido no Brasil 2002-2024

40/2025

Introdução

O objetivo da edição é atualizar o *Estudo especial do BNDES 29*, de 2024 (BNDES, 2024), com os dados fechados para o ano de 2024.

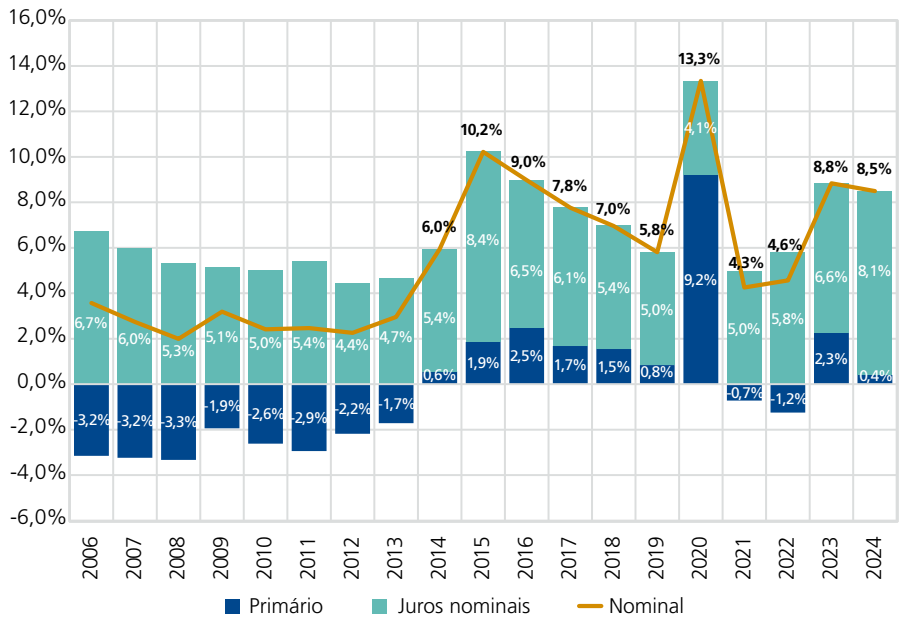
Lembramos, inicialmente, que naquele estudo foi proposta uma decomposição da parcela de juros líquidos nominais pagos pelo governo brasileiro em cinco componentes, tendo por base o trabalho de Borça Jr. e Barbosa Filho (2023): (i) resultado das operações de *swaps* cambiais do Banco Central do Brasil (BCB); (ii) juro real, que representa o valor do juro real incidente sobre a dívida líquida do setor público (DLSP) excluindo a base monetária, isto é, a dívida que efetivamente rende juros; (iii) correção monetária, que representa o crescimento dos valores pagos em função da alta do nível geral de preços; (iv) custo de carregamento dos ativos de renda fixa do governo, que representa o diferencial de juros entre os ativos do governo e o custo de oportunidade de financiamento do Tesouro Nacional; e (v) efeito cruzado de inflação e juro real, que são insignificantes do ponto de vista econômico, mas necessários para completar a matemática de decomposição do juros.

O resultado primário consolidado do setor público brasileiro teve uma melhora significativa entre 2023 e 2024. De acordo com dados do BCB, que apura as estatísticas fiscais "abaixo da linha",[1] a necessidade de financiamento do setor público no conceito primário saiu de R$ 249,1 bilhões, ou 2,3% do produto interno bruto (PIB), em 2023, para R$ 47,6 bilhões em 2024, o que é equivalente a 0,4% do PIB.

1 A estatística "abaixo da linha" leva em consideração as mudanças no estoque da dívida líquida, incluindo fontes de financiamento domésticas e externas. Enquanto a estatística "abaixo da linha" permite analisar como o governo financiou seu déficit, o resultado fiscal "acima da linha" permite avaliar as causas dos desequilíbrios, com discriminação entre receitas e despesas. O resultado fiscal obtido pelas duas metodologias é comparável e ambas são importantes para a boa condução da política fiscal, devendo ser utilizadas de forma complementar.

No entanto, essa melhoria no resultado primário fiscal consolidado teve impacto marginal na estatística de resultado nominal, a qual soma a despesa líquida com pagamento de juros nominais ao resultado primário. O déficit nominal brasileiro atingiu valores próximos de R$ 1 trilhão (mais precisamente, R$ 998 bilhões) em 2024, partindo de R$ 967,4 bilhões em 2023. Em percentual do PIB, o déficit nominal caiu de 8,8% em 2023 para 8,5% do PIB ao fim de 2024. Essa dinâmica é explicada principalmente pelo crescimento significativo das despesas líquidas com os juros nominais, que saltaram de 6,6% do PIB, em 2023, para 8,0% em 2024. O Gráfico 1 apresenta os números de resultado primário e resultado nominal em percentual do PIB.

GRÁFICO 1. NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO NO CONCEITO NOMINAL – RESULTADO PRIMÁRIO E PAGAMENTO DE JUROS LÍQUIDOS NOMINAIS (% PIB)

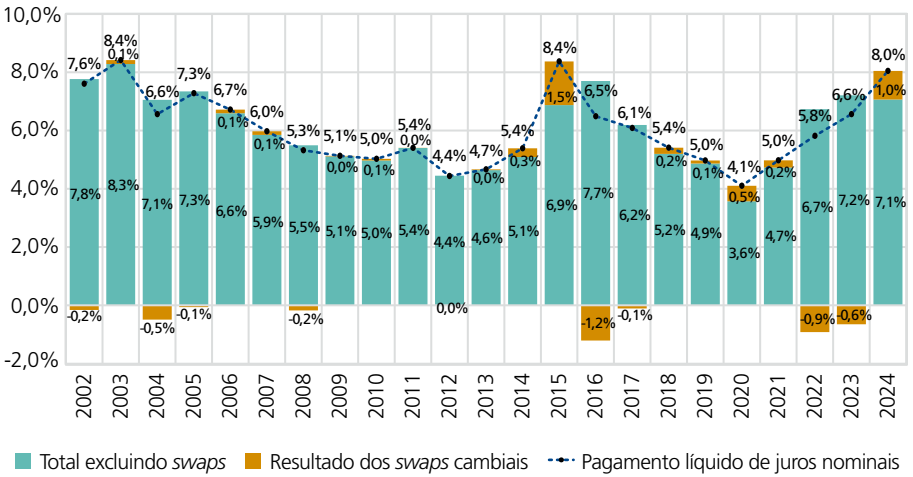


Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Estatísticas Fiscais do BCB. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais. Acessado em: 5 fev. 2025.

Resultados recentes

O Gráfico 2 mostra a trajetória do pagamento de juros nominais líquidos do governo entre 2002-2024, segmentando os ganhos e perdas do BCB que tiveram origem nas operações com derivativos cambiais.

GRÁFICO 2. PAGAMENTO LÍQUIDO DE JUROS NOMINAIS NO BRASIL – *SWAPS* E DEMAIS COMPONENTES



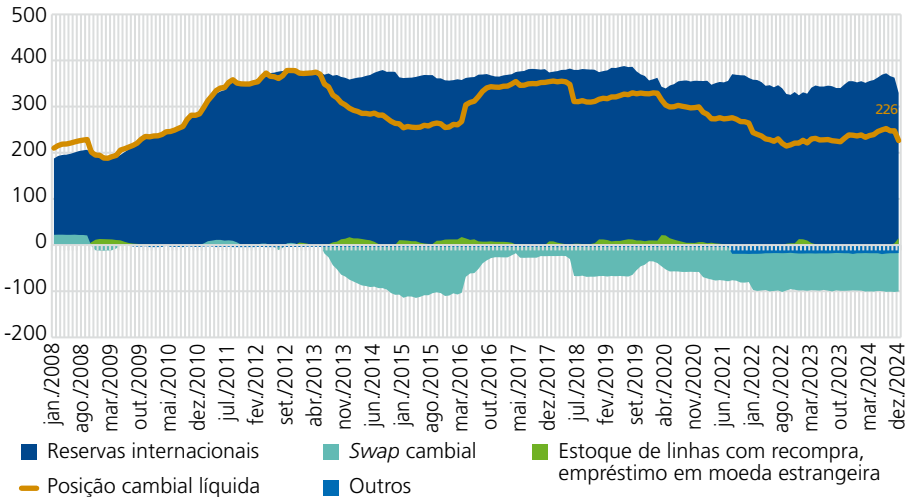
Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Estatísticas Fiscais do BCB. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais. Acessado em: 5 fev. 2025.

Nota-se que a alta de 6,6% para 8,0% do PIB do pagamento de juros líquidos nominais de 2023 para 2024 deveu-se ao resultado dos *swaps* cambiais do BCB por meio de suas intervenções no mercado de câmbio via derivativos cambiais. Em 2023, o resultado dos *swaps* havia sido favorável para as contas do governo, tendo contribuído para reduzir o pagamento de juros nominais em 0,6% do PIB. Em 2024, especialmente por conta do processo de depreciação cambial ocorrido no fim do ano, o resultado dos *swaps* cambiais contribuiu para aumentar o pagamento de juros em 1,0% do PIB. Portanto, a variação da contribuição dos *swaps*

cambiais entre 2023 e 2024 foi da ordem 1,6 p.p. do PIB, explicando praticamente toda elevação do pagamento de juros nominais, de 6,6% para 8,0%.[2]

No fim de 2024, a depreciação cambial ocorrida também fez com que o governo vendesse uma parcela de suas reservas internacionais. O Gráfico 3 apresenta a posição cambial líquida do governo, combinando tanto a posição em reservas internacionais quanto a posição em derivativos cambiais.

GRÁFICO 3. POSIÇÃO CAMBIAL LÍQUIDA (EM US$ BILHÕES)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Estatísticas Fiscais do BCB. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais. Acessado em: 5 fev. 2025.

Voltando ao exercício de decomposição do gasto com juros, podemos observar que os demais componentes do pagamento líquido de juros nominais praticamente se compensaram entre 2023 e 2024 (Gráfico 4). A contribuição do juro real foi de 4,0 p.p para 3,1 p.p., refletindo em parte o afrouxamento monetário ocorrido até meados do ano. De toda forma, isoladamente, o componente do juro real ainda representa a maior parcela da composição do pagamento de juros nominais.

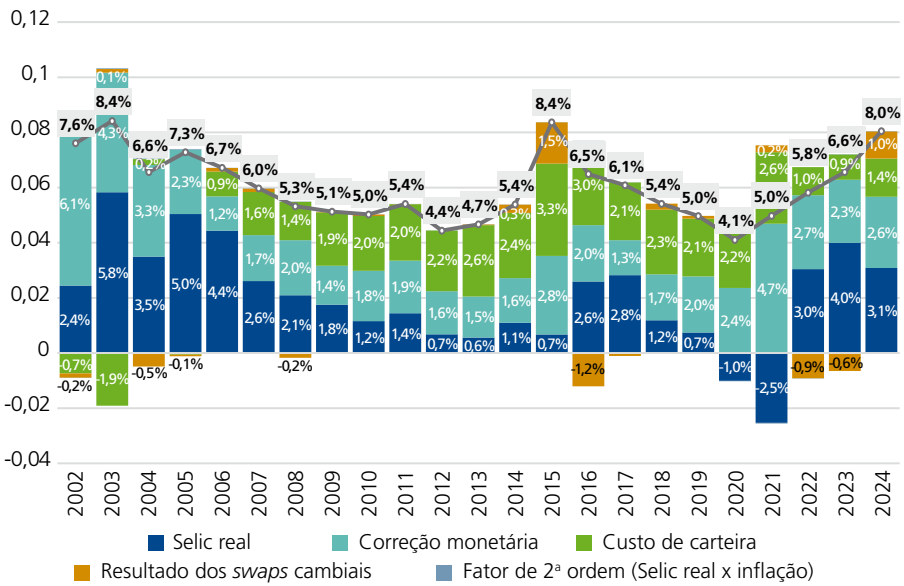
2 Ainda que a depreciação cambial tenha provocado um gasto significativo com *swaps*, afetando o pagamento de juros e o resultado nominal, é importante ter em mente que esse movimento ajuda a valorizar as reservas internacionais do país, amortecendo os efeitos totais na dívida pública líquida.

A contribuição da correção monetária saiu de 2,3 p.p. para 2,6 p.p., fruto da aceleração da inflação entre 2023 e 2024.

Já a parte advinda do custo de carregamento dos ativos de renda fixa do governo acelerou de 0,9 p.p. do PIB, em 2023, para 1,4 p.p. do PIB em 2024. A despeito de o BCB ter vendido cerca de US$ 35 bilhões no fim de 2024 para conter o movimento de depreciação cambial, o aumento do diferencial das taxas de juros doméstica e internacional fez o custo de carteira dos ativos de renda fixa se elevar.

Todos esses componentes podem ser vistos de maneira agregada no Gráfico 4, que atualiza a série apresentada no *Estudo especial do BNDES 29* para incluir o ano de 2024 fechado.

GRÁFICO 4. JUROS LÍQUIDOS PAGOS PELO SETOR PÚBLICO NO BRASIL – JURO REAL, CORREÇÃO MONETÁRIA, CUSTO DE CARTEIRA, *SWAPS* CAMBIAIS E FATOR DE SEGUNDA ORDEM (% PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Estatísticas Fiscais do BCB. Disponível em https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais. Acessado em: 5 fev. 2025.

Conclusão

O esforço de melhoria do resultado primário do setor público consolidado em 2024 não foi suficiente para melhorar significativamente o resultado nominal. Isso ocorreu por conta do aumento expressivo no pagamento líquido de juros nominais.

O déficit nominal é uma variável importante para determinação da dinâmica da dívida pública. Melhorias no resultado primário podem ser ineficazes diante de uma deterioração em termos de pagamento de juros nominais.

O determinante maior dessa elevação do pagamento de juros nominais ficou a cargo do resultado dos *swaps* cambiais do BCB utilizados para intervenções no mercado de câmbio. O movimento de depreciação cambial aumentou de forma significativa o componente dos *swaps* cambiais no pagamento de juros nominais. Os demais componentes tiveram movimentos compensatórios entre si.

Em termos prospectivos, o processo de aperto monetário em curso tende a elevar o componente de juro real da despesa líquida de juros nominais. No mesmo sentido, o aumento do diferencial entre o juro interno e o externo tende a elevar o custo de carregamento dos ativos de renda fixa do governo, em particular das reservas internacionais. As projeções de mercado apontam ainda para aceleração da inflação, o que irá pressionar o componente de correção monetária do pagamento de juros. A dinâmica da taxa de câmbio, que sempre apresenta incertezas, vai determinar a variação do componente dos *swaps* cambiais. Assim, com todos esses movimentos em conjunto, é de se esperar que, no ano de 2025, o governo siga apresentando um gasto elevado com juros. Encontrar meios para reduzir esse gasto será primordial para garantir uma evolução mais benigna para a trajetória da dívida pública.

Referências

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL *Decomposição do pagamento de juros nominais líquidos no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2024. (Estudos Especiais do BNDES, n. 29). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25245/1/PRFol_216214_Decomposição%20do%20pagamento%20de%20juros%20liquidos.pdf. Acesso em: 31 jan. 2025

BORÇA JR., G.; BARBOSA FILHO, N. H. Ajuste do orçamento financeiro e custo de carregamento da dívida pública no Brasil 2002-2021. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 43, n. 1, p. 110-124, janeiro-março/2023. Disponível em: https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3337. Acesso em: 1 fev. 2025.

Um panorama dos bancos públicos de desenvolvimento e das instituições financeiras de desenvolvimento

41/2025

Tendo como referência o mapeamento de bancos públicos de desenvolvimento (BD ou, em inglês, *public development banks* – PDB) e instituições financeiras de desenvolvimento (IFD ou, em inglês, *development financing institutions* – DFI), realizado em conjunto pelo Institute of New Structural Economics (Inse), da China, e a Agence Française de Développement (AFD), da França (Inse, 2024b), este *Estudo especial do BNDES* apresenta e compara as características dessas instituições. Utilizando dados adicionais do Banco Mundial, são comparados os tamanhos das instituições em relação ao produto interno bruto (PIB) de cada país, bem como identificadas as presenças dessas instituições em economias com diferentes níveis de renda. A análise chama atenção para a grande variedade desses tipos de instituições. Como referência para fins de comparação com o BNDES, uma atenção especial é dada aos BDs nacionais e com mandato variado.

O mapeamento dos bancos de desenvolvimento

O Inse, da Universidade de Beijing, e a AFD montaram uma base de dados ampla sobre os BDs e as IFDs, que pode ser tomada como referência na identificação dessas instituições (Inse, 2024b). Xu, Marodon e Ru (2021) elencam os cinco critérios considerados no mapeamento para definir uma instituição como BD ou IFD, os quais apresentamos de forma resumida:

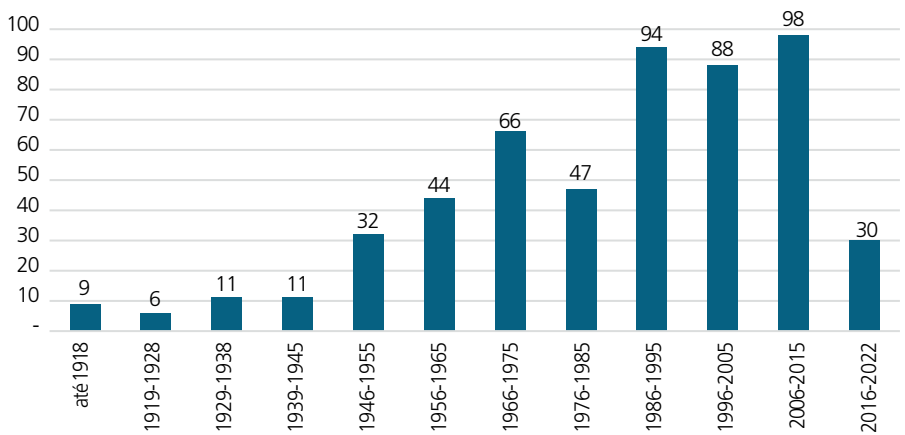
1. *status* legal apartado, pessoal dedicado, demonstrações financeiras separadas, e foco no longo prazo;
2. utilização de instrumentos financeiros que busquem retorno com os principais produtos e serviços prestados;
3. fontes de financiamento além de transferências orçamentárias periódicas;
4. mandato proativo orientado para políticas públicas; e

5. orientação governamental de estratégias corporativas, de modo a garantir que as instituições irão perseguir objetivos de políticas públicas.

Com base em tais critérios, a base de dados mostra que, em setembro de 2024, existiam pelo menos 536 BDs/IFDs no mundo, com US$ 23 trilhões (balanços de 2022) em ativos somados e financiamentos equivalentes a cerca de 10% dos investimentos anuais globais. Esses números podem ser maiores, uma vez que podem existir instituições não identificadas no mapeamento realizado.

O Gráfico 1 apresenta os números de BDs/IFDs criados a cada ano, considerando as instituições existentes em 2022. Mais da metade (53%, ou 282 instituições) foi constituída a partir de 1990. Inicialmente associada a países do Leste Europeu após o colapso da União Soviética, a criação de BDs/IFDs ganhou novos impulsos diante das necessidades de superação da crise financeira asiática no fim dos anos 1990 e da crise financeira global de 2008. Atualmente, a estratégia de longo prazo dessas instituições tem priorizado a transição para um modelo econômico inclusivo, compatível com as mudanças climáticas e redutor de desigualdades de renda (BNDES, 2024).

GRÁFICO 1. NÚMERO DE BDS/IFDS CRIADOS POR PERÍODO*



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Inse (2024a; 2024b).

*Considera apenas instituições que continuavam em atividade até a data do levantamento, setembro de 2024.

Os BDs/IFDs estão presentes em 155 países, em diferentes estágios de desenvolvimento (Tabela 1). A maior proporção deles está presente em países de renda média alta (82%, ou 45 dos 55 países classificados nesse nível de renda contam com esse tipo de instituição), seguido pelos de renda média baixa (75%, ou 41 dos 55), de renda alta (69%, ou 55 dos 80) e renda baixa (52%, ou 14 dos 27).[1] Os Estados Unidos da América (EUA), com 25 instituições – mais da metade (14) criada depois de 2008 –, são o país com maior número de BDs/IFDs, seguido da Índia (23) e do Brasil (22).

1 Para avaliar a proporção de países com pelo menos um banco de desenvolvimento em cada grupo de renda, foi usada a classificação do Banco Mundial em seu World Development Indicators (https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0037712/World-Development--Indicators), que abrange 217 países. Considerando o produto nacional bruto (PNB) *per capita* em US$ em 2023, tem-se a seguinte classificação de renda dos países: (i) baixa renda: igual ou inferior a US$ 1.145; (ii) renda média baixa: entre US$ 1.146 e US$ 4.515; (iii) renda média alta: entre US$ 4.516 e US$ 14.005; e (iv) alta renda: acima de US$ 14.005.

TABELA 1. NÚMERO DE BDS/IFDS CRIADOS POR PERÍODO E PAÍS*

	até 1918	1919-1928	1929-1938	1939-1945	1946-1955	1956-1965	1966-1975	1976-1985	1986-1995	1996-2005	2006-2015	2016-2022	Total
Países de renda alta (55)	**5**	**6**	**4**	**6**	**11**	**10**	**21**	**17**	**39**	**23**	**27**	**16**	**185**
Alemanha	-	1	-	1	5	1	1	-	4	4	2	-	19
Bélgica	-	1	-	-	-	1	1	-	1	2	-	-	6
Canadá	-	-	-	3	-	2	-	-	-	1	-	2	8
EUA	-	1	2	-	2	-	2	1	3	-	8	6	25
França	1	-	-	1	-	-	-	1	1	-	4	1	9
Itália	1	-	-	-	-	-	2	3	2	-	-	-	8
Demais (49 países)	3	3	2	1	4	6	15	12	28	16	13	7	110
Países de renda média alta (45)	**2**	**-**	**6**	**2**	**7**	**11**	**12**	**6**	**23**	**42**	**23**	**1**	**135**
África do Sul	1	-	-	1	-	-	-	1	-	3	1	-	7
Brasil	-	-	-	-	2	3	2	-	-	12	3	-	22
China	-	-	-	-	-	-	-	-	3	2	1	-	6
Malásia	-	-	-	-	1	-	2	1	3	3	-	-	10
México	-	-	3	-	1	-	1	-	1	3	-	-	9
Demais (40 países)	1	-	3	1	3	8	7	4	16	19	18	1	81

Continua

Continuação

	até 1918	1919-1928	1929-1938	1939-1945	1946-1955	1956-1965	1966-1975	1976-1985	1986-1995	1996-2005	2006-2015	2016-2022	Total
Países de renda média baixa (41)	**1**	**-**	**1**	**2**	**14**	**15**	**15**	**14**	**20**	**14**	**37**	**9**	**142**
Índia	-	-	-	-	6	6	4	2	5	-	-	-	23
Nigéria	-	-	-	-	1	2	-	-	4	-	-	1	8
Paquistão	-	-	-	-	1	1	-	3	-	1	3	-	9
Vietnam	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	16	-	20
Demais (37 países)	1	-	1	2	6	6	11	9	11	9	18	8	82
Países de renda baixa (14)	**1**	**-**	**-**	**-**	**-**	**1**	**5**	**2**	**2**	**2**	**4**	**2**	**19**
Subtotal (155 países)	**9**	**6**	**11**	**10**	**32**	**37**	**53**	**39**	**84**	**81**	**91**	**28**	**481**
PDBs/DFIs multilaterais	**-**	**-**	**-**	**1**	**-**	**7**	**13**	**8**	**10**	**7**	**7**	**2**	**55**
Total	**9**	**6**	**11**	**11**	**32**	**44**	**66**	**47**	**94**	**88**	**98**	**30**	**536**

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Inse (2024a; 2024b).

*Foram listados todos os países com mais de cinco BDs/IFDs.

Os diferentes tipos de BDs/IFDs

A grande quantidade de BDs/IFDs no Brasil desperta a atenção para a variedade de tipos de instituições mapeadas. A maioria (15) das instituições no país são agências de fomento subnacionais criadas depois de 1996, em virtude do processo de reestruturação de instituições financeiras subnacionais.[2] Entre as demais, cinco são bancos ou agências de fomento subnacionais criados antes de 1996. Apenas dois, BNDES e Banco do Nordeste, são nacionais.

A classificação por segmento de atuação é outro aspecto que diferencia substancialmente as instituições entre si. Dos 536 BDs/IFDs mapeados no mundo, 196 (37%), incluindo o BNDES, têm mandato variado, desempenhando múltiplas atividades. Outros 132 (25%) são focados em micro, pequenas e médias empresas (MPME); 53 (10%), em financiamento ao comércio exterior; 37 (7%), no setor imobiliário; 36 (7%), em desenvolvimento rural e agrícola; 34 (6%), em infraestrutura; 30 (6%), no financiamento à internacionalização de empresas; e 18 (3%), no apoio a governos locais.

A Tabela 2 mostra os 25 maiores BDs/IFDs e suas áreas de atuação. Ao considerar instituições que atuam no setor imobiliário, os dois maiores BDs/IFDs por valor do ativo são o Fannie Mae (ativos de US$ 4,3 trilhões) e o Freddie Mac (ativos de US$ 3,2 trilhões), ambos dos EUA. Com atuação bem distinta do BNDES, a principal atividade dessas empresas consiste na compra de hipotecas de financiadores da aquisição de imóveis para ampliar recursos para seus financiamentos.

A maior instituição com mandato variado é o China Development Bank (CDB), com US$ 2,6 trilhões em ativos, sendo a terceira na lista geral de BDs/IFDs. O BNDES ocupa a 22ª posição no *ranking* geral dessas instituições, mas a oitava entre as nacionais e com mandato variado.

2 O mapeamento não distingue as agências de fomento dos demais BDs/IFDs. A apuração de 15 agências de fomento entre as instituições brasileiras foi feita a partir dos nomes das instituições e informações nos seus ***sites*** na internet.

TABELA 2. OS 25 MAIORES BDS/IFDS, POR VALOR DO ATIVO EM US$ EM 2022

Nome	País	Ano de criação	Tipo	Mandato oficial	Ativos		Posição no *ranking* de ativos em US$	
					(US$ bilhão)	(% PIB)	Global	Nacionais com mandato variado
Fannie Mae	EUA	1938	Nacional	Imobiliário	4.305	16,7	1	-
Freddie Mac	EUA	1970	Nacional	Imobiliário	3.208	12,5	2	-
CDB (China Development Bank)	China	1994	Nacional	Variado	2.640	14,8	3	1
Agricultural Development Bank of China	China	1994	Nacional	Agrícola	1.315	7,4	4	-
Caisse des Dépôts	França	1816	Nacional	Variado	1.124	40,5	5	2
Eximbank of China	China	1994	Nacional	Exim	859	4,8	6	-
European Investment Bank	Multilateral	1958	Multilateral	Variado	608	-	7	-
KfW (Credit Company for Reconstruction)	Alemanha	1948	Nacional	Variado	595	14,6	8	3
Banco Mundial	Multilateral	1944	Multilateral	Variado	538	-	9	-
CDP (Cassa Depositi e Prestiti)	Itália	1850	Nacional	Variado	513	24,8	10	4
U.S. Small Business Administration	EUA	1953	Nacional	MPMEs	378	1,5	11	-
CDPQ (Deposits and Investment Fund of Quebec)	Canadá	1965	Subnacional	Variado	350	16,2	12	-
Asian Development Bank	Multilateral	1966	Multilateral	Variado	291	-	13	-
KDB (Korea Development Bank)	Coreia do Sul	1954	Nacional	Variado	280	16,8	14	5

Continua

Continuação

Nome	País	Ano de criação	Tipo	Mandato oficial	Ativos		Posição no *ranking* de ativos em US$	
					(US$ bilhão)	(% PIB)	Global	Nacionais com mandato variado
Japan Finance Corporation	Japão	2008	Nacional	MPMEs	277	6,5	15	-
Canada Mortgage and Housing Corporation	Canadá	1945	Nacional	Imobiliário	220	10,2	16	-
Japan Housing Finance Agency	Japão	2007	Nacional	Imobiliário	203	4,8	17	-
Promotional Bank of North Rhine-Westphalia	Alemanha	2002	Subnacional	Variado	172	4,2	18	-
Development Bank of Japan	Japão	1951	Nacional	Variado	162	3,8	19	6
JBIC (Japan Bank for International Cooperation)	Japão	1999	Nacional	Variado	152	3,6	20	7
Inter-American Development Bank	Multilateral	1959	Multilateral	Variado	148	-	21	-
BNDES	**Brasil**	**1952**	**Nacional**	**Variado**	**131**	**6,7**	**22**	**8**
Korea Housing Finance Corporation	Coreia do Sul	2004	Nacional	Imobiliário	128	7,6	23	-
Municipal Bank of Netherlands*	Holanda	1914	Nacional	Variado	120	11,9	24	9
Japan International Cooperation Agency	Japão	1974	Nacional	Variado	117	2,7	25	10

Fonte: Elaboração própria com base em Inse (2024a; 2024b).

Nota: Agrícola: desenvolvimento rural e agrícola; Imobiliário: setor imobiliário. *Apesar do nome, o Municipal Bank of Netherlands é um banco nacional, constiuído pela Association of Dutch Municipalities (VNG), com atuação em diferentes municípios do país.

Em 2022, o valor do ativo do BNDES correspondia a 6,7% do PIB brasileiro. Nesse indicador de tamanho do ativo como proporção do PIB, o Banco ficou numa posição acima dos BDs/IFDs com mandato variado do Japão, como apresentado na Tabela 2, mas ainda atrás das cinco maiores instituições nacionais com mandato variado.

Conclusões

Este estudo chama a atenção para a grande quantidade, variedade de tipos e dispersão mundial dos BDs/IFDs. Tendo como referência o mapeamento dessas instituições feito em conjunto pelo Inse da China e a AFD francesa, existem mais de 500 BDs/IFDs no mundo, incluindo instituições com mandatos variados e específicos, como exportação e MPMEs, e em países nos diferentes estágios de desenvolvimento. Ademais, este estudo identificou os seguintes pontos:

- Mais da metade dos atuais BDs/IFDs foi criada a partir de 1990. Esse desempenho corrobora o reconhecimento da importância dessas instituições para o enfrentamento dos desafios mundiais das últimas décadas.
- Os países classificados como de renda média alta pelo Banco Mundial são os que tem a maior proporção de países com pelo menos um banco de desenvolvimento ou instituição financeira de desenvolvimento. Contudo, em todos os quatro grupos de renda (baixa, média baixa, média alta e alta), mais da metade dos países tem pelo menos um banco de desenvolvimento, o que evidencia a grande dispersão mundial dessas instituições.
- Ao considerar os valores dos ativos em 2022, o BNDES está entre os maiores BDs/IFDs nacionais com mandato variado, lista que desconsidera, por exemplo, as megainstituições de empréstimo hipotecário dos EUA.

Contudo, na oitava posição, está distante dos primeiros colocados, sendo que cada um dos três maiores conta com ativos equivalentes a mais de quatro vezes o do BNDES. Ao comparar os valores com os do PIB de cada país, o Banco fica na sétima posição entre os dez maiores BDs/IFDs nacionais com mandato variado.

As estatísticas apresentadas colocam o BNDES como uma instituição de grande porte em termos de ativos, mas não o tornam uma instituição singular nesse quesito, assim como na comparação com os tamanhos das economias dos países. Além de ser importante para o desenvolvimento do país, o crescimento da atuação do BNDES vai ao encontro do movimento mundial de criação de BDs/IFDs. Em outro estudo especial, vamos comparar o desempenho dos ativos do Banco com os de outros BDs nacionais com mandato variado.

Referências

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Um novo BNDES para os novos tempos*: relatório sobre a estratégia do BNDES. Rio de Janeiro: BNDES, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25365/1/PRLiv_216220_Um%20novo%20BNDES%20para%20os%20novos%20tempos.pdf. Acesso em: 9 dez. 2024.

INSE – INSTITUTE OF NEW STRUCTURAL ECONOMICS. *2024 Q1 News Release*: Updating Total Assets of PDBs and DFIs for the Fiscal Year 2022. Beijing: INSE, 2024a. Disponível em: http://www.dfidatabase.pku.edu.cn/News/db8ecd45c92d416f86196c32a957e578.htm. Acesso em: 9 dez.2024.

INSE – INSTITUTE OF NEW STRUCTURAL ECONOMICS. *Public development banks and development financing institutions database*: the first global database on PDBs and DFIs worldwide. Beijing: Inse, 2024b. Disponível em: http://www.dfidatabase.pku.edu.cn/index.htm. Acesso em: 9 dez. 2024.

XU, J.; MARODON, R.; RU, X. *Mapping 500+ development banks*: qualification criteria, stylized facts and development trends. Beijing: Inse, 2021. (NSE Development Financing Research Report, n. 2). Disponível em: https://financeincommon.org/sites/default/files/2021-10/Mapping%20DFIs%20Worldwide_0.pdf. Acesso em: 17 fev. 2025.

Comparando o BNDES com bancos de desenvolvimento com perfil semelhante

42/2025

Este estudo compara o desempenho dos ativos do BNDES nas últimas décadas com o de outros bancos de desenvolvimento com características semelhantes. Para tanto, consideramos o mapeamento de bancos públicos de desenvolvimento (BD) e instituições financeiras de desenvolvimento (IFD) realizado em conjunto pelo Institute of New Structural Economics (Inse) da China e a Agence Française de Développement (AFD) da França (Inse, 2024), e selecionamos os BDs nacionais com mandato variado. Como resultado, buscamos contextualizar a estratégia atual do BNDES, expressa na sua missão de retomada do protagonismo na promoção do desenvolvimento sustentável brasileiro.

O mapeamento dos BDs

O Inse, da Universidade de Beijing, e a AFD montaram uma base de dados ampla sobre BDs/IFDs (Inse, 2024). Conforme visto no *Estudo especial do BNDES 41*, de acordo com Xu, Marodon e Ru (2021), são cinco os critérios considerados no mapeamento para classificar uma instituição como BD ou IFD. Resumidamente:

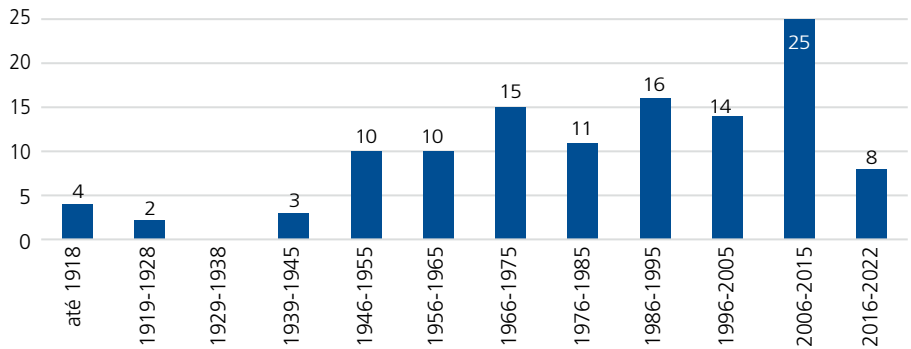
1. *status* legal apartado, pessoal dedicado, demonstrações financeiras separadas, e foco no longo prazo;
2. utilização de instrumentos financeiros que busquem retorno com os principais produtos e serviços prestados;
3. fontes de financiamento além de transferências orçamentárias periódicas;
4. mandato proativo orientado para políticas públicas; e
5. orientação governamental de estratégias corporativas, de modo a garantir que as instituições irão perseguir objetivos de políticas públicas.

Para fins de seleção de instituições com características semelhantes às do BNDES, foram selecionados os bancos nacionais de desenvolvimento com mandato variado (BNDV). A base de dados mostra que, em setembro de 2024,

118 dos 536 BDs/IFDs no mundo eram BNDVs. Enquanto os ativos somados dos BDs/IFDs totalizaram US$ 23 trilhões (balanços de 2022), os dos BNDVs ficaram em US$ 6 trilhões.[1]

O Gráfico 1 apresenta os números de BNDVs criados a cada ano.[2] A criação dessas instituições ganhou impulso entre 1946 e 1955, em meio aos esforços de reconstrução dos países após a Segunda Guerra Mundial. Nesse período, foram constituídos alguns dos grandes BNDVs atuais, tais como o Credit Institute for Reconstruction – Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), da Alemanha (1948); o Development Bank of Japan (DBJ), do Japão (1951); o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), no Brasil (1952); e o Korea Development Bank (KDB), na Coreia do Sul (1954). Desde então, instituições desse tipo vêm sendo criadas em quantidades relevantes. Os anos de 2006 a 2015 foram os de maior criação de BNDVs. Entre os 25 bancos estabelecidos no período, destacam-se o Vietnam Development Bank (2006) e o Veb.RF da Rússia (2007).

GRÁFICO 1. NÚMERO DE BNDVS CRIADOS POR PERÍODO*



Fonte: Elaboração própria com base em Inse (2024).

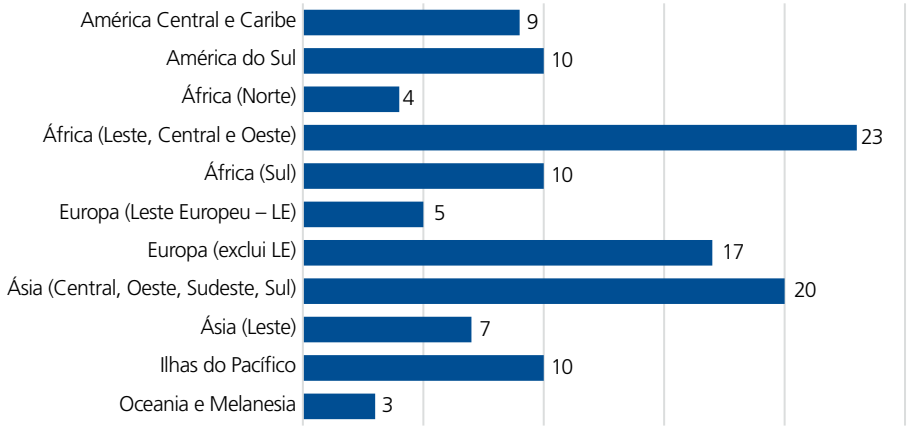
*Foram considerados apenas os BNDVs que continuavam a existir em setembro de 2024.

1 Quase metade da diferença de US$ 17 trilhões entre a soma dos ativos dos BDs/IFDs e dos BNDVs é explicada pelo tamanho de duas megainstituições de empréstimos hipotecários dos Estados Unidos, que somaram US$ 7,5 trilhões de ativos em 2022 (Fannie Mae, com US$ 4,3 trilhões, e Freddie Mac, com US$ 3,2 trilhões).

2 O *Estudo especial do BNDES 41* tratou do conjunto de BDs e IFDs.

Os BNDVs estão presentes em 97 países. O Gráfico 2 apresenta onde estão localizados.[3] Ao considerar apenas as instituições nacionais com mandato variado, não são encontrados BNDVs na América do Norte. Ao eliminar os bancos com foco em micro, pequenas e médias empresas (MPME), por exemplo, ficam de fora da lista de bancos de desenvolvimento o Business Development Bank of Canada (BDC), do Canadá, o U.S. Small Business Administration, dos Estados Unidos (EUA), e a Nacional Financiera (Nafin), do México.

GRÁFICO 2. NÚMERO DE BNDVS POR LOCALIZAÇÃO GEOGRÁFICA



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

3 Os países com BNDVs, separados por regiões de seus respectivos continentes, são: (i) América Central e Caribe: El Salvador (2), Honduras, Jamaica, Nicaragua, Belize, Granada, Antigua e Barbuda, Saint Kitts e Nevis; (ii) América do Sul: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Equador, Paraguai (2), Peru, Suriname e Venezuela; (iii) África (Norte): Egito, Marrocos (2) e Tunísia; (iv) África (Leste, Central e Oeste): Angola, Benin, Burquina Faso, Burundi, Camarões, Costa do Marfim (2), Guiné Equatorial, Eritreia, Etiópia, Gabão, Gana, Guiné, Quênia, Mauritânia, Niger, Nigeria, Ruanda, Senegal, Seychelles, Somália, Tanzânia e Uganda; (v) África (Sul): Botswana, Lesoto, Namíbia (2), África do Sul (3) e Zâmbia (3); (vi) Europa (Leste): Belarus, Hungria, Polônia, República Tcheca e Rússia; (vii) Europa (exceto Leste): Albânia, Alemanha, Bósnia e Herzegovina, Croácia, Dinamarca, Eslovênia (2), Espanha, França (2), Itália, Lituânia, Malta, Montenegro, Holanda (2) e Sérvia; (viii) Ásia (Central, Oeste, Sudeste, Sul): Azerbaijão, Bahrein, Bangladesh, Bangladesh (2), Cazaquistão (2), Emirados Árabes Unidos, Filipinas (2), Índia, Iran, Kuwait, Malásia, Oman, Paquistão (3), Turquia e Vietnam (2); (ix) Ásia (Leste): China (2), Coreia do Sul, Japão (3) e Mongólia; (x) Ilhas do Pacífico: Fiji, Ilhas Marshall, Ilhas Cook, Kiribati, Niue, Micronésia, Palau, Samoa, Tonga e Tuvalu; (xi) Oceania e Melanésia: Austrália, Ilhas Salomão e Nova Zelândia.

O continente africano é o que conta com maior número de BNDVs (37). No entanto, as maiores instituições, em termos de ativos, estão no Leste Asiático e na Europa (exceto Leste Europeu), além de no Brasil.

A Tabela 1 mostra os dez maiores BNDVs por valor do ativo em 2022. O BNDES ocupava a oitava posição no *ranking*. Naquele ano, o valor do ativo do Banco correspondia a 6,7% do produto interno bruto (PIB) brasileiro. Na classificação do Inse (2024), o BNDES é considerado uma instituição de grande porte (com ativos entre US$ 100 bilhões e US$ 500 bilhões). Apenas quatro instituições são consideradas mega (com ativos superiores a US$ 500 bilhões), chamando atenção o CDB da China com US$ 2,6 trilhões de ativos.

TABELA 1. OS DEZ MAIORES BNDVS POR VALOR EM US$ DO ATIVO EM 2022

Nome	País	Ano de criação	Ativos		Posição no *ranking* de ativos em US$
			(US$ bilhão)	(% PIB)	Nacionais, mandato variado
CDB (China Development Bank)	China	1994	2.640	14,8	1
Caisse des Dépôts*	França	1816	1.124	40,5	2
KfW (Credit Company for Reconstruction)	Alemanha	1948	595	14,6	3
CDP (Cassa Depositi e Prestiti)	Itália	1850	513	24,8	4
KDB (Korea Development Bank)	Coreia do Sul	1954	280	16,8	5
DBJ (Development Bank of Japan)	Japão	1951	162	3,8	6
JBIC (Japan Bank for International Cooperation)	Japão	1999	152	3,6	7
BNDES	Brasil	1952	131	6,7	8
Municipal Bank of Netherlands**	Holanda	1914	120	11,9	9
Japan International Cooperation Agency	Japão	1974	117	2,7	10

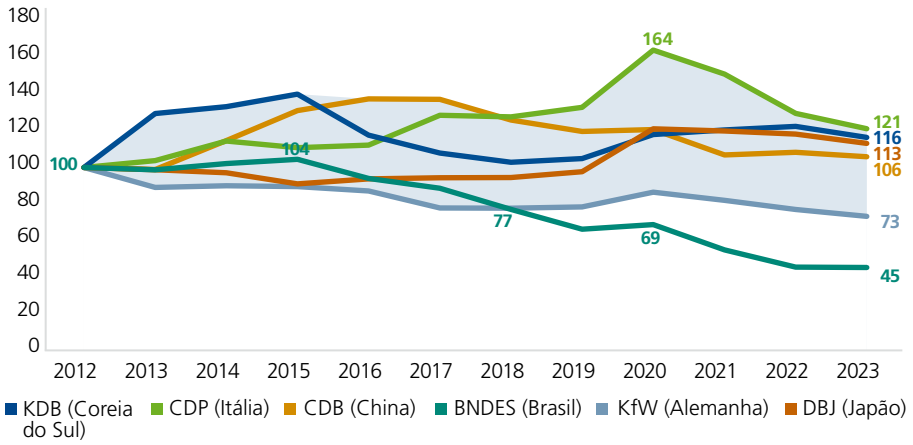
Fonte: Elaboração própria com base em Inse (2024).

*Sobre o Caisse des Dépôts, ver nota de rodapé na próxima seção. **Apesar do nome, o Municipal Bank of Netherlands é um banco nacional, constituído pela Association of Dutch Municipalities (VNG), com atuação em diferentes municípios do país.

Comparando a evolução do tamanho do BNDES com outros BNDVs

O Gráfico 3 compara a trajetória do ativo do BNDES com as de outros BNDVs entre 2012 e 2023, tendo como base o ano de 2012 (2012 = 100).[4] Para evitar os efeitos de variações nas taxas de câmbio dos países, optamos por utilizar o ativo como proporção do PIB de cada país, dando também a dimensão da variação do tamanho de cada instituição em relação ao da economia. Foram considerados os cinco maiores BNDVs apresentados na Tabela 1, com exceção do Caisse des Dépôts.[5] A área em azul claro mostra a faixa de flutuação dos tamanhos dos bancos analisados, com exceção do BNDES.

GRÁFICO 3. ATIVOS DOS BNDVS COMO PROPORÇÃO DO PIB (2012 = 100)



Fonte: Elaboração própria, com base em balanços das instituições financeiras e dados do PIB do Banco Mundial (2024).

4 O ano de 2012 foi usado como referência por limitação dos dados obtidos nos relatórios anuais de algumas das instituições consideradas.

5 Em 2020, no âmbito do esforço do governo francês de criar um importante *hub* financeiro público, houve profunda reestruturação de instituições públicas francesas, com transferências de participação no capital, envolvendo: governo francês, Caisse des Dépôts, La Poste, La Banque Postale e CNP Assurances. Como resultado, de 2019 para 2020, o ativo em dólar do Caisse des Dépôts multiplicou por seis, o que distorce a comparação com outros BDs.

Observa-se uma diminuição de 55% do tamanho do BNDES em relação ao PIB, entre 2012 e 2023. De 2012 a 2018, o BNDES diminuiu a 77% de seus ativos. A partir de 2019, a queda na atuação do BNDES se intensificou. Observa-se que, no período 2012-2023, entre os principais BNDVs, KfW e BNDES foram os únicos que reduziram seus ativos na comparação com o PIB.

Algumas comparações entre as instituições chamam a atenção. Em 2012, os ativos do BNDES correspondiam a 14,9% do PIB, superando o CDB (14,0% do PIB da China) e o KDB (13,9% do PIB da Coreia do Sul).[6] Em 2023, esses percentuais ficaram, respectivamente, em 6,7%, 14,8% e 15,5%. Ou seja, o BNDES ficou com menos da metade do tamanho como proporção do PIB dos outros dois BNDVs. Dado que as economias chinesa e coreana cresceram mais que a brasileira, as diferenças de desempenho, sem considerar o PIB de cada país, foram ainda maiores.

Em 2023, ao analisar os valores em moeda nacional, os ativos do BNDES aumentaram 7,1%, enquanto o PIB nominal brasileiro cresceu 8,6%, com aumento real (ao descontar a alta dos preços na economia) de 3,2%. O resultado foi a pequena redução do valor dos ativos como proporção do PIB. A explicação está, por exemplo, nas amortizações de operações de crédito e repasses interfinanceiros iniciadas mais de cinco anos antes (quando os desembolsos da instituição eram maiores), que impactaram negativamente a carteira de operações do Banco. Em contraste com a variação de 3,4% na carteira de operações, os desembolsos cresceram 17% em 2023. Olhando para os próximos anos, em um cenário de sustentação de um desempenho robusto dos desembolsos, a perspectiva é de aumento nos ativos do BNDES como proporção do PIB.

6 Entre as seis instituições consideradas, os BNDVs com maior "ativo/PIB" em 2012 foram o CDP (18,8%) e o KfW (18,6%). No extremo oposto, o ativo do DBJ correspondia a 3,2% do PIB.

Conclusões

Este estudo buscou trazer um conceito mais restrito de bancos de desenvolvimento, ao considerar somente aqueles nacionais e com mandato variado, denominados aqui de BNDVs. Como resultado, não foram incluídas as instituições subnacionais, como é o caso das agências de fomento brasileiras; as multilaterais, como o Banco Mundial; ou aquelas com mandato focado em determinado setor ou segmento da economia, como são as megainstituições de empréstimos hipotecários dos EUA.

Dessa forma, o conceito de BNDVs buscou reunir as instituições com características semelhantes às do BNDES. Observamos que a criação de bancos com essas características tem sido relevante, de modo a totalizarem 118 instituições desse tipo em 2022.

Ao comparar os valores dos ativos com os do PIB de cada país, o BNDES estava na sétima posição entre os maiores BNDVs em 2022. Entre 2019 e 2022, o banco reduziu muito o seu tamanho na comparação com instituições similares.

Em 2023, o BNDES ajustou sua estratégia de longo prazo, sendo definida a missão de "retomar o protagonismo do BNDES no desenvolvimento econômico, social e ambiental brasileiro". Essa missão é importante para promover a transição do país para um modelo econômico inclusivo, compatível com os desafios mundiais das mudanças climáticas e de redução de desigualdades. Este estudo evidencia que essa missão também é coerente com as trajetórias das instituições de perfil semelhante de outros países, as quais tiveram desempenho bem mais robusto que o BNDES no passado recente.

Referências

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Um novo BNDES para os novos tempos:* relatório sobre a estratégia do BNDES. Rio de Janeiro: BNDES, 2024. Disponível em: https://blogdodesenvolvimento.bndes.gov.br/serie/lancamentos-de-publicacoes/Um-novo-BNDES-para-os-novos-tempos-a-estrategia-do-BNDES. Acesso em: 19 nov. 2024.

INSE – – INSTITUTE OF NEW STRUCTURAL ECONOMICS. 2024 *Q1 News Release:* Updating Total Assets of PDBs and DFIs for the Fiscal Year 2022. Beijing: Inse, 2024. Disponível em: http://www.dfidatabase.pku.edu.cn/News/db8ecd45c92d416f86196c32a957e578.htm. Acesso em: 9 dez.2024.

XU, J.; MARODON, R.; RU, X. *Mapping 500+ development banks:* qualification criteria, stylized facts and development trends. Beijing: Inse, 2021. (NSE Development Financing Research Report, n. 2). Disponível em: https://financeincommon.org/sites/default/files/2021-10/Mapping%20DFIs%20Worldwide_0.pdf. Acesso em: 17 fev. 2025.

Comentários sobre o PIB do 4T/2024

43/2025

O produto interno bruto (PIB) do quarto trimestre de 2024 (4T/2024) apresentou leve crescimento de 0,2% na margem em comparação com o terceiro trimestre do mesmo ano, na série livre de influências sazonais. Com esse resultado, o PIB encerrou o ano de 2024 com crescimento de 3,4%, contra 3,2% em 2023, evidenciando a robustez da atividade econômica no Brasil no período pós-pandemia (Gráfico 1a). O resultado de 2024 foi, assim como nos últimos anos, surpreendente, sobretudo se levarmos em conta que a mediana das expectativas de mercado para o crescimento do PIB era de apenas 1,5% no início de 2024.

Nos últimos anos, nota-se uma clara subestimação da capacidade de crescimento da economia. A comparação das expectativas de mercado no início de cada ano com o resultado efetivo do PIB aponta para um erro de 12% no acumulado de 2020 a 2024. Isto é, caso as medianas das projeções de mercado no início de cada ano tivessem sido confirmadas, o nível de atividade no período teria sido cerca de 12% inferior ao prevalecente (Gráfico 1b).

GRÁFICO 1a. PIB: MEDIANA *FOCUS VS.* RESULTADO EFETIVO (VAR. % REAL A.A.)

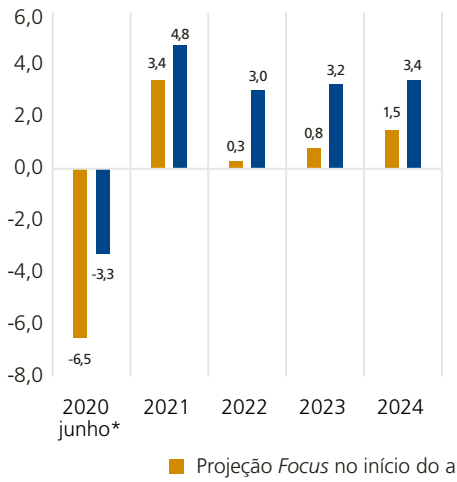
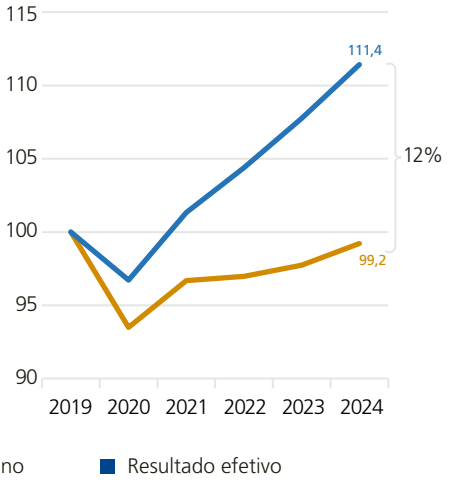


GRÁFICO 1b. PIB: MEDIANA *FOCUS VS.* RESULTADO EFETIVO (2019 = 100)



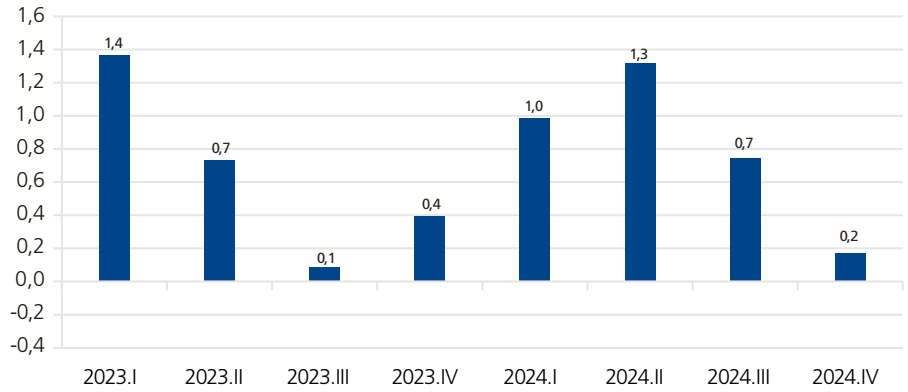
Projeção *Focus* no início do ano Resultado efetivo

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2025) e do Banco Central do Brasil (BCB), disponível em: https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus.

*Para 2020 não se utilizou como referência o início do ano, e sim junho, quando os impactos da pandemia refletiram no desempenho da economia.

Apesar do crescimento acima do esperado no consolidado do ano, o resultado do 4T/2024 confirma a percepção de que a economia desacelerou no segundo semestre de 2024. Enquanto nos dois primeiros trimestres do ano a economia teve expansão acima de 1,0% (o equivalente a mais de 4% em termos anualizados), no terceiro e no quarto trimestres a desaceleração ficou evidente (Gráfico 2).

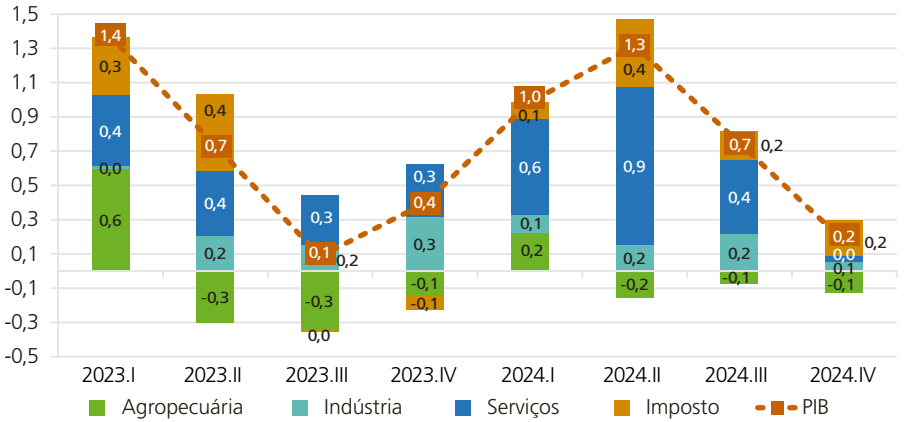
GRÁFICO 2. PIB (VAR. % T/T-1, COM AJ. SAZONAL)



Fonte: IBGE (2025).

Analisando os dados de margem, com relação à oferta agregada (Gráfico 3), chama a atenção a redução da contribuição do setor de serviços, que apresentou crescimento tímido no 4T/2024, de 0,1%. Cabe salientar que o setor apresenta taxas de crescimento positivas na margem desde o 3T/2020, início do processo de reabertura e normalização da economia pós-Covid-19. Já são 18 trimestres consecutivos de expansão. A indústria teve contribuição positiva de 0,1 p.p. – resultado do crescimento de 0,3% no 4T/2024 – liderada pelos segmentos de construção e indústria de transformação. Por sua vez, a agropecuária, que teve uma contribuição positiva no 1T/2024, apresentou contribuições negativas no restante do ano.

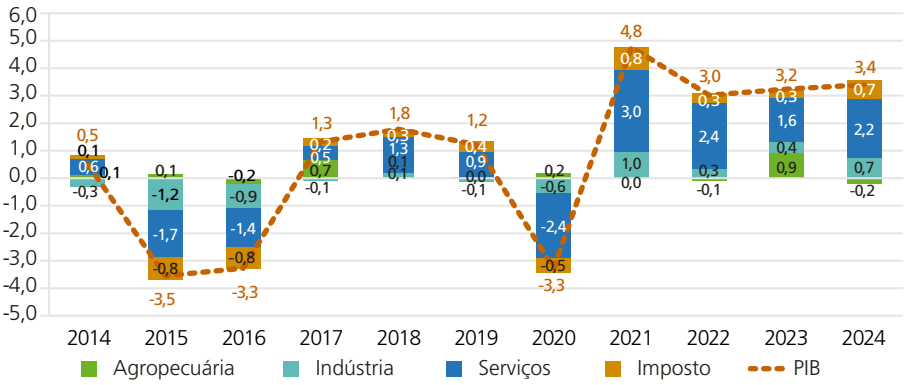
GRÁFICO 3. OFERTA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM PONTOS PERCENTUAIS – P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB TRIMESTRAL (EM %) (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2025).

No ano de 2024 o setor de serviços continuou em destaque, acompanhando o bom desempenho do consumo das famílias, e contribuindo com 2,2 p.p do crescimento de 3,4%, isto é, sendo responsável por 65% da expansão do PIB no ano. A indústria ampliou sua contribuição para 0,7 p.p. e a agropecuária contribuiu negativamente (-0,2 p.p.) (Gráfico 4).

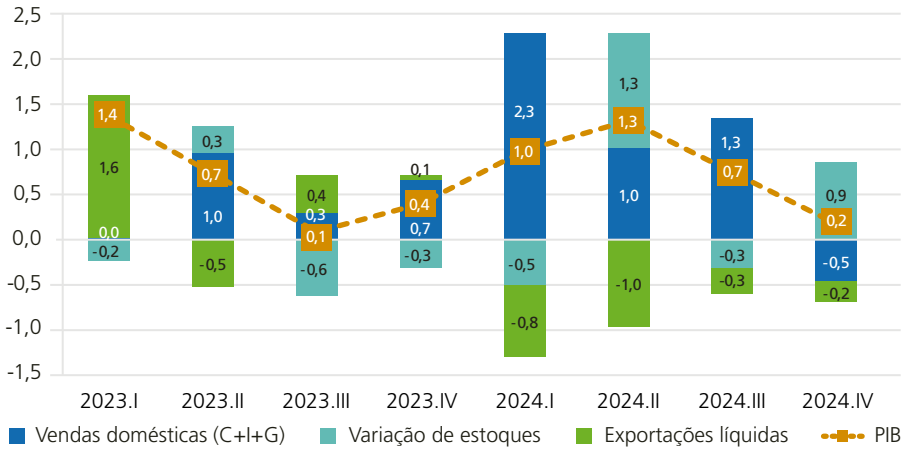
GRÁFICO 4. OFERTA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM PONTOS PERCENTUAIS – P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB ANUAL (EM %) (VAR. % A.A.)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2025).

Pelo lado da demanda, as exportações líquidas, que exibiram desempenho positivo para o resultado do PIB em 2023, tiveram contribuição negativa (-0,2 p.p.) ao longo de todo o ano de 2024. As vendas internas (demanda doméstica, excluindo a variação de estoques), que vinham apresentando importante contribuição positiva desde 2023, tiveram contribuição negativa no 4T/2024 (-0,5 p.p.).

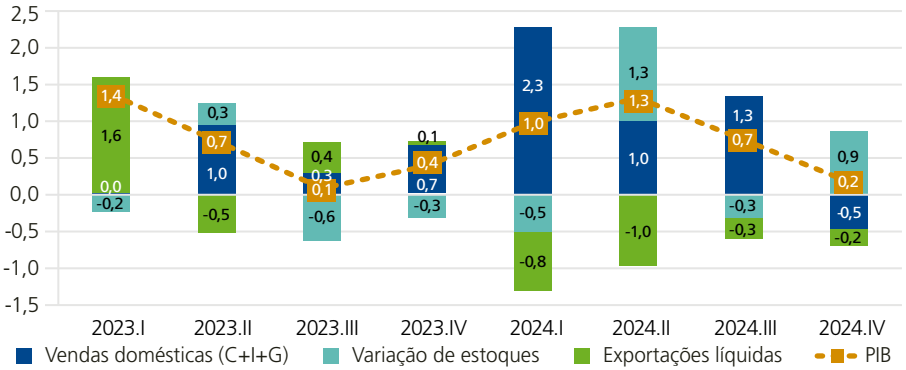
GRÁFICO 5. DEMANDA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB (EM %) ABERTO POR VENDAS DOMÉSTICAS, VARIAÇÃO DE ESTOQUES EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2025).

Essa contribuição negativa das vendas internas no 4T/2024 pode ser explicada pelo desempenho do consumo das famílias, que apresentou sua primeira contração após 13 trimestres consecutivos de crescimento. A aceleração da inflação, em particular de gêneros alimentícios, a redução do impulso fiscal e a desaceleração das concessões de crédito para pessoas físicas no fim do ano explicam essa dinâmica do consumo das famílias nos últimos meses de 2024. Já a formação bruta de capital fixo (FBCF) apresentou contribuição positiva em todos os trimestres de 2024.

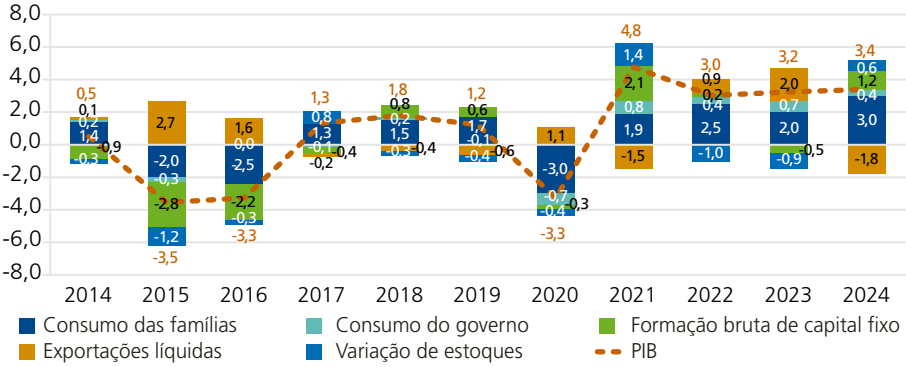
GRÁFICO 6. DEMANDA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB (EM %) ABERTO POR CONSUMO DAS FAMÍLIAS, CONSUMO DO GOVERNO, FBCF, EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS E VARIAÇÃO DE ESTOQUES (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2025).

Apesar da contribuição negativa no 4T/2024, o consumo das famílias foi responsável por 3,0 p.p. do crescimento do PIB de 3,4% em 2024. O mercado de trabalho aquecido, a expansão do crédito e as políticas de transferência de renda ajudaram o resultado. A formação bruta de capital fixo contribuiu com 1,2 p.p. no ano (Gráfico 7). Após contrair 3,0% em 2023, a FBCF teve crescimento expressivo de 7,3% em 2024.

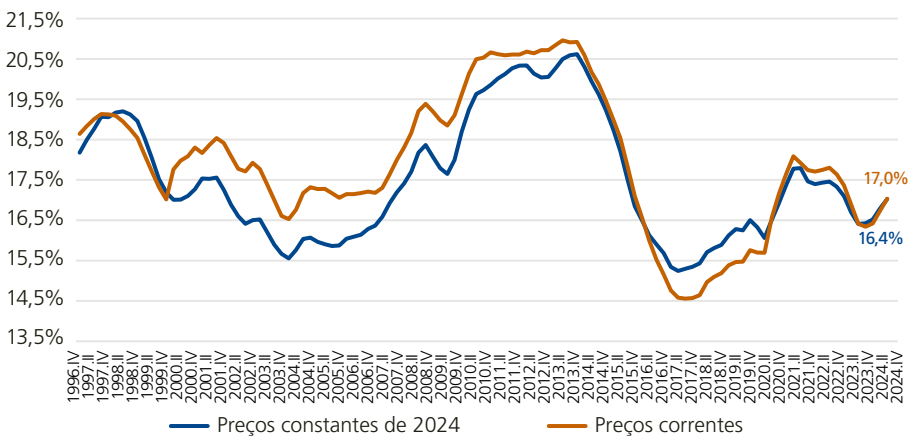
GRÁFICO 7. DEMANDA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB (EM %) ABERTO POR CONSUMO DAS FAMÍLIAS, CONSUMO DO GOVERNO, FBCF, EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS E VARIAÇÃO DE ESTOQUES



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2025).

Essa dinâmica de expansão anual da FBCF repercutiu na alta de 0,6 p.p. da taxa de investimento (FBCF/PIB) brasileira, que passou de 16,4% em 2023 para 17,0% em 2024 (Gráfico 8). Mesmo com o crescimento da taxa de investimento, seu patamar continua reduzido, sobretudo quando comparado há uma década, quando a FBCF atingiu valores em torno de 20% em proporção do PIB.

GRÁFICO 8. TAXA DE INVESTIMENTO (FBCF/PIB) A PREÇOS CORRENTES E A PREÇOS CONSTANTES DE 2024

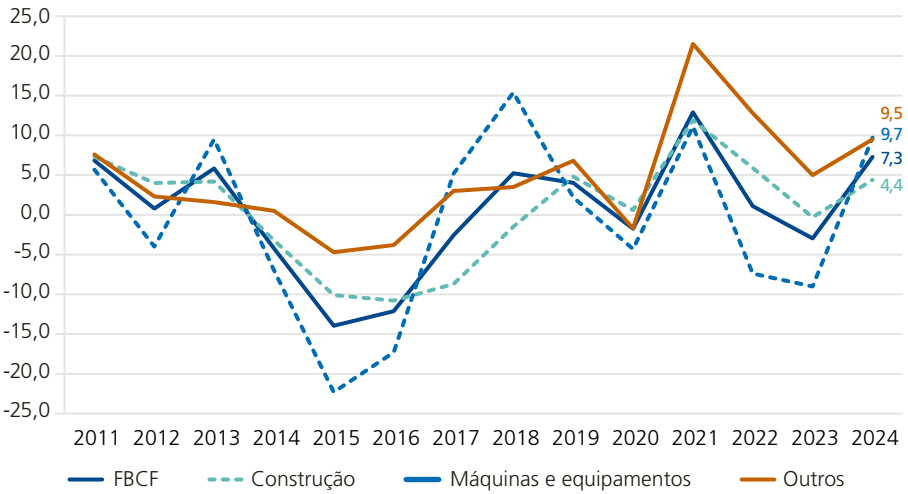


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2025).

Ao avaliar os componentes da FBCF (Gráfico 9), verifica-se que o ano de 2024 marca a recuperação do segmento de máquinas e equipamentos, com alta de 9,7% no ano de 2024, após quedas de 7,4% em 2022 e de 9,0% em 2023. Além da retomada dos investimentos industriais, não se pode deixar de mencionar que o forte incremento da produção de ônibus e caminhões em 2024, com alta de 40% de acordo com os dados da Anfavea,[1] teve influência importante para impulsionar os investimentos em equipamentos de transporte.

1 Disponível em: www.anfavea.com.br. Acesso em: 10 mar. 2025.

GRÁFICO 9. TAXA DE CRESCIMENTO DOS COMPONENTES DA FBCF – MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS, CONSTRUÇÃO E OUTROS (VAR. % A.A.)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2025).

Dessa forma, a participação do componente máquinas e equipamentos apresentou elevação tanto na composição da FBCF – saindo de 37,9% em 2023 para 38,7% em 2024 (Gráfico 10a) – quanto na taxa de investimento (FBCF/PIB), saltando 0,4 p.p., saindo de 6,2% em 2023 para 6,6% em 2024 (Gráfico 10b).

GRÁFICO 10a. COMPOSIÇÃO DA FBCF NO BRASIL (2010-2024): MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS, CONSTRUÇÃO E OUTROS (EM %)

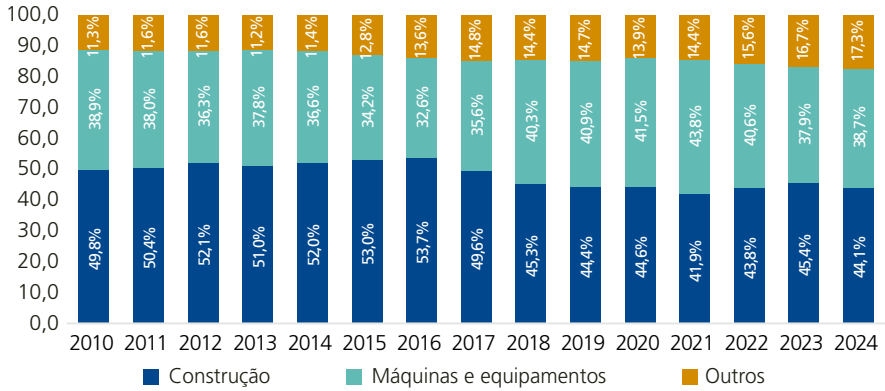
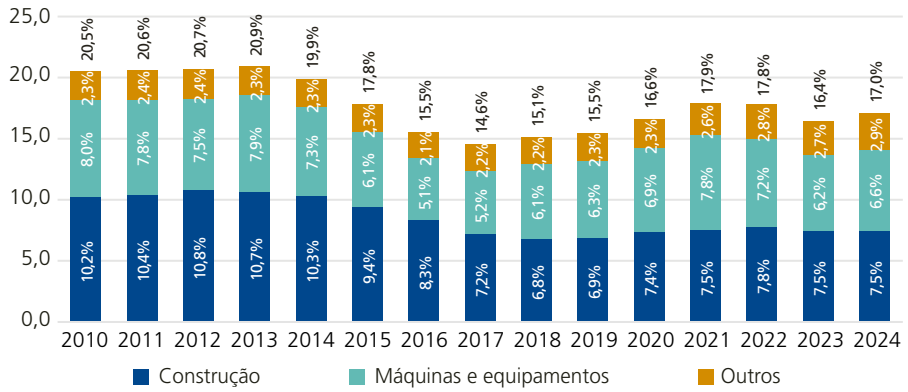


GRÁFICO 10b. DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO (FBCF/PIB) PELOS COMPONENTES DA FBCF (EM %)



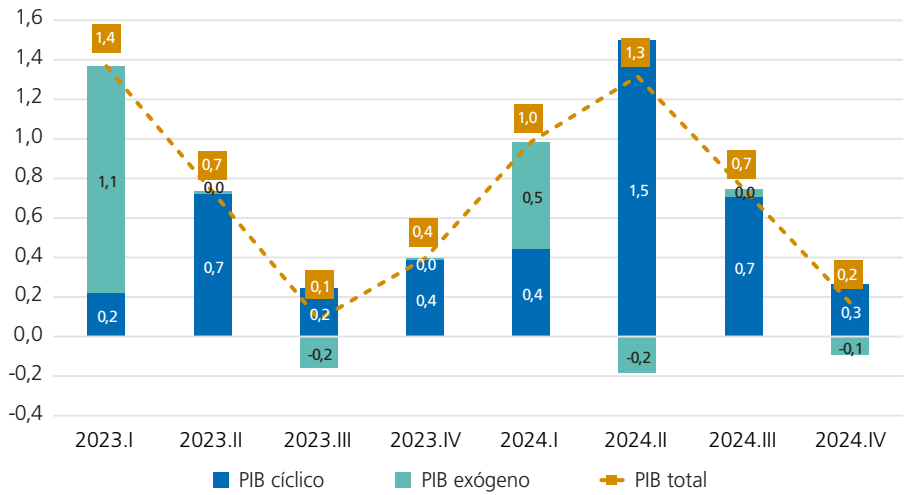
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2025).

Outro dado relevante no que tange ao investimento é a recuperação da parcela do segmento de construção, que teve crescimento de 4,4% em 2024. Esse desempenho foi determinado não apenas pelo investimento residencial das famílias – amparado tanto no crescimento do crédito habitacional quanto no desempenho do programa Minha Casa Minha Vida –, como também pela recuperação do investimento em infraestrutura. A ampla rodada de concessões de projetos ao longo dos últimos anos e o melhor desempenho do investimento público (amparado no Novo PAC) formam uma carteira relevante de projetos que tende a se sustentar no tempo, a despeito de aspectos conjunturais negativos como o aumento do custo de capital em função da elevação das taxas de juros.

Cabe salientar ainda que o resultado do PIB também pode ser decomposto em dois segmentos. O primeiro segmento é o chamado PIB exógeno, menos sensível ao ciclo econômico e aos efeitos das políticas de administração de demanda agregada da economia (políticas fiscal, monetária e creditícia), e inclui, por exemplo, agropecuária, extrativa mineral, atividades imobiliárias e aluguéis e administração pública. O segundo, denominado PIB cíclico, inclui aqueles setores mais sensíveis, que abarcam todos os segmentos da oferta agregada das contas nacio-

nais, com exceção dos que compõem o PIB exógeno. No ano de 2024, a maior contribuição veio do PIB cíclico, ao contrário do que ocorreu em 2023, quando a contribuição do PIB exógeno foi mais importante, principalmente no 1T/2023 por conta do desempenho do setor agropecuário (Gráfico 11).

GRÁFICO 11. CONTRIBUIÇÃO AO CRESCIMENTO DO PIB – PIB CÍCLICO *VS.* PIB EXÓGENO (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2025).

Para 2025, o *carry-over* (carregamento estatístico) é de 0,8%. Isto é, se a economia brasileira tiver variações nulas ao longo dos trimestres de 2025, o crescimento médio anual frente a 2024 será de 0,8%. Analisando a matriz de simulação das hipóteses de crescimento, se imaginarmos uma alta do PIB no 1T/2025 entre 1,0% e 1,5% e uma expansão nula nos trimestres restantes, o ano de 2025 teria um crescimento entre 1,8% e 2,3% (Tabela 1). A mediana das expectativas de mercado coletadas no boletim *Focus* aponta, atualmente, para uma expansão de 2,0% em 2025, enquanto a Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Fazenda indica uma estimativa de 2,3% (Brasil, 2025).

TABELA 1. SIMULAÇÕES PARA O CRESCIMENTO DE 2025

Hipóteses para 2T, 3T e 4T de 2025 (var. %T/T-1, com ajuste sazonal)	Hipótese para o 1T de 2025 (var. % T/T-1, com ajuste sazonal)								
	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75	2,00
-1,00	0,1	0,3	0,6	0,8	1,1	1,3	1,6	1,8	2,1
-0,75	0,3	0,5	0,8	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3
-0,50	0,4	0,7	1,0	1,2	1,5	1,7	2,0	2,2	2,5
-0,25	0,6	0,9	1,1	1,4	1,6	1,9	2,1	2,4	2,7
0,00	**0,8**	1,1	1,3	1,6	1,8	2,1	2,3	2,6	2,8
0,25	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3	2,5	2,8	3,0
0,50	1,2	1,5	1,7	2,0	2,2	2,5	2,7	3,0	3,2
0,75	1,4	1,6	1,9	2,2	2,4	2,7	2,9	3,2	3,4
1,00	1,6	1,8	2,1	2,3	2,6	2,9	3,1	3,4	3,6

Carry-over para 2025 | Abaixo de 2,0 | Entre 2,0 e 2,5 | Acima de 2,5

Fonte: Elaboração própria.

Em resumo, a atividade econômica no Brasil apresentou um bom desempenho em 2024, especialmente no primeiro semestre do ano. Pelo lado da demanda, a força do consumo das famílias mais uma vez foi o grande destaque. O dinamismo do mercado de trabalho, com a taxa de desemprego atingindo suas mínimas históricas, tem impulsionado o rendimento do trabalho e, assim, a massa salarial. Somado a isso, a política de valorização do salário-mínimo e a manutenção das políticas sociais de transferência renda são alicerces importantes de sustentação do consumo das famílias. Particularmente, em 2024, pode-se destacar também o elevado volume de precatórios pagos na virada de 2023 para 2024, que atingiu mais de R$ 90 bilhões. Além do consumo das famílias, o investimento teve alta significativa, refletindo tanto o segmento de construção quanto o de máquinas e equipamentos, com espe-

cial destaque para os equipamentos de transporte. Pelo lado da oferta, o setor de serviços teve a maior taxa de crescimento, exibindo bastante resiliência ao longo desses últimos anos.

Também é importante mencionar que os resultados do terceiro e, principalmente, do quarto trimestre mostram que a economia entrou em trajetória de desaceleração, indicando que o ritmo de crescimento em 2025 tende a ser mais moderado, especialmente por conta da política monetária mais restritiva.

Apesar disso, o primeiro trimestre de 2025 deverá ser impulsionado pelo PIB agropecuário, que se beneficiará de uma safra recorde. Algumas medidas importantes tendem, de alguma maneira, a moderar esse processo de desaceleração, como: (i) a liberação do FGTS para o saque-rescisão dos trabalhadores demitidos que optaram por modalidade de saque-aniversário, (ii) o fortalecimento do consignado para o setor privado e o (iii) pagamento de precatórios em volume considerável, na casa de R$ 70 bilhões.

Referências

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica. *2024 em retrospectiva e o que esperar para 2025.* Brasília, DF: SPE, 2025. Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/conjuntura-economica/estudos-economicos/2025/cenario-macroeconomico-2024-em-retrospectiva-e-o-que-esperar-para-2025-vf.pdf/view. Acesso em 07 mar. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Indicadores IBGE*: contas nacionais trimestrais: indicadores de volume e valores correntes 2024. Rio de Janeiro: IBGE, 2025. Disponível em: https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt_2024_4tri.pdf. Acesso em: 7 mar. 2025.

Anexo

TABELA. TAXAS ANUAIS DE CRESCIMENTO DO PIB E SEUS COMPONENTES (VAR. % REAL AO ANO)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB	**-3,5**	**-3,3**	**1,3**	**1,8**	**1,2**	**-3,3**	**4,8**	**3,0**	**3,2**	**3,4**
Demanda										
Consumo das famílias	-3,2	-3,8	2,0	2,4	2,6	-4,6	3,0	4,1	3,2	4,8
Consumo do governo	-1,4	0,2	-0,7	0,8	-0,5	-3,7	4,2	2,1	3,8	1,9
Formação bruta de capital fixo	-13,9	-12,1	-2,6	5,2	4,0	-1,7	12,9	1,1	-3,0	7,3
Exportação	6,8	0,9	4,9	4,1	-2,6	-2,3	4,4	5,7	8,9	2,9
Importação	-14,2	-10,3	6,7	7,7	1,3	-9,5	13,8	1,0	-1,2	14,7
Oferta										
Agropecuária	3,3	-5,2	14,2	1,3	0,4	4,2	0,0	-1,1	16,3	-3,2
Indústria	-5,8	-4,6	-0,5	0,7	-0,7	-3,0	5,0	1,5	1,7	3,3
Extrativa mineral	5,7	-1,2	4,9	0,4	-9,1	0,9	3,6	-1,4	9,2	0,5
Transformação	-8,5	-4,8	2,3	1,4	-0,4	-4,7	3,8	-0,5	-1,3	3,8
Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	-0,4	6,5	0,9	3,7	2,6	-1,0	1,5	10,5	5,8	3,6
Construção	-9,0	-10,0	-9,2	-3,0	1,9	-2,1	12,6	6,8	-0,3	4,3
Serviços	-2,7	-2,2	0,8	2,1	1,5	-3,7	4,8	4,3	2,8	3,7

Destaques do desempenho operacional do BNDES em 2024

44/2025

Introdução

O ano de 2024, assim como o de 2023, caracterizou-se por aumento sensível da demanda pelos recursos do BNDES, com reflexo nos dados de desempenho operacional de consultas, aprovações e desembolsos da maior parte dos setores apoiados. O objetivo desta edição dos *Estudos especiais do BNDES* é apresentar os principais destaques operacionais de 2024, tanto por recortes agregados quanto em relação a atuações mais específicas e características do BNDES.

Alinhado às políticas do Governo Federal, o BNDES tem buscado retomar um papel mais ativo no processo de financiamento do desenvolvimento. Desse modo, algumas medidas importantes foram tomadas ao longo desses últimos dois anos, como a definição de novo custo financeiro para operações de inovação e digitalização na indústria (FAT TR), a flexibilização dos custo financeiros de remuneração do FAT (*funding* institucional do BNDES), a criação das letras de crédito do desenvolvimento (LCD), o forte incremento das aprovações do Fundo Nacional sobre Mudança do Clima (Fundo Clima), a atuação emergencial em apoio ao Rio Grande Sul para reconstrução do estado a partir dos eventos climáticos extremos ocorridos, o aumento das aprovações para operações de exportação e a retomada do apoio via recursos não reembolsáveis, com especial destaque para o Fundo Amazônia.

Consultas, aprovações e desembolsos em alta

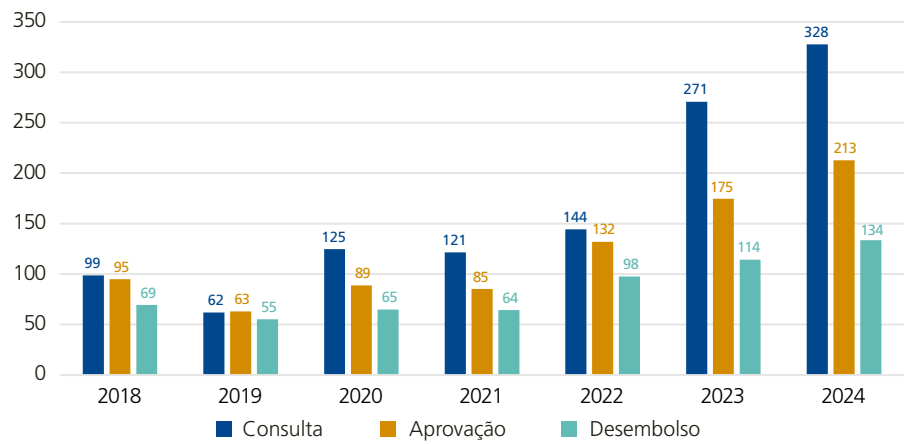
O Gráfico 1a mostra a trajetória anual do valor nominal das operações nas diferentes etapas internas do BNDES: consultas, aprovações e desembolsos. Os pleitos de financiamento passam, inicialmente, por consultas das empresas ao

BNDES que são, posteriormente, analisados pelas equipes técnicas e submetidos a deliberação da Diretoria Executiva. A partir da aprovação, a operação é contratada e, subsequentemente, dá-se início aos desembolsos, que ocorrem de maneira escalonada com o decorrer do tempo.

As consultas ao BNDES em 2024 atingiram R$ 328 bilhões (Gráfico 1a), o que representa um crescimento de 21% em relação a 2023. O grande volume de consultas dos últimos dois anos aponta para a formação de uma carteira de projetos potenciais, que tende a se refletir, com algum espaçamento temporal, em elevação das aprovações e dos desembolsos. As aprovações atingiram R$ 213 bilhões, uma alta de 22% em comparação a 2023. Já os desembolsos chegaram a R$ 134 bilhões, com crescimento de 17% *vis-à-vis* o ano de 2023.

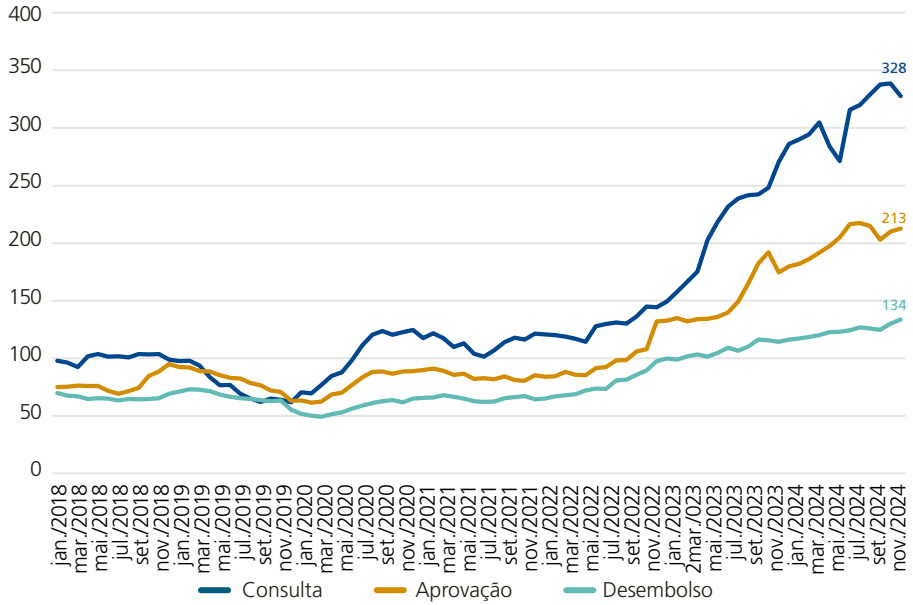
O Gráfico 1b mostra a trajetória das três etapas das operações no BNDES, com dados acumulados em 12 meses. Nota-se que 2023, marcou o primeiro salto de consultas ao Banco desde 2018, ano em que houve a mudança de seu custo institucional de *funding*, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) para Taxa de Longo Prazo (TLP).

GRÁFICO 1a. CONSULTAS, APROVAÇÕES E DESEMBOLSOS DO BNDES (2018-2024) (EM R$ BILHÕES CORRENTES)



Fonte: Elaboração própria.

GRÁFICO 1b. CONSULTAS, APROVAÇÕES E DESEMBOLSOS DO BNDES (2018-2024)
(DADOS ACUMULADOS EM 12 MESES, EM R$ BILHÕES CORRENTES)



Fonte: Elaboração própria.

Nesse contexto, o Banco se manteve como um importante ator no mercado de capitais em 2024, não apenas coordenando e estruturando algumas importantes emissões, como também proporcionando garantia firme à subscrição de valores relevantes, sendo responsável por fornecer liquidez ao mercado de capitais. Esse é um exemplo da complementaridade da atuação do BNDES e do mercado de capitais. O Gráfico 2a mostra que o Banco aprovou R$ 28 bilhões de debêntures incentivadas (Lei 12.431/2011), representando cerca de 20% de todas as emissões realizadas em 2024, que atingiram R$ 133 bilhões (Gráfico 2b).

GRÁFICO 2a. EMISSÕES DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS (12.431/2011, ART. 2) E APROVAÇÕES DO BNDES (2019-2024) (EM R$ BILHÕES CORRENTES)

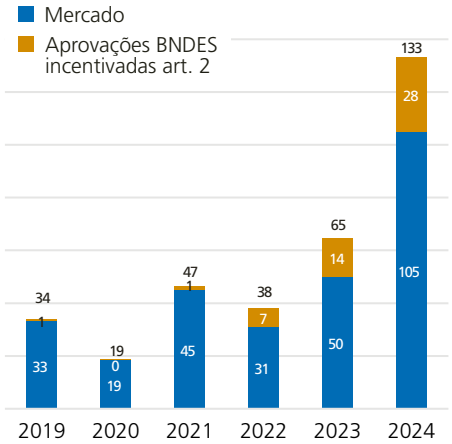
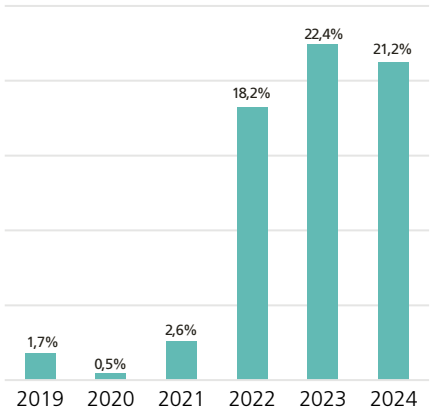


GRÁFICO 2b. PARTICIPAÇÃO DAS APROVAÇÕES DO BNDES NO MERCADO DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS (2019-2024) (EM %)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Anbima e do BNDES.

Aprovações por setores

Realizado esse panorama mais geral, abordaremos alguns recortes específicos do desempenho do BNDES na métrica de aprovações, que espelha de maneira mais fidedigna o esforço realizado pela instituição ao longo dos últimos dois anos. Os gráficos 3a a 3d mostram o volume de aprovações segmentado por setores na classificação utilizada do BNDES.

É possível notar, primeiramente, que houve tendência de elevação das aprovações em todos os setores de apoio do BNDES à economia ao longo dos últimos dois anos. As aprovações para o setor agropecuário atingiram R$ 52 bilhões em 2024, com alta de 26% em relação a 2023. O setor de comércio e serviços apresentou crescimento de 46% em 2024, com valores nominais

aprovados de R$ 33 bilhões. A indústria também teve um volume de aprovações significativo, chegando a R$ 52 bilhões, crescimento de 65% ante 2023. Outro destaque importante foram as aprovações para infraestrutura: R$ 75 bilhões em 2024.

GRÁFICO 3a. APROVAÇÕES DO BNDES PARA O SETOR AGROPECUÁRIO (2019-2024) (R$ BILHÕES CORRENTES)

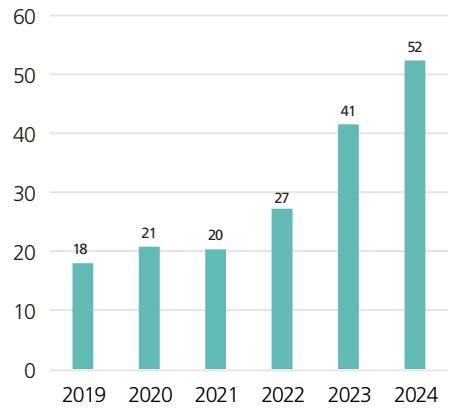


GRÁFICO 3b. APROVAÇÕES DO BNDES PARA O SETOR DE COMÉRCIO E SERVIÇOS (2019-2024) (R$ BILHÕES CORRENTES)

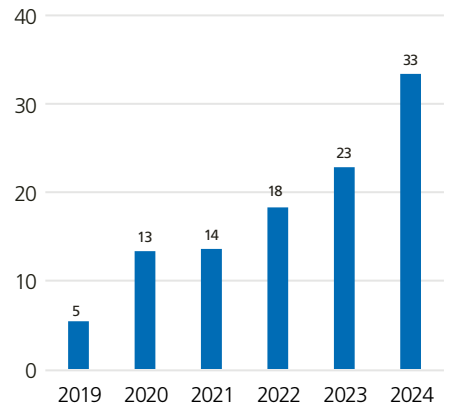


GRÁFICO 3c. APROVAÇÕES DO BNDES PARA INDÚSTRIA (2019-2024) (R$ BILHÕES CORRENTES)

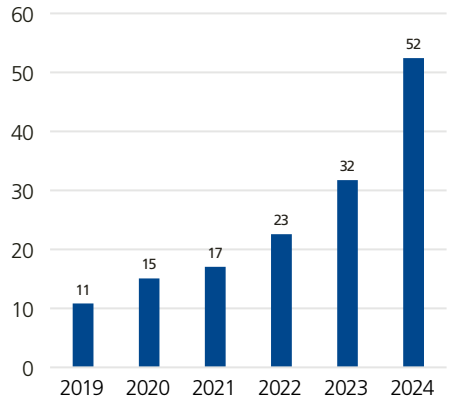
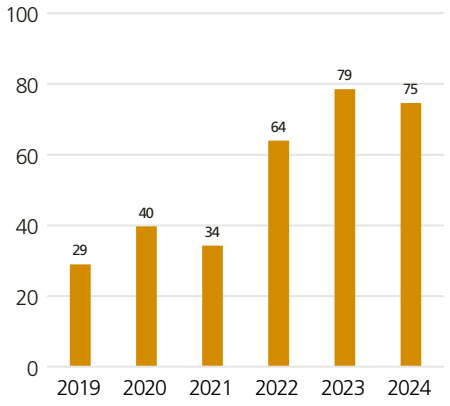


GRÁFICO 3d. APROVAÇÕES DO BNDES PARA INFRAESTRUTURA (2019-2024) (R$ BILHÕES CORRENTES)



Fonte: Elaboração própria.

Os gráficos 4a a 4d detalham ainda mais o apoio setorial. O Gráfico 4a mostra as aprovações do BNDES ao setor agropecuário com recursos do Plano Safra, do Governo Federal, e do produto BNDES Crédito Rural, linha própria de crédito do BNDES destinada ao setor sem recursos equalizados. Nota-se ao longo do tempo não apenas um crescimento dos repasses do BNDES com recursos equalizados do Plano Safra, em que o BNDES é um executor da política pública do Governo Federal, mas também do produto próprio do Banco. Em 2024, os valores de aprovação ao setor agropecuário por meio do Plano Safra e do BNDES Crédito Rural atingiram R$ 46,1 bilhões.[1]

Outro destaque foi o crescimento das aprovações destinadas a exportações, que alcançaram R$ 18,5 bilhões em 2024, com ênfase nas operações de pós-embarque de exportações de aeronaves (R$ 10,6 bilhões), mas também com volumes representativos para operações de pré-embarque tradicionais (R$ 7,7 bilhões), que fornecem capital de giro para atividades de exportação. Houve um crescimento de 37% nas aprovações destinadas às exportações em 2024.

Não se pode deixar de salientar a retomada do apoio do BNDES à inovação. O Gráfico 4c mostra que tais aprovações saltaram de R$ 5,3 bilhões em 2023 e para R$ 13,6 bilhões em 2024, um crescimento de 158%. Trata-se do maior valor nominal de apoio à inovação da série histórica do BNDES, iniciada em 1995. Importante destacar que R$ 10,3 bilhões deste valor foram aprovados no âmbito do Programa BNDES Mais Inovação, concebido para o apoio a inovação e digitalização na indústria brasileira, tendo como custo financeiro majoritariamente a Taxa Referencial (TR), proveniente da mudança legislativa efetivada pela Lei 14.592/2023, que permitiu que, entre 2023 e 2026, 1,5% do saldo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) Constitucional seja destinado à aprovação de operações de inovação.

A retomada do apoio a estados e municípios também é um destaque do biênio 2023-2024. Após um longo período sem nenhum apoio relevante aos entes sub-

1 Para uma análise da relevância do BNDES no Plano Safra e, simultaneamente, da importância do Plano Safra no desempenho operacional do BNDES, ver *Estudo especial do BNDES 34* de 2024.

nacionais, as operações dessa natureza aprovadas pelo BNDES no biênio somam R$ 33 bilhões e contribuem para grandes projetos de desenvolvimento e mobilidade urbana das unidades da Federação. O programa BNDES Invest Impacto, que possibilita aos governos estaduais apresentarem um conjunto de investimentos e submeterem o detalhamento técnico dos projetos individuais para aprovação do BNDES, teve papel importante, com aprovações que totalizaram R$ 10 bilhões em dois anos.

GRÁFICO 4a. APROVAÇÕES DO BNDES AO SETOR AGROPECUÁRIO: PLANO SAFRA (COM EQUALIZAÇÃO) E BNDES CRÉDITO RURAL (2019-2024) (R$ BILHÕES CORRENTES)

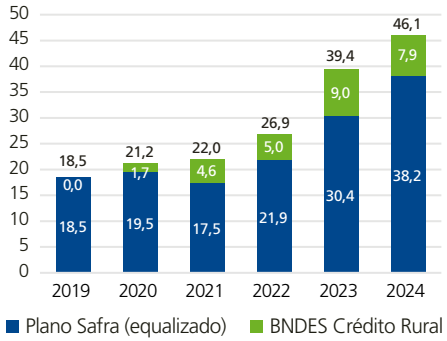


GRÁFICO 4b. APROVAÇÕES DO BNDES PARA EXPORTAÇÃO: AUTOMÁTICO, PÓS E PRÉ-EMBARQUE (2019-2024) (R$ BILHÕES CORRENTES)

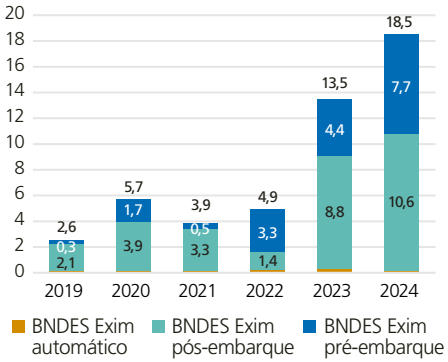


GRÁFICO 4c. APROVAÇÕES DO BNDES PARA INOVAÇÃO (2019-2024) (R$ BILHÕES CORRENTES)

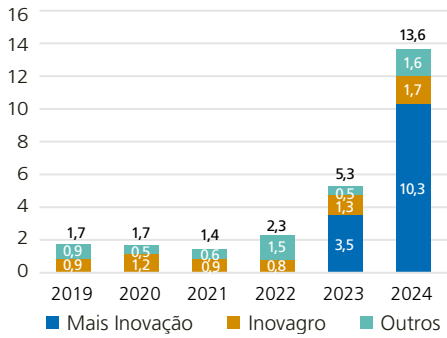
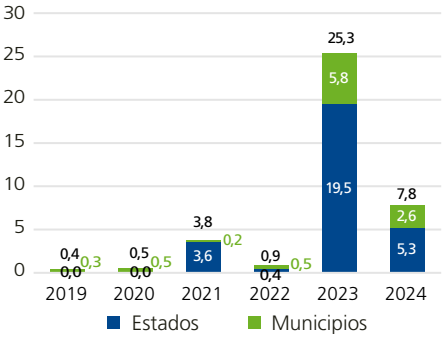


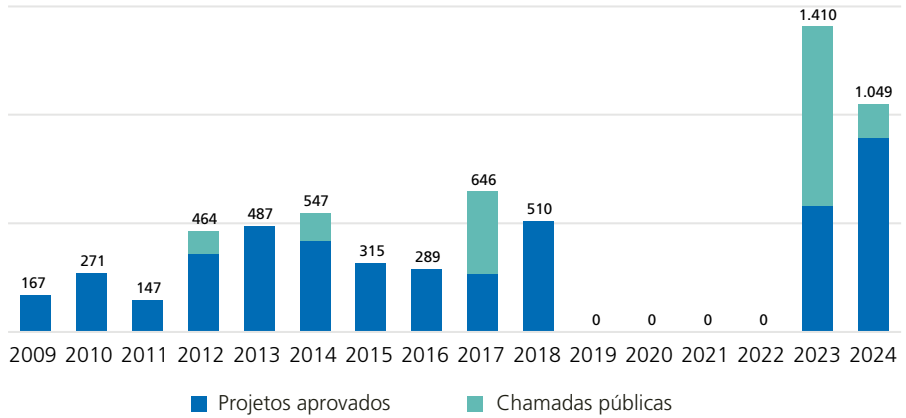
GRÁFICO 4d. APROVAÇÕES DO BNDES PARA ESTADOS E MUNICÍPIOS DA ADMINISTRAÇÃO DIRETA (2019-2024) (R$ BILHÕES CORRENTES)



Fonte: Elaboração própria.

Outro destaque da atuação do BNDES no biênio 2023 e 2024 foi a retomada das operações e captações do Fundo Amazônia. O somatório de aprovações de projetos e chamadas públicas nos dois anos montaram aproximadamente R$ 2,5 bilhões, sendo R$ 1,5 bilhão em projetos aprovados e R$ 1 bilhão, em chamadas públicas. Os destaques das chamadas públicas foram: Amazônia na Escola, visando fortalecer a oferta e a demanda da alimentação escolar de base sustentável em redes públicas de ensino nos nove estados da Amazônia Legal; o primeiro passo de iniciativa ligada à restauração do arco do desmatamento, o Restaura Amazônia, iniciativa que prevê captura de carbono, preservação da biodiversidade e geração de emprego e renda com impacto mais imediato no combate à crise climática; e o Sanear Amazônia – Água Potável para Comunidades da Amazônia, com objetivo de selecionar organizações da sociedade civil para coordenar a implantação de tecnologias sociais de acesso à água de qualidade para consumo humano e produção de alimentos nos estados do Acre, Amazonas, Amapá, Pará e Rondônia. Além disso, é importante mencionar a retomada das captações do Fundo Amazônia: mais de R$ 1 bilhão, advindos de países como Reino Unido, Alemanha, Suíça, Estados Unidos e Noruega.

GRÁFICO 5. PROJETOS APROVADOS E CHAMADAS PÚBLICAS DO FUNDO AMAZÔNIA (2009-2024) (R$ MILHÕES CORRENTES)

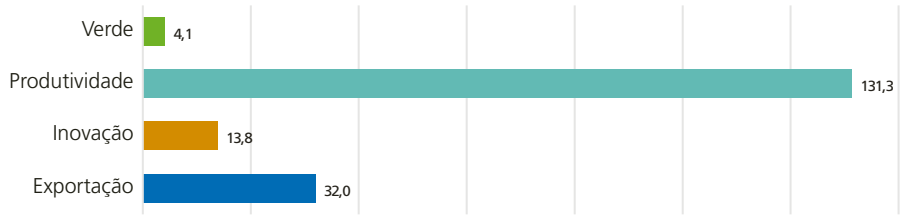


Fonte: Elaboração própria.

Política industrial, Fundo Clima e apoio emergencial ao Rio Grande do Sul

O BNDES é um ator relevante na implementação de políticas públicas do Governo Federal. Nesse sentido, o Gráfico 6 destaca as aprovações do BNDES ao longo de 2023 e 2024 no âmbito do Plano Mais Produção (P+P), nos eixos da política Nova Indústria Brasil (NIB). O P+P foi criado com objetivo de viabilizar financiamento contínuo para a NIB. Um dos objetivos da nova política industrial é tornar a indústria brasileira mais produtiva, mais exportadora, mais inovadora e mais verde. O BNDES já aprovou, ao longo dos últimos dois anos, R$ 181,3 bilhões no âmbito da NIB, sendo R$ 131,3 bilhões no eixo Produtividade, R$ 32,0 bilhões no eixo Exportação, R$ 13,8 bilhões no eixo Inovação, e R$ 4,1 bilhões no eixo Verde. O BNDES, em sua jornada de transparência ativa, publica mensamente um painel para acompanhamento dos financiamentos da política industrial.[2]

GRÁFICO 6. APROVAÇÕES DO BNDES EM 2023 E 2024 NO ÂMBITO DA POLÍTICA INDUSTRIAL (R$ BILHÕES CORRENTES)



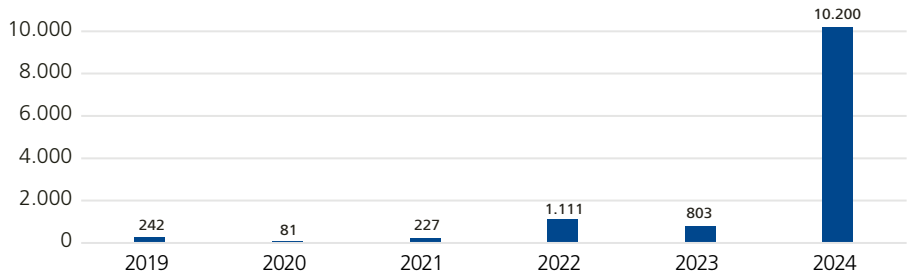
Fonte: Elaboração própria.

O BNDES também vem dando sua contribuição para o processo de transição para uma economia de baixo carbono, visando a mitigação e adaptação à nova realidade climática global. Para isso, o Fundo Nacional sobre Mudança do Clima (Fundo Clima)

2 Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/painel-plano-mais-producao.

teve sua dotação orçamentária ampliada em R$ 10 bilhões em 2024, a partir da emissão de *sustainable bonds* pelo Tesouro Nacional. O Gráfico 7 mostra o redimensionamento dos recursos do Fundo Clima em 2024, apontando que as aprovações chegaram a R$ 10,2 bilhões no ano. As principais modalidades de apoio ficaram por conta de projetos de transição energética; logística de transporte, transporte coletivo e mobilidade verde; indústria verde; desenvolvimento urbano resiliente e sustentável e florestas nativas/recursos hídricos, vertentes da política operacional do BNDES.

GRÁFICO 7. APROVAÇÕES DO BNDES COM RECURSOS DO FUNDO CLIMA (2019-2024) (R$ MILHÕES CORRENTES)

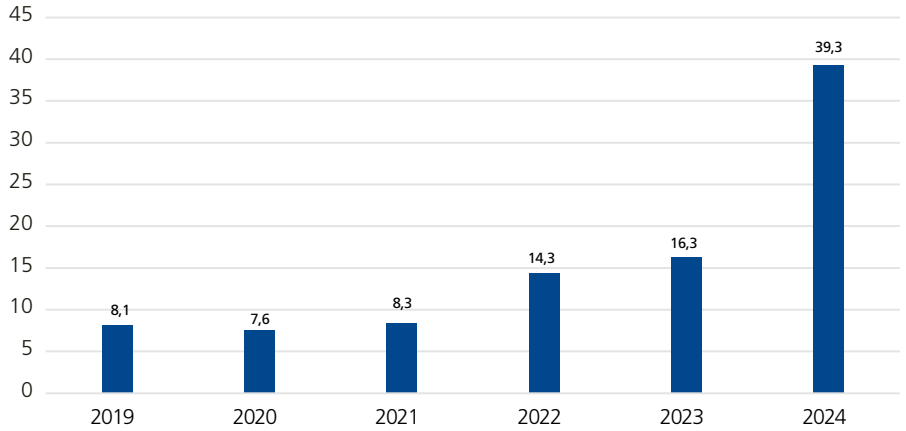


Fonte: Elaboração própria.

Outro destaque do ano de 2024 foi o apoio do BNDES ao estado do Rio Grande do Sul, que sofreu com eventos climáticos extremos. O Governo Federal alocou R$ 20 bilhões oriundos do superávit financeiro do Fundo Social do Pré-Sal para que o BNDES realizasse operações de financiamento ao estado nas modalidades de capital de giro, máquinas e equipamento e investimento/reconstrução, com taxas de juros regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional.[3] Para além do apoio via soluções de financiamento, houve o fortalecimento do FGI-Peac Crédito Solidário Rio Grande do Sul com a um aporte de R$ 500 milhões, de modo a prover garantias para os mutuários e, com isso, alavancar novas operações de crédito privado. Por fim, o BNDES também concedeu suspensão de pagamentos de parcelas dos financiamentos em curso destinados ao estado.

3 A Resolução do CMN nº 5.140/2024 pode ser consultada em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN &numero=5140.

GRÁFICO 8. APROVAÇÕES DE CRÉDITO DO BNDES PARA O ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL (2019- 2024) (R$ BILHÕES CORRENTES)



Fonte: Elaboração própria.

Nota: Os dados englobam não apenas as operações de financiamento realizadas com recursos do Fundo Social do Pré-Sal, mas todas as soluções de crédito do BNDES ao Rio Grande do Sul. Não inclui as operações alavancadas pelo FGI-Peac Crédito Solidário Rio Grande do Sul, nem as operações de suspensão de pagamentos dos financiamentos já existentes para o estado no BNDES no momento da ocorrência do evento climático extremo.

As aprovações de crédito para o estado do Rio Grande do Sul, que englobam não somente os recursos do Fundo Social do Pré-Sal mas também outras soluções financeiras de crédito do BNDES, somaram R$ 39 bilhões em 2024, o que representa um crescimento de 144% frente aos volumes de 2023.

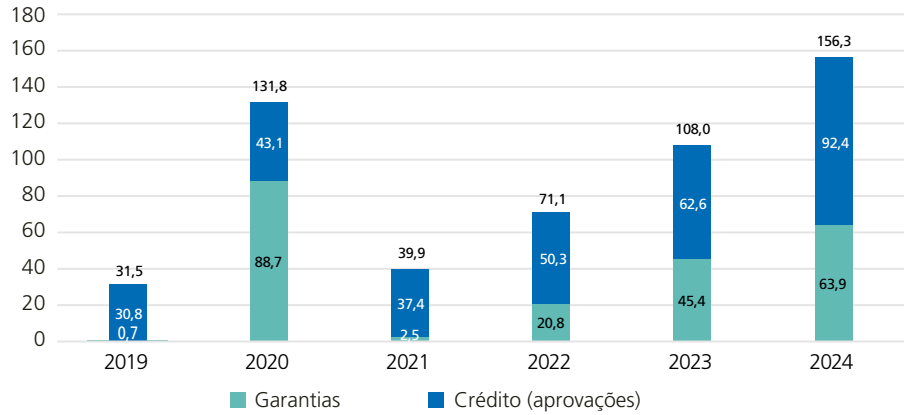
Apoio às micro, pequenas e médias empresas (MPME)

O BNDES também desempenhou papel bastante importante no atendimento às MPMEs em 2024. Esse apoio foi efetivado tanto pelas operações de financiamento, que em sua maioria ocorrem por meio de repasses da rede de agentes financeiros credenciados no Sistema Financeiro Nacional (bancos comerciais públicos e privados, bancos de montadoras, bancos regionais de

desenvolvimento e cooperativas de crédito), quanto por meio de instrumentos de garantias. Nesse caso, o BNDES, como gestor de fundos garantidores, permite a alavancagem de novas operações de crédito de outras instituições do sistema financeiro.

O Gráfico 9 mostra a evolução da atuação do BNDES com MPMEs segregada pelos instrumentos de crédito e de garantia. O apoio total cresceu 45% em 2024, alcançando R$ 156 bilhões, divididos entre R$ 92 bilhões em aprovações de financiamento e R$ 64 bilhões alavancados por meio dos fundos garantidores (FGI, FGI-Peac, FGEnergia e Peac Crédito Solidário RS).

GRÁFICO 9. APOIO DO BNDES ÀS MPMES (2022-2023) (R$ BILHÕES CORRENTES)



Fonte: Elaboração própria.

Operando a taxas de mercado

O bom desempenho operacional do BNDES em 2024, com R$ 134 bilhões em desembolsos, ocorreu, em sua maior parte, a taxas de mercado, com custo financeiro em TLP ou mesmo a taxa Selic. A parcela do apoio financeiro do BNDES realizada com recursos incentivados foi pouco superior a 30%

dos desembolsos totais (R$ 42,4 bilhões), sendo composta principalmente por liberações do Plano Safra 2024/2025 – do qual o BNDES participa como um executor da política pública do Governo Federal por meio de operações indiretas, com repasse de recursos via agentes financeiros credenciados –, e pelo apoio emergencial ao Rio Grande do Sul. Cerca de 70% dos desembolsos (R$ 90,9 bilhões) do BNDES, portanto, ocorreram a taxas de mercado (Tabela 1).

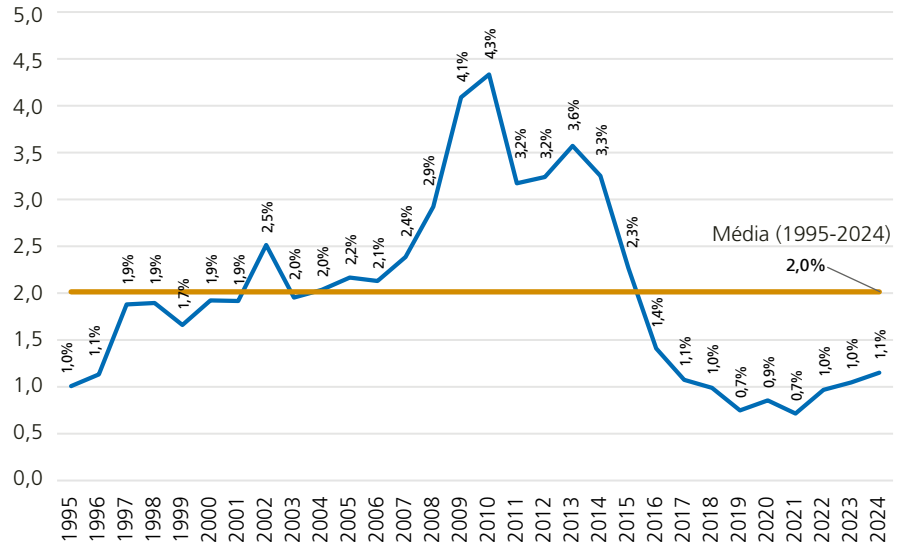
TABELA 1. DESEMBOLSOS DO BNDES EM 2024 SEGMENTADOS POR RECURSOS DE MERCADO E RECURSOS INCENTIVADOS (R$ MILHÕES CORRENTES)

	Desembolsos	% desembolsos
Incentivados	**42.374**	**31,7%**
Plano Safra	25.548	19,1%
Mais Inovação (FAT TR)	2.983	2,2%
Fundo Social Emergencial RS	11.801	8,8%
Fundo Clima	1.097	0,8%
Outros	946	0,7%
Mercado	**90.935**	**68,0%**
Não reembolsável	**375**	**0,3%**
Total	**133.684**	**100,0%**

Fonte: Elaboração própria.

É importante salientar que a recuperação do desempenho operacional do BNDES não tem como objetivo uma volta ao patamar pós-crise financeira internacional. O novo Banco tem a intenção de elevar, no longo prazo, seu volume de desembolsos proporcionalmente ao produto interno bruto (PIB) até retomar a participação histórica de 2% do PIB, com transparência e mensuração de impacto. O Gráfico 10 mostra a participação dos desembolsos do BNDES como proporção do PIB. Ao fim de 2024, essa razão atingiu 1,1%, valor que representa crescimento diante dos valores vivenciados pela instituição em 2019 e 2021 (0,7% do PIB), mas ainda permanece em patamares inferiores a outros momentos históricos, como, por exemplo, o fim da década de 1990 e início dos anos 2000.

GRÁFICO 10. DESEMBOLSOS DO BNDES (% DO PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BNDES.

A retomada da atuação histórica do BNDES traz grandes desafios, particularmente em relação a suas fontes de *funding*. É importante que a instituição não apenas preserve suas fontes tradicionais, como o FAT, precavendo-se das possíveis alocações de despesas que estão originalmente fora do escopo de atuação do fundo, como também busque fontes alternativas de captação. Recursos advindos de fundos públicos e da possibilidade da emissão do novo instrumento incentivado de renda fixa de mercado (letras de crédito do desenvolvimento – LCD) serão importantes, assim como a retomada das captações internacionais. O BNDES do futuro deverá aliar um volume maior de operações com a efetividade de sua atuação, sempre atento a temas relevantes para a economia brasileira, como inovação, enfrentamento da transição climática, transformação digital, infraestrutura, industrialização e competitividade externa.

Balança de serviços do Brasil: evolução recente e perspectivas

45/2025

Introdução

A balança de serviços do Brasil é historicamente deficitária, refletindo a maior demanda por serviços estrangeiros em comparação às exportações nacionais. Em 2020, em função da paralisação das viagens internacionais e da desaceleração econômica decorrentes da fase mais aguda da pandemia de Covid-19, foi registrado o menor déficit na conta de serviços desde 2010, da ordem de US$ 25 bilhões. Desde então, o desequilíbrio cresceu sucessivamente, superando a casa dos US$ 50 bilhões em 2024 (Gráfico 1a). No ano de 2024, para além do crescimento continuado do déficit de serviços, a situação se tornou mais preocupante devido à queda do saldo da balança comercial de bens, que implicou um aumento ainda maior da relevância dos serviços no déficit em transações correntes (Gráfico 1b).

Este estudo especial tem como objetivo analisar a evolução da balança de serviços do Brasil, destacando sua composição por segmento e por país. Serão abordados o peso dos déficits em serviços tradicionais como transportes e viagens, a relevância crescente de setores tecnológicos e a importância dos serviços de engenharia como geradores de superávits. Ao fim, serão observados os riscos e discutidas as oportunidades para o Brasil, além de possíveis caminhos para uma balança de serviços mais equilibrada.

GRÁFICO 1a. BALANÇA DE SERVIÇOS – DÉFICIT (EM US$ BILHÕES E % PIB)

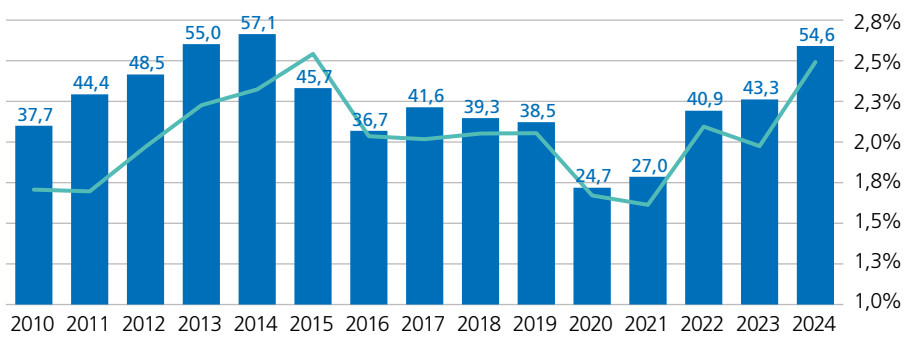
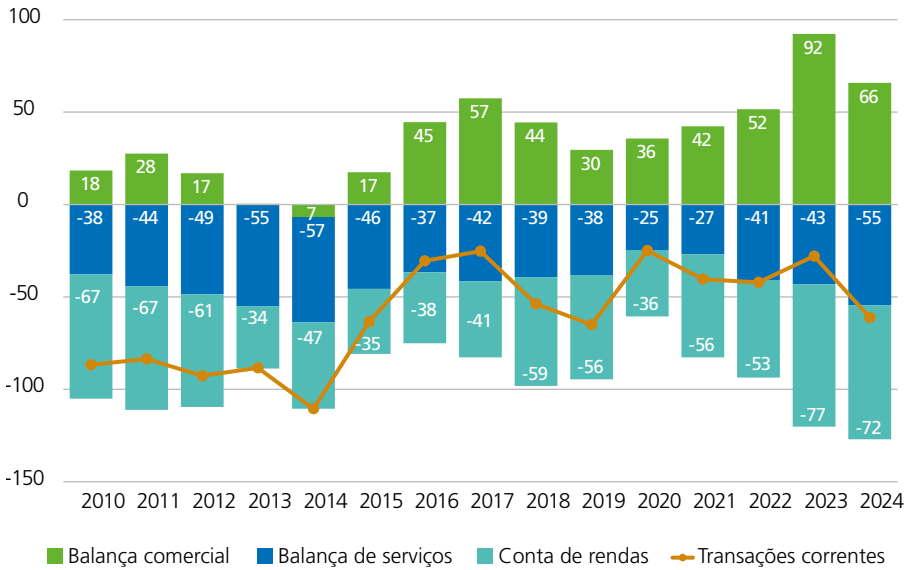


GRÁFICO 1b. SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES (EM US$ BILHÕES)

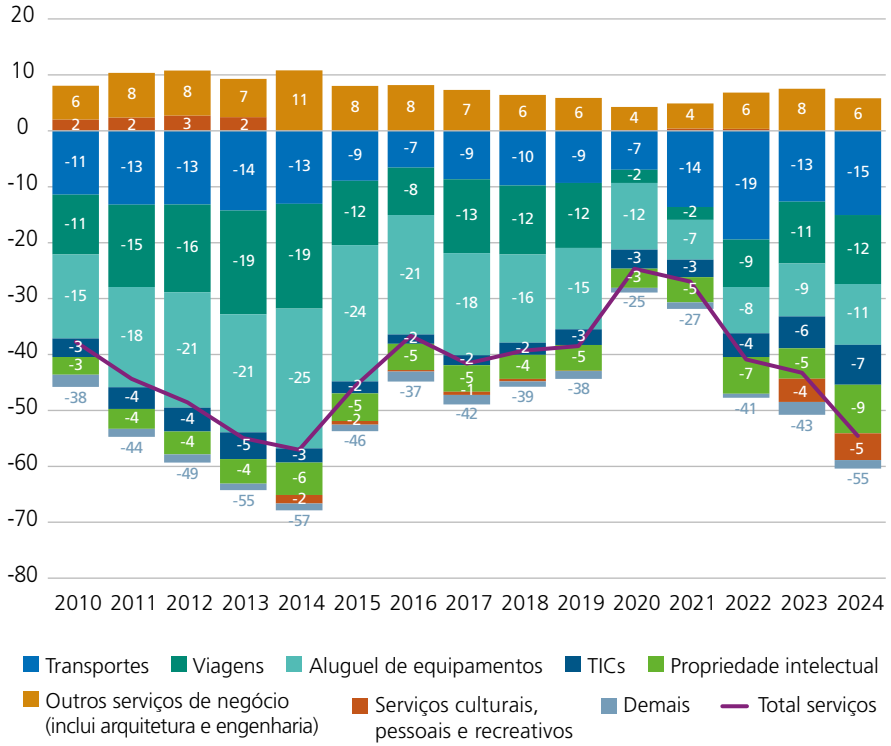


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil (BCB, 2025).

Evolução por componentes

Examinando-se o saldo da balança de serviços por categoria desde 2010 (Gráfico 2), pode-se observar que as contas de transportes, viagens e aluguel de equipamentos são tradicionalmente grandes geradoras de déficits, respondendo por parte representativa do desequilíbrio nos serviços, cerca de 70% em 2024. Além disso, desde 2020, com as transformações tecnológicas e de perfil de consumo pós-pandemia, as despesas referentes aos itens de serviços de propriedade intelectual; telecomunicações, computação e informações; e serviços culturais, pessoas e recreativos também deram um salto, ganhando participação relativa em comparação às contas tradicionais em importância para a geração de déficits.

GRÁFICO 2. BALANÇA DE SERVIÇOS – SALDO POR CATEGORIA ANO A ANO (EM US$ BI)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2025).

O componente de **transportes**, associado ao intercâmbio comercial de bens do Brasil, manteve um déficit significativo devido ao custo elevado dos fretes na navegação de longo curso dos produtos exportados e importados pelo país. De fato, o desempenho dessa conta guarda relação com os custos de movimentação de mercadorias. Depois da pandemia, houve um *boom* na demanda pelo transporte de bens, com gargalos nas cadeias produtivas e alta nos preços dos fretes. Esse fenômeno persistiu até 2022. A partir de então, o aumento das tensões geopolíticas e a elevação nos preços do petróleo foram os aspectos mais relevantes para a alta observada nos custos de movimentação e, consequentemente, no déficit da conta transportes.

O segmento de **viagens**, por sua vez, que teve uma redução do desequilíbrio na fase mais aguda da pandemia, com as medidas de isolamento social, voltou a apresentar déficits maiores com a retomada das atividades, dado o número expressivo de brasileiros viajando ao exterior.[1]

O segmento de **serviços de propriedade intelectual** contabiliza as taxas pagas por direitos de propriedade, como direitos autorais, marcas e patentes, franquias e licenças para reproduzir e distribuir propriedade intelectual. A expansão dos serviços de *streaming* entra nessa conta, tendo contribuição importante para aumento do déficit na conta de serviços a partir de 2022. A crescente demanda por conteúdos culturais e recreativos e o crescimento das despesas com esses serviços evidencia uma mudança nos padrões de consumo no pós-pandemia.

Também os **serviços de telecomunicações**, **computação e informações (TIC)** refletem o fenômeno da "digitalização do consumo". A conta envolve receitas e despesas com tecnologia da informação (TI) e inclui, entre outros, transmissão de som e imagem por cabo, televisão via satélite, teleconferência, armazenamento de dados em nuvem e telefonia celular. No caso dessa conta, vale lembrar o aumento das práticas de trabalho e ensino remotos desde 2020.

A conta de **serviços de saúde, culturais, pessoais e recreativos** também vem se expandindo desde 2023, quando entraram em cena as chamadas *bets*. Os gastos de brasileiros com casas de apostas estrangeiras entram nessa conta como despesa, pressionando a balança de serviços.

Já o **aluguel de equipamentos** apresentou uma trajetória distinta, com uma expressiva redução do déficit entre 2017 e 2021, seguida por uma estabilização. Esse comportamento reflete, em parte, a mudança ocorrida no âmbito do

1 O Banco Central do Brasil (BCB) revisou, em fevereiro de 2025, a metodologia de viagens internacionais, elevando o déficit em cerca de US$ 4,8 bilhões. Transações anteriormente consideradas como depósitos no exterior (que entrariam na conta financeira) passaram a ser considerados gastos com viagens, a partir do reconhecimento de novos instrumentos financeiros oferecidos por instituições financeiras para viajantes. Após a revisão, o ano de 2024 apresentou um retorno ao patamar observado pré-pandemia de Covid-19.

Repetro.[2] Plataformas de petróleo passaram a ser internalizadas, reduzindo o gasto com a rubrica de aluguel de equipamentos na balança de serviços.

E em contrapartida, os "**outros serviços de negócios**", que incluem serviços de engenharia, continuam gerando superávits na balança de serviços. Esse componente demonstra a competitividade das empresas brasileiras em áreas como construção e consultoria técnica, evidenciando um potencial de crescimento das exportações de serviços especializados.

TABELA 1. BALANÇA DE SERVIÇOS – SALDO POR CATEGORIA ANO A ANO (EM US$ BI)

	média (2010-2014)	média (2015-2019)	2020	2021	2022	2023	2024
Transportes	-13,0	-8,7	-7,0	-13,6	-19,4	-12,7	-15,1
Viagens	-15,7	-11,4	-2,3	-2,3	-8,5	-11,0	-12,3
Aluguel de equipamentos	-19,9	-18,9	-11,9	-7,1	-8,3	-9,5	-10,9
TICs	-3,8	-2,1	-3,4	-3,1	-4,2	-5,7	-7,2
Propriedade intelectual	-4,2	-4,7	-3,4	-4,5	-6,6	-5,5	-8,7
Serviços culturais, pessoais e recreativos	1,6	-0,4	0,1	0,4	0,4	-4,1	-4,8
Outros serv. de negócio (inclui arquitetura e engenharia)	7,9	7,2	4,2	4,5	6,5	7,5	5,8
Total serviços	**-48,5**	**-40,4**	**-24,7**	**-27,0**	**-40,9**	**-43,3**	**-54,6**

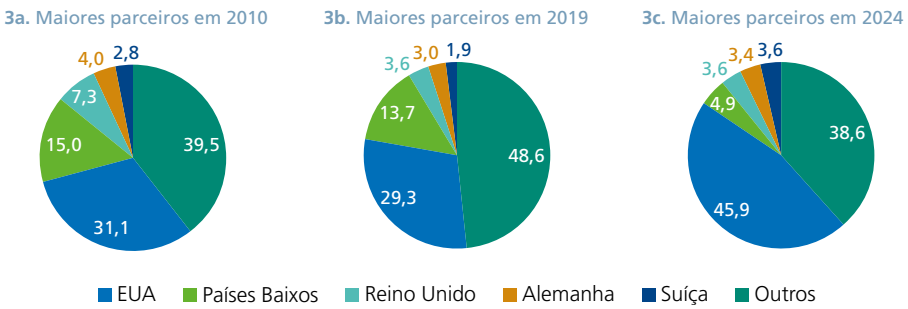
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB (2025).

2 Desde setembro de 1999, havia um regime aduaneiro especial de exportação e importação de bens destinados às atividades de pesquisa e de lavra das jazidas de petróleo e gás natural. Dessa maneira, por questões de benefício tributário, as plataformas de petróleo produzidas domesticamente eram exportadas a empresas subsidiárias no exterior para, posteriormente, ingressarem no país com base em uma modalidade denominada de admissão temporária. Por não haver saída física desses bens do país, tais operações passaram a ser classificadas como "exportações fictas". A contrapartida dessas exportações ocorria nas importações de serviços, mais precisamente na conta de aluguel de equipamentos do balanço de pagamentos. A simplificação de procedimento e a eliminação do benefício tributário das "exportações fictas" a partir de 2017 gerou um movimento inverso. As plataformas já em operacionalização no país passaram a ser contabilizadas como importações, acarretando, temporariamente, um aumento do consumo aparente de bens de capital e ampliação dos investimentos, reduzindo os gastos da rubrica de aluguel de equipamentos do balanço de pagamentos. Para mais informações ver Borça Jr. (2022) e Souza Junior e Carvalho (2018).

Principais parceiros comerciais

Analisando a balança de serviços por parceiro comercial, os dados disponíveis indicam que os Estados Unidos permanecem como o maior parceiro do Brasil no comércio de serviços,[3] representando 46% do total de exportações e importações em 2024. Essa concentração ressalta a exposição da balança de serviços do Brasil às eventuais alterações institucionais, econômicas e políticas dos EUA. Ao mesmo tempo, observa-se uma queda da participação dos Países Baixos, com crescimento, ainda que em menor escala, de outros países europeus (Gráficos 3a, 3b e 3c).

GRÁFICO 3. BALANÇA DE SERVIÇOS – COMÉRCIO TOTAL (%)

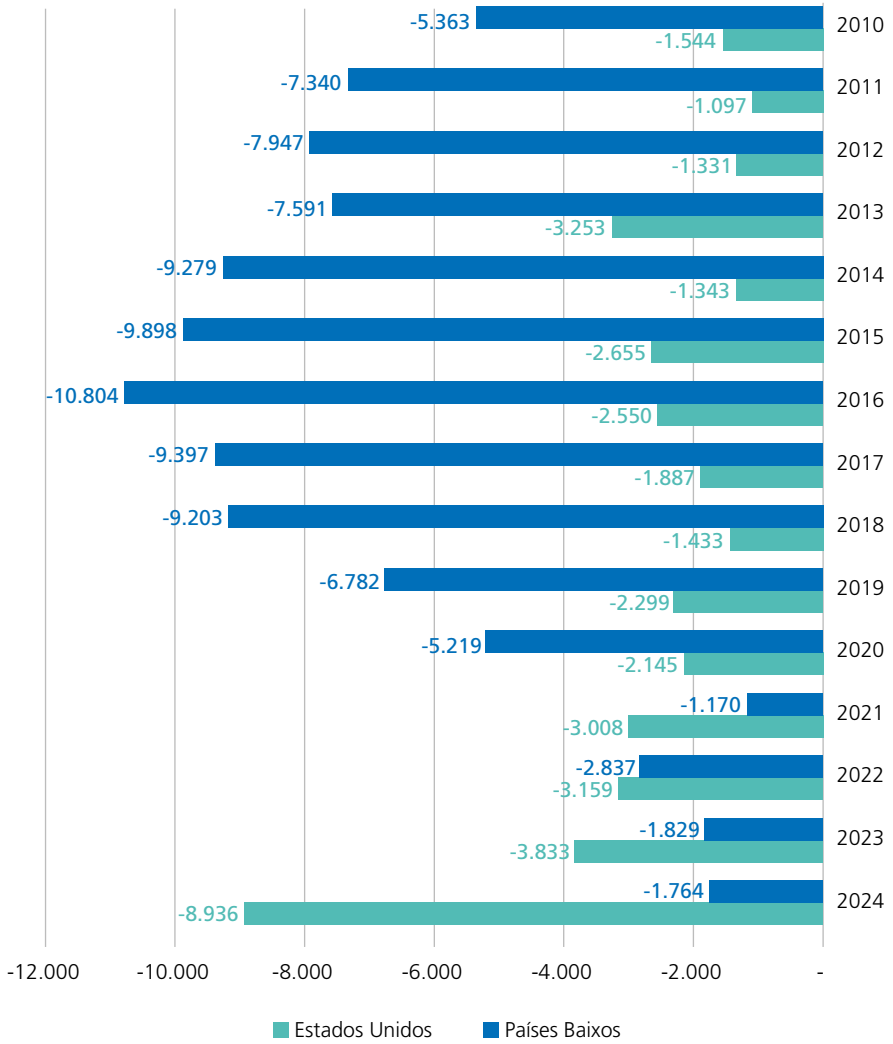


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2025).

Além disso, o déficit de serviços do Brasil com os estadunidenses vem apresentando uma tendência de crescimento, enquanto o saldo do intercâmbio de serviços com os Países Baixos apresenta trajetória cadente (Gráficos 4).

3 Considera o critério da localização da conta bancária e contabiliza os serviços de manufatura; construção; seguros; serviços financeiros; serviços de propriedade intelectual; telecomunicação, computação e informação; outros serviços de negócio (inclusive aluguel de equipamentos); serviços culturais pessoais e recreativos (representando um total de mais de três quartos do comércio exterior de serviços do Brasil). Exclui transportes, viagens e serviços governamentais.

GRÁFICO 4. SALDO DE SERVIÇOS (USD MILHÕES)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB (2025).

Conclusões

A evolução do déficit da balança de serviços desde 2010 revela uma dependência estrutural em determinados segmentos, como fretes, viagens e aluguel de equipamentos, e a relevância crescente de novas tecnologias, como o *streaming*, os serviços de TI e os gastos com as *bets*. Sua trajetória recente é preocupante, especialmente pela crescente relevância do déficit em transações correntes, acentuada pela queda do saldo na balança comercial de bens. Outro aspecto relevante é que alguns desses novos setores deficitários na conta de serviços, por serem intensivos em tecnologia, apresentam alto valor agregado, estando, assim, na base de possíveis ganhos de produtividade da economia global nas próximas décadas. As contas externas brasileiras podem vivenciar problemas futuros, uma vez que os resultados do comércio de bens – superavitário em *commodities* e deficitário em bens manufaturados – são desfavoráveis à geração de valor agregado para os setores de maior incremento da produtividade, o que tende a se acentuar também em serviços especializados e de alto conteúdo tecnológico.

Diante desse cenário, o Brasil enfrenta riscos significativos, como a intensificação de guerras comerciais que podem afetar o desempenho do comércio de bens e serviços a curto e médio prazo. Além disso, a forte dependência de serviços tecnológicos importados expõe o país à volatilidade cambial e às políticas econômicas de seus principais parceiros comerciais, ainda mais tendo em vista que o consumo de serviços dessa espécie tende a um crescimento exponencial à medida que essas tecnologias são desenvolvidas e massificadas.

Expandindo o olhar para o balanço de pagamentos, as contas externas do Brasil seguem, por ora, resilientes, com amplo volume de reservas internacionais e forte fluxo de entrada de investimentos externos diretos. Entretanto, com as transformações pós-pandemia, a situação da balança de serviços vem se tornando mais delicada e é preciso endereçar a questão para evitar que o Brasil siga dependendo de volumosos saldos comerciais para manter sob controle o déficit em conta

corrente. Para mitigar esses riscos e aproveitar as oportunidades, é essencial que o Brasil diversifique suas parcerias geograficamente e busque acordos comerciais que abram novas frentes de intercâmbio e investimentos. Além disso, políticas de incentivo à inovação e ao desenvolvimento de tecnologias nacionais podem reduzir a dependência de serviços estrangeiros, fortalecendo a balança de serviços e contribuindo para um balanço de pagamentos mais equilibrado.

Referências

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estatísticas do Setor externo. Notas para a imprensa. *BCB*, Brasília, DF, fev. 2025. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticassetorexterno. Acesso em: 28 fev. 2025.

BORÇA JR, G. Investimento em alta no Brasil, mas nem tudo que reluz é ouro. *FGV Ibre*, Rio de Janeiro, 14 mar. 2022. Blog do Ibre. Disponível em: https://blogdoibre.fgv.br/posts/investimento-em-alta-no-brasil-mas-nem-tudo-que-reluz-e-ouro. Acesso em: 3 abr. 2025.

SOUZA JUNIOR, J. R. C.; CARVALHO, L. M. *Efeitos do Repetro-Sped sobre o Indicador Ipea mensal de Formação Bruta de Capital Fixo.* Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2018. Nota Técnica. (Carta de Conjuntura, n. 41). Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/181113_cc41_nota_tecnica.pdf. Acesso em: 3 abr. 2025.

Comportamento recente do investimento público no Brasil

46/2025

Introdução

O investimento é um componente especial do sistema econômico, pois apresenta, tipicamente, um caráter dual. No curto prazo, as decisões de investimento aumentam a demanda por insumos de produção – mão de obra, bens de capital, energia elétrica etc. –, elevando os níveis de utilização da capacidade instalada de diversos setores e contribuindo para pressionar a demanda agregada da economia. Já no longo prazo, quando tais investimentos se materializam, há um incremento da capacidade de produção do país, elevando a oferta agregada e permitindo que o crescimento econômico ocorra de maneira mais equilibrada, seja em termos de manutenção da inflação em patamares mais estáveis, seja com relação às contas externas.

Uma categoria particular dos investimentos são as inversões realizadas por meio do setor público. O investimento público pode não apenas ajudar a corrigir falhas sistêmicas de mercado, mas tem o potencial de gerar externalidades positivas para a economia, com efeitos multiplicadores e aceleradores, bem como de coordenação. Especialmente em períodos nos quais a atividade privada se contrai (crises de confiança ou crédito, por exemplo), o investimento público tem a capacidade de dinamizar o nível de atividade com ganhos sistêmicos de produtividade, estimulando, eventualmente, novas inversões privadas (Ciaffi; Deleidi; Di Domenico, 2024; Gaspar *et al.*, 2020).

O objetivo deste estudo é dar um panorama do comportamento agregado do investimento público no Brasil nos últimos anos, destacando sua recuperação mais recente.

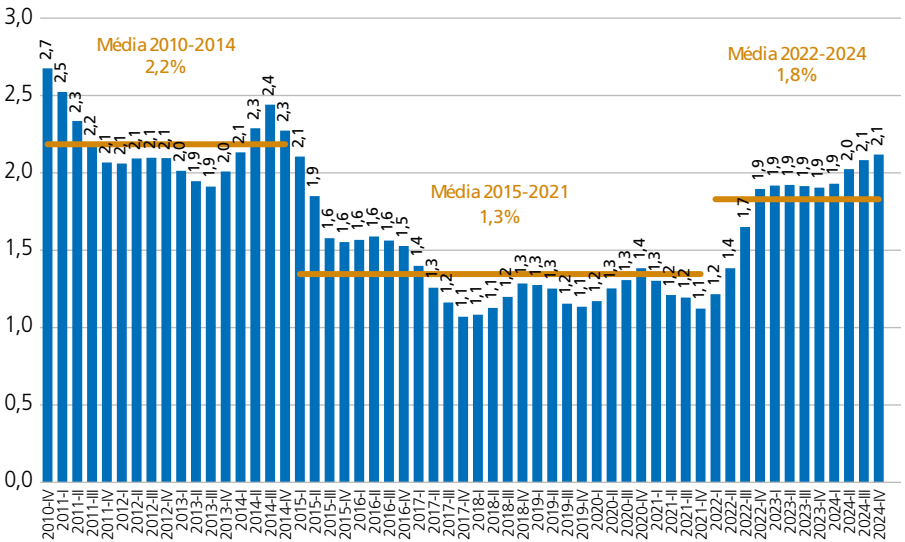
Investimentos do governo geral 2010-2024

O Tesouro Nacional publica, em bases trimestrais, informações sobre as transações do governo, nas quais apresenta detalhes das receitas, despesas e inves-

timento em ativos não financeiros do governo geral (composto por Governo Federal, governos dos estados e dos municípios).

O Gráfico 1 mostra a evolução do investimento bruto do governo geral[1] em proporção ao produto interno bruto (PIB), com dados acumulados em quatro trimestres. Nota-se que, após atingir valores próximos a 2,5% do PIB no fim de 2014, com a média do período 2010-2014 situando-se em 2,2% do PIB, houve uma queda acentuada nos anos subsequentes. A média do período 2015-2021 caiu para 1,3% do PIB, com vales próximos a 1%. Contudo, houve forte aceleração a partir do fim de 2021, quando as inversões partiram de 1,1% no 4T/2021 e alcançaram 2,1% ao fim de 2024. Esse salto elevou a média do investimento bruto do governo geral no período 2022-2024 para 1,8% do PIB, retomando valores compatíveis com a média do período 2010 e 2014.

GRÁFICO 1. INVESTIMENTO BRUTO DO GOVERNO GERAL 2010-2024 (ACUMULADO EM QUATRO TRIMESTRES EM % PIB)



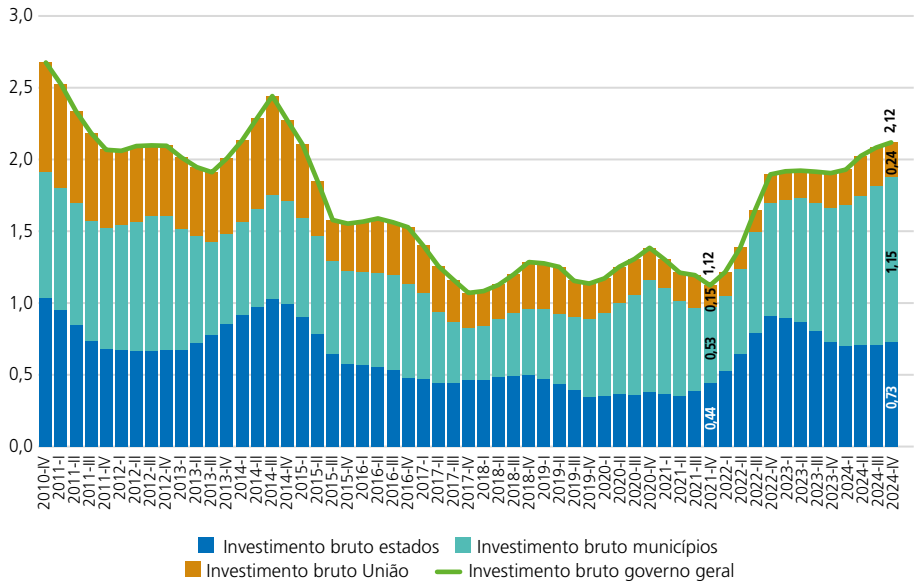
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2025b).

1 É importante salientar que os dados aqui considerados são os investimentos brutos de caixa. Essa categoria mostra o valor total de caixa gerado ou absorvido pelas atividades de investimento, ou seja, compras menos vendas de ativos não financeiros. Não considera o consumo de capital fixo.

Tão importante quanto o nível dos investimentos do governo geral é saber qual foi sua composição entre as três esferas de governo. O Gráfico 2 mostra a decomposição do indicador entre as esferas municipal, estadual e federal. Percebe-se que, entre 2021 e 2024, os investimentos dos três níveis de governo geral tiveram uma alta acumulada em proporção ao PIB de 1%, saltando de 1,12% para 2,12%.

As inversões do Governo Federal tiveram uma alta modesta, saindo de 0,15% para 0,24% do PIB, sendo responsáveis por cerca de 10% do incremento total. Os investimentos dos governos estaduais, por sua vez, partiram de 0,44% do PIB, em 2021, para 0,73% em 2024, correspondendo a cerca de 30% da alta do investimento no período. Por fim, os investimentos dos governos municipais mais do que dobraram no período, saindo de 0,53% do PIB, em 2021, para 1,15% em 2024. Dessa forma, os investimentos dos governos municipais foram responsáveis por pouco mais de 60% do crescimento das inversões do governo geral.

GRÁFICO 2. INVESTIMENTO BRUTO DO GOVERNO GERAL POR ENTES 2010-2024 (ACUMULADO EM QUATRO TRIMESTRES EM % PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2025b).

O Gráfico 3a apresenta a trajetória dos valores do investimento do governo geral livre de influências sazonais e a preços constantes ao fim de 2024, corrigidos pelo deflator da formação bruta de capital fixo da economia das Contas Nacionais trimestrais. É possível perceber que, em 2024, os investimentos atingiram magnitudes semelhantes àquelas de meados de 2014.

Já o Gráfico 3b mostra o indicador na mesma métrica, mas aberto pelas três esferas de governo. Fica claro que a expansão dos investimentos teve velocidade diferente quando analisados União, estados e municípios. Enquanto no Governo Federal o crescimento do investimento parece ter sido mais contido, possivelmente devido às regras fiscais que vigoraram no período, nos governos estaduais os valores foram mais intensos entre 2021 e 2022, para depois apresentarem alguma acomodação, revelando alguma aderência ao ciclo eleitoral das unidades da Federação. Já os investimentos municipais tiveram forte aceleração durante 2021 e 2024, muito relacionada às eleições locais, às transferências constitucionais federais e ao maior volume de emendas parlamentares.

GRÁFICO 3a. INVESTIMENTO BRUTO DO GOVERNO GERAL (R$ MILHÕES A PREÇOS DE 2024, COM AJUSTE SAZONAL)

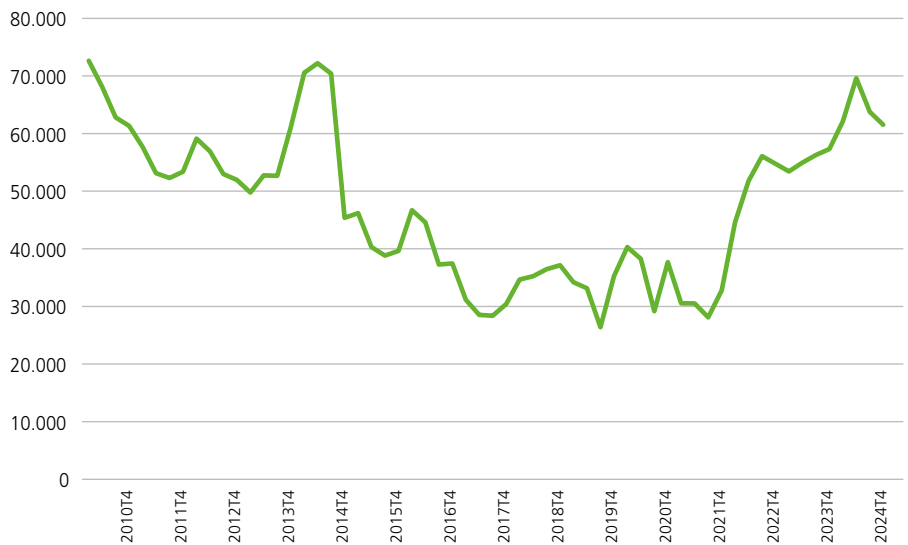
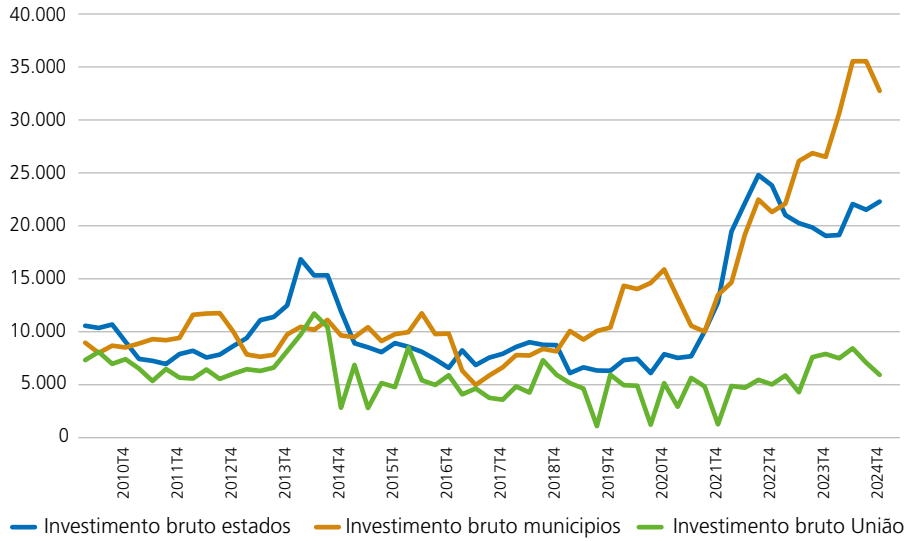


GRÁFICO 3b. INVESTIMENTO BRUTO DO GOVERNO GERAL POR ENTE: UNIÃO, ESTADOS E MUNICÍPIOS (R$ MILHÕES CONTANTES DE 2024, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2025b).

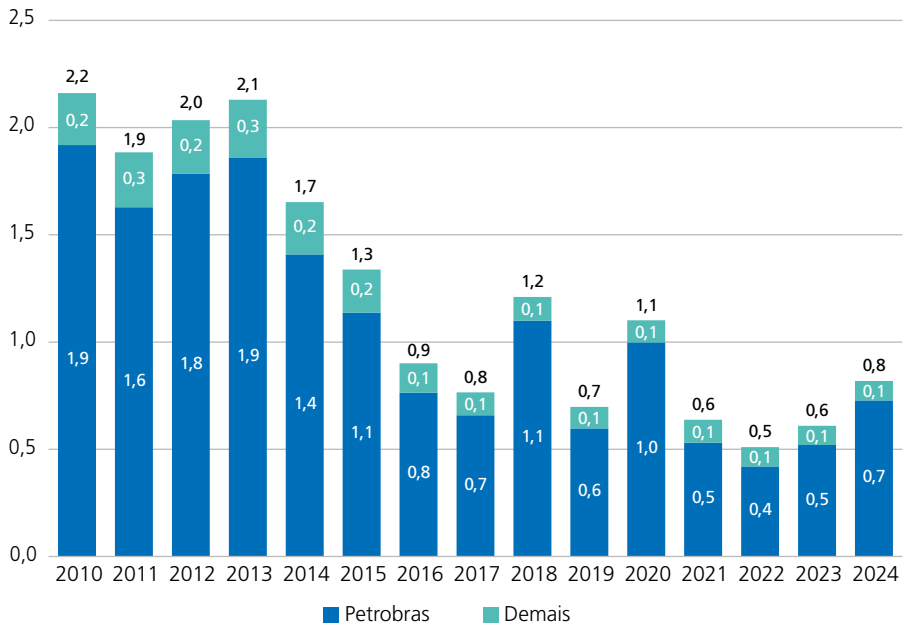
Os investimentos das empresas estatais federais

Para completar a análise sobre a dinâmica do investimento público, também é importante verificar o comportamento dos investimentos das empresas estatais federais. Tais empresas apresentam um orçamento de investimento que compreende as inversões das empresas controladas pela União – aquelas cuja maior parte do capital social com direito a voto seja detido direta ou indiretamente por ela –, cujas programações não constam integralmente no orçamento da União. A responsabilidade da elaboração da proposta de orçamento de investimento das estatais está, atualmente, sob responsabilidade da Secretaria de Coordenação e

Governança das Empresas Estatais (Sest), vinculada ao Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (MGI). Os dados reportam investimentos tanto do setor produtivo estatal, em que a Petrobras tem posição majoritária, como de instituições financeiras.

O Gráfico 4 mostra a evolução dos investimentos das empresas estatais como percentual do PIB entre 2010 e 2024 em bases anuais. Verifica-se que tais valores mantiveram-se próximos do patamar de 2% do PIB entre 2010 e 2014 e depois tiveram uma queda relevante, atingindo 0,5% do PIB em 2022. Nos dois últimos anos, houve um processo, ainda que modesto, de recuperação, com os investimentos encerrando o ano de 2024 na casa de 0,8% do PIB. A participação dos investimentos da Petrobras, entre 2010 e 2024, atingiu quase 90% dos valores nominais investidos pelo conjunto das empresas estatais federais.

GRÁFICO 4. INVESTIMENTO DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS 2010-2014 (EM % PIB)



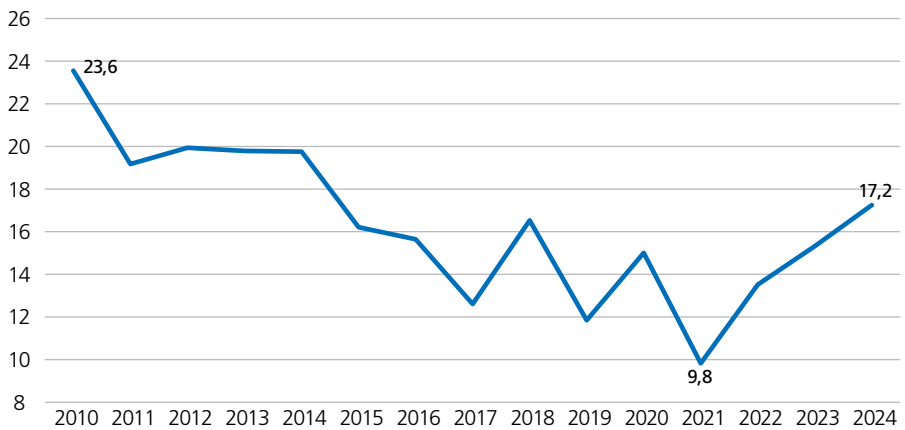
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (Brasil, 2023).

Participação do investimento público no investimento total

A partir das informações de investimento do governo geral e das empresas estatais federais, é possível calcular a participação dos investimentos públicos no investimento total, no PIB e na taxa de investimento da economia.

O Gráfico 5 mostra a participação do investimento público (soma dos investimentos do governo geral e das estatais federais) no investimento total da economia em bases anuais entre 2010 e 2024. É possível perceber uma clara tendência de queda na participação do investimento público no Brasil a partir do pico de 2010, quando esse percentual atingiu 23,6%, até chegar, com alguma oscilação, a 9,8% em 2021. A partir de então, com o desempenho recente dos investimentos públicos, esse valor fechou o ano de 2024 em um patamar pouco superior a 17%. Houve, portanto, um incremento superior a 7% da participação dos investimentos públicos nos investimentos do país.

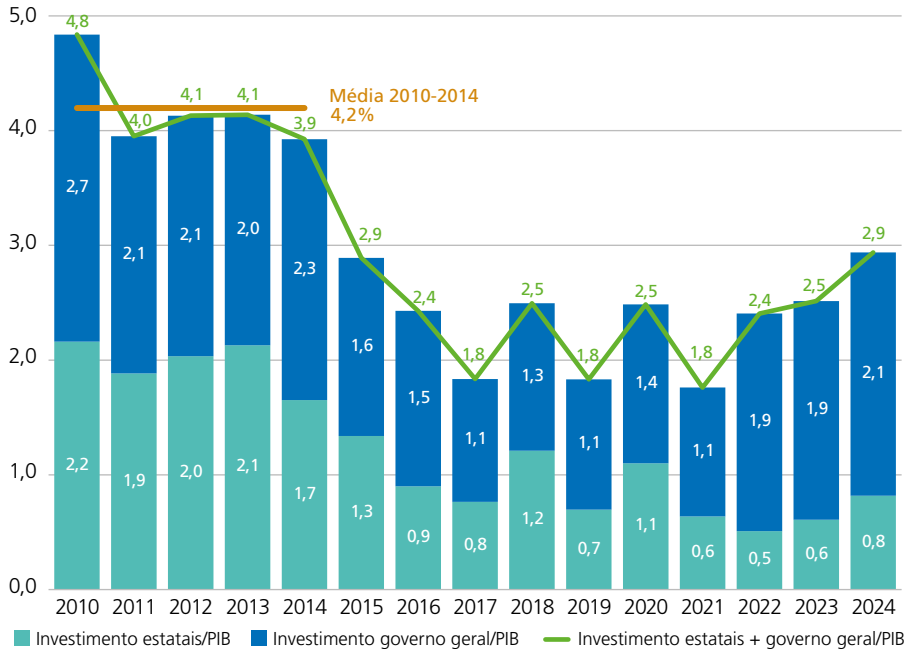
GRÁFICO 5. INVESTIMENTO PÚBLICO (GOVERNO GERAL + ESTATAIS FEDERAIS) 2010-2024 (EM % DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO – FBCF)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2025b) e do Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (Brasil, 2023).

O Gráfico 6 mostra a trajetória do investimento público no Brasil em proporção ao PIB ao longo dos 15 anos compreendidos entre 2010 e 2024. Como tendência de longo prazo, houve queda relativa do investimento público ao longo da década de 2010. No período 2010-2014, a média situou-se pouco acima de 4% do PIB, seguindo tendência de queda – com alguma oscilação nas estatais federais – até atingir seu valor mais baixo, de 1,8% do PIB, em 2021. A partir de então, temos uma recuperação do investimento público, que alcançou 2,9% do PIB no fim de 2024.

GRÁFICO 6. INVESTIMENTO PÚBLICO (GOVERNO GERAL + ESTATAIS FEDERAIS) 2010-2024 (EM % PIB)

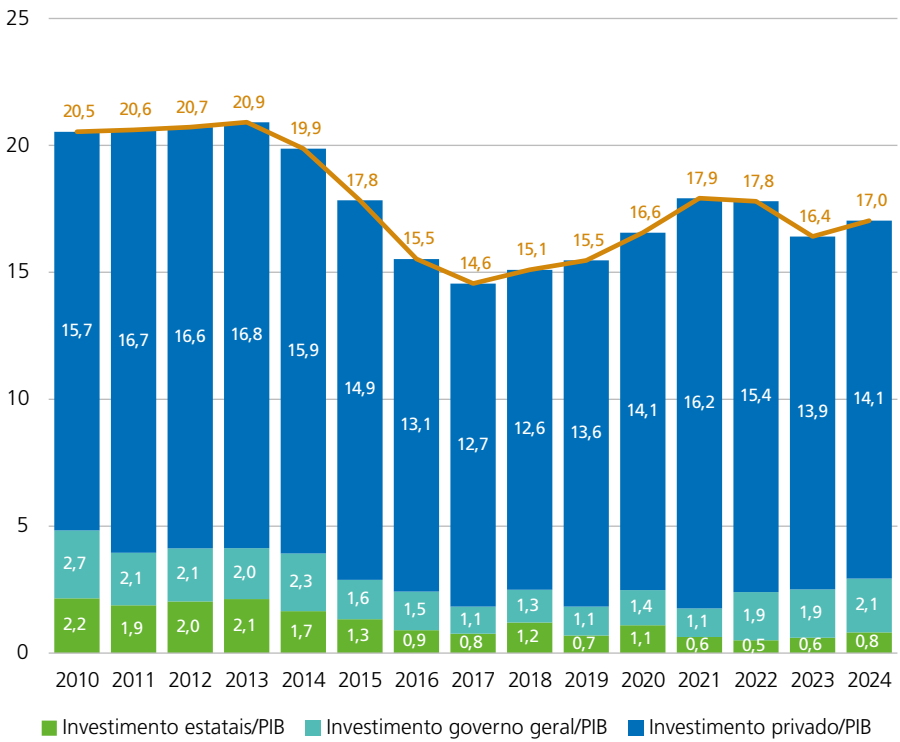


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2025b) e do Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (Brasil, 2023).

A partir dos valores dos investimentos públicos, pode-se construir uma *proxy* da formação bruta de capital fixo da economia do setor privado por resíduo, calculando a diferença entre a formação bruta de capital fixo total da economia e a

parcela ao investimento público (governo geral e empresas estatais federais). O Gráfico 7 traz a taxa de investimento da economia (FBCF/PIB) aberta por investimento público, composto pelo investimento do governo geral e das estatais federais, e investimentos privados.

GRÁFICO 7. TAXA DE INVESTIMENTO NO BRASIL A PREÇOS CORRENTES (FBCF/PIB) (EM %)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Tesouro Nacional (Brasil, 2025b), do IBGE e do Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (Brasil, 2023).

Observa-se uma tendência de queda generalizada do investimento no Brasil entre 2013 e 2017, que fez com que a taxa de investimento saísse de 20,9% do PIB para atingir 14,6%. Entre 2017 e 2021, houve uma recuperação do investimento privado e alguma oscilação dos investimentos das empresas estatais, fenômenos relacionados

à internalização de plataformas de petróleo pela mudança na legislação do Repetro.[2] Entre 2022 e 2023, questões ligadas às mudanças no padrão de motorização de ônibus e caminhão ajudaram a explicar a queda do investimento privado, a qual vem sendo amortecida pela recuperação dos investimentos públicos.

Conclusão

As estatísticas mais recentes mostram que, ao longo dos últimos três anos, houve uma retomada dos investimentos públicos no Brasil.

Por um lado, em função de seus efeitos multiplicadores e aceleradores, esse desempenho pode ser um dos candidatos potenciais a explicar as recorrentes surpresas positivas acerca do nível de atividade no Brasil ao longo dos últimos anos. Vale lembrar que, desde o fim da pandemia, as projeções para o desempenho do PIB brasileiro realizadas pelos analistas de mercado vêm sendo recorrentemente frustradas, com resultados acima do esperado. O comportamento do investimento público surge com um forte candidato a explicar pelo menos parte dessa frustração.

2 Entre setembro de 1999 e 2017, havia um regime aduaneiro especial de exportação e importação de bens destinados às atividades de pesquisa e de lavra das jazidas de petróleo e gás natural. Dessa maneira, por questões de benefício tributário, as plataformas de petróleo produzidas domesticamente eram exportadas a empresas subsidiárias no exterior para, posteriormente, ingressarem no país com base em uma modalidade denominada de admissão temporária. Pelo fato de não haver saída física desses bens do país, tais operações passaram a ser classificadas como "exportações fictas". A contrapartida dessas exportações ocorria nas importações de serviços, mais precisamente na conta de aluguel de equipamentos do balanço de pagamentos. Assim, ao elevar as exportações de bens de capital, esse mecanismo gerava uma redução no consumo aparente de máquinas e equipamentos, afetando as estatísticas de investimento, as medidas de estoque de capital e a balança comercial do país, isto é, gerava alterações na composição da demanda agregada (mais exportações e menos investimentos), mas sem impactos no PIB. A partir de 2018, houve simplificações de procedimentos e a eliminação do benefício tributário das "exportações fictas", gerando, assim, um movimento inverso. As plataformas já em operacionalização no país passaram a ser contabilizadas como importações, acarretando, temporariamente, um aumento do consumo aparente de bens de capital e, por sua vez, a ampliação dos investimentos. Para uma referência sobre o assunto, ver Souza Jr. e Carvalho (2018).

Por outro lado, a maior parte dos investimentos públicos vem se concentrando nos governos regionais – estados e municípios. Esse aumento de investimentos por parte dos entes subnacionais relaciona-se fortemente com seu processo de ampliação de gastos em geral, fruto do crescimento de suas receitas ao longo do tempo. Esse processo vem sendo classificado pelos analistas como "descentralização fiscal" (Pires, 2025). Em linhas gerais, enquanto o Governo Federal tem realizado um importante esforço de contenção de despesas, os entes subnacionais têm seguido em direção contrária. Esse processo tende a ensejar desafios adicionais à gestão da política fiscal, reduzindo seu grau de coordenação e ampliando a necessidade de resultados fiscais superavitários do Governo Federal para a estabilização do endividamento público.

Referências

BRASIL. Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos. *Orçamento de investimento* – tabelas consolidadas. Brasília, DF: MGI, 2023. Disponível em: https://www.gov.br/gestao/pt-br/assuntos/estatais/central-de-conteudo/guias-e-manuais/dados-e-estatisticas/orcamento-de-investimento/oi-tabelas_v2.pdf. Acesso em: 5 abr. 2025.

BRASIL. Secretaria de Comunicação Social. Investimento das estatais federais cresce 44% em 2024. *Secom*, Brasília, DF, 10 jan. 2025a. Disponível em: https://www.gov.br/secom/pt-br/assuntos/noticias/2025/janeiro/investimento-das-estatais-federais-cresce-44-em-2024. Acesso em: 5 abr. 2025.

BRASIL. Tesouro Nacional. Estatísticas fiscais do governo geral: *4º trimestre de 2024*. *Tesouro Nacional*, Brasília, DF, 2025b. Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/estatisticas-fiscais-do-governo-geral/2021/22. Acesso em: 5 abr. 2025.

CIAFFI, G.; DELEIDI, M.; DI DOMENICO, L. Fiscal policy and public debt: Government investment is most effective to promote sustainability. *Journal of Macroeconomics*, Amsterdam, v. 79, n. 6, p. 1186-1209, 2024. Disponível em: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0161893824001005. Acesso em: 5 abr. 2025.

GASPAR, V. *et al*. Public investment for the recovery. *IMF Blog*, Washington, DC, 5 out. 2020. Disponível em: https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/10/05/blog-public-investment-for-the-recovery. Acesso em: 5 abr. 2025.

PIRES, M. A descentralização fiscal silenciosa. *Valor Econômico*, São Paulo, 7 mar. 2025. Disponível em: https://valor.globo.com/opiniao/coluna/a-descentralizacao-fiscal-silenciosa.ghtml. Acesso em: 1 abr. 2025.

SOUZA JÚNIOR, J. R. C.; CARVALHO, L. M. *Efeitos do Repetro-Sped sobre o indicador Ipea mensal de Formação Bruta de Capital Fixo*: Nota Técnica. Brasília, DF: Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2018. (Carta de Conjuntura, n. 41). Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/9256/13/cc41_nt_efeitos_do_repetro_sped.pdf. Acesso em: 5 abr. 2025.

Correções na Taxa de Longo Prazo (TLP)

47/2025

Foi aprovada no ano passado a Lei 14.937, de 26 de julho de 2024, que trouxe mudanças significativas para o BNDES. A mais conhecida foi a criação das letras de crédito do desenvolvimento (LCD), instrumento doméstico e incentivado de captação – à semelhança das letras de crédito imobiliário (LCI) e das letras de crédito do agronegócio (LCA) – de emissão exclusiva por bancos de desenvolvimento. A primeira operação com LCD foi realizada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em dezembro de 2024 no valor de R$ 9,8 bilhões.

Outra mudança relevante e menos destacada na lei é relativa à remuneração do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

O BNDES pode agora remunerar os recursos que recebe do FAT tanto pela Selic quanto por taxas nominais prefixadas de mercado, que refletem o custo de captação do Tesouro Nacional nesse indexador. Desde sua criação em 2018, o único custo financeiro admitido no apoio aos projetos de desenvolvimento era a Taxa de Longo Prazo (TLP), que equivale à média móvel de três meses da taxa de retorno apurada em mercado secundário dos títulos públicos de cinco anos (NTN-B), que pagam o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mais uma taxa fixa.

A criação da TLP não apenas eliminou o subsídio implícito na diferença entre a antiga Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e o custo de captação do Tesouro Nacional (seu objetivo declarado), como também retirou desnecessariamente a flexibilidade para que as empresas pudessem escolher, entre os diversos indexadores dos títulos públicos, os mais adequados às suas necessidades e às suas expectativas. Afinal, não há custo fiscal em permitir que o FAT seja remunerado pela taxa Selic ou por uma taxa prefixada de mercado, de modo que a limitação do cardápio original de indexadores criava custos facilmente evitáveis para as empresas.

*Este texto é uma versão atualizada do artigo de mesmo título que saiu na edição de janeiro de 2025 da revista Conjuntura Econômica da FGV. Disponível em: https://ibre.fgv.br/sites/ibre.fgv.br/files/arquivos/u65/01ce2025_artigo_marcelo_miterhof_e_thiago_rabelo_pereira.pdf. Acesso em: 5 mai. 2025.

Tal rigidez representava uma oneração desnecessária do custo dos empréstimos do BNDES. Em contextos de estresse, o próprio Tesouro Nacional ajusta o perfil de suas captações, reduzindo as emissões de títulos mais longos em taxas prefixadas e/ou em IPCA, para não sancionar nos leilões primários patamares excessivos de prêmio de risco. Entretanto, na regra original da TLP, as empresas não tinham flexibilidade análoga para navegar por conjunturas adversas, sendo obrigadas a travar o custo de seus financiamentos de longo prazo em patamar pouco atrativo de juros ou a pisar no freio na execução dos projetos, em razão de oscilações conjunturais de mercado.

Quanto vale para as empresas a maior flexibilidade na escolha dos indexadores?

A oneração advinda da rigidez do cardápio de indexadores pode ser estimada por meio de um exercício quantitativo simples, decompondo-se os juros reais negociados nos títulos da dívida pública de cinco anos indexados ao IPCA entre: (i) o componente das expectativas sobre a trajetória do juro real – Selic e IPCA – no futuro; e (ii) o prêmio de risco sobre o curso futuro esperado dos juros reais de curto prazo.

As estimativas do prêmio de risco refletem seu valor esperado no momento da negociação do ativo (*ex ante*). Elas são construídas a partir do cotejo da parte real fixa efetivamente observada nos títulos indexados ao IPCA em mercado secundário, com uma taxa apurada com base nas projeções do boletim *Focus* (*top* 5 de médio prazo),[1] combinando-se as trajetórias prospectivas da Selic e do IPCA. Isto é, a cada dia, compara-se a taxa real negociada nos títulos indexados ao IPCA com a trajetória esperada pelos participantes do mercado (*Focus*) para os

1 Disponível em: https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/focustop5ranking.

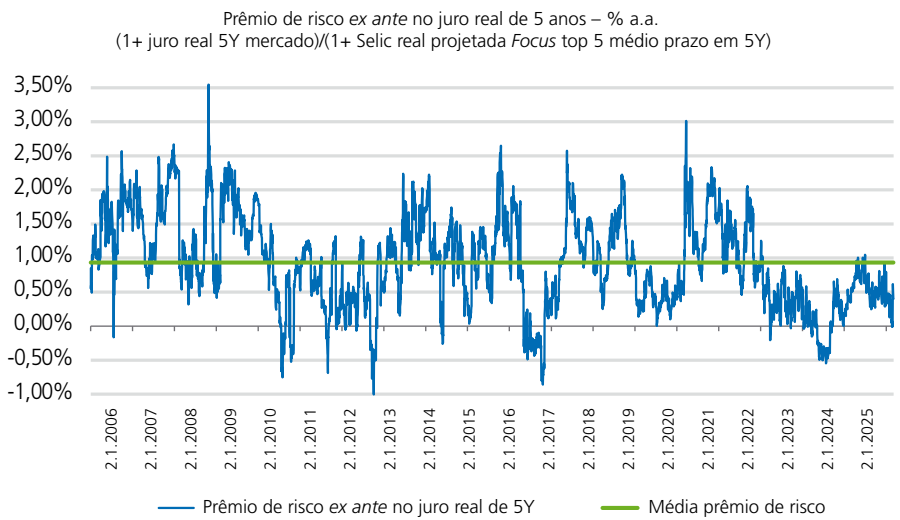
juros reais de curto prazo (implícitas nas projeções da Selic menos o IPCA). O horizonte é de cinco anos, como na TLP.

O prêmio de risco de mercado, embutido no componente real fixo da taxa interna de retorno de um título de certo prazo, representa o excesso de retorno até o vencimento em relação ao retorno real esperado em instrumento pós-fixado de mesmo risco de crédito indexado a 100% da Selic. Portanto, é o prêmio requerido pelo investidor para aceitar carregar em carteira o risco de mercado percebido em tal instrumento.

A magnitude do prêmio de risco reflete a percepção dos agentes sobre a volatilidade prospectiva dos juros de mercado, a duração dos papéis em carteira e o grau de aversão ao risco dos detentores da riqueza.

O Gráfico 1 mostra a evolução do prêmio de risco *ex ante* para títulos em IPCA mais uma taxa real fixa, com cinco anos de vencimento. A primeira coisa que chama atenção é a sua elevada volatilidade.

GRÁFICO 1. ABORDAGEM *EX ANTE*

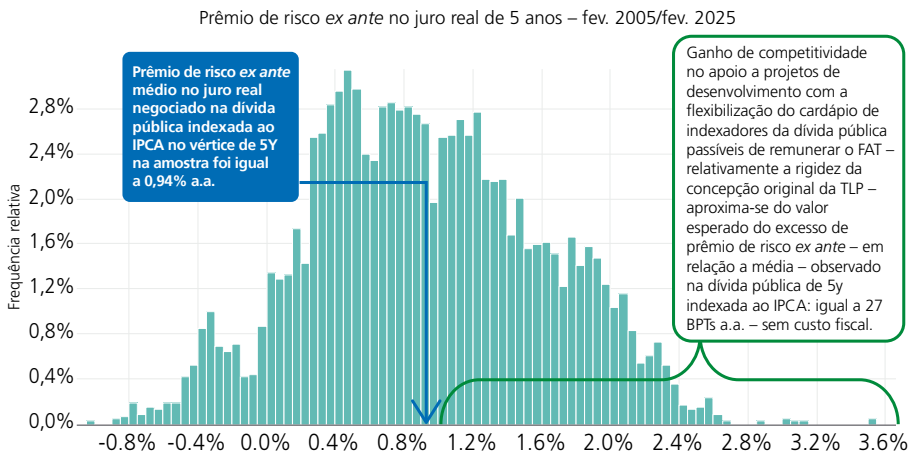


Fonte: Elaboração própria com base em dados da Anbima (https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm), da B3 e do BCB (https://www3.bcb.gov.br/expectativas2/#/consultas). Em fevereiro de 2022 a informação do top 5 de médio prazo do *Focus* foi descontinuada. Foi usado a partir de então a média geral das projeções compiladas no boletim *Focus*.

O grau médio do prêmio *ex ante* para aplicações de cinco anos de 2006 a fevereiro de 2025 foi de 0,94% a.a. Formada com base nesses títulos, a TLP carrega tais prêmios. Em contextos de forte tensão, marcados por dinâmicas típicas de *overshooting* nos preços dos ativos, o prêmio estimado chegou a 3,5% a.a. – como em 2009, com a quebra da Lehman Brothers, que fez escalar a crise financeira do *subprime*, ou como em 2015-2016, quando atingiu patamares elevados na crise política que levou ao *impeachment* da presidenta Dilma Roussef, ou ainda na pandemia de Covid-19.

Em cerca de 47,6% dos dias nesse período, o prêmio observado foi superior ao médio. O valor esperado do "excesso de prêmio", considerando apenas os dias em que ficou acima da média de 0,94% a.a., foi de 58 pontos básicos (p.b.). Ponderando os 58 p.b. pela participação de 47,6% no total de dias da amostra, o valor esperado do "excesso de prêmio" seria de cerca de 27 p.b..

GRÁFICO 2. DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA DO PRÊMIO DE RISCO



Fonte: Elaboração própria com base em dados da Anbima (https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm), da B3 e do BCB (https://www3.bcb.gov.br/expectativas2/#/consultas).

Esse valor aproxima o ganho esperado de competitividade do crédito do BNDES pela maior flexibilidade do cardápio de indexadores admitidos na remuneração

do FAT entre a taxa Selic e a TLP original (IPCA+). Como ambos representam o custo da dívida pública, tal flexibilização permite reduzir o custo do crédito de longo prazo ao investimento provido pelo BNDES em valor esperado, sem custo fiscal. É um ganho "paretiano".

Essa flexibilidade significa que, mesmo para grandes empresas ou projetos que tendam a preferir contratar com juros reais fixos em IPCA, como nas concessões de infraestrutura, há valor em poder escolher o momento de travar o custo real dos empréstimos que serão carregados por longos períodos. Em várias situações, o tomador prefere contratar inicialmente em Selic e esperar que o prêmio de risco faça sua regressão à média para só então buscar travar o custo real por prazos mais longos.

A possibilidade de mitigar os efeitos de aumentos exagerados dos prêmios de risco de mercado também amplia a capacidade do BNDES de oferecer uma resposta anticíclica em momentos de parada súbita do fluxo de novos créditos privados. Nessas ocasiões, faz sentido o BNDES prover capital de giro para compensar a contração defensiva das fontes privadas com custo em Selic. A TLP alocaria o excesso de prêmio para tal apoio.

A faculdade de contratar em Selic ou a taxas nominais fixas é ainda mais relevante para empresas menores, que têm mais dificuldade de lidar com a variabilidade do IPCA. A Lei 14.937/2024 também permitiu remunerar o FAT a juros nominais totalmente fixos, com base em títulos públicos de cinco anos ou, no caso de micro, pequenas e médias empresas (MPME), de três anos (aderente ao prazo médio das operações dessas empresas, as mais geradoras de emprego).

Além disso, a volatilidade dos prêmios de risco de mercado observada nos títulos indexados ao IPCA – cujo valor esperado para o vértice referencial de cinco anos foi estimado em 0,94% a.a. – indica que há contextos de estresse em que pode ser preferível contratar em Selic e aguardar eventual reversão a média dos prêmios, para só então travar o custo real dos empréstimos a serem carregados por longo prazo.

A flexibilização dos indexadores usados pelo BNDES para remunerar o FAT, trazida pela Lei 14.937, corrigiu um grave defeito de concepção da TLP e, sem trazer custo fiscal, ampliou a competitividade e a capacidade de atuação do Banco.

Flexibilidade e incentivos estratégicos

Por fim, cabe registrar outro erro da concepção original da TLP. Saiu-se de um extremo – no qual todos os projetos apoiados pelo FAT com custo em TJLP recebiam incentivos – para outro em que não existe espaço para o BNDES desempenhar uma das missões clássicas de um banco de desenvolvimento: o de corrigir falhas de mercado decorrentes da existência de atividades intensivas em externalidades positivas, sendo inovação, infraestrutura e descarbonização da produção os exemplos mais óbvios. Na ausência de estímulos que visem corrigir tais falhas de mercado, a economia tende a gerar subinvestimento nessas atividades cujo retorno social é maior do que o privado, mesmo na presença de mercados de crédito e capitais maduros e profundos.

Desde 2023, esse problema tem sido parcialmente mitigado pela destinação de parcela do FAT Constitucional (com aprovações anuais limitadas a 1,5% do seu saldo no ano anterior) para inovação e digitalização na indústria, com custo em Taxa Referencial (TR), e por novas dotações do Fundo Clima para projetos verdes.

A ampliação do rol de indexadores do FAT, abrangendo não apenas a TLP (IPCA+), mas também a Selic e as taxas de juros de mercado prefixadas, confere, sem custo fiscal, maior flexibilidade potencial ao tomador final do crédito. A ampliação do espaço de escolha dos tomadores reduz o custo percebido do apoio ofertado, ao permitir a melhor adequação do indexador aplicável na equação de *funding* dos projetos às suas expectativas e preferências em relação ao risco, ajudando-os a mitigar o impacto de eventual excesso de prêmio de risco na curva de

juros, em contextos de forte estresse de mercado, o que era inviável no quadro de rigidez do desenho original da TLP. Além disso, a maior flexibilidade de indexadores permite a melhor adequação do passivo ao perfil das receitas esperadas e demais posições em balanço, integrando-se mais facilmente ao gerenciamento de ativos e passivos das empresas tomadoras. Esses pontos, associados a novas fontes de funding, como as LCDs, os recursos do Fundo Clima e o orçamento do FAT destinado ao financiamento de operações de inovação à indústria, ampliam o espaço de atuação do BNDES na economia, reequipando-o, ainda que gradual e parcialmente, para a retomada de suas missões como banco de desenvolvimento em sentido integral.

Três décadas – o BNDES depois da estabilização: 1994/2024

48/2025

Introdução

Este estudo especial do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) divulga um amplo conjunto de informações relativo a três décadas do BNDES, de 1994 (em alguns casos) a 2024, procurando compreender melhor o seu desempenho.[1] O estudo é também um veículo de prestação de contas da instituição, hoje reconhecida pelo Tribunal de Contas da União (TCU) como a estatal federal não dependente com maior nível de transparência do Brasil,[2] sendo igualmente um dos bancos de desenvolvimento mais transparentes do mundo.

O estudo está estruturado em seis seções. Após esta introdução, será abordada a evolução dos desembolsos no período de 1995 a 2024. A terceira seção detalha a trajetória do ativo do Banco, seguida, na quarta seção, por uma análise das fontes de *funding*. A quinta seção analisa a composição do lucro e, por fim, a sexta traz as conclusões.

A evolução dos desembolsos

A evolução dos desembolsos do BNDES no período de 1995 a 2024 pode ser dividida em cinco fases (Gráfico 1):

1995-2007. A trajetória de aumento da relevância do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) no *funding* do BNDES, associada ao crescimento econômico, permitiram que a instituição tivesse uma trajetória de expansão praticamente contínua, com crescimento real médio dos desembolsos – utilizando o deflator do PIB – de 10,6% a.a. ao longo do período total de 12 anos.

1 Mais detalhes podem ser obtidos no Texto para Discussão do BNDES 163: *Três décadas – O BNDES depois da estabilização: 1994-2023* (Giambiagi; Borça Jr.; Costa, 2024).

2 Veja o *ranking* em https://radardatransparencia.atricon.org.br/panel.html.

2008-2010. Momento de um incremento médio anual de desembolsos de 27% nos três anos, desde o ano-base de 2007 até 2010, quando em um triênio o BNDES mais do que dobrou de tamanho. Esse crescimento ocorreu no contexto da atuação anticíclica do sistema público de crédito, especialmente do BNDES, no financiamento às empresas durante o auge da crise financeira internacional de 2008 e 2009. Em meados de 2009, o Governo Federal lançou o Programa de Sustentação do Investimento (PSI).[3] Como o FAT não era mais suficiente para atender à crescente demanda por recursos, a viabilização do PSI ocorreu por meio de sucessivos empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES.

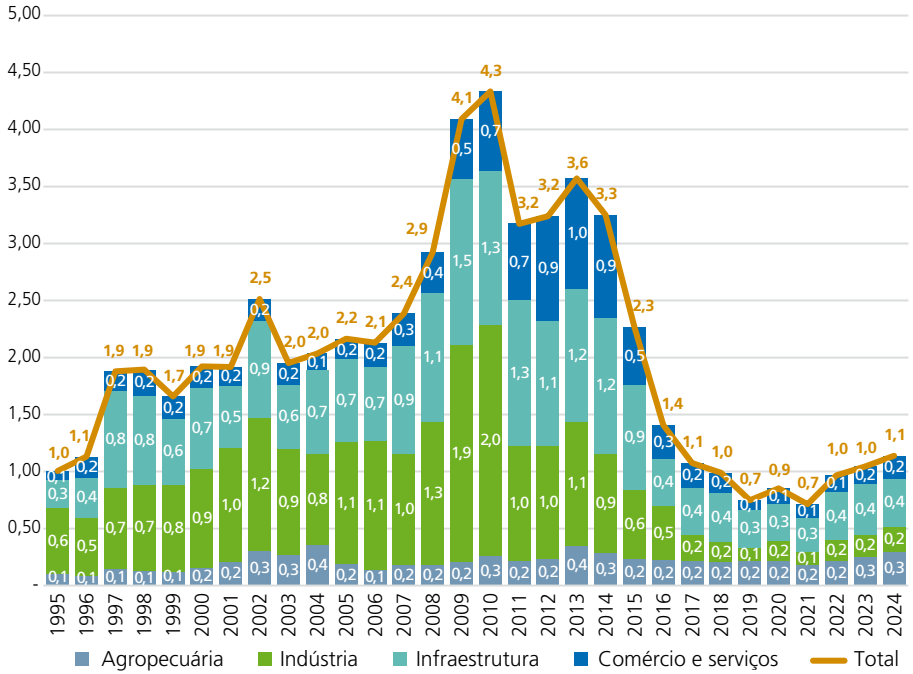
2011-2014. A continuidade da política do Tesouro Nacional de empréstimos ao BNDES e as sucessivas renovações do PSI, que foi encerrado definitivamente ao fim de 2015, permitiram ao Banco manter um elevado volume de empréstimos. Embora em queda em relação ao pico de 2010, na média dos quatro anos entre 2011 e 2014, os desembolsos anuais foram de R$ 350 bilhões, próximo ao desembolso médio de 2008 a 2010, de R$ 357 bilhões, ambos a preços de 2024.

2015-2021. Corresponde a uma fase de declínio contínuo dos desembolsos, com exceção de 2020, devido a alguns fatores excepcionais relacionados às necessidades emergenciais provocadas pela pandemia de Covid-19. Entre 2014 e 2021, os desembolsos encolheram 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. Vale destacar que, em 2018, houve a mudança do custo institucional de *funding* da instituição, com a substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) pela Taxa de Longo Prazo (TLP), que é balizada na média móvel de noventa dias das NTN-Bs de cinco anos do Tesouro Nacional. Além do aumento nos custos de financiamento, o BNDES enfrentou o fenômeno das liquidações antecipadas dos empréstimos do Tesouro Nacional.

3 Para compreender o contexto e os objetivos do PSI, ver Machado e Roitman (2015).

2022-2024. O período recente apresenta uma retomada do crescimento, com uma expansão real acumulada dos desembolsos de 21% no triênio.

GRÁFICO 1. DESEMBOLSOS 1995-2024 (% PIB)



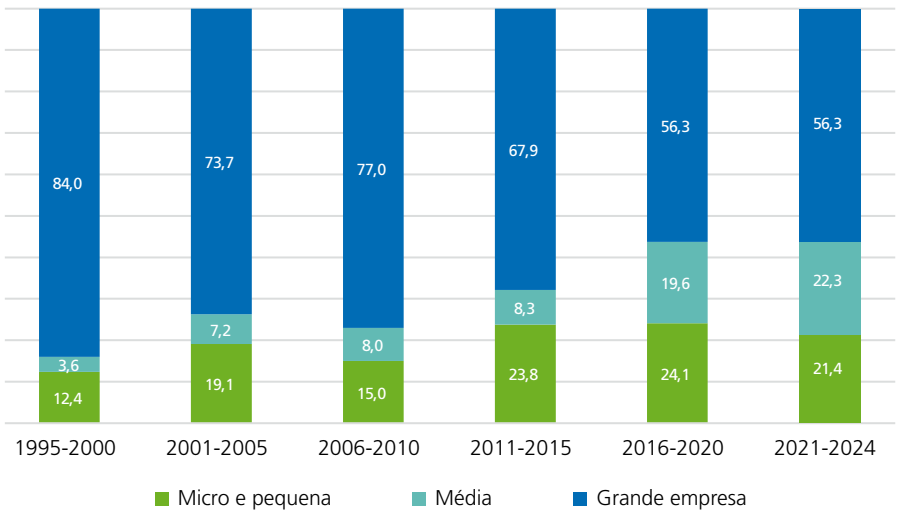
Fonte: Elaboração própria com base em Central de *Downloads* do BNDES. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads/central%20de%20downloads/. Acesso em: 30 abr. 2025.

Além das questões conjunturais, é importante destacar algumas tendências no que diz respeito aos desembolsos:

- Em termos **setoriais**, observa-se uma redução contínua da participação da indústria na composição total dos desembolsos desde o início da década de 2000. Simultaneamente, há um aumento constante da participação do setor de infraestrutura desde o mesmo período. Destaca-se, também, a crescente importância da agropecuária, que, no fim da década de 1990, representava apenas 8% dos desembolsos do Banco, mas atualmente corresponde a quase um quarto do total.

- No que tange ao **porte das empresas**, observou-se um aumento significativo da participação das micro, pequenas e médias empresas (MPME) no total dos desembolsos. Esse fenômeno está relacionado ao crescimento das operações indiretas, que contribuíram para que as grandes empresas, que na segunda metade da década de 1990 correspondiam a quase 85% dos desembolsos do BNDES, passassem a representar recentemente menos de 60% desse total. Merece especial destaque a expansão contínua das empresas de porte médio nesse contexto, desde o início da estabilização (Gráfico 2).

GRÁFICO 2. DESEMBOLSOS POR PORTE 1995-2024 (%)



Fonte: Elaboração própria com base em Central de Downloads do BNDES. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads/central%20de%20downloads/. Acesso em: 30 abr. 2025.

- 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 da região no conjunto da economia. Nesse contexto, a soma dos desembolsos para o Norte e o Nordeste passou de uma média de 15% do total, no período 1995-2000, para uma de

17% no período 2021-2024; 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 32% dos desembolsos entre a segunda metade dos anos 1990 e o período mais recente.

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.

Diminuindo um pouco as fases comentadas na seção anterior, podemos estabelecer três estágios na evolução do ativo do BNDES em termos reais. 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-à-vis* o que aconteceu nos anos seguintes. Nos sete anos de 2007 a 2014, o ativo real cresce a uma média muito maior, de 16,5% a.a. Já nos dez anos entre 2014 e 2024, ele encolheu a uma média de 5,8% a.a., tendo voltado a aumentar recentemente.

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, tendo encolhido na proporção de 7,5% a.a. entre 2014 e 2024.

TABELA 1. EVOLUÇÃO DO ATIVO, DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DO BNDES (R$ MILHÕES)

Indicadores financeiros consolidados do BNDES (R$ milhões)						
	R$ milhões correntes			R$ milhões constantes dez. 2024		
Ano	Ativo total	Passivo	Patrimônio líquido	Ativo total	Passivo	Patrimônio líquido
1994	35.621	24.556	11.065	248.834	171.538	77.296
1995	39.304	30.185	9.119	224.297	172.257	52.040
1996	46.489	36.454	10.035	242.150	189.880	52.270
1997	59.134	48.694	10.440	292.734	241.052	51.682
1998	80.773	70.457	10.316	393.364	343.125	50.239
1999	88.556	77.492	11.064	395.876	346.416	49.460
2000	100.636	88.804	11.832	424.533	374.620	49.913
2001	112.212	100.009	12.203	439.646	391.834	47.811
2002	150.958	138.608	12.350	525.600	482.600	43.000
2003	152.125	139.268	12.857	484.588	443.632	40.955
2004	163.959	149.844	14.115	485.376	443.591	41.785
2005	174.967	159.256	15.711	490.073	446.067	44.006
2006	187.475	168.383	19.092	509.118	457.271	51.847
2007	202.652	177.729	24.923	526.831	462.039	64.792
2008	277.294	252.027	25.267	680.690	618.665	62.024
2009	386.633	359.005	27.628	909.909	844.889	65.020
2010	549.020	483.121	65.899	1.219.997	1.073.560	146.437
2011	624.827	563.815	61.012	1.303.707	1.176.405	127.302
2012	715.498	665.505	49.993	1.410.500	1.311.946	98.554
2013	782.044	736.418	45.626	1.455.636	1.370.712	84.925
2014	877.219	846.482	30.737	1.534.416	1.480.651	53.765
2015	930.576	899.583	30.993	1.470.827	1.421.841	48.986
2016	876.137	820.961	55.176	1.302.826	1.220.778	82.047
2017	867.517	804.681	62.836	1.253.043	1.162.282	90.760
2018	802.527	722.971	79.556	1.117.273	1.006.516	110.757
2019	728.166	623.355	104.811	971.861	831.973	139.888
2020	778.342	665.339	113.003	993.905	849.606	144.299
2021	737.178	610.181	126.997	855.298	707.952	147.346
2022	683.753	552.429	131.324	749.893	605.866	144.027
2023	732.480	581.151	151.329	767.859	609.221	158.638
2024	840.861	682.420	158.441	840.861	682.420	158.441

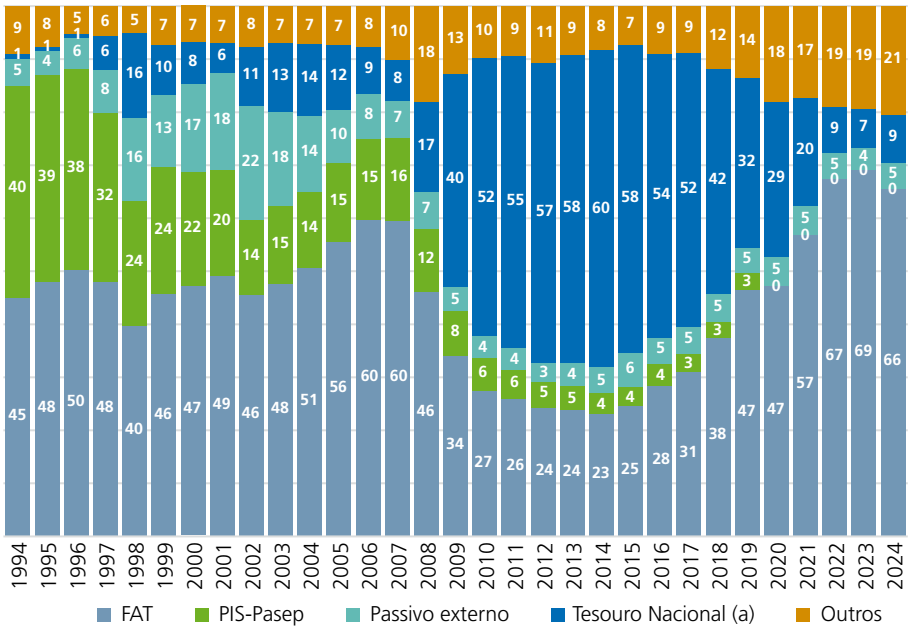
Fonte: Elaboração própria.

Nota: O IPCA foi usado como deflator.

A composição do *funding*

Como foi possível viabilizar a expansão do ativo do BNDES, dos R$ 203 bilhões correntes em 2007, para quase R$ 1 trilhão, oito anos depois (Tabela 1)? Para entender esse processo, é essencial focar na composição do passivo do BNDES (Gráfico 3). 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 Banco 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. 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, dívidas com o fundo de pensão, debêntures e demais passivos individualmente pouco relevantes.

GRÁFICO 3. COMPOSIÇÃO DO PASSIVO DO BNDES (%)



Fonte: Elaboração própria.

Nota: (a) Inclui instrumentos híbridos de capital e dívida.

O passivo externo foi bastante importante no período de 1998 a 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.

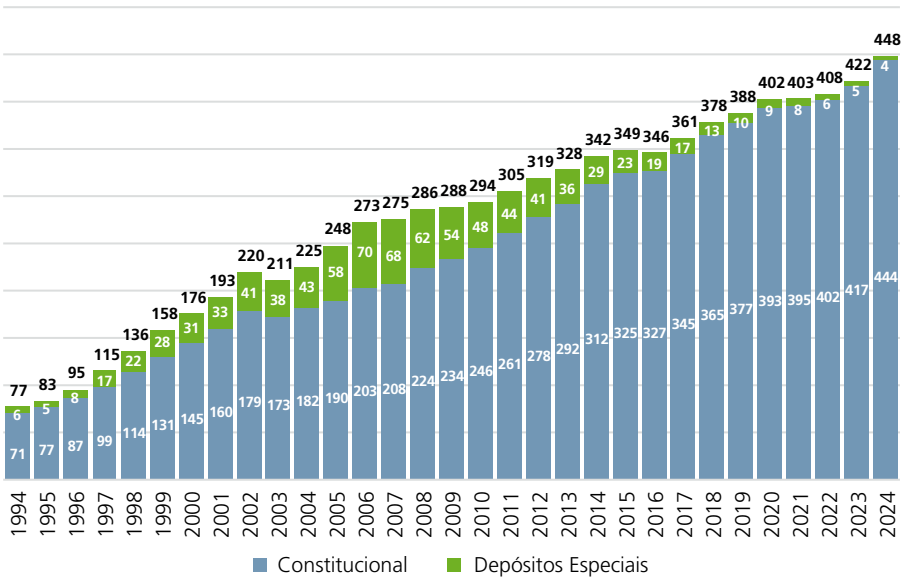
O fundo PIS-Pasep começou a ser quitado em função das mudanças políticas operadas a partir de 2017, processo que culminou na eliminação dessa fonte de *funding* a partir de 2020. Como se pode observar no Gráfico 3, o passivo com o FAT chegou a representar 60% da composição do *funding* em 2007, ao passo 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 sucessivos aportes no BNDES, por conta da crise financeira internacional de 2008 e da insuficiência do FAT para atender a demanda por mais

recursos. Nesse período, os recursos oriundos dos aportes do Tesouro Nacional passaram a ser a principal fonte de *funding* do BNDES com participação de 60% em 2014, o que levou à redução da participação do FAT a 23%. A partir de 2015, com o início das devoluções antecipadas dos recursos do Tesouro Nacional, esse passivo foi caindo, encerrando 2024 em menos de 9% 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 2024, tal fundo respondia por 66% do passivo do BNDES.

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 no BNDES cresceu a uma taxa real de 11,1% a.a. entre 1994 e 2006, taxa que cedeu para apenas 2,8% a.a. entre 2006 e 2024 (Gráfico 4).

A dinâmica inicial do FAT, nos primeiros anos do Gráfico 4, 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 o ritmo de crescimento da economia); e (ii) a trajetória dos denominados Depósitos Especiais, que eram recursos oriundos do resultado financeiro do FAT a cada exercício e administrados pelo Ministério do Trabalho, por meio do Conselho Deliberativo do FAT (Codefat). 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. Na Tabela 1, observa-se que, entre os anos 2000 e 2007, o ativo cresce R$ 102 bilhões, a preços de 2024. Isso se deveu à expansão de R$ 99 bilhões (também a preços de 2024) do FAT, dos quais um *plus* de R$ 37 bilhões veio justamente do crescimento do FAT Depósitos Especiais.

GRÁFICO 4. COMPOSIÇÃO DO ESTOQUE DO FAT NO BNDES (R$ BILHÕES CONSTANTES DE 2024)



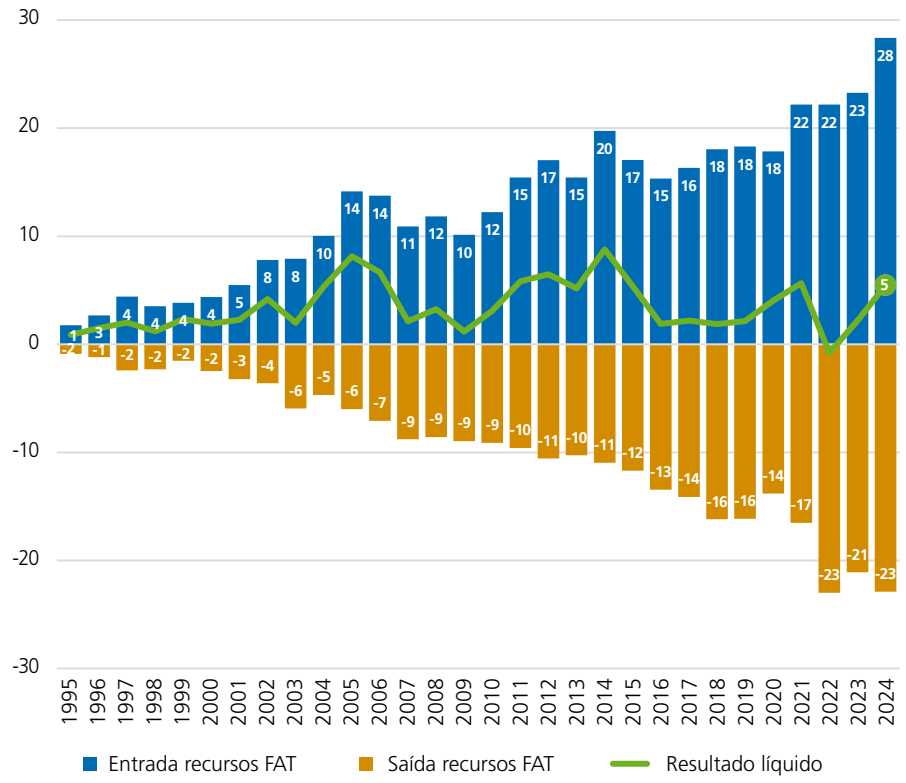
Fonte: Elaboração própria.

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-à-vis o tamanho relativo do BNDES naquela época;
- a capitalização no estoque, durante vários anos, do percentual da TJLP excedente aos 6% pagos ao FAT a título de juros;
- 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; e
- o baixo valor inicial das saídas de recursos referentes ao fluxo do FAT Depósitos Especiais.

O resultado líquido das entradas e saídas do FAT em 1995 foi de menos de R$ 1 bilhão e, dez anos depois, alcançou mais de R$ 8 bilhões. Recentemente, ele passou a ser de R$ 3 bilhões correntes/ano na média de 2021-2024 (Gráfico 5).

GRÁFICO 5. EVOLUÇÃO DO FLUXO DO FAT CONSTITUCIONAL E DEPÓSITOS ESPECIAIS (R$ BILHÕES CORRENTES)



Fonte: Elaboração própria.

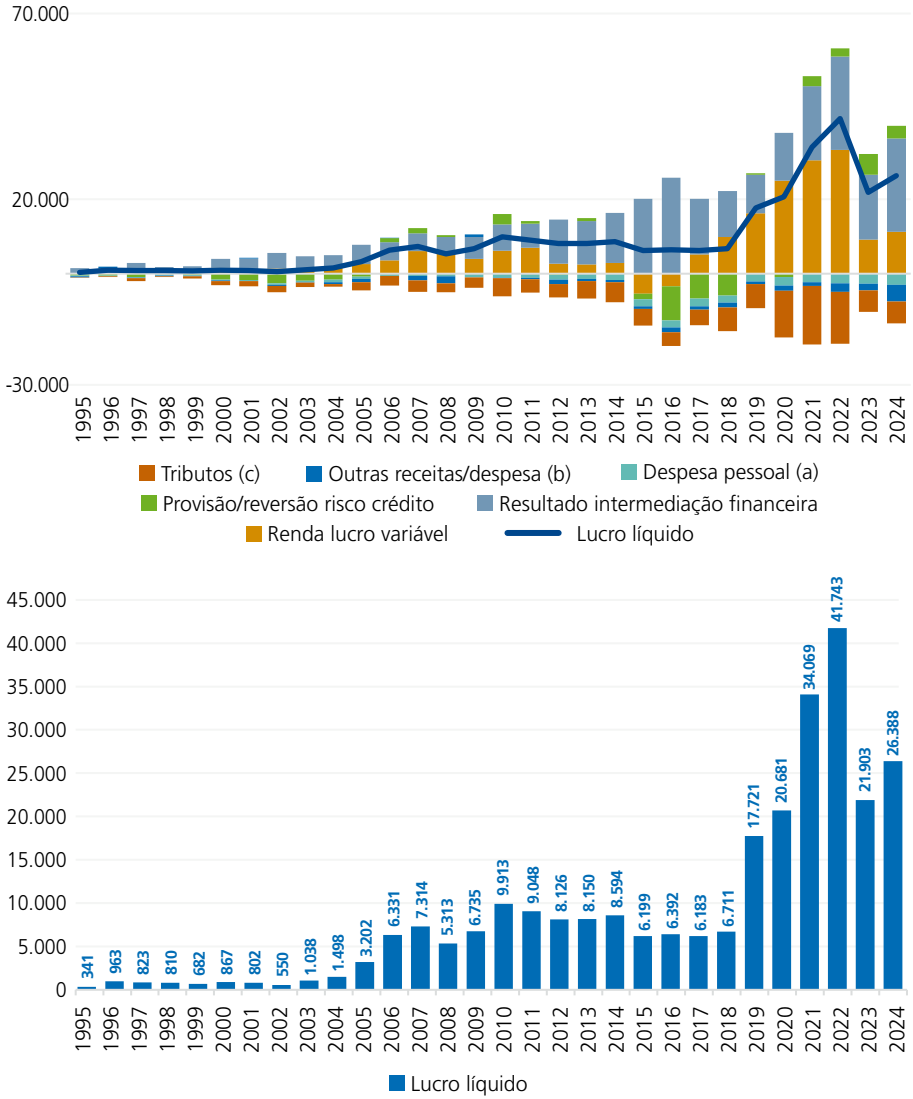
O lucro, sempre presente

O Gráfico 6 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.

Destacam-se aqui 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 em 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 quatro anos da série (2021-2024);
- 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.

GRÁFICO 6. LUCRO BNDES (R$ MILHÕES CORRENTES)



Fonte: Elaboração própria.

Notas: (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.

Conclusões

O BNDES se destaca como uma instituição financeira de desempenho notável. Mesmo durante a crise de 2015-2016, o Banco conseguiu registrar um lucro superior a R$ 5 bilhões por ano.

A retomada do papel mais ativo do BNDES impõe grandes desafios, especialmente no que tange ao *funding*. A instituição não apenas tem se esforçado para preservar suas fontes tradicionais, como o FAT, mas também busca alternativas para diversificar suas formas de captação de recursos. A gestão atual visa recuperar um papel de maior protagonismo no financiamento do desenvolvimento, com foco em transparência e mensuração de impactos, e está atenta a questões essenciais para a economia brasileira, como inovação, enfrentamento da transição climática, transformação digital, infraestrutura e competitividade externa. Os dados mais importantes apresentados ao longo do estudo indicam, como traços fundamentais, os seguintes elementos:

- A expansão do BNDES teve início antes da década de 2000. No começo do processo de estabilização, os desembolsos representavam 1% do PIB, número que aumentou para aproximadamente 2% no ano 2000. Esse patamar foi mantido, com algumas oscilações, até 2007, quando começou uma escalada que levou os desembolsos a mais de 4% do PIB no fim da década de 2000. Desde então, a participação relativa dessa variável diminuiu consideravelmente, especialmente entre 2014 e 2021.
- Ao longo de cerca de trinta anos, observou-se uma tendência de queda na participação da indústria nos desembolsos, com um aumento concomitante da parcela destinada à infraestrutura.
- Outro padrão comum, visível durante diversos governos, foi o aumento do volume de desembolsos para MPMEs, enquanto os desembolsos para grandes empresas apresentaram uma queda expressiva.

- Similarmente, houve uma redução da participação da região Sudeste nos desembolsos, enquanto as regiões associadas ao crescimento da agropecuária ganharam representatividade.
- A preços de dezembro de 2024, o ativo do BNDES passou de R$ 249 bilhões, em dezembro de 1994, para um pico superior a R$ 1,5 trilhão em 2014, com uma posterior redução, em termos reais, para R$ 841 bilhões em dezembro de 2024.
- A situação patrimonial do BNDES é extremamente sólida, com o patrimônio líquido em 2024 alcançando R$ 151 bilhões, o que corresponde a cerca de 20% do volume total do ativo.
- O FAT é a principal fonte de financiamento da instituição. O Tesouro Nacional, que em 2007 respondia por apenas 8% do passivo e atingiu 60% de participação em 2014, voltou a representar apenas 9% do total do passivo em 2024.
- O BNDES obteve lucro em todos os anos de 1995 a 2024, sem registrar nenhum ano de prejuízo ao longo de três décadas.

Referências

GIAMBIAGI, F.; BORÇA JR., G. R.; COSTA, L. M. *Três décadas*: o BNDES depois da estabilização – 1994-2023. Rio de Janeiro: BNDES, 2024. (Textos para discussão, n. 163). Disponível em: http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/25788. Acesso em: 14 mai. 2025.

MACHADO, L.; ROITMAN, F. B. 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: http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/6942. Acesso em: 14 mai. 2025.

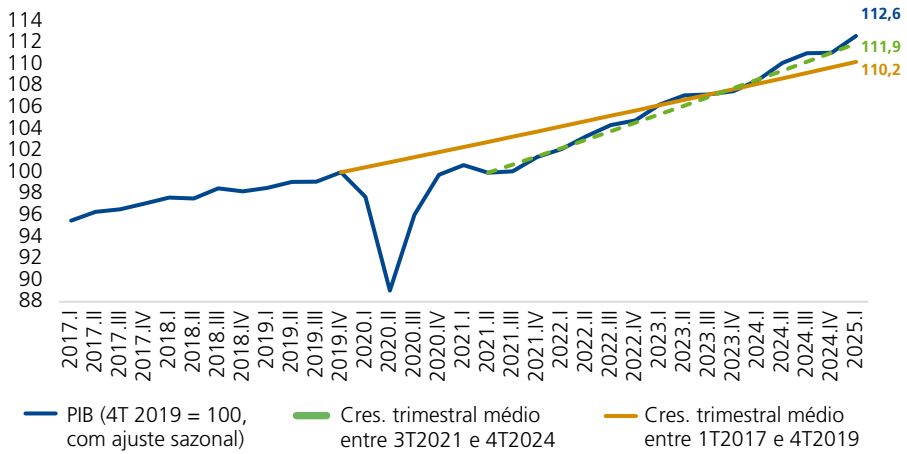
Comentários sobre o PIB do 1T/2025

49/2025

Introdução

O produto interno bruto (PIB) do primeiro trimestre de 2025 (1T/2025) apresentou forte crescimento de 1,4% na margem, em comparação com o quarto trimestre de 2024 (4T/2024), na série livre de influências sazonais. Esse resultado veio ligeiramente abaixo das expectativas do mercado (1,5%). Em valores correntes, o PIB alcançou R$ 3,02 trilhões no 1T/2025 e acumulou R$ 12,0 trilhões em quatro trimestres. Na comparação com o 1T/2024, o PIB subiu 2,9% em termos reais. Com isso, o crescimento acumulado dos últimos quatro trimestres é de 3,5%, acelerando em relação à última leitura, que era de 3,4%. Esse resultado indica que o nível da atividade econômica no Brasil consolida-se acima da tendência observada entre 2017 e 2019, que teve ritmo de crescimento médio de 0,5% ao trimestre, ou 1,8% em termos anualizados. A inflexão ocorreu, sobretudo, no segundo semestre de 2021 (Gráfico 1).

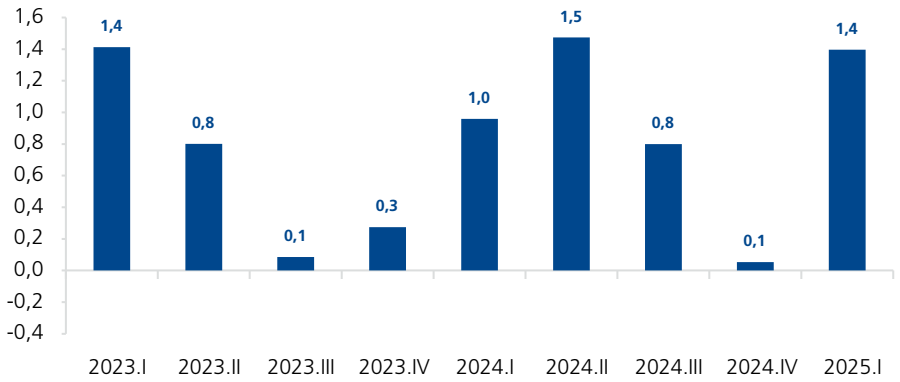
GRÁFICO 1. EVOLUÇÃO DO PIB BRASILEIRO (4T/2019 = 100, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2025) e do Banco Central do Brasil (BCB).

Esse resultado reverte, pelo menos parcialmente, a desaceleração da atividade econômica observada ao longo do segundo semestre de 2024 (Gráfico 2). Cabe salientar que o início de 2025 guarda relação com o ocorrido no mesmo período para os anos de 2023 e 2024, em que a economia teve forte expansão nos primeiros três meses do ano.

GRÁFICO 2. PIB (VAR. % T/T-1, COM AJ. SAZONAL)

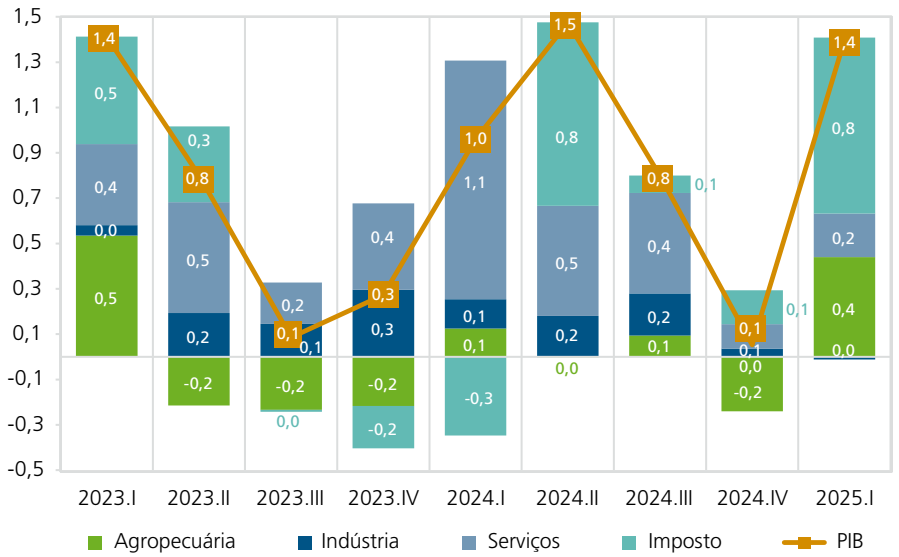


Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Analisando os dados de margem, com relação à oferta agregada (Gráfico 3), chama a atenção a forte contribuição da agropecuária (de 0,4 pontos percentuais), que apresentou crescimento de 12,2% no 1T/2025. As últimas estimativas (divulgadas em maio) para a atual safra de grãos (2024/2025) continuam prevendo uma safra recorde. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, a safra alcançaria o volume de 328,4 milhões de toneladas, o que representaria um crescimento de 12,2% em relação à safra 2023/2024 (35,7 milhões de toneladas a mais), com destaque para soja, milho e arroz. A **indústria** teve leve recuo de -0,1% no 1T/2025 frente ao 4T/2024. Enquanto a indústria de transformação retraiu -1,0%, a indústria extrativa mineral avançou 2,1% e a produção e distribuição de eletricidade, gás, água, esgoto e limpeza urbana teve alta de 1,5%. O segmento de construção teve retração de 0,8% na margem.

Os **serviços** tiveram alta de 0,3% no 1T/2025 relativamente ao 4T/2024, livre de influências sazonais, contribuindo com 0,2 p.p. para a alta do PIB. Entre os segmentos de serviços, a parte de transporte, armazenagem e correio foi a única a apresentar queda na margem (-0,6%), uma vez que sua dinâmica está relacionada ao ritmo da indústria de transformação. Cabe salientar que o setor de serviços apresenta taxas de crescimento positivas na margem desde o 3T/2020, início do processo de reabertura e normalização da economia pós-Covid-19. Já são 19 trimestres consecutivos de expansão.

GRÁFICO 3. OFERTA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM PONTOS PERCENTUAIS – P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB TRIMESTRAL (EM %) (VAR. % TRIMESTRE CONTRA TRIMESTRE ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)

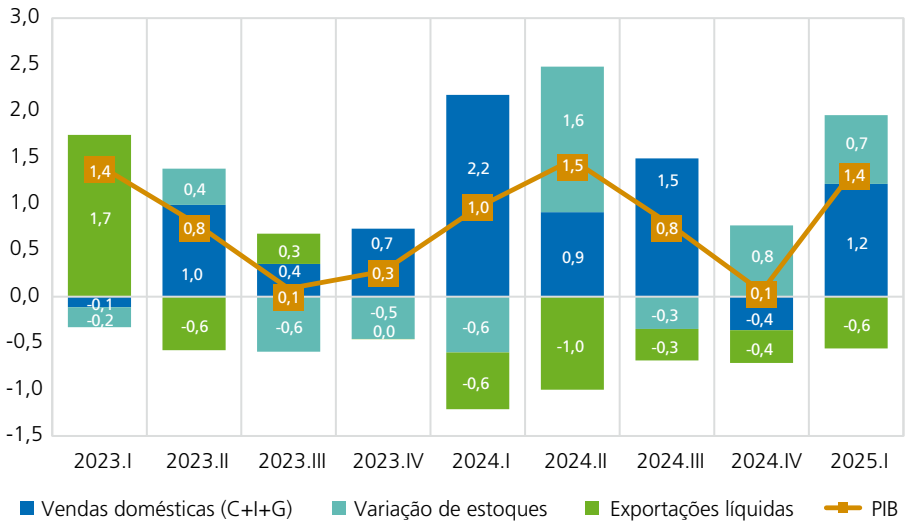


Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Pelo lado da demanda, as exportações líquidas, tiveram contribuição negativa (-0,6 p.p.). Apesar do avanço das exportações no 1T/2025, de 2,9%, as importações cresceram 5,9%, devido à manutenção do elevado ritmo de expansão da economia (crescimento induzido) e da importação de plataforma de

petróleo. As vendas internas (demanda doméstica, excluindo a variação de estoques), que apresentaram contribuição negativa no 4T/2024, voltaram a avançar no primeiro trimestre do ano, com contribuição positiva de 1,2 p.p.

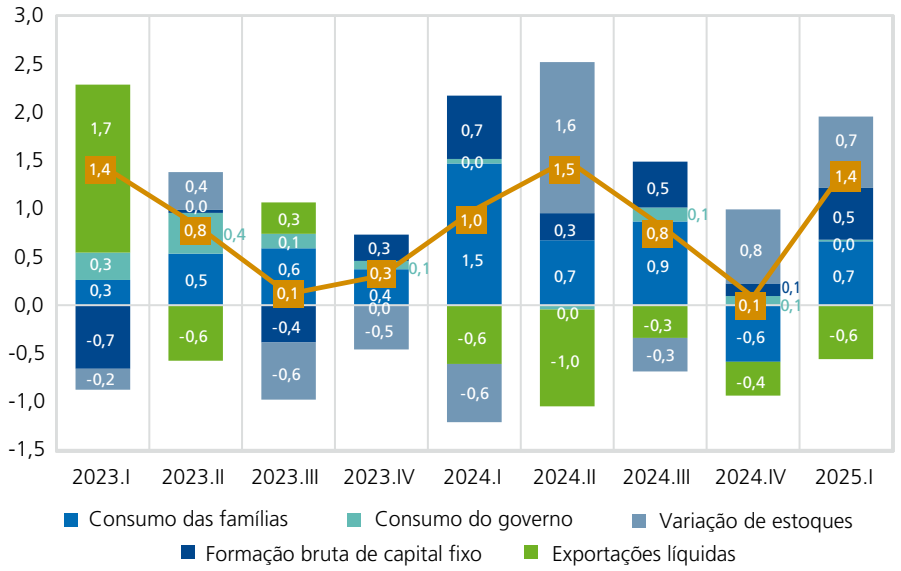
GRÁFICO 4. DEMANDA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB (EM %) POR VENDAS DOMÉSTICAS, VARIAÇÃO DE ESTOQUES E EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

O mercado de trabalho aquecido, a expansão das concessões de crédito para pessoas físicas, a valorização do salário-mínimo e a liberação de parte do FGTS para o saque-rescisão dos trabalhadores demitidos que optaram por modalidade de saque-aniversário entre 2020 e março de 2025 impulsionaram o consumo das famílias, cuja queda do 4T/2024 foi revertida com avanço de 1,0% no trimestre (contribuição de 0,7 pontos percentuais). Já a formação bruta de capital fixo (FBCF) continuou a apresentar bom desempenho, com crescimento de 3,1% no 1T/2025 (contribuição positiva de 0,5 p.p.), em grande parte devido à importação de plataforma de petróleo em fevereiro de 2025.

GRÁFICO 5. DEMANDA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB (EM %) POR CONSUMO DAS FAMÍLIAS, CONSUMO DO GOVERNO, FBCF, EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS E VARIAÇÃO DE ESTOQUES (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)

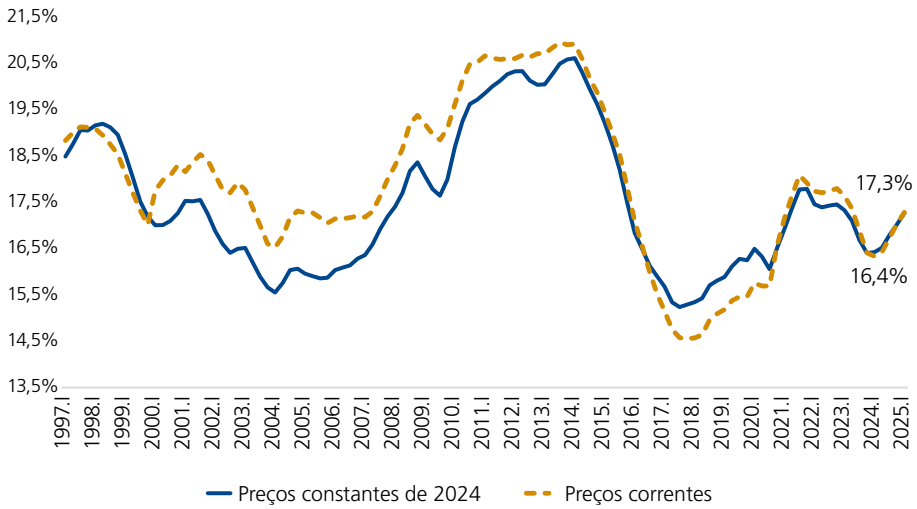


Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Essa dinâmica de expansão da FBCF repercutiu na alta de 0,3 p.p. da taxa de investimento (FBCF/PIB) brasileira, que passou, no acumulado de quatro trimestres, de 17,0% no 4T/2024 para 17,3% no 1T/2025 (Gráfico 6). A importação da plataforma de petróleo, ocorrida em fevereiro, teve uma contribuição relevante para a taxa de investimento do trimestre, que alcançou 17,8% do PIB a preços correntes – uma elevação de 0,7 p.p. em relação ao trimestre anterior. Ao desconsiderar o efeito da plataforma, o avanço teria sido de apenas 0,2 p.p., o que indica que sua contribuição individual foi de 0,5 p.p. para o crescimento da taxa de investimento no trimestre.

Mesmo com o crescimento da taxa de investimento, seu patamar continua relativamente baixo, sobretudo quando comparado há uma década, quando a FBCF atingiu valores em torno de 20% em proporção do PIB.

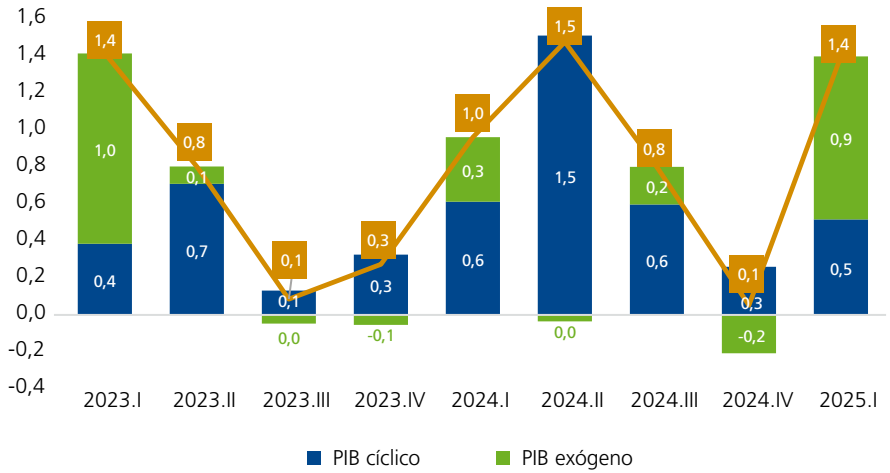
GRÁFICO 6. TAXA DE INVESTIMENTO (FBCF/PIB) A PREÇOS CORRENTES E A PREÇOS CONSTANTES DE 2024 (DADOS ACUMULADOS EM 4 TRIMESTRES)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Cabe salientar ainda que o resultado do PIB também pode ser decomposto em dois segmentos. O primeiro é o chamado PIB exógeno, menos sensível ao ciclo econômico e aos efeitos das políticas de administração de demanda agregada da economia (políticas fiscal, monetária e creditícia), e inclui, por exemplo, agropecuária, extrativa mineral, atividades imobiliárias e aluguéis e administração pública. O segundo, denominado PIB cíclico, inclui aqueles setores mais sensíveis, que abarcam todos os segmentos da oferta agregada das contas nacionais, com exceção dos que compõem o PIB exógeno. No 1T/2025, assim como ocorreu no 1T/2023, a contribuição do PIB exógeno (0,9 p.p) foi mais importante, principalmente por conta do desempenho do setor agropecuário. Contudo a contribuição do PIB cíclico também foi significativa, com 0,5 p.p. (Gráfico 7).

GRÁFICO 7. CONTRIBUIÇÃO AO CRESCIMENTO DO PIB – PIB CÍCLICO *VS.* PIB EXÓGENO (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Para o ano de 2025, o *carry-over* (carregamento estatístico) é de 2,2%. Isto é, se a economia brasileira tiver variações nulas ao longo dos demais trimestres de 2025, o crescimento médio anual frente a 2024 será de 2,2%. Analisando a matriz de simulação das hipóteses de crescimento, se imaginarmos uma alta do PIB no 2T/2025 entre 0,0% e 0,5% e uma expansão nula nos trimestres restantes, o ano de 2025 teria um crescimento entre 2,2% e 2,6% (Tabela 1). A mediana das expectativas de mercado para o crescimento da economia em 2025, coletadas no boletim *Focus*, que vem sendo revisada para cima nas últimas semanas, aponta, atualmente, para uma expansão de 2,14% em 2025 (23 de maio de 2025),[1] enquanto a Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Fazenda indica uma estimativa de 2,4% (Brasil, 2025).[2]

1 Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20250523.pdf

2 Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/conjuntura-economica/boletim-macrofiscal/2025/boletim_mf-maio2025.pdf

TABELA 1. SIMULAÇÕES PARA O CRESCIMENTO DE 2025

Hipóteses para o 3º e 4º trimestres de 2025 (var. %T/T-1, com aj. sazonal) \ Hipóteses para o 2T/2025 (var. % T/T-1, com aj. sazonal)	-1,00	-0,75	-0,50	-0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00
-1,00	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2
-0,75	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4
-0,50	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
-0,25	1,3	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8
0,00	1,4	1,6	1,8	2,0	**2,2**	2,4	2,6	2,8	3,0
0,25	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2
0,50	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	3,4
0,75	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6
1,00	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8

Fonte: Elaboração própria.

Em resumo, a atividade econômica no Brasil apresentou um desempenho robusto no primeiro trimestre de 2025, superando as expectativas do início do ano e indicando uma reaceleração frente aos últimos três meses de 2024. Pelo lado da demanda, destacou-se a retomada do crescimento do consumo das famílias, impulsionado pelo dinamismo do mercado de trabalho – com a taxa de desemprego próxima de mínimas históricas e elevação da massa salarial. Adicionalmente, a política de valorização do salário-mínimo, parte dos saques do FGTS, a ampliação das concessões de crédito às pessoas físicas e os programas assistenciais de transferência de renda também foram pilares importantes para a sustentação do consumo das famílias.

Além disso, os investimentos apresentaram bom desempenho, impulsionados, em parte, pela importação de uma plataforma de petróleo. Pelo lado da oferta, o principal destaque foi a agropecuária, refletindo as expectativas de uma safra recorde neste ano.

Apesar da expressiva alta do PIB no primeiro trimestre, a expectativa é de que o ritmo de crescimento apresente moderação ao longo do restante de 2025, com uma possível desaceleração mais acentuada no segundo semestre. Esse movi-

mento tende a ser influenciado por uma política monetária em terreno contracionista e pela diminuição dos estímulos fiscais do Governo Federal em função da contenção de R$ 31 bilhões (bloqueio e contingenciamento) anunciados no fim de maio. Por outro, algumas medidas podem atenuar esse processo, como: (i) o fortalecimento do crédito consignado no setor privado; (ii) o pagamento de precatórios previsto para ocorrer a partir de julho; iii) o aumento salarial de servidores públicos federais e estaduais (ocorrido em maio/2025) e iv) a continuidade da expansão dos gastos dos entes subnacionais.

Referências

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica. *Boletim Macrofiscal*, DF: SPE, 2025. Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/conjuntura-economica/boletim-macrofiscal/2025/boletim_mf-maio2025.pdf. Acesso em 26 mai. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Indicadores IBGE*: contas nacionais trimestrais: indicadores de volume e valores correntes Jan.-mar. 2025. Rio de Janeiro: IBGE, 2025. Disponível em: https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt_2025_1tri.pdf. Acesso em: 30 mai. 2025.

Anexo

TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB E SEUS COMPONENTES: (VAR. % REAL ANUAL, VAR.% REAL INTERANUAL – T/T-4 E VAR.% NA MARGEM – T/T-1, COM AJUSTE SAZONAL)

	Acumulado 12 meses var. %				Interanual (T/T-4) var. %					Na margem (T/T-1) var. % com ajuste sazonal					*Carry-over* para 2025
	2022	2023	2024	2025	2024. I	2024. II	2024. III	2024. IV	2025. I	2024. I	2024. II	2024. III	2024. IV	2025. I	
Agropecuária	**-1,1**	**16,3**	**-3,2**	**1,8**	**-5,5**	**-3,3**	**-0,8**	**-1,5**	**10,2**	**3,2**	**-0,0**	**1,4**	**-4,4**	**12,2**	**9,2**
Extrativa mineral	-1,4	9,2	0,5	-0,8	6,1	1,3	-1,0	-3,6	0,2	-0,1	-4,0	-0,2	0,6	2,1	1,4
Transformação	-0,5	-1,3	3,8	4,0	1,5	3,7	4,2	5,3	2,8	1,6	2,0	1,1	0,6	-1,0	0,4
Eletricidade e gás, água, esgoto e limp. urbana	10,5	5,8	3,6	2,4	6,3	8,3	3,7	-3,5	1,6	-3,8	2,3	-1,2	-0,8	1,5	0,8
Construção	6,8	-0,3	4,3	4,6	2,1	4,4	5,7	5,1	3,4	0,7	3,1	-1,2	2,3	-0,8	1,1
Indústria	**1,5**	**1,7**	**3,3**	**3,1**	**3,0**	**4,0**	**3,6**	**2,5**	**2,4**	**0,6**	**0,9**	**0,9**	**0,2**	**-0,1**	**0,7**
Comércio	0,9	0,8	3,8	3,6	2,8	3,8	3,9	4,7	2,1	3,0	1,5	0,2	0,1	0,3	0,8
Transporte, armazenagem e correio	8,1	2,4	1,9	2,1	0,4	0,8	2,5	3,9	1,1	2,1	1,2	0,3	0,2	-0,6	0,1
Serviços de informação	5,2	2,9	6,2	6,6	5,0	5,7	7,8	6,2	6,9	2,7	1,7	2,3	-0,4	3,0	4,3
Interm. financeira e seguros	-0,2	7,5	3,7	3,4	3,0	4,7	5,1	2,0	2,1	-0,1	1,7	1,0	-0,5	0,1	0,7
Atividades imobiliárias	1,9	3,0	3,3	3,1	4,0	3,8	3,1	2,6	2,8	1,1	0,8	0,9	0,3	0,8	1,6

Continua

Continuação

	Acumulado 12 meses var. %				Interanual (T/T-4) var. %					Na margem (T/T-1) var. % com ajuste sazonal					*Carry-over* para 2025
	2022	2023	2024	2025	2024. I	2024. II	2024. III	2024. IV	2025. I	2024. I	2024. II	2024. III	2024. IV	2025. I	
Outros serv.	11,4	3,4	5,3	4,6	5,4	5,1	6,4	4,5	2,5	1,3	1,6	1,5	-0,1	0,8	1,8
APU, educação pública e saúde pública	1,6	1,6	1,8	1,3	2,5	1,5	1,7	1,7	0,5	0,6	0,4	0,4	0,1	0,6	0,9
Serviços	**4,3**	**2,8**	**3,7**	**3,3**	**3,5**	**3,6**	**4,1**	**3,4**	**2,1**	**1,7**	**0,8**	**0,8**	**0,2**	**0,3**	**1,0**
Valor adicionado	**3,1**	**3,4**	**3,1**	**3,2**	**2,4**	**3,0**	**3,7**	**3,3**	**2,9**	**0,8**	**1,5**	**0,8**	**0,0**	**1,5**	
Imposto	2,3	2,3	5,5	5,2	3,8	5,5	6,4	6,1	2,9						
PIB a preços de mercado	**3,0**	**3,2**	**3,4**	**3,5**	**2,6**	**3,3**	**4,0**	**3,6**	**2,9**	**1,0**	**1,5**	**0,8**	**0,1**	**1,4**	**2,2**
Consumo das famílias	4,1	3,2	4,8	4,2	4,7	5,1	5,5	3,7	2,6	2,3	1,0	1,4	-0,9	1,0	1,3
Consumo do governo	2,1	3,8	1,9	1,2	4,1	1,2	1,3	1,2	1,1	0,2	-0,3	0,8	0,5	0,1	0,8
Formação Bruta de Capital Fixo	1,1	-3,0	7,3	8,8	3,0	5,7	10,8	9,4	9,1	4,1	1,7	2,9	0,7	3,1	5,6
Exportação	5,7	8,9	2,9	1,8	6,1	4,3	2,1	-0,7	1,2	-1,1	1,5	-0,6	-1,2	2,9	2,0
Importação	1,0	-1,2	14,7	15,6	10,0	14,7	17,7	16,0	14,0	2,8	8,0	1,3	0,7	5,9	9,1

Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

O potencial das parcerias com o setor privado no apoio à proteção e conservação de florestas públicas

50/2025

Introdução

Tão grandes quanto o tamanho das florestas públicas no Brasil são os desafios na gestão desses espaços.

A solução para conservar as florestas pode envolver a execução de atividades economicamente sustentáveis, que gerem emprego, renda e desenvolvimento para a população que vive nessas regiões.

Neste estudo especial, tratamos do desafio para a gestão e preservação das florestas e da possibilidade de utilização de instrumentos de parceria com o setor privado para viabilizar o desenvolvimento sustentável nessas regiões. São apresentadas as principais características dos modelos de parcerias já existentes em florestas públicas (manejo e uso público) e o potencial de implementação de projetos de restauração ecológica, principalmente na Amazônia. Descreve-se ainda um panorama da atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) nesse setor, em parceria com o Ministério do Meio Ambiente e Mudança do Clima (MMA), o Serviço Florestal Brasileiro (SFB), o Instituto Chico Mendes de Conservação da Biodiversidade (ICMBio) e órgãos estaduais de gestão de florestas públicas.

O desafio da gestão e preservação das florestas públicas

O Brasil tem 309,4 milhões de hectares de florestas públicas, que equivalem a 36% do território nacional, sendo a grande maioria (92%) no bioma amazônico, com diferentes destinações de uso e situação de preservação. A gestão das florestas em áreas públicas é realizada pela União, estados e municípios, que, historicamente,

têm demonstrado dificuldades para garantir a proteção e conservação dessas áreas, principalmente na região da Bacia Amazônica, onde se verificam ações de desmatamento, queimadas e ocupação ilegais.

Nesse contexto, a Lei Geral de Florestas Públicas (LGFP ou Lei 11.284/2006), que dispõe sobre a gestão de florestas públicas para a produção sustentável e criou o SFB, foi um importante marco. Na exposição de motivos do projeto inicial dessa lei, encaminhado ao Congresso Nacional pelo MMA, são explicitados os objetivos da implantação da legislação proposta, *in verbis*:

> O objetivo da presente proposta é regulamentar o uso e a conservação de florestas da dominialidade pública, por meio de instrumentos, tais como a criação de unidades de conservação, a destinação às comunidades locais e a concessão de florestas públicas, garantindo o uso eficiente e sustentável das florestas, promovendo o desenvolvimento socioeconômico sustentável do País, o acesso da população local aos benefícios gerados, com respeito aos valores culturais associados, bem como criar um órgão de gestão voltado ao fomento, desenvolvimento do setor florestal e à gestão da outorga de florestas públicas (Brasil, 2005a).

Com isso, passou a ser permitido o manejo florestal sustentável em unidades de conservação como forma de atrelar o uso de recursos naturais com a conservação ambiental.

Segundo o SFB (Brasil, 2025b), desde a promulgação da lei, 23 unidades de manejo florestal sustentável (UMF) foram concedidas à iniciativa privada para exploração de atividade econômica, totalizando aproximadamente 1,3 milhão de hectares que estão geridos sob esse regime.

Os impactos econômicos diretos são claros nesses projetos, pois nas áreas públicas onde, antes do advento da LGFP, não se podia haver qualquer atividade econômica em grande escala, são instaladas empresas de médio e grande porte que exploram de forma sustentável a floresta e seus recursos, oferecendo madeira cer-

tificada ao mercado ao mesmo tempo que contratam mão de obra majoritariamente local, pagam tributos e dinamizam toda a cadeia florestal de forma legal. Para além disso, a LGFP prevê a transferência de parte dos valores referentes a outorgas para os estados e municípios nos quais as florestas estejam localizadas. Por exemplo, no projeto recentemente estruturado pelo BNDES com o SFB na Floresta Nacional (Flona) do Jatuarana (Brasil, 2025c), há a obrigação de investimentos de mais de R$ 430 milhões em infraestruturas e de R$ 3,4 bilhões nos serviços de operação, durante os quarenta anos da concessão. O projeto prevê ainda uma série de benefícios compartilhados com os atores da região. As outorgas, previstas em aproximadamente R$ 1 bilhão ao longo dos quarenta anos da concessão, são divididas com o estado (30%) e os municípios afetados (30%). Está prevista a criação de 15 mil empregos diretos e indiretos nos projetos.

Além disso, o projeto estipula a destinação de R$ 70 milhões de reais para encargos acessórios. Os encargos acessórios em concessões florestais são obrigações adicionais que os concessionários devem cumprir, além das atividades principais de manejo florestal. Esses encargos envolvem a realização de investimentos em projetos socioambientais que são especificados em cada contrato de concessão. No caso da Flona Jatuarana, devem ser investidos necessariamente 15% dos valores no apoio a comunidades indígenas no entorno da flona.

Além dos benefícios econômicos diretos que geram, essas concessões mudam a dinâmica da economia local, contribuindo para atividades que não impliquem em desmatamento nas áreas públicas, conforme a expectativa já explícita na citada exposição de motivos:

> O anteprojeto de lei caracteriza-se como um instrumento político para o desenvolvimento sustentável, prevê mecanismo de absorção de oportunidades apresentadas em nichos específicos de mercado para produtos de origem sustentável, contribuindo para o alcance de melhores preços para os produtos florestais, para a verticalização da produção e o encurtamento das cadeias produtivas, por intermédio de arranjos produtivos locais baseados na economia

> florestal, promovendo a inserção social e maior atratividade à atividade florestal sustentável. Tais consequências contribuirão para a efetiva redução dos índices de desmatamento e para o desenvolvimento sustentável em diversas regiões, inclusive nas menos favorecidas pelos processos de integração nacional (Brasil, 2005a).

Além da LGFP, a Lei 11.516/2007 foi alterada em 2018 para ampliar os instrumentos de uso sustentável das florestas públicas, possibilitando delegação dos serviços de uso público (turismo e visitação) nas unidades de conservação federais por meio de concessão. Essa alteração veio ao encontro dos processos de concessão liderados pelo ICMBio desde o fim da década de 1990, os quais promovem o turismo e lazer como forma de viabilizar os recursos para o desenvolvimento sustentável e a conservação.

A primeira concessão de serviços em parque no Brasil aconteceu em 1998, no Parque Nacional do Iguaçu, localizado no estado do Paraná. Durante os anos seguintes, novos projetos foram desenvolvidos e o modelo mostrou-se eficaz na medida em que: (i) os investimentos viabilizados pela concessão podem ser destinados a aprimorar a conservação do meio ambiente e a prestação de serviços aos visitantes; (ii) promove atividades da cadeia de turismo de toda a região, gerando emprego e renda; e (iii) possibilita que o órgão gestor da unidade de conservação exerça uma atuação mais estratégica.

Atualmente, segundo o ICMBio (Brasil, 2020), há 11 contratos de concessão vigentes em nove unidades de conservação que, além de gerarem emprego e renda na região, promovem a conscientização ambiental da população visitante e ampliam a arrecadação da Administração Pública. Segundo o ICMBio, apenas no ano de 2023 a receita gerada pelas concessões somou R$ 452 milhões, tendo gerado 1.357 empregos e R$ 2,8 milhões em benefícios diretos às unidades (Brasil, 2023b). O exemplo mais consistente desse potencial é o Parque Nacional do Iguaçu. Com números de 2015, Young e outros (2017) destacam que o impacto econômico gerado pelas atividades no parque variou entre R$ 40,1 e R$ 46,3 milhões por ano. A arrecadação total de tributos situou-se

entre R$ 17,8 e R$ 19,0 milhões anuais. Além disso, a concessionária destinou R$ 14,3 milhões ao ICMBio como pagamento pela outorga da concessão, valor que corresponde a 25% das receitas obtidas em 2015 com a visitação às unidades de conservação federais.

Para além das concessões de manejo florestal sustentável e de apoio à visitação, novos instrumentos estão disponíveis desde 2023, quando a LGFP foi alterada,[1] viabilizando de forma mais abrangente a possibilidade da exploração de créditos de carbono por meio de contratos de parceria.

Essa alteração possibilita especialmente a criação de modelos focados na restauração de florestas públicas degradadas, cujo custo de restauração pode ser compensado com a venda de créditos de carbono gerados pelo crescimento das árvores. Dessa forma, para além da exploração econômica direta (manejo) e indireta (uso público) dessas áreas públicas onde a floresta está em pé, abriu-se a oportunidade[2] para a proposição de modelos de parcerias que tragam o setor privado para compartilhar riscos com o poder público na tarefa hercúlea de recomposição de áreas degradadas ou alteradas.

O BNDES vem apoiando historicamente, por meio de seus diversos instrumentos – como o Fundo Amazônia e o Fundo Clima –, a agenda de proteção e conservação de florestas públicas e, desde 2020, as equipes de estruturação de projetos do Banco, que têm conhecimento em modelagem de projetos de parcerias em infraestrutura, vêm apoiando órgãos federais, estaduais e municipais na construção de contratos de parcerias.

1 Lei 14.590/2023, que também alterou a lei do ICMBio.

2 Naturalmente, ainda a ser validado, em termos técnicos, jurídicos e comerciais.

Instrumentos de delegação e parceria no apoio à proteção e conservação de florestas públicas

Os instrumentos de delegação na Administração Pública são ferramentas para fornecimento de serviços públicos à população. Os principais arranjos de parcerias de longo prazo são as concessões (Lei 8.987/1995) e as parcerias público-privadas – PPP (Lei 11.079/2004). Tais instrumentos já são utilizados para o fornecimento de infraestrutura à população brasileira em rodovias, energia elétrica e telecomunicações, entre outros serviços.

Recentemente, esses mesmos instrumentos estão sendo utilizados para o apoio à gestão de florestas públicas tanto pela União como pelos entes subnacionais.

Concessões de apoio ao uso público

O primeiro instrumento aqui apresentado é a delegação dos serviços de apoio ao uso público em parques naturais ou, de outra forma, a concessão dos serviços de visitação nessas unidades de conservação. O modelo base desses projetos é a delegação ao parceiro privado de atribuições de gestão de visitantes, bilheteria, alimentação, venda de souvenirs etc. Paralelamente, são atribuídas ao concessionário as obrigações de construção de infraestrutura de acesso, manejo de trilhas, vigilância, limpeza e manutenção de edificações e áreas de uso público. Com essa delegação, o poder público pode contar com empresas especializadas na gestão de turistas e visitantes para a prestação dos serviços de visitação – um dos objetivos das unidades de conservação –[3] e focar nas atividades de gestão da unidade, fiscalização ambiental, pesquisa e educação ambiental.

3 Inciso XII do art. 4º da Lei do Sistema Nacional de Unidades de Conservação da Natureza – Snuc (Lei 9.985/2000).

Há também a possiblidade de incluir, entre as obrigações do concessionário, a destinação de recursos a proteção e conservação do meio ambiente ou a integração com as comunidades do entorno das áreas públicas. Em vários dos projetos estruturados pelo BNDES, essas obrigações estão presentes (Brasil, 2021; 2022) na forma de encargos acessórios, que são formas de distribuir os benefícios gerados pela atividade turística e fomentar o desenvolvimento econômico da região. Tais encargos acessórios representam investimento direto em ações de educação, comunicação e interpretação ambiental; projetos de pesquisa; manejo de espécies; monitoramento da biodiversidade; apoio ao programa de voluntariado; apoio às ações de divulgação institucional da unidade de conservação; e projetos de integração com o entorno.

Concessões do manejo florestal sustentável

As concessões florestais compreendem a delegação a um parceiro privado do direito de realizar o manejo florestal sustentável em uma floresta pública por prazo específico. A partir do manejo florestal sustentável, o concessionário pode colher árvores selecionadas, empregando técnicas que facilitem a utilização equilibrada dos recursos florestais e reduzam o impacto ambiental sobre os componentes naturais, permitindo a regeneração natural da floresta. Essa prática está incorporada no recente Código Florestal Brasileiro (Lei 12.651/2012) e é uma ferramenta crucial para regular a exploração de florestas primárias na Bacia Amazônica.

O manejo florestal em florestas públicas, por sua vez, tem uma série de benefícios à conservação da biodiversidade e ao desenvolvimento social e econômico. Primeiramente, as técnicas de manejo têm baixo impacto na estrutura florestal e têm o condão de ajudar nas ações de monitoramento e fiscalização, pois a logística de produção transforma a dinâmica das áreas (trazendo mais "olhos" para a floresta), inibindo práticas ilegais, como roubo de madeira e garimpo.

Além disso, promove-se geração de empregos locais, investimentos em infraestrutura, arrecadação de impostos e o estabelecimento de uma economia de base florestal e de serviços. Cabe ressaltar que tais atividades não aconteceriam sem a concessão, pois as áreas são públicas e necessitam de algum contrato administrativo para que haja algum tipo de atividade econômica no local.

Por fim, esse modelo permite a oferta de madeira certificada para um mercado crescente e carente de oferta adequada e segura desse material.

Concessões dos projetos de restauração

O reflorestamento de áreas públicas é fundamental para atingir a ambiciosa meta de 12 milhões de hectares reflorestados em 2030, conforme estabelecido no Plano Plurianual 2024-2027, refletindo o compromisso assumido pelo país no Acordo de Paris (COP21).

Atualmente, na Amazônia, em áreas públicas federais, foram identificados[4] 2.477.992 hectares de áreas elegíveis e aplicáveis[5] para o desenvolvimento de projetos de restauração, com potencial de geração de créditos de carbono. Os recursos estimados para restauração dessas áreas giram em torno de R$ 60 bilhões.

O mercado voluntário de carbono, que está se estabelecendo como um mecanismo financeiro significativo para iniciativas de redução do desmatamento e reflorestamento, ainda está em sua fase inicial de implementação em áreas públicas. Atualmente, a aplicação desse instrumento está exclusivamente focada em projetos desenvolvidos em colaboração com comunidades indígenas ou comunidades residentes em unidades de conservação de uso sustentável.

Nesse sentido, a realização de parcerias com o setor privado pode ser um caminho para viabilizar os investimentos necessários à recuperação de unidades de

4 Esses valores foram estimados no estudo realizado pelo BNDES FEP PSA (BNDES, c2025a).

5 Áreas que atendem os parâmetros mínimos para certificação.

conservação de uso sustentável e de proteção integral e de glebas públicas. Essa é a nova fronteira de projetos envolvendo o setor privado no apoio à gestão de áreas públicas.

Os modelos aplicáveis ainda estão em construção pelas entidades envolvidas na elaboração dessa solução, tendo os editais dos primeiros projetos desse tipo sido levados à consulta pública no segundo semestre de 2024. Todavia, já é possível vislumbrar que a espinha dorsal do modelo seja a vinculação da obrigação do parceiro privado em fazer a restauração de áreas públicas – com base em critérios técnicos definidos pelo poder concedente – à remuneração da venda autorizada de créditos de carbono no mercado voluntário, ou no mercado regulado, se ele for implementado no país. Com isso, será também ampliada a oferta de créditos de carbono adequadamente certificados e atrelados à política pública prioritária da restauração ecológica.

O mercado global de créditos de carbono tem experimentado uma expansão substancial nos últimos anos. Segundo o relatório da Ecosystem Marketplace (2022), o volume das transações quase quadruplicou de 2020 para 2021, atingindo o valor de US$ 2 bilhões. A perspectiva para o Brasil em relação a esse mercado emergente é considerada otimista, dado que os projetos florestais estão progressivamente ocupando um espaço proeminente. Em 2021, quase metade do volume total de créditos de carbono transacionado foi proveniente de projetos florestais, segundo o mesmo relatório. É nesse cenário que as instituições públicas vêm investindo esforços na construção desses modelos.

Contribuições do BNDES para a agenda

O BNDES atua no apoio à gestão de florestas públicas há décadas, por meio de instrumentos de fomento e crédito (Fundo Amazônia, Fundo Socioambiental e

Fundo Clima). Desde 2020, também apoia entes públicos, por meio de suas equipes de estruturação de projetos, em projetos de concessão de uso público, manejo florestal sustentável e, recentemente, em projetos de restauração florestal.

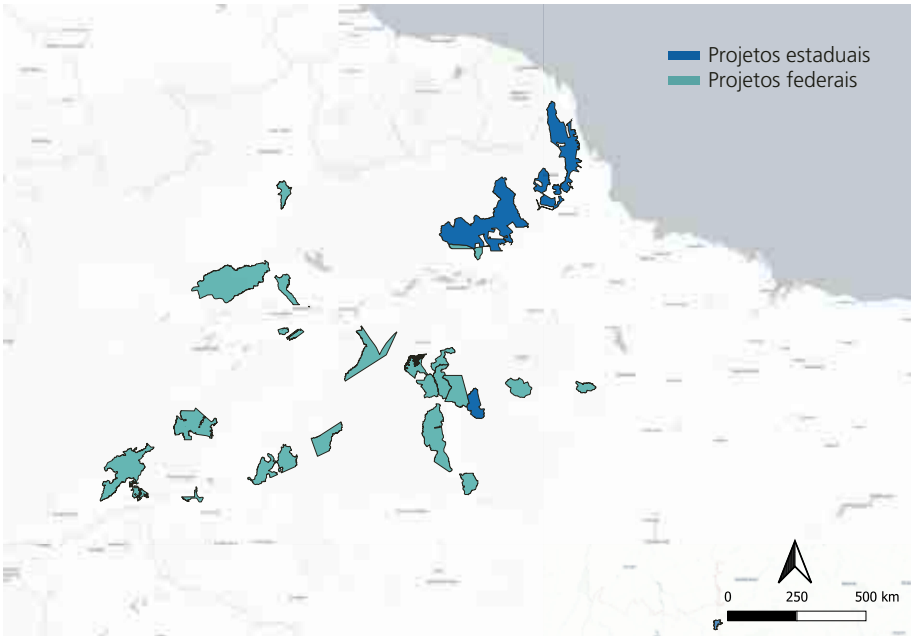
Em maio de 2025, o portfólio de estruturação de projetos do BNDES contava com mais de 97 projetos no setor, dos quais 44 já foram concluídos.

Cabe destaque a alguns projetos de concessão de uso público já finalizados, que tiveram a participação do BNDES na etapa de modelagem: Parque Nacional do Iguaçu (Cruz, 2022), Parque Nacional de Jericoacoara (Santos, 2024), Parque Nacional da Chapada dos Guimarães (Brasil, 2023a), Parque Estadual do Ibitipoca (Minas assina..., 2023) e Parque Estadual do Caracol (Assinado..., 2022), entre outros. Esses ativos são símbolos do Brasil e demonstram como esse tipo de arranjo contratual pode fomentar a dinâmica econômica na região onde estão inseridos. Na agenda do uso público, o BNDES está apoiando, além da União, mais de dez entes subnacionais. São exemplos de projetos em andamento unidades de conservação icônicas, como o Parque Nacional de Anavilhanas (AM), o Parque Natural Municipal Penhasco Dois Irmãos (RJ) e o Parque Estadual de Caldas Novas (GO).

Na agenda do manejo florestal, o BNDES apoiou o SFB na construção das primeiras concessões florestais no Sul do país (Chapecó/SC, Irati/SC e Três Barras/PR) com obrigação de restauração da vegetação nativa (Seppi participa..., 2023). Além disso, o BNDES tem, em estruturação com o SFB e os governos do Amapá e do Pará, mais de 3,3 milhões de hectares para destinação ao manejo sustentável, em florestas com área total de mais de 10 milhões de hectares.

Recentemente, o BNDES assinou contrato com o SFB para a estruturação de novos projetos de manejo e restauração florestal na Amazônia, impactando 11 unidades de conservação que somam, aproximadamente, nove milhões de hectares (BNDES e Serviço..., 2024).

FIGURA 1. CARTEIRA POTENCIAL DE PROJETOS COM APOIO DO BNDES NA AMAZÔNIA



Fonte: Elaboração própria.

No que tange aos projetos de restauração florestal, a partir de parceria entre BNDES, MMA, ICMBio, SFB, Instituto Semeia e consórcio formado pelas empresas Biofílica Ambipar Environment e Tauil & Chequer Advogados, foi elaborado, com recursos do Fundo de Estruturação de Projetos (FEP) do BNDES, estudo setorial e diagnóstico para proposição de arcabouços jurídico, regulatório, mercadológico e institucional, bem como definição de requisitos para análise de pré-viabilidade de parcerias com receita oriunda de pagamento por serviço ambiental – PSA (BNDES, c2025a), especialmente de crédito de carbono florestal em florestas públicas federais.

Como decorrência desse estudo, o BNDES firmou, em maio de 2024, acordo de cooperação técnica com SFB para execução do primeiro projeto de restauração de áreas públicas lastreadas em créditos de carbono, na Floresta Nacional do

Bom Futuro e na Gleba Federal João Bento. O projeto da Floresta Nacional do Bom Futuro foi estruturado com o apoio do BNDES, passou por consulta pública e seu edital tem previsão de lançamento ainda em 2025.

Com o sucesso desse projeto desafiador e o *pipeline* de projetos federais e subnacionais em crescimento, será inaugurada uma nova etapa nas soluções disponíveis para gestão, preservação e recuperação das florestas brasileiras.

Considerações finais

O Brasil avançou nos instrumentos para gerir e desenvolver atividades sustentáveis em suas florestas, como forma de preservá-las e de recuperar aquelas que foram degradadas. Esse é um processo contínuo de aperfeiçoamento institucional que cada vez mais conta com parcerias com o setor privado como forma de trazer melhorias de gestão e desenvolvimento econômico sustentável para a região no entorno dessas florestas. O BNDES aposta nesses novos instrumentos como forma de dar uma solução com potencial de ser replicada largamente na missão de proteger, conservar e recuperar as florestas brasileiras.

Referências

ASSINADO contrato de concessão dos parques do Caracol e Tainhas. *Governo do Estado Rio Grande do Sul*, Porto Alegre, 3 nov. 2022. Disponível em: https://www.estado.rs.gov.br/assinado-contrato-de-concessao-dos-parques-do-caracol-e-tainhas. Acesso em: 28 maio 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. BNDES FEP Pró-Estruturação de Projetos - Projetos de carbono e outros pagamentos por serviços ambientais (PSA). *BNDES*, Rio de Janeiro, c2025a. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/pesquisaedados/estudos/bndes-fep/fep-parcerias-florestas-publicas/. Acesso em: 28 maio 2025.

BNDES E SERVIÇO Florestal Brasileiro firmam contrato para estruturar novos projetos de concessões florestais. *Agência BNDES de Notícias*, Rio de Janeiro, 1º nov. 2024. Disponível em: https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/detalhe/noticia/BNDES-e-Servico-Florestal-Brasileiro-firmam-contrato-para-estruturar-novos-projetos-de-concessoes-florestais/. Acesso em: 28 maio 2025.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei 4776/2005*. Dispõe sobre a gestão de florestas públicas para produção sustentável, institui, na estrutura do Ministério do Meio Ambiente, o Serviço Florestal Brasileiro – SFB, cria o Fundo Nacional de I Desenvolvimento Florestal – FNDF, e dá outras providências. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2005a. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1562648&filename=PL%204776/2005. Acesso em: 12 fev. 2025.

BRASIL. Instituto Chico Mendes de Conservação da Biodiversidade. Edital de Concorrência nº 03/2021 – Parna do Iguaçu | Errata 1/2021 versão atualizada 30/12/2021. *ICMBio*, Brasília, DF, 2021. Disponível em: https://www.gov.br/icmbio/pt-br/acesso-a-informacao/licitacoes-e-contratos/licitacoes/concorrencia/2021/edital-de-concorrencia-no-03-2021-parna-do-iguacu-errata-1-2021-versao-atualizada-30-12-2021. Acesso em: 28 maio 2025.

BRASIL. Instituto Chico Mendes de Conservação da Biodiversidade. Edital de Licitação – Concorrência nº 002/2023. *ICMBio*, Brasília, DF, 2022. Disponível em: https://www.gov.br/icmbio/pt-br/acesso-a-informacao/licitacoes-e-contratos/licitacoes/concorrencia/2023/edital-de-licitacao-concorrencia-no-001-2023. Acesso em: 28 maio 2025.

BRASIL. Instituto Chico Mendes de Conservação da Biodiversidade. Edital de Licitação – Concorrência nº 003/2023. *ICMBio*, Brasília, DF, 2023a. Disponível em: https://www.gov.br/icmbio/pt-br/acesso-a-informacao/licitacoes-e-contratos/licitacoes/concorrencia/2023/edital-de-licitacao-concorrencia-no-003-2023. Acesso em: 28 maio 2025.

BRASIL. Instituto Chico Mendes de Conservação da Biodiversidade. Serviços de Apoio à Visitação. *ICMBio*, Brasília, DF, 2020. Disponível em: https://www.gov.br/icmbio/pt-br/servicos/concessao-de-servicos-de-apoio-a-visitacao. Acesso em: 28 maio 2025.

BRASIL. Lei 11.284, de 2 de março de 2006. Lei Geral de Florestas Públicas. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 3 mar. 2006. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2006/lei/l11284.htm. Acesso em: 29 maio 2025.

BRASIL. Lei 11.516, de 28 de agosto de 2007. Dispõe sobre a criação do Instituto Chico Mendes de Conservação da Biodiversidade – Instituto Chico Mendes [...]. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 28 ago. 2007. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11516.htm. Acesso em: 29 maio 2025.

BRASIL. Lei 12.651, de 25 de maio de 2012. Código Florestal Brasileiro. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 28 maio 2012. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/l12651.htm. Acesso em: 29 maio 2025.

BRASIL. *Relatório Anual das Concessões*. Brasília, DF: Ministério do Meio Ambiente e Mudança do Clima, 2023b. Disponível em: https://www.gov.br/icmbio/pt-br/acesso-a-informacao/concessao-de-servicos-de-apoio-a-visitacao/rac/rac_2023.pdf. Acesso em: 28 maio 2025.

BRASIL. Serviço Florestal Brasileiro. Concessões Florestais em Andamento. *SFB*, Brasília, DF, 2025b. Disponível em: https://www.gov.br/florestal/pt-br/assuntos/concessoes-e-monitoramento/concessoes-florestais-em-andamento. Acesso em: 12 fev. 2025.

BRASIL. Serviço Florestal Brasileiro. Floresta Nacional do Jatuarana/AM (Em andamento). *SFB*, Brasília, DF, 2025c. Disponível em: https://www.gov.br/florestal/pt-br/assuntos/concessoes-e-monitoramento/editais-em-licitacao/floresta-nacional-do-jatuarana-am. Acesso em: 28 maio 2025.

CRUZ, Elaine Patricia. Parque Nacional do Iguaçu é concedido por R$ 375 milhões. *Agência Brasil*, São Paulo, 22 mar. 2022. Disponível em: https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2022-03/parque-nacional-do-iguacu-e-concedido-por-r-375-milhoes#:~:text=O%20Parque%20Nacional%20do%20Igua%C3%A7u,rela%C3%A7%C3%A3o%20ao%20previsto%20no%20edital. Acesso em: 28 maio 2025.

ECOSYSTEM MARKETPLACE. *The art of integrity*: Ecosystem Marketplace's state of the voluntary carbon markets 2022 Q3State of the voluntary carbon markets. Washington, DC: Ecosystem Marketplace, 2022. Disponível em: https://www.ecosystemmarketplace.com/publications/state-of-the-voluntary-carbon-markets-2022/. Acesso em: 28 maio 2025.

MINAS ASSINA contrato de concessão de uso dos parques do Ibitipoca e Itacolomi. *Agência Minas*, Belo Horizonte, 25 maio 2023. Disponível em: https://www.agenciaminas.mg.gov.br/noticia/minas-assina-contrato-de-concessao-de-uso-dos-parques-do-ibitipoca-e-itacolomi. Acesso em: 28 maio 2025.

SANTOS, José Matheus. Parque Nacional de Jericoacoara é leiloado por R$ 61 milhões à concessão privada. *Folha de S. Paulo*, Recife, 30 jan. 2024. https://www1.folha.uol.com.br/ambiente/2024/01/parque-nacional-de-jericoacoara-e-leiloado-por-r-61-milhoes-a-concessao-privada.shtml#:~:text=O%20Parque%20Nacional%20de%20Jericoacoara,%C3%A1gio%20de%20716%2C32%25. Disponível em: 28 maio 2025.

SEPPI PARTICIPA da abertura propostas da licitação de concessão florestal de Irati/PR, Chapecó/SC e Três Barras/SC. *PPI*, Brasília, DF, 08 dez. 2023. Disponível em: https://ppi.gov.br/seppi-participa-da-abertura-propostas-da-licitacao-de-concessao-florestal-de-irati-pr-chapeco-sc-e-tres-barras-sc/. Acesso em: 28 maio 2025.

YOUNG, Carlos Eduardo Frickmann; ALVARENGA JUNIOR, Marcio; SOUSA, Fernando Henrique de; COSTA, Lucas de Almeida Nogueira da; MENDES, Marcos Pires. Conservação ambiental, concessões privadas e dinamismo econômico: estudo de caso do Parque Nacional do Iguaçu. *In*: ENCONTRO NACIONAL DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE ECONOMIA ECOLÓGICA, 12., 2017, Uberlândia. *Anais* [...] . Uberlândia: Sociedade Brasileira de Economia Ecológica, 2017. Disponível em: http://hdl.handle.net/11422/21952. Acesso em: 29 maio 2025.

Financiamento ao investimento e crescimento das empresas: uma avaliação panorâmica dos produtos de crédito do BNDES

51/2025

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é um dos maiores bancos de desenvolvimento do mundo e o principal instrumento de execução da política de investimentos do Governo Federal, sendo fundamental para a concessão de crédito para o desenvolvimento produtivo das empresas brasileiras. Ao fim de 2024, a participação do BNDES no saldo de crédito às pessoas jurídicas brasileiras era de 17,4%,[1] ao passo que a participação do Banco no crédito total era de 8%.

O crédito do BNDES é concedido por meio de seus instrumentos de apoio, que se dividem em produtos, linhas e programas. As regras gerais de financiamentos são definidas por produto e, a partir de cada produto, são definidas regras específicas para linhas e programas de acordo com cliente, atividade ou empreendimento apoiado, como taxa de juros e prazos.[2] Por exemplo, o BNDES Finame é um produto destinado ao financiamento à produção e comercialização de máquinas e equipamentos para empresas. A linha Aquisição de Bens de Capital é a de maior destaque no âmbito do BNDES Finame, destinando-se à aquisição de máquinas, equipamentos, sistemas industriais, bens de informática e automação, ônibus, caminhões e aeronaves executivas. Os programas cumprem papel semelhante ao das linhas, mas apresentam dotação limitada de recursos e têm duração por período determinado. O principal exemplo nesse caso é o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), que vigorou de 2009 a 2016 e destinou-se à mitigação dos efeitos da crise financeira internacional. O programa foi operacionalizado principalmente no arcabouço do produto BNDES Finame, tendo oferecido condições especiais de financiamento para algumas modalidades.

Os instrumentos de apoio podem ser acessados pelas empresas nas formas direta e indireta. Nas operações diretas, o BNDES empresta diretamente às

1 Dados do Sistema de Informações de Crédito do Banco Central do Brasil (BCB).

2 Mais detalhes em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/instrumentos-de-financiamento

empresas, sem intermediários, e assume o risco de crédito da operação. Na forma indireta, a operação é realizada por meio de uma instituição financeira credenciada, entre as quais estão bancos comerciais públicos e privados, bancos de montadoras, bancos regionais de desenvolvimento e cooperativas de crédito. A instituição financeira é responsável por analisar o financiamento, negociar as condições com o cliente e assumir o risco de não pagamento.[3] A forma de apoio indireta pode ser automática, quando as operações são processadas por meio de plataformas eletrônicas dedicadas, ou não automática, quando há análise da operação pelo BNDES.[4]

Produtos avaliados

Os principais produtos de crédito do BNDES voltados ao apoio a atividades empresariais são o Cartão BNDES, o BNDES Finame, o BNDES Automático – instrumentalizados de forma indireta – e o BNDES Finem – operacionalizado de forma direta.[5] Nesse período, esses quatro produtos corresponderam a 99,8% do total de operações e 82,9% do valor desembolsado pelo BNDES. Esses produtos foram avaliados em relação a seus resultados no período 2007-2016, caracterizado por uma expressiva expansão nas operações do Banco.[6]

3 Um panorama detalhado sobre o modelo indireto do BNDES foi elaborado por Borça Junior, Faleiros e Zylberberg (2020).

4 Existem também operações mistas, nas quais o risco de crédito da operação é compartilhado entre BNDES e instituição financeira. Mais detalhes em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/Formas-de-Apoio.

5 Existe a possibilidade de acesso ao BNDES Finem por meio de agentes financeiros (apoio indireto não automático), mas essa modalidade representa uma ínfima proporção das operações do produto.

6 A versão completa da avaliação referida neste estudo foi elaborada por Martini e outros (2025). Ver https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/26227.

Cartão BNDES

O Cartão BNDES consiste em um crédito rotativo pré-aprovado, exclusivo para micro, pequenas e médias empresas (MPME), cujo limite é definido pelo banco emissor do cartão e cuja finalidade é financiar a aquisição de bens e serviços credenciados. Considerando o período avaliado (2007-2016), o processo de concessão do produto contava com uma série de simplificações. Primeiramente, era o único produto à época[7] cujas transações eram automáticas, não dependendo de análises individualizadas. A lista de itens financiáveis é disponibilizada por meio de um portal, reduzindo o custo de procura do bem ou serviço financiável pelo tomador. Ainda, todo o processo de transação e seu respectivo financiamento é realizado por meio eletrônico. Por último, uma vez quitado, o limite de crédito volta ao tomador, permitindo financiamentos adicionais que mantêm o vínculo do tomador com o BNDES. Sua taxa de juros é fixa, conforme valor definido mensalmente pelo BNDES,[8] e o financiamento cobre o valor total do item adquirido, com prazo de pagamento de até 48 meses.

BNDES Finame

O BNDES Finame tem o objetivo de conceder financiamento para produção e aquisição de máquinas e equipamentos de fabricação nacional. O produto conta com três modalidades de apoio: (i) financiamento à aquisição de máquinas e equipamentos, em que o crédito é concedido ao comprador dos bens (maior parte do apoio); (ii) financiamento à produção de máquinas e equipamentos, em que é fornecido capital de giro para o fabricante dos bens; e (iii) crédito

7 Ao longo do período analisado, houve profundas transformações (digitalização) nos processos do Banco relativos às operações indiretas automáticas. Ao fim do período de análise, as operações do BNDES Finame e o BNDES Automático também já tramitavam de forma automática.

8 Em junho de 2025, a taxa de juros era de 1,73% ao mês.

ao fabricante para a comercialização dos bens.[9] As condições de financiamento (taxa de juros, participação máxima do BNDES e prazos de financiamento) do BNDES Finame variam de acordo com as características do cliente (como porte e setor de atuação) e da operação (temas como meio ambiente e inovação são priorizados, por exemplo). No período entre 2009 e 2015, que compreende quase todo o período da presente análise (2007-2016), esteve em vigor o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), que surgiu como uma resposta anticíclica aos efeitos da crise financeira internacional de 2008. O PSI alterou as condições de financiamento do BNDES Finame, reduzindo substancialmente as taxas de juros outrora praticadas e estabelecendo-lhes valores fixos.

BNDES Automático

O BNDES Automático tem o objetivo de apoiar empresas sediadas no país por meio de empréstimos e financiamentos destinados a projetos de investimento ou a capital de giro isolado. O apoio divide-se em diferentes linhas de financiamento, com condições financeiras específicas para diferentes perfis de cliente e de necessidade de crédito, apresentando condições mais favoráveis para MPMEs e setores prioritários. No caso do apoio a projetos, podem ser financiados investimentos em ativos fixos, bem como projetos de pesquisa, desenvolvimento e inovação. Os recursos costumam ser liberados segundo um cronograma previamente estabelecido.

9 As máquinas e os equipamentos financiados pelo BNDES Finame devem ser novos, de fabricação nacional e credenciados no BNDES, cumprindo determinados critérios, como o índice de nacionalização. Esse índice é parte de uma política de conteúdo local cujo objetivo é direcionar a demanda por bens de capital para os fabricantes nacionais.

BNDES Finem

O BNDES Finem financia projetos de investimento públicos ou privados. Assim como é o caso dos demais produtos do BNDES, as condições de financiamento (taxa de juros, participação do BNDES, prazos e garantias) variam de acordo com porte e análise de risco de crédito do cliente, com a linha de financiamento utilizada na operação e com as características de cada projeto. Ao contrário dos demais produtos analisados, o BNDES Finem estabelece um valor mínimo de financiamento, atualmente de R$ 40 milhões.[10] Esse valor mínimo foi de R$ 10 milhões entre 2008 e 2014 e de R$ 20 milhões entre 2014 e 2016. A existência desse valor mínimo para o apoio direto aumenta o valor médio dos financiamentos, quando comparados com as operações indiretas.

Avaliação: estratégia empírica e resultados

O objetivo desta avaliação é fornecer um panorama geral dos efeitos desses quatro produtos de crédito do BNDES voltados ao apoio a atividades empresariais sobre o investimento e o crescimento das firmas apoiadas. Para cada produto de crédito do BNDES, ano e variável de interesse, o efeito é calculado pela comparação entre as empresas que receberam o apoio e uma amostra de empresas com características semelhantes, mas que não receberam apoio. Essa amostra é entendida como um contrafactual e representa o que seria esperado do comportamento das empresas apoiadas caso não tivessem recebido o apoio.

10 Para alguns tipos de financiamento, como a entes públicos, entidades filantrópicas de saúde, saneamento, inovação e provedores regionais, o valor mínimo de apoio é inferior.

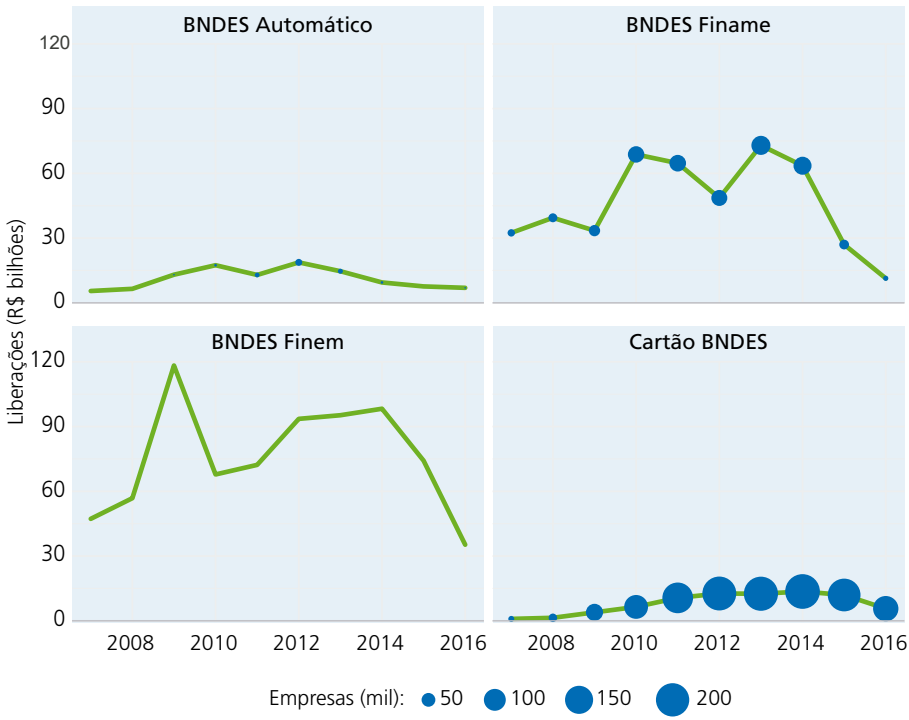
Particularmente, este trabalho se distingue por seu esforço único de avaliar vários produtos de crédito ao mesmo tempo e para vários anos de apoio, cobrindo um período caracterizado pela expansão do crédito do BNDES (2007 a 2016). É importante destacar que este trabalho é pioneiro em gerar uma base de dados que consolida as três principais pesquisas setoriais anuais do IBGE (Pesquisa Industrial Anual – PIA, Pesquisa Anual de Comércio – PAC e Pesquisa Anual de Serviços – PAS), resultando em um conjunto completo de dados empresariais, com informações econômico-financeiras relevantes para a condução da avaliação, que analisa diversas medidas de investimento e crescimento. Essas bases de dados foram cruzadas com dados de liberações de crédito do BNDES no período de 2007 a 2016.

No período coberto por esta avaliação (2007 a 2016), o BNDES desembolsou cerca de R$ 1,7 trilhão para mais de 710 mil empresas distintas.[11] A maior parte das operações foi feita com MPMEs.[12] O produto com maior número de empresas apoiadas, cerca de 520 mil, foi o Cartão BNDES. Já o produto com maior volume desembolsado, cerca de R$ 760 bilhões, foi o BNDES Finem. Em relação ao total apoiado pelo Banco nesse mesmo período, os quatro produtos de crédito representaram 99,8% do total de operações e 82,9% do total de valor liberado.

11 É importante destacar que parte dessa magnitude pode ser explicada devido ao fato de que o BNDES assumiu papel anticíclico na crise financeira internacional de 2008-2009.

12 Até 2009, eram classificadas como MPMEs as empresas com receita operacional bruta (ROB) anual até R$ 60 milhões. A partir de 2009, o BNDES considera MPMEs empresas com ROB anual até R$ 300 milhões.

GRÁFICO 1. LIBERAÇÕES E EMPRESAS ATENDIDAS POR PRODUTO (R$ BILHÕES DE 2016)



Fonte: Elaboração própria.

Para avaliar o impacto dos produtos de crédito do BNDES sobre as empresas, o método do pareamento por escore de propensão foi combinado com a estimação por diferença em diferenças.[13] Foram observadas seis variáveis relacionadas ao investimento e ao crescimento das empresas: investimento, emprego, massa salarial, receita operacional líquida, valor adicionado e produtividade do trabalho. Foram realizadas estimações separadamente para cada ano do período coberto pelos dados, considerando efeitos contemporâneos e com defasagem de até dois anos dos desembolsos.

13 Para isso, foi utilizada a ferramenta MARVim (Grimaldi *et al*., 2018).

Conforme pode ser observado na Tabela 1, a avaliação verificou, de modo geral, efeitos positivos de elevada magnitude no investimento, observados já no ano do apoio (t+0) e nos dois subsequentes (t+1 e t+2). Também foram verificados efeitos sobre o crescimento das empresas, mensurados em termos de emprego, massa salarial e receita operacional líquida. Os efeitos foram calculados, para cada caso, pela comparação entre os valores das firmas que receberam os apoios do BNDES e o cenário contrafactual, isto é, um conjunto de firmas semelhantes, tal como identificado pelo método do pareamento, mas que não receberam nenhum apoio. Os resultados apresentados na Tabela 1 são relativos à média do efeito estimado para cada produto de crédito e para cada variável em todos os anos da análise.

TABELA 1. EFEITOS MÉDIOS ESTIMADOS EM TODO PERÍODO 2008-2016 ENTRE AS FIRMAS TRATADAS E O GRUPO DE CONTROLE (EM %)

Variável	Referência	Cartão BNDES	BNDES Finame	BNDES Automático	BNDES Finem
Investimento	t+0	+101,1%	+247,8%	+128,1%	-
	t+1	+89,3%	+190,1%	+111,5%	-
	t+2	+82,7%	+171,2%	+91,6%	-
Pessoal ocupado (fim do ano)	t+0	+6,4%	+9,8%	+8,7%	+14,5%
	t+1	+6,0%	+8,6%	+6,7%	+16,8%
	t+2	+6,3%	+9,1%	+7,4%	+17,7%
Salários	t+0	+5,2%	+6,7%	+5,3%	-
	t+1	+5,2%	+7,2%	-	-
	t+2	+6,4%	+8,4%	-	+11,6%
Receita operacional líquida	t+0	+5,5%	+8,8%	+6,2%	-
	t+1	+6,2%	+9,6%	+5,8%	+9,2%
	t+2	+6,8%	+10,6%	-	+12,4%
Valor adicionado	t+0	+4,2%	+8,0%	-	-
	t+1	+5,0%	+8,4%	-	-
	t+2	+5,3%	+9,7%	-	-
Produtividade do trabalho	t+0	-	-	-	-
	t+1	-	-	-	-
	t+2	-	-	-	-

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Resultados registrados com traço refletem estimativas sem significância estatística a 10%. O efeito médio do tratamento equivale à média da comparação entre as firmas apoiadas e o cenário contrafactual em todo o período de análise (2008 a 2016). Os dados referentes ao ano de 2007 foram utilizados como base de comparação para as estimações de 2008.

Na comparação entre produtos, observa-se que os efeitos estimados apresentaram maior magnitude nos instrumentos relacionados à aquisição de bens e serviços, isto é, Cartão BNDES e BNDES Finame. Nesses produtos, verificam-se impactos positivos no ano do apoio em: investimento (entre 26% e 176% para o Cartão BNDES e entre 62% e 458% para o BNDES Finame), pessoal ocupado (entre 4,2% e 9,1% para o Cartão BNDES e entre 7,3% e 13,1% para o BNDES Finame), salários (entre 2,7% e 7,5% para o Cartão BNDES e entre 5,2% e 8,9% para o BNDES Finame), receita operacional líquida (entre 4% e 7,4% para o Cartão BNDES e entre 7,3% e 10,6% para o BNDES Finame) e valor adicionado (entre 2,5% e 6,5% para o Cartão BNDES e entre 6,2% e 11,2% para o BNDES Finame). Esses efeitos se mantiveram nos dois anos seguintes ao apoio. Os resultados são compatíveis com o fato de que esses instrumentos contribuem para aliviar problemas de restrição de crédito, mais comuns nas MPMEs, grupo majoritário entre os clientes desses produtos.

Os resultados observados para os produtos voltados ao apoio a projetos de investimento, BNDES Automático e BNDES Finem, tiveram estimativas na direção esperada, embora nem sempre com significância estatística, o que, em alguma medida, dificulta a interpretação de um padrão de efeitos. Destaca-se que ambos apresentam elevada heterogeneidade dos apoios passíveis de financiamento, bem como que seus projetos apresentam maior tempo de execução e de consolidação de seus efeitos.

Conclusão

Esta avaliação verificou, de modo geral, efeitos positivos de elevada magnitude no investimento das firmas que contrataram esses produtos com o BNDES, observados já no ano do apoio. Também foram percebidos efeitos sobre o crescimento das empresas, mensurados em termos de emprego, massa salarial

e receita operacional líquida. Os resultados obtidos corroboram a literatura existente de avaliações de impacto sobre o apoio BNDES via crédito a empresas nas mesmas variáveis e para os mesmos produtos financeiros aqui considerados, as quais tendem a encontrar efeitos positivos sobre investimento, emprego e receita.[14] Também em consonância com as evidências mapeadas, foram observados efeitos não significativos para a produtividade do trabalho. Por fim, este artigo é pioneiro em verificar efeitos positivos do BNDES Automático sobre o crescimento das empresas, além de ser a primeira avaliação dos efeitos isolados do BNDES Finem.

Referências

BARBOZA, R.; PESSOA, S.; ROITMAN, F.; RIBEIRO, E. P. O que aprendemos sobre os bancos nacionais de desenvolvimento? Evidências do Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 43, n. 3, p. 646-669, 2023. Disponível em: https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3467. Acesso em: 17 jun. 2025.

BCB – Banco Central do Brasil. *Sistema de Informações de Crédito* (SCR). Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/scr. Acesso em: 27 jan. 2025.

BORÇA JUNIOR, G. R.; FALEIROS, J. P. M.; ZYLBERBERG, R. S. O modelo indireto do BNDES: benefícios, diagnóstico e perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 27, n. 53, p. 53-88, 2020. Disponível em: http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/20343. Acesso em: 17 jun. 2025.

GRIMALDI, D. D. S.; PINTO, A. D. R.; ALBUQUERQUE, B. E.; BUCHBINDER, F.; PEREIRA, J. P. D. O.; NASCIMENTO, L. O. D.; MARTINI, R. A. *Uma solução automatizada para avaliações quantitativas de impacto: primeiros resultados do MARVIm*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2018. (Textos para Discussão, n. 128). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15800. Acesso em: 17 jun. 2025.

14 Um resumo aprofundado dessa literatura foi elaborado por Barboza e outros (2023).

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Pesquisa Anual de Comércio. 2007-2016. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/comercio/9075-pesquisa-anual-de-comercio.html. Acesso em: 24 jun. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Pesquisa Anual de Serviços. 2007-2016. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/populacao/9028-pesquisa-anual-de-servicos.html. Acesso em: 24 jun. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Pesquisa Industrial Anual – Empresa. 2007-2016. https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/industria/9042-pesquisa-industrial-anual.html. Acesso em: 24 jun. 2025.

MARTINI, R. A.; MACIEL, F. G.; NEVES, B. C.; MACHADO, L. *Financiamento ao investimento e crescimento das empresas*: uma avaliação panorâmica dos produtos de crédito do BNDES. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2025. (Relatório de avaliação de efetividade, v. 7, n. 19). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/26227. Acesso em: 17 jun. 2025.

O papel do BNDES e o financiamento de longo prazo no Brasil

52/2025

Introdução

O financiamento de longo prazo ocupa posição estratégica no desenvolvimento socioeconômico de qualquer país. Ele viabiliza investimentos em infraestrutura, inovação, energia, habitação e em setores produtivos com impacto duradouro na competitividade e na geração de emprego e renda. No Brasil, esse tipo de financiamento é altamente concentrado e ainda depende fortemente da atuação de instituições públicas, com destaque para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Este Estudo especial visa discutir o contexto atual do financiamento de longo prazo no país, com foco no papel do BNDES.

Posicionamento do BNDES no mercado de crédito

Ao longo dos últimos anos, é possível perceber a forte queda de participação das operações do BNDES em relação ao mercado de crédito total no Brasil. O Gráfico 1a mostra que, ao final de 2015, o BNDES respondia por 21% do estoque de financiamentos bancários totais (11,3% do PIB). Em abril de 2025, esse valor havia se reduzido em 13 pontos percentuais, atingindo 8,0% (4,4% do PIB). Olhando para o crédito a pessoas jurídicas (PJ), essa participação sai de 37% para 17,6% (Gráfico 1b).

GRÁFICO 1a. ESTOQUE BNDES/CRÉDITO TOTAL (%)

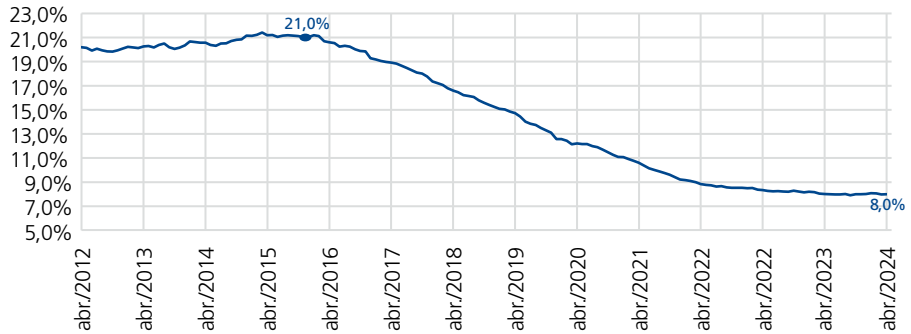
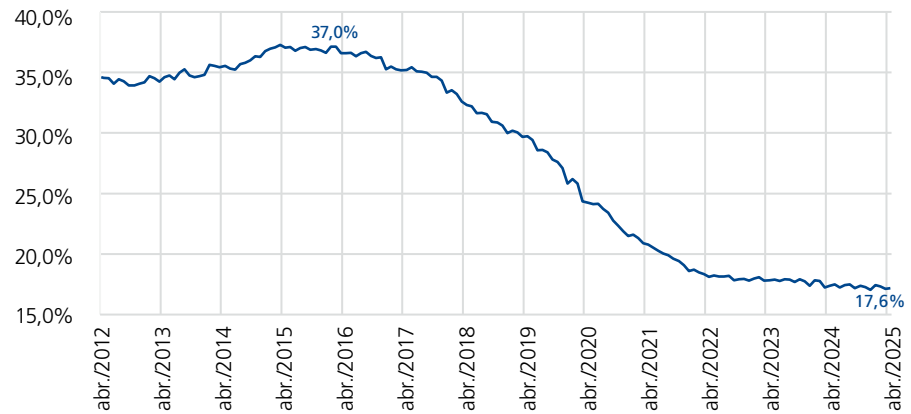


GRÁFICO 1b. ESTOQUE BNDES PJ/CRÉDITO PJ (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB).

Para se ter uma ideia da magnitude dessa redução, o Gráfico 2a mostra, a preços constantes, a evolução do saldo da carteira de crédito do BNDES registrada no Sistema Financeiro Nacional (SFN). Ao fim de 2014, o estoque de crédito do BNDES, a preços de abril de 2025, atingiu R$ 1.144 bilhões. Já no fim de abril de 2025, o montante total era de R$ 527 bilhões, o que equivale a uma contração acumulada de 54% em termos reais durante todo esse período (Gráfico 2b).

GRÁFICO 2a. CARTEIRA DE CRÉDITO DO BNDES (EM R$ BILHÕES A PREÇOS DE ABRIL/2025)

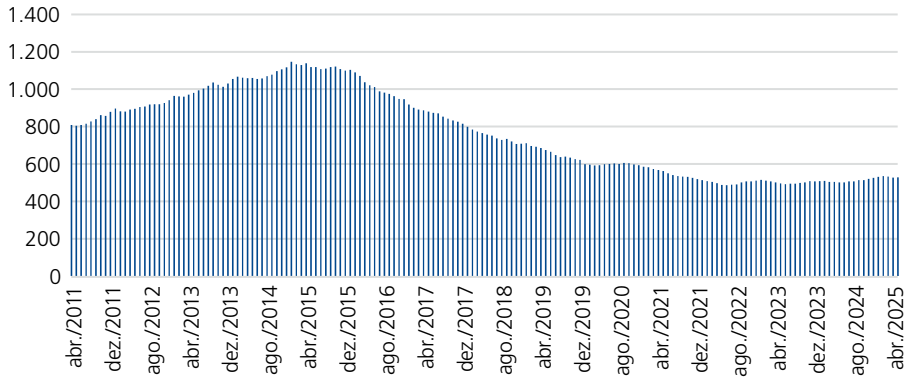
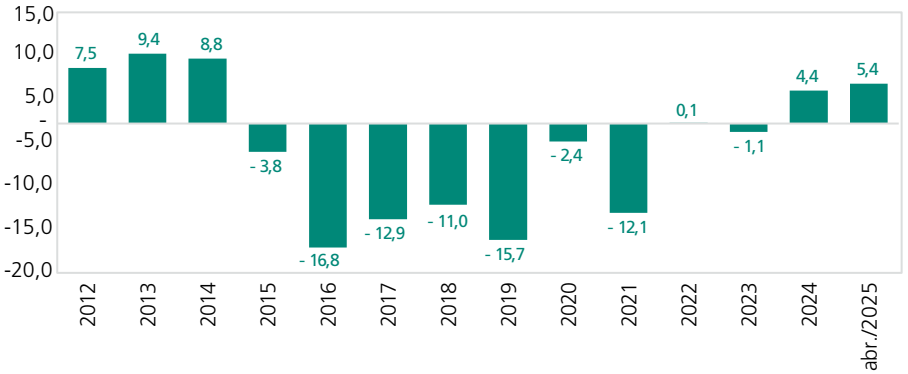


GRÁFICO 2b. CARTEIRA DE CRÉDITO DO BNDES (VAR. % REAL A.A.)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB).

Sob a ótica do fluxo, a participação do BNDES nas novas concessões de crédito do SFN passou de 5,7%, em 2013 (3,4% do PIB), para apenas 1,4%, em abril de 2025, ou 0,9% do PIB (Gráficos 3a e 3b). Essa característica reflete o perfil de maturação de suas operações, que, por serem majoritariamente de longo prazo, mantêm maior representatividade no estoque do que nas concessões.

GRÁFICO 3a. CONCESSÕES BNDES/CONCESSÕES TOTAIS (%)

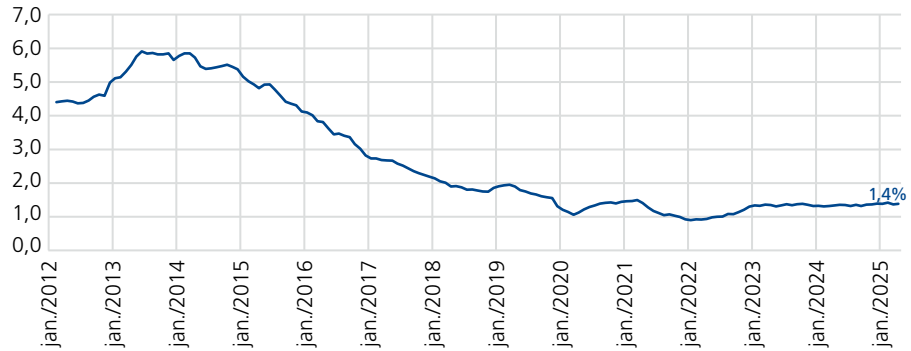
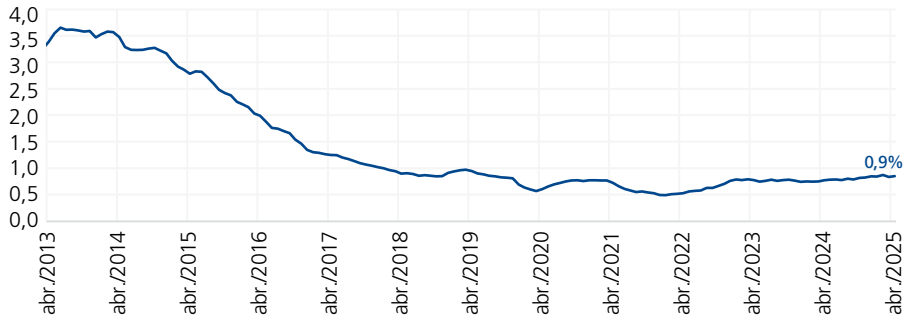


GRÁFICO 3b. CONCESSÕES BNDES/PIB (EM %)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB).

Mercado de crédito de longo prazo

A redução da participação do BNDES no crédito total – de 21%, em 2015, para cerca de 8%, em 2025 – reflete uma mudança relevante no arcabouço institucional e nas diretrizes de política econômica, particularmente com a substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) pela Taxa de Longo

Prazo (TLP), em vigor desde 2018. Essa reformulação buscou alinhar o custo do crédito do BNDES às taxas praticadas no mercado, com o objetivo tanto de estimular a atuação do setor privado no financiamento de longo prazo, quanto de tornar a atuação do BNDES mais alinhada aos ciclos de política monetária.

Contudo, na prática, a capacidade do setor privado de preencher esse espaço tem se mostrado limitada. Projetos de longa maturação, como os das áreas de infraestrutura, transição energética e inovação, envolvem riscos financeiros, regulatórios e institucionais significativos. Esses empreendimentos exigem fontes de financiamento estáveis, previsíveis e com rendimentos adequados ao perfil do investimento – características que nem sempre são plenamente oferecidas pelos instrumentos privados disponíveis no Brasil.

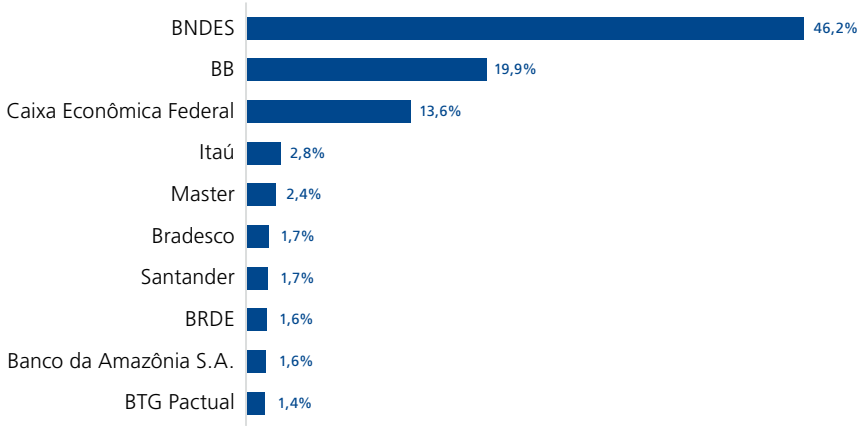
Historicamente, a ausência de mercados de crédito e de capitais suficientemente desenvolvidos para atender a essas demandas levou o país a adotar mecanismos de "poupança forçada" como estratégia para financiar seu desenvolvimento. Desde os anos 1960, recursos do FGTS têm sido utilizados para financiar infraestrutura urbana e habitação. Já os fundos do PIS-Pasep e, posteriormente, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) passaram a compor o *funding* do BNDES a partir dos anos 1970, permitindo o apoio a projetos estratégicos voltados à geração de emprego e à modernização produtiva.

Nesse modelo, os bancos públicos assumem uma função complementar e estratégica em relação ao setor privado. Seus recursos são tradicionalmente direcionados para projetos com elevado impacto social e econômico, com forte presença de externalidades positivas e efeitos de transbordamento sobre o restante da economia – segmentos que, por seu risco, maturação ou retorno diferido, tendem a ser menos atendidos pelos bancos comerciais privados. Estes, por sua vez, concentram-se majoritariamente em operações de curto prazo, como crédito pessoal e capital de giro às empresas, com maior liquidez e menor exposição.

De acordo com dados do BCB[1] com data base de dezembro de 2024, o saldo da carteira de crédito de pessoas jurídicas no SFN era da ordem de R$ 3 trilhões. Desse montante, pouco mais de R$ 367 bilhões (ou seja, apenas 12%) tinha prazo a vencer acima de cinco anos. Tais recursos, que podem ser caracterizados como de longo prazo, concentravam-se, particularmente, em bancos públicos (BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica), que respondiam por 85% do mercado.

O Gráfico 4 mostra a participação das dez maiores instituições financeiras cuja carteira de crédito às empresas tem saldo a vencer acima de cinco anos. Essa amostra é responsável por 93% do total. O BNDES responde por quase 46,2% desses recursos, seguido de Banco do Brasil (19,9%) e Caixa Econômica Federal (13,6%). Os principais bancos privados (entre os 10 maiores) respondem por apenas 10% do crédito de longo prazo do país.

GRÁFICO 4. CRÉDITO CORPORATIVO (PJ) COM SALDO A VENCER ACIMA DE CINCO ANOS – POSIÇÃO DO 4T/2024 (EM %)

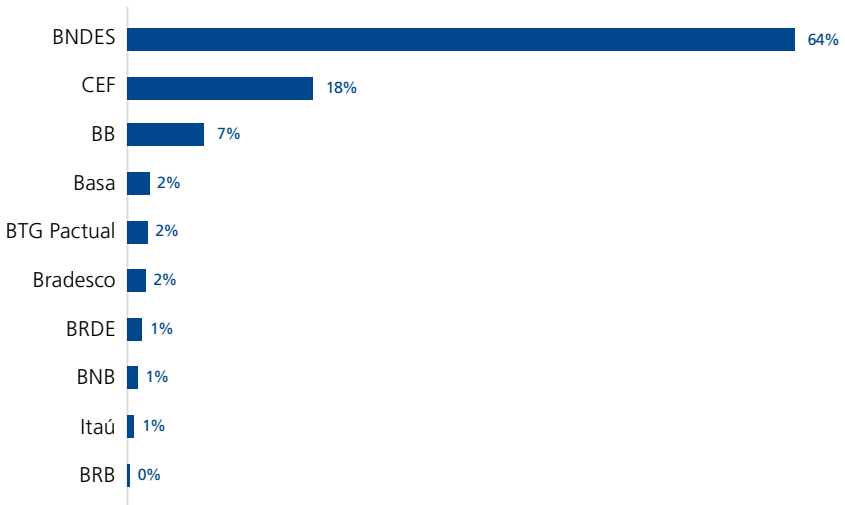


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IF. data do Banco Central do Brasil (BCB).

1 Disponíveis em: https://www3.bcb.gov.br/ifdata/.

Essas informações podem ser ainda mais detalhadas. Do saldo total da carteira de crédito da economia a vencer acima de cinco anos, pode-se separar o que se destina à rubrica "Financiamento da infraestrutura e desenvolvimento", que atinge o valor total de aproximadamente R$ 256 bilhões, e o que se destina às demais rubricas. O Gráfico 5 apresenta a participação naquela modalidade de financiamento das dez maiores instituições financeiras cuja carteira de crédito às empresas tem saldo a vencer acima de cinco anos. Em conjunto, tais instituições respondem por 99% dos recursos destinados a essa rubrica. O BNDES, em função da estabilidade de seu *funding* advindo dos recursos do FAT, responde por quase R$ 165 bilhões, o que corresponde a 64% do total. Ao se somar às demais instituições públicas, incluindo Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Nordeste (BNB), Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE), Banco da Amazônia (Basa) e Banco de Brasília (BRB), chega-se a 95% de tais operações.

GRÁFICO 5. CRÉDITO CORPORATIVO (PJ) COM SALDO A VENCER ACIMA DE CINCO ANOS DESTINADO À INFRAESTRUTURA E DESENVOLVIMENTO – POSIÇÃO DO 4T/2024 (EM %)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IF. data do Banco Central do Brasil (BCB).

As debêntures de infraestrutura

Um instrumento que vem ganhando relevância nos últimos anos no financiamento de longo prazo no Brasil são as debêntures incentivadas, instituídas pela Lei 12.431, de 2011. Criadas com o objetivo de estimular o investimento privado em projetos de infraestrutura, essas debêntures se destacam por oferecerem incentivos fiscais, especialmente a isenção de imposto de renda para pessoas físicas que adquirem esses títulos.

Desde a primeira emissão, em 2012, o mercado dessas debêntures cresceu de forma expressiva. No ano de 2024, o volume total emitido exclusivamente para projetos de infraestrutura, conforme os critérios estabelecidos no art. 2º da Lei 12.431, alcançou cerca de R$ 133 bilhões (Gráfico 6a). Uma característica das debêntures incentivadas é seu diferencial de prazo médio, geralmente bem superior aos dos instrumentos bancários tradicionais (Gráfico 6b).

GRÁFICO 6a. EMISSÕES DEBÊNTURES INCENTIVADAS INFRAESTRUTURA (R$ BILHÕES)

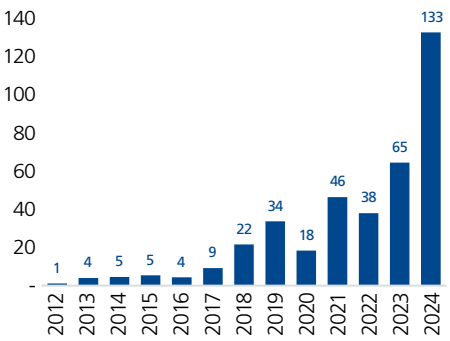
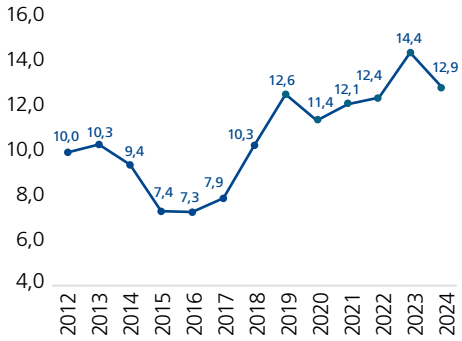


GRÁFICO 6b. PRAZO MÉDIO (EM ANOS)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Boletim de Mercado de Capitais da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

Contudo, vale destacar que o BNDES é um agente importante para o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico. Nos últimos três anos, o BNDES participou de cerca de 20% do volume emitido em debêntures incentivadas (Gráfico 7b), atuando como investidor direto, estruturador e garantidor de emissões. Dessa forma, contribui não apenas para o sucesso na atração de investidores, por meio da prestação de garantia firme, mas também para ancorar as emissões e dar liquidez ao mercado. Assim, a presença do BNDES no mercado de capitais oferece maior segurança para que outros *players* também participem das operações, alavancando, dessa forma, o mercado como um todo.

GRÁFICO 7a. APROVAÇÕES BNDES DESTINADAS A DEBÊNTURES INFRAESTRUTURA (R$ BILHÕES)

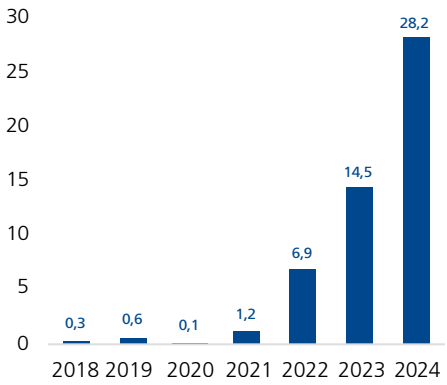
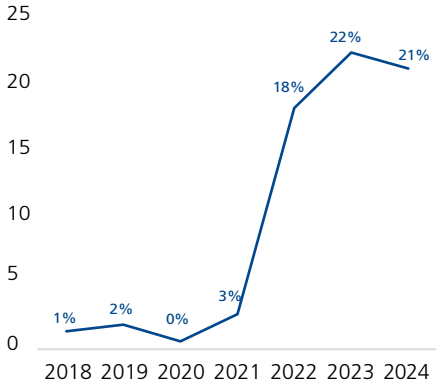


GRÁFICO 7b. PARTICIPAÇÃO DO BNDES NAS DEBÊNTURES INFRAESTRUTURA (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Boletim de Mercado de Capitais da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e dados internos do BNDES.

Conclusão

Apesar da redução no saldo das operações de financiamento e no fluxo de novas concessões relativas ao mercado de crédito, o BNDES segue como a principal fonte de financiamento bancário de longo prazo no Brasil. Ao fim de 2024, o BNDES detinha quase 50% da carteira de crédito corporativo com vencimento superior a cinco anos, e respondia por 64% do financiamento bancário à infraestrutura nacional.

O crescimento do mercado de debêntures incentivadas representa um avanço importante, sinalizando a ampliação das fontes de financiamento via mercado de capitais. Mesmo nesse segmento, a presença do BNDES continua sendo fundamental para viabilizar, dar liquidez e estruturar as operações, alavancando investidores privados.

Diante das necessidades crescentes de investimento em infraestrutura, o sistema financeiro brasileiro – público e privado – precisa atuar de forma complementar, somando forças ao mercado de capitais. O acesso a fontes estáveis e de longo prazo será essencial para impulsionar o desenvolvimento sustentável, aumentar a competitividade e gerar impactos sociais e econômicos positivos para o país.

Perspectiva histórica das fontes de *funding* do BNDES

53/2025

Desde sua criação em 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem sido o principal financiador do desenvolvimento brasileiro, ocupando um espaço central na economia do país. Para exercer esse papel, contudo, é indispensável a presença de fontes estáveis de recursos que lhe permitam alavancar o crescimento e promover a inovação e a mudança estrutural.

Não obstante o papel central que o BNDES exerceu e a relevância do acesso a fontes estáveis de recursos para a sua atuação, a evolução do passivo[1] do Banco sofreu uma série de alterações durante sua história, tanto em termos de composição quanto de tamanho.

Este *Estudo especial do BNDES* busca, então, investigar a evolução histórica do *funding* do Banco, desde sua criação até os tempos recentes, destacando as mudanças fundamentais ocorridas não apenas nas fontes que o compõem, mas também na sua relevância em comparação ao PIB brasileiro.

Primeira etapa (1952-1973)

A etapa inicial da história do BNDES (então BNDE)[2] foi marcada pela presença do Fundo de Reaparelhamento Econômico (FRE) como fonte fundamental de *funding* do Banco. Criado pela Lei 1.628/1952, a mesma que instituiu o BNDE, o FRE foi formado inicialmente pela cobrança de um adicional restituível de 15% sobre o imposto de renda (IR). Tal fundo consistiu na principal fonte de recursos do BNDES até 1964, quando o adicional foi revogado. Para o biênio 1965/1966, foi instituído pela Lei 4.506/1964 um repasse ao FRE de 20% do

1 "Passivo" será usado neste estudo em sentido amplo, conjugando tanto o passivo propriamente dito quanto o patrimônio líquido.

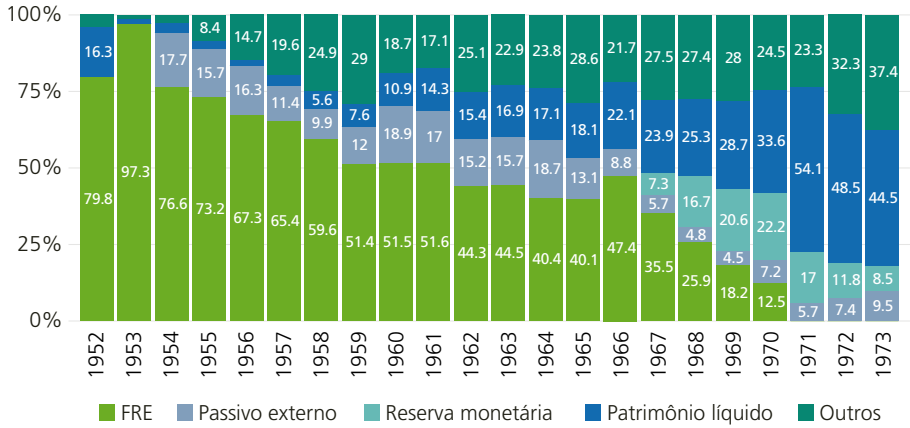
2 O "S" na sigla só seria adicionado em 1982, com o Decreto-Lei 1940, que instituiu o Fundo de Investimento Social (Finsocial).

imposto de renda arrecadado a cada exercício (Brasil, 1964). Porém, tal valor foi substituído, exclusivamente para o exercício de 1967, por novo adicional, agora de 10%, sobre o IR.

Durante o período, também foram relevantes as entradas de recursos externos, em especial aqueles provenientes da cooperação com entidades internacionais e dos Acordos do Trigo, iniciados em 1955, segundo os quais o governo dos Estados Unidos destinaria para o BNDE parte dos recursos provenientes da venda de produtos agrícolas norte-americanos para o Brasil (BNDE, 1964).

A partir de 1968, com o fim dos repasses do imposto de renda para o FRE, o Banco passou por uma fase de instabilidade nas suas fontes de recursos que perduraria até 1974 (Prochnik *et al.*, 1995). A ausência dessa fonte, entretanto, foi parcialmente compensada pelo repasse de parte da reserva monetária mantida no Banco Central, constituída pela arrecadação do recém-criado imposto sobre operações financeiras (IOF). Além disso, nesse período, ganhou importância o repasse de recursos orçamentários pelo governo, que chegou a constituir 11,1% do passivo do Banco em 1970, bem como o ingresso de recursos vinculados a setores ou projetos específicos, como o Fundo da Marinha Mercante e a FINAME (Prochnik, 1995), e o aumento dos recursos internos do Banco, especialmente em 1971, quando a FINAME deixou de ser uma autarquia e passou a ser uma empresa pública com capital pertencente em sua totalidade ao BNDE (Brasil, 1971).

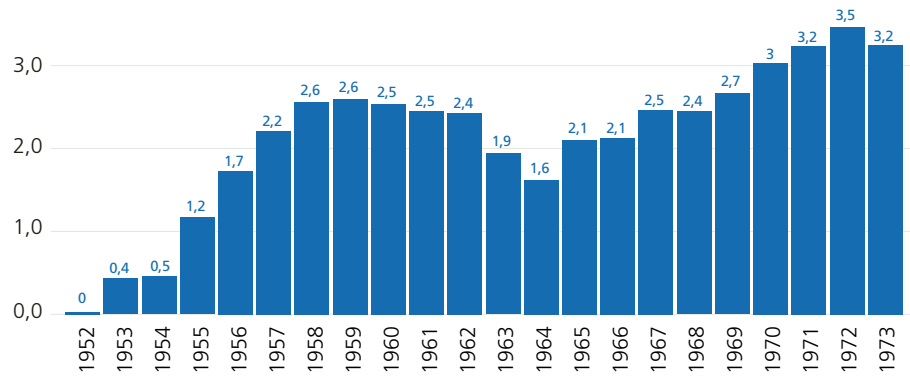
GRÁFICO 1. COMPOSIÇÃO DO PASSIVO DO BNDES – 1952-1973 (%)



Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do BNDES.

Quanto à participação do passivo do Banco em relação ao PIB, podemos ver uma relação com os ciclos político-econômicos do país, com uma forte expansão durante os primeiros anos de consolidação do Banco e nos anos do Plano de Metas, seguida de uma retração nos anos de estagnação da primeira metade da década de 1960 e de um novo período de crescimento nos anos do chamado "milagre econômico", entre 1968 e 1973, chegando a um patamar superior a 3% do PIB, conforme pode ser visto no Gráfico 2.

GRÁFICO 2. PASSIVO DO BNDES EM PROPORÇÃO DO PIB – 1952-1973 (%)



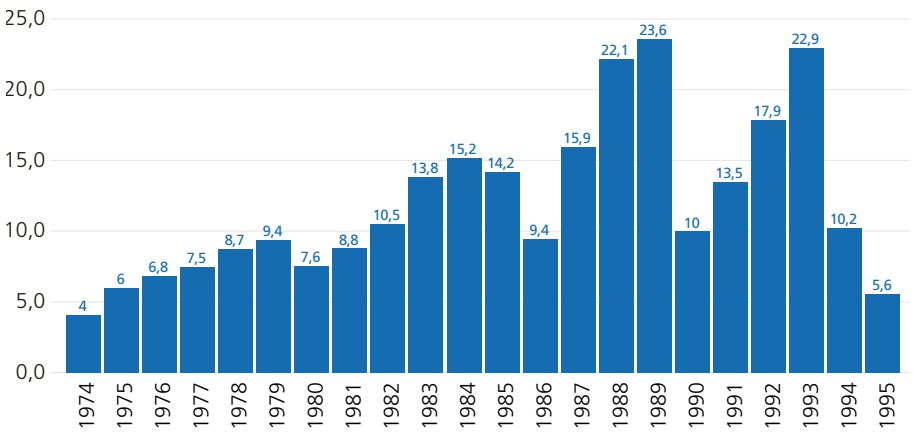
Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do BNDES.

Segunda etapa (1974-1995):

A partir de 1974, o BNDE tornou-se o administrador dos recursos arrecadados pelas contribuições ao Programa de Integração Social (PIS) e ao Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep), ambos criados em 1970. Com isso, o Banco teve acesso a uma fonte estável de recursos, o que foi crucial para o processo robusto de expansão de seu passivo em relação ao PIB nos anos seguintes, passando de 3,25%, em 1974, para 9,4%, em 1979, contando também com a forte expansão da demanda por financiamento advinda dos investimentos do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND).

Durante a crise externa e os anos de alta inflação e baixo crescimento da década de 1980, a tendência de evolução do passivo do Banco em relação ao PIB ficou menos clara, devido à aceleração inflacionária, que tornou muito volátil a medição tanto do numerador (o passivo) quanto do denominador (o PIB). Apesar disso, após o controle da inflação, a partir de 1995, o passivo do BNDES estabilizou-se em 5,5% do PIB, patamar bastante inferior àquele aferido em 1979, ao fim do II PND, conforme visto no Gráfico 3.

GRÁFICO 3. PASSIVO DO BNDES EM PROPORÇÃO DO PIB – 1974-1995 (%)

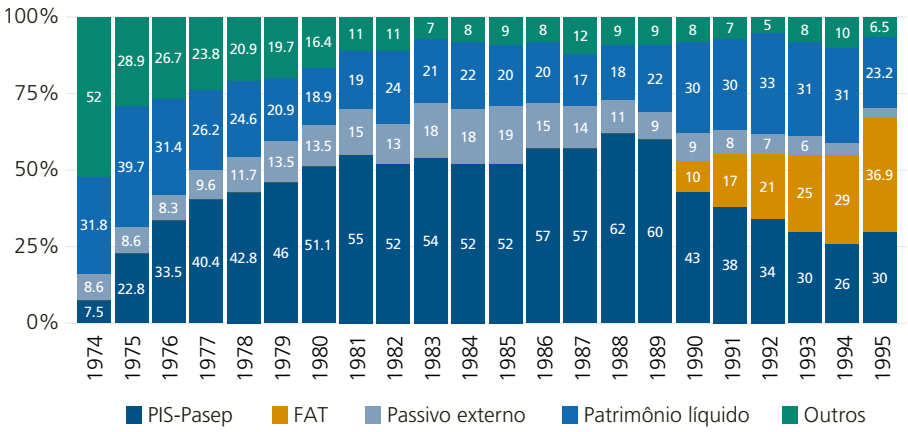


Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do BNDES.

Apesar desse enxugamento, o *funding* do Banco passou por uma série de transformações estruturais importantes nesse período de instabilidade, sendo uma delas a instituição do Fundo de Investimento Social (Finsocial), administrado pelo BNDES, cujos recursos derivavam da arrecadação de contribuição social sobre empresas, o que culminou na adição de "Social" na denominação do Banco, tornando-o, por fim, BNDES, em 1982 (Brasil, 1982).

Contudo, a mais importante mudança no *funding* do BNDES no período veio com a Constituição de 1988. Por meio de seu artigo 239, ficou definido que os recursos arrecadados pelo PIS e pelo Pasep custeariam os programas de abono salarial e seguro-desemprego, bem como que pelo menos 40% desses recursos seriam destinados a programas de desenvolvimento econômico por meio de repasses ao BNDES. Assim, a entrada dos recursos da arrecadação do PIS-Pasep no Banco passou a ser vinculada constitucionalmente, consolidando ainda mais a estabilidade do seu *funding* (Santos, 2006; Tinoco; Borça Jr.; Macedo, 2018). Formalmente, entretanto, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), constituído pelo produto das arrecadações para o PIS e o Pasep, foi instituído apenas em 1990 pela Lei 7.998, substituindo gradualmente o fundo original do PIS-Pasep como principal fonte de recursos para o Banco, até suplantá-lo em 1995.

GRÁFICO 4. COMPOSIÇÃO DO PASSIVO DO BNDES – 1974-1995 (%)

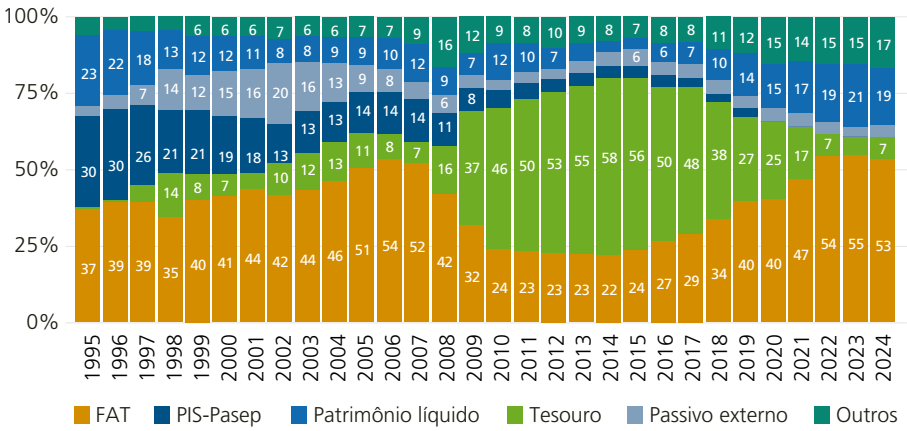


Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do BNDES.

Terceira etapa (1995-2024)

Nos primeiros anos dessa nova fase, até 2007, o FAT consolidou-se como principal fonte de *funding* do Banco, chegando a constituir 53,8% do total do passivo em 2006, substituindo gradualmente o fundo original do PIS-Pasep. Esse crescimento foi possibilitado pelo comportamento das contas do FAT, superavitárias durante todo o período entre 1995 e 2008, na esteira do aumento na arrecadação do PIS-Pasep (Tinoco; Borça Jr.; Macedo, 2018). As obrigações externas também tiveram papel relevante nesse primeiro período, chegando a compor cerca de 20% do passivo total do Banco em 2002, mas tendo sua participação reduzida gradualmente nos anos subsequentes (Giambiagi; Borça Jr.; Magalhães, 2024), conforme o Gráfico 5.

GRÁFICO 5. COMPOSIÇÃO DO PASSIVO DO BNDES – 1995-2024 (%)



Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do BNDES.

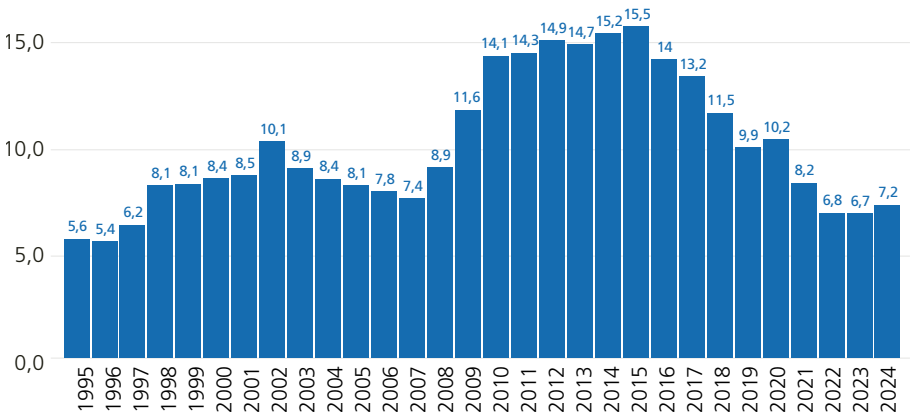
Após a crise de 2008, o BNDES, a exemplo de outros bancos públicos, foi chamado a desempenhar um papel anticíclico, de modo a mitigar os efeitos da crise externa sobre a economia brasileira. Com a insuficiência do FAT diante da demanda por recursos do BNDES, o Tesouro Nacional iniciou uma política de sucessivos empréstimos ao Banco, que somaram, entre 2008 e 2014, R$ 441 bilhões em termos nominais (Giambiagi; Borça Jr.; Magalhães, 2024).

Considerando o tamanho do BNDES, essa política duplicou seu passivo como proporção do PIB, de 7,45% em 2007 para 15,5% em 2015. Em relação à composição do *funding* do Banco, os empréstimos do Tesouro suplantaram o FAT como seu principal componente, chegando a constituir 57,7% do total do passivo em 2014.

No entanto, com a emergência da crise econômica iniciada em 2015, o governo adotou uma série de medidas de ajuste fiscal, como a interrupção da política de empréstimos ao BNDES e, nos anos subsequentes, a política de liquidações antecipadas da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional. A política de devolução acelerada dos recursos do Tesouro Nacional tornou-se possível devido à queda na demanda pelos desembolsos do BNDES ocasionada pela crise econômica, o que tornou um grande volume de recursos disponível no caixa do Banco (Tinoco; Borça Jr.; Macedo, 2018).

Em termos de *funding*, a rápida devolução dos recursos ao Tesouro Nacional fez com que, a partir de 2019, o FAT retomasse seu papel como principal fonte de recursos do BNDES. Em relação ao seu tamanho, o Banco iniciou um período de rápido enxugamento, no qual seu passivo passou de um auge de 15,5% do PIB, em 2015, para 6,7%, em 2023, o menor valor desde 1997. No ano de 2024, por fim, o passivo do BNDES atingiu 7,2% em relação ao PIB, marcando um ligeiro aumento de seu tamanho, embora de magnitude e duração ainda insuficientes para configurar qualquer tendência.

GRÁFICO 6. PASSIVO DO BNDES EM PROPORÇÃO AO PIB – 1995-2024 (%)



Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do BNDES.

Conclusões

Ao tratar do *funding*, podemos dividir a história do Banco em alguns períodos, de acordo com a fonte central que o compõe: (i) a fase inicial do BNDES, da sua criação até 1973, é marcada pela presença do FRE como principal componente, seguida de um breve período sem uma fonte central, o que fez com que as necessidades de recursos do Banco fossem supridas por variadas rubricas; (ii) a segunda fase, que vai de 1974 até a estabilização econômica, em 1995, em que o BNDES passou a ser o administrador dos recursos arrecadados pelo PIS e pelo Pasep, os quais se tornaram sua principal fonte de recursos nos anos subsequentes; e (iii) o período mais recente, a partir de 1995, em que o FAT, criado em 1990, suplantou o fundo original do PIS-Pasep, tornando-se o principal componente do passivo do Banco, intercalado por um período em que os empréstimos do Tesouro – em um momento de atuação anticíclica do Banco após a crise de 2008 – foram o componente mais importante no passivo do BNDES.

O tamanho do passivo do Banco em proporção ao PIB, por sua vez, parece responder mais aos ciclos político-econômicos. Nos momentos iniciais de consolidação e execução do Plano de Metas, houve uma tendência de crescimento, sucedida por uma leve retração no período de estagnação e, posteriormente, por uma nova expansão no período de crescimento econômico acelerado ao fim dos anos 1960 e início dos anos 1970 e, principalmente, no período do II PND. Com a crise dos anos 1980, a aceleração inflacionária tornou mais difícil o apontamento de uma tendência clara na evolução do tamanho do Banco. Porém, em 1995, ele se estabilizou com valores inferiores àqueles de antes da crise. Na fase final, pós-estabilização, observa-se um leve aumento do tamanho do Banco até 2007, seguido de um crescimento acelerado no pós-crise de 2008, bem como de uma retração igualmente acelerada na esteira da crise iniciada em 2015 e da devolução dos recursos ao Tesouro Nacional. Por fim, o ano de 2024 apresentou um leve crescimento do passivo do BNDES em relação ao PIB, processo cujas extensão e duração são ainda incertas.

Referências

BNDE – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Acordos de cooperação financeira firmados pelo BNDE no exterior. *Revista do BNDE*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 3, p. 199-208, set. 1964. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/12201?&locale=pt_BR. Acesso em: 11 jul. 2025.

BRASIL. Lei 1.628, de 20 de junho de 1952. Dispõe sôbre a restituição dos adicionais criados pelo art. 3º da Lei nº 1.474, de 26 de novembro de 1951, e fixa a respectiva bonificação; autoriza a emissão de obrigações da Dívida Pública Federal; cria o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; abre crédito especial e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Rio de Janeiro, 20 jun. 1952. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1950-1969/l1628.htm. Acesso em: 11 jul. 2025.

BRASIL. Lei 4.506, de 30 de novembro de 1964. Dispõe sôbre o impôsto que recai sôbre as rendas e proventos de qualquer natureza. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 30 nov. 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4506.htm. Acesso em: 11 jul. 2025.

BRASIL. Lei 5.662, de 21 de junho de 1971. Enquadra o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE) na categoria de emprêsa pública, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 21 jun. 1971. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5662.htm. Acesso em: 11 jul. 2025.

BRASIL. Decreto-lei 1940, de 25 de maio de 1982. Institui contribuição social, cria o Fundo de Investimento Social (FINSOCIAL) e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 18 jul. 1982. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del1940.htm. Acesso em: 18 jul. 2025.

GIAMBIAGI, F.; BORÇA JR, G.; MAGALHÃES, L. *Três décadas – o BNDES depois da estabilização*: 1994-2023. Rio de Janeiro: BNDES, 2024. (Textos para discussão, n. 163). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/25788. Acesso em: 22 jul. 2025.

PROCHNIK, M. Fonte de recursos do BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p. 143-180, dez. 1995. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11928?&locale=pt_BR. Acesso em: 11 jul. 2025.

SANTOS, V. M. Por dentro do FAT. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, p. 3-14, 2006. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/922?&locale=pt_BR. Acesso em: 11 jul. 2025.

TINOCO, G.; BORÇA JR., G.; MACEDO, H. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): breve histórico, condições atuais e perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 25, n. 50, p. 139-202, dez. 2018. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/16860. Acesso em: 11 jul. 2025.

Riscos mundiais de curto e longo prazos: 2022 a 2025

54/2025

Os últimos anos têm sido de grandes transformações mundiais, com mudanças expressivas nas percepções de riscos. Na dimensão econômica, o processo de recuperação da pandemia de Covid-19 foi acompanhado por riscos elevados associados à inflação. Na esfera tecnológica, tem-se os avanços em inteligência artificial e o aumento da propagação de conteúdo falso nas redes sociais; no âmbito social, chama atenção a polarização; na geopolítica, destacam-se o conflito Rússia-Ucrânia (Otan) e os conflitos no Oriente Médio; e, na dimensão ambiental, o próprio planeta é motivo de alerta, diante do aumento da temperatura global e da maior ocorrência de eventos climáticos extremos.

O *Global Risks Report* (GRR), produzido pelo Fórum Econômico Mundial (World Economic Forum – WEF), tem se consolidado como grande referência mundial em mapeamento das percepções de risco. A publicação define um risco mundial como a possibilidade de ocorrência de um evento (ou situação) com impacto negativo considerável no produto interno bruto (PIB), na população ou nos recursos naturais mundiais.

Este *Estudo especial do BNDES* analisa as mudanças nas percepções dos riscos mundiais de 2022 a 2025. Para tanto, tem como referência os GRR de 2023, 2024 e 2025 (WEF, 2023; 2024; 2025), cada um analisando os resultados de pesquisas realizadas no segundo semestre do ano que lhe antecede, com intuito de avaliar tanto os riscos correntes de curto prazo, dois anos à frente, quanto os de longo prazo, no horizonte de dez anos. Para fins de análise, foram considerados apenas os dez maiores riscos nos horizontes de curto e longo prazo que tenham aparecido em uma ou mais das três pesquisas mencionadas.

Metodologia

A mensuração dos riscos no GRR é feita a partir da pesquisa Global Risks Perceptions Survey (GRPS), com mais de 900 especialistas de diferentes países, envolvendo membros de universidades, empresas, governos, organizações internacionais e sociedade civil. A avaliação acontece anualmente, e as respostas são coletadas entre o fim do terceiro e o início do quarto trimestre, sendo os resultados divulgados em janeiro do ano seguinte no GRR. O GRR 2025, por exemplo, tem como referência o GRPS 2024-2025, feito entre 2 de setembro e 18 de outubro de 2024.

Desde o primeiro levantamento (GRR 2006), a metodologia da pesquisa tem sido aperfeiçoada, de modo a incorporar novas formas de analisar riscos. Nos últimos anos, os respondentes analisaram os graus de severidade dos riscos mundiais nos horizontes de um, dois e dez anos.[1]

Os GRR 2023, 2024 e 2025 relacionam, respectivamente, 32, 34 e 33 riscos mundiais, agrupados em cinco categorias: social, tecnológico, geopolítico, ambiental e econômico. Para cada risco, os respondentes classificaram suas percepções sobre a severidade do seu impacto, em uma escala de 1 (baixa severidade) a 7 (alta severidade). O resultado corresponde à média simples das respostas.

Nesta análise, foram considerados apenas os dez maiores riscos listados no curto e no longo prazo, em uma ou mais pesquisas entre as três já mencionadas. Além disso, tendo em vista que um risco pode estar entre os maiores em determinado horizonte temporal ou pesquisa, mas não em outro, foram considerados 18 riscos mundiais.

1 As pesquisas incluem outras avaliações, tais como: dos possíveis impactos dos riscos; das relações entre os riscos; e das políticas públicas com maior potencial de reduzir os riscos elencados. A análise dessas demais avaliações foge ao escopo deste artigo.

A relação e os nomes dos riscos no GRPS podem mudar entre as pesquisas. Na maioria dos casos, as alterações são pequenas, envolvendo maior ou menor detalhamento dos enunciados. Para contornar esse ponto, buscou-se homogeneizar os enunciados nas três pesquisas, de modo a permitir um melhor acompanhamento da evolução dos riscos ao longo dos levantamentos. Esse ajuste é apresentado no Anexo.

As mudanças na percepção de risco no horizonte de dois anos

Ao fim de 2022, quando foi feito o GRPS 2022-2023, o contexto internacional vinha sendo marcado, de um lado, pelo esforço mundial em retornar à normalidade, abalada pela pandemia de Covid-19. De outro, o conflito entre Rússia e Ucrânia, iniciado em fevereiro daquele ano, trouxe novos riscos ao mundo.

O Gráfico 1 mostra uma forte preocupação com os riscos mundiais no horizonte de dois anos, no início de 2023. Na escala de 1 a 7 de severidade, os nove maiores riscos percebidos foram classificados com nível igual ou superior a 5. A "inflação" liderava o *ranking*, seguida por "eventos climáticos extremos" e "confrontos geoeconômicos".

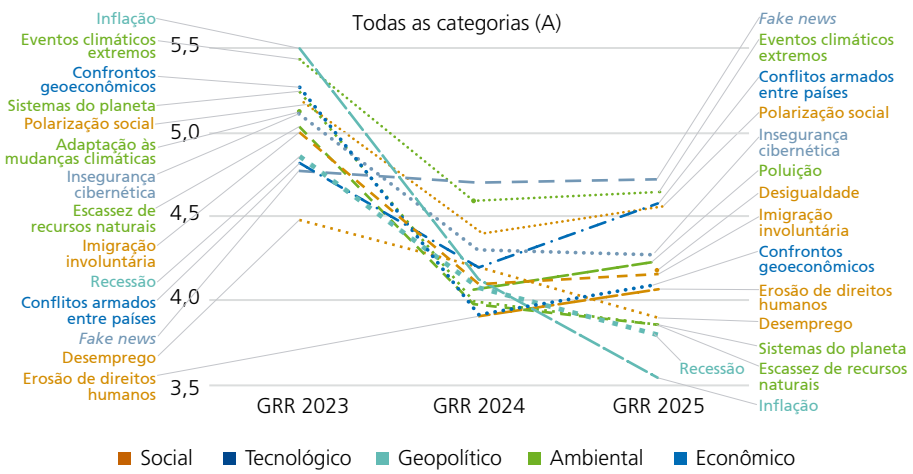
O GRR 2024 trouxe substancial redução na percepção de todos os maiores riscos de curto prazo, de uma média de 5,1 para 4,2. O grande destaque foi a queda no risco de inflação de 5,5 para 4,1, indicando uma normalização dos problemas nas cadeias globais de suprimento de bens, que tinham gerado fortes pressões de preços na economia mundial, bem como os efeitos das políticas monetárias contracionistas adotadas nos Estados Unidos e na Zona do Euro.

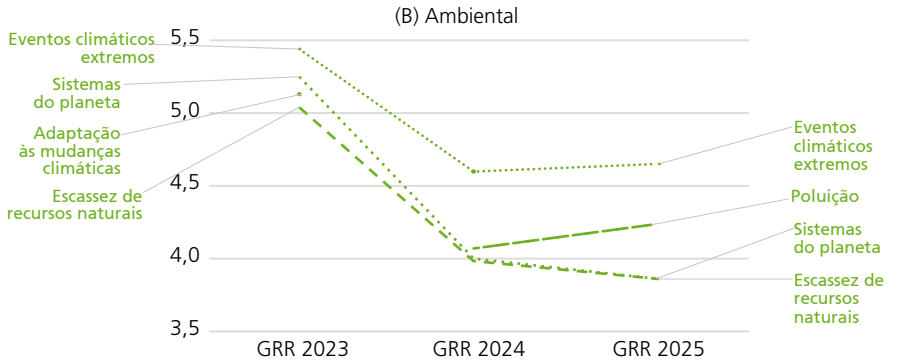
Mais difíceis de explicar foram as grandes quedas em, praticamente, todos os demais riscos. Uma hipótese pode estar ligada a suas interconexões. Com a queda na inflação,

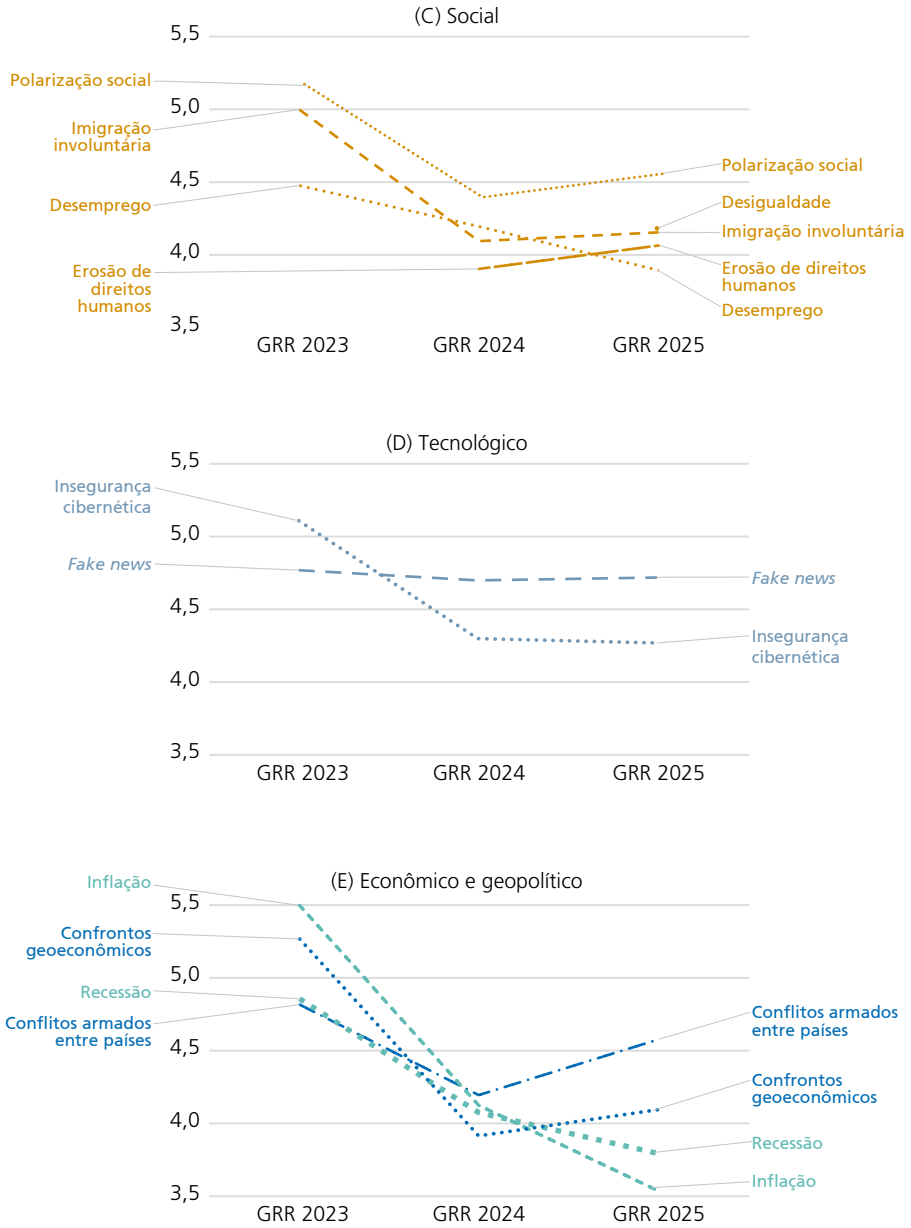
diminuiu também a possibilidade de múltiplas crises resultantes de desequilíbrios entre a oferta e a demanda de bens, os quais teriam efeitos geopolíticos, ambientais e sociais no horizonte de dois anos. Em suma, a redução na inflação pode ter levado à menor preocupação generalizada com os riscos mundiais no curto prazo.

A seção seguinte mostra que, no horizonte de dez anos, a inflação não apareceu entre as maiores ameaças nas três pesquisas analisadas, não havendo redução generalizada nos riscos na passagem do GRR 2023 para o GRR 2024.

GRÁFICO 1. PERCEPÇÃO DOS RISCOS NO CURTO DE PRAZO







Fonte: Elaboração própria com base em WEF (2023; 2024; 2025).

Em contraste com os demais riscos, a severidade atribuída às *fake news* ganhou destaque no GRR 2024, tornando-se o maior risco mundial de curto prazo. A preocupação com a desinformação foi associada à possibilidade de ela conturbar os processos eleitorais em países relevantes na geopolítica mundial, sobretudo os Estados Unidos.

Já o GRR 2025 mostrou certa estabilidade no grau de risco percebido no curto prazo, que ficou, em média, no mesmo nível do ano anterior. As *fake news* continuaram a liderar o *ranking*. Houve expressiva alta nos riscos geopolíticos, em meio ao escalonamento dos conflitos entre Rússia e Ucrânia, bem como no Oriente Médio. Na esfera ambiental, chama atenção a discrepância entre a ligeira alta no risco associado a "eventos climáticos extremos" e a queda significativa no risco relacionado a "sistemas do planeta".

A maior preocupação com os eventos climáticos pode ser atribuída às enchentes no Brasil, Indonésia e partes da Europa; às ondas de calor na Ásia; ao incêndio no Canadá; e à intensidade do furacão Helena nos Estados Unidos, em 2024. Já os riscos ligados a "sistemas do planeta" correspondem à ameaça de impactos severos no planeta e na humanidade, resultante, entre outras razões, da possibilidade de elevações no nível dos oceanos, de derretimento de camadas de gelo nos polos da Terra e de alterações nas correntes marítimas. Embora a maior ocorrência de eventos climáticos extremos seja associada às mudanças nos sistemas do planeta, as pesquisas indicam que os especialistas consultados têm dado menor atenção a essa relação.

As mudanças na percepção de risco no horizonte de dez anos

A severidade atribuída aos riscos aumenta significativamente quando se migra do horizonte de curto prazo (dois anos) para o de longo prazo (dez anos). Nos três GRR analisados, a severidade dos dez maiores riscos ficou maior ou igual a 5.[2] Em

2 No Gráfico 2, a severidade ficou abaixo de 5 para o risco de efeitos adversos da IA, em 2023, e para o de conflitos geoeconômicos, em 2024 e 2025. Nesses anos, a percepção desses riscos foi menor, de modo que eles não ficaram entre os dez maiores.

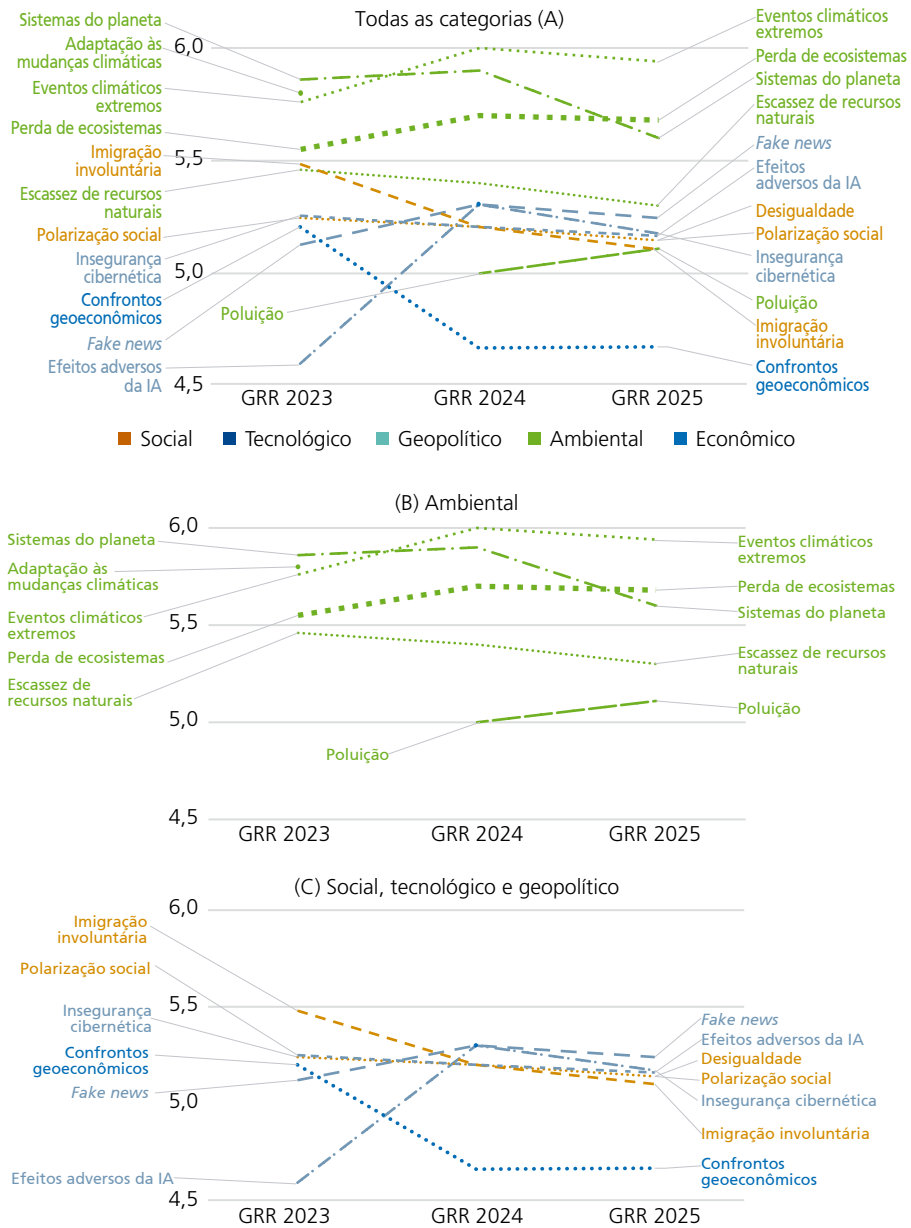
todos os relatórios, os quatro maiores riscos estão associados à dimensão ambiental. Chama atenção nenhum risco econômico ter figurado entre os dez maiores. Por terem apresentado comportamento mais estável em relação aos demais, as mudanças nos riscos sociais não foram analisadas profundamente no âmbito deste trabalho.

O Gráfico 2 reforça a discrepância nas percepções dos riscos de "eventos climáticos extremos" e de "sistemas do planeta". Na passagem do GRR 2023 para o GRR 2024, a severidade percebida em relação aos "eventos climáticos extremos" ultrapassa a dos "sistemas do planeta". Já o GRR 2025 revela uma grande ampliação do distanciamento entre essas intensidades.

Na dimensão tecnológica, destaca-se o forte aumento na severidade atribuída a "efeitos adversos da inteligência artificial (IA)", que ingressou no *ranking* de dez maiores riscos globais no GRR 2024. O relatório destacou as preocupações com a possibilidade de a IA realizar qualquer tarefa humana; os seus efeitos na perda de empregos, na propagação de desinformação e no aumento da discriminação; o seu uso no crime e em ataques cibernéticos; bem como sua integração na inteligência militar. Do GRR 2024 para o GRR 2025, a severidade desse risco continuou elevada, mas diminuiu em intensidade.

Outro comportamento a ser destacado é o do risco associado a confrontos geoeconômicos. Embora o grau da severidade percebida desse risco tenha aumentado para o curto prazo entre o GRR 2024 e o GRR 2025, o mesmo não aconteceu na avaliação de longo prazo, não tendo havido alteração relevante nesse período. Tal avaliação denota uma percepção de que, apesar do prolongamento dos conflitos na Europa e no Oriente Médio, existe a expectativa de que, em algum momento nos dez anos seguintes, esses confrontos sejam resolvidos.

GRÁFICO 2. PERCEPÇÃO DOS RISCOS NO LONGO PRAZO



Fonte: Elaboração própria com base em WEF (2023; 2024; 2025).

Conclusões

Este artigo teve o objetivo de apresentar a evolução das percepções mundiais a respeito dos maiores riscos globais, tendo como referência os relatórios GRR de 2023, 2024 e 2025. Enquanto esses três relatórios focam nos riscos percebidos em pesquisas realizadas ao fim do ano anterior, a análise desenvolvida buscou comparar as avaliações compatibilizando os conceitos entre elas.

Para o período analisado, foi possível evidenciar, entre outros aspectos, a queda, em média, dos riscos no horizonte de curto prazo, sobretudo aqueles ligados à esfera econômica, mas com repique da severidade de temas geopolíticos. Nos dois relatórios mais recentes, em meio a processos eleitorais no mundo, riscos tecnológicos relacionados às *fake news* passaram a liderar o *ranking* no horizonte de dois anos.

Ao sair da análise do horizonte de curto prazo para o de longo prazo, os maiores riscos estão associados a fatores ambientais, mas com ampliação da contradição entre o aumento na severidade atribuída aos eventos climáticos extremos e a diminuição na preocupação com os relacionados aos sistemas do planeta. Essa divergência indica que as pessoas têm ficado mais alarmadas com os desastres ambientais, diante da gravidade dos eventos ocorridos nos últimos anos e de seus impactos imediatos e visíveis em vidas humanas e animais. Em contrapartida, esses eventos não têm levado ao aumento na percepção de urgência quanto à implementação de medidas estruturantes, com visão de longo prazo sobre as condições de vida no planeta, sendo esse comportamento condizente com um maior desalento com o tema. Nesse sentido, a divergência acima sinaliza uma maior atenção mundial a políticas de adaptação às mudanças climáticas, em contraste com uma redução na disposição em adotar ações de contenção do aquecimento global e de mitigação das alterações no clima.

Outra mudança a salientar nas percepções para o longo prazo quanto aos maiores riscos globais foi o forte aumento na severidade atribuída aos efeitos adversos da IA do GRR 2023 para o de 2024, ainda que no GRR 2025 tenha havido recuo modesto na preocupação com tais efeitos.

No primeiro semestre de 2025, o contexto mundial sinalizava o aumento da severidade dos riscos econômicos, em razão das medidas protecionistas nos Estados Unidos e seus possíveis impactos na inflação e no nível de atividade no país, assim como na organização das cadeias produtivas globais. A possibilidade de perda de dinamismo do comércio internacional pesava sobre o cenário de crescimento econômico mundial. Na esfera geopolítica, idas e vindas nos conflitos e nas negociações de paz no Oriente Médio e na guerra Rússia-Ucrânia mantinham elevados os riscos associados a essa dimensão.

Referências

WEF – WORLD ECONOMIC FORUM. *The Global Risks Report 2023*. Geneva: WEF, 2023. Disponível em: https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2023/. Acesso em: 30 jul. 2025.

WEF – WORLD ECONOMIC FORUM. *The Global Risks Report 2024*. Geneva: WEF, 2024. Disponível em: https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2024/. Acesso em: 30 jul. 2025.

WEF – WORLD ECONOMIC FORUM. *The Global Risks Report 2025*. Geneva: WEF, 2025. Disponível em: https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2025/. Acesso em: 30 jul. 2025.

Anexo

A Tabela A1 mostra os ajustes nos nomes dos riscos mundiais apresentados nos GRRs, de modo a facilitar as comparações entre os três relatórios considerados. Os nomes em cada relatório estão em inglês, preservando a redação original. Já o nome neste artigo está em português, como já descrito. Entre os ajustes, cabe destacar:

- O GRR 2023 classifica o risco de "cost of living crises" como tema social. O risco "inflação" não é citado. Nos GRR 2024 e 2025, entra o risco "inflation", classificado como econômico, e sai o "cost of living crises". Para homogeneizar, o nome "cost of living crises" foi substituído por "inflação" e reclassificado como econômico;
- O GRR 2023 considera o risco de "failure to mitigate climate change". Essa denominação desaparece no relatório seguinte, que introduz o risco "critical change to Earth systems". Dada a forte relação entre esses riscos, foi utilizada a denominação de "sistemas do planeta" nas três pesquisas.
- O GRR 2023 elenca os riscos de "natural disasters and extreme weather events" e de "failure of climate change adaptation", que não aparecem com essa denominação exata nos relatórios seguintes. Os ajustes feitos foram: (i) encadear o "natural disasters and extreme weather events", de 2023, com o "extreme weather events", elencado nos GRR 2024 e 2025; e (ii) deixar o "failure of climate change adaptation" somente na primeira pesquisa, traduzido para "adaptação às mudanças climáticas", sem encadear com itens dos demais relatórios.

TABELA A1. HOMOGENEIZAÇÃO DOS NOMES DOS RISCOS

Dimensão	GRR 2023	GRR 2024	GRR 2025	Nome usado
Ambiental	*Natural disasters and extreme weather events*	*Extreme weather events*	*Extreme weather events*	Eventos climáticos extremos
	Failure to mitigate climate change	*Critical change to Earth systems*	*Critical change to Earth systems*	Sistemas do planeta
	Failure of climate-change adaption	n.l.*	n.l.*	Adaptação às mudanças climáticas
	Biodiversity loss and ecosystem collapse	*Biodiversity loss and ecosystem collapse*	*Biodiversity loss and ecosystem collapse*	Perda de ecosistemas
	Natural resource crises	*Natural resource shortages*	*Natural resource shortages*	Escassez de recursos naturais
	n.l.*	Pollution	Pollution	Poluição
Tecnológica	*Missinformation and desinformation*	*Misinformation and disinformation*	*Misinformation and disinformation*	*Fake news*
	Widespread cybercrime and cyber insecurity	*Cyber insecurity*	*Cyber espionage and warfare*	Insegurança cibernética
	Adverse outcomes of frontier technologies	*Adverse outcomes of AI technologies*	*Adverse outcomes of AI technologies*	Efeitos adversos da IA
Social	*Large scale involuntary migration*	*Involuntary migration*	*Involuntary migration or displacement*	Imigração involuntária
	n.l.*	*Erosion of human rights*	*Erosion of human rights and/or of civic freedoms*	Erosão de direitos humanos
	Erosion of social cohesion and societal polarization	*Societal polarization*	*Societal polarization*	Polarização social
	n.l.*	n.l.*	*Inequality*	Desigualdade
	Employment crises	*Lack of economic opportunity*	*Lack of economic opportunity or unemployment*	Desemprego

Continua

Continuação

Dimensão	GRR 2023	GRR 2024	GRR 2025	Nome usado
Econôm.	*Prolonged economic downturn*	*Economic downturn*	*Economic downturn*	Recessão
	Cost of living crises	*Inflation*	*Inflation*	Inflação
Geopolítica	*Interstate conflict*	*Interstate armed conflict*	*State-based armed conflict*	Conflitos armados entre países
	Geoeconomic confrontation	*Geoeconomic confrontation*	*Geoeconomic confrontation*	Confrontos geoeconômicos

*n.l.: não listado.

Fonte: Elaboração própria com base em WEF (2023; 2024; 2025).

O balanço de pagamentos do Brasil sob a perspectiva da variação de reservas

55/2025

Introdução

A dinâmica recente do balanço de pagamentos brasileiro tem apresentado mudanças importantes. Por um lado, observa-se uma tendência de crescimento no superávit comercial, ainda que muito dependente de fatores externos, como a demanda internacional por *commodities*. Por outro lado, há um aprofundamento do déficit na balança de serviços e da conta de rendas, gerando uma necessidade de financiamento externo para as transações correntes brasileiras. Nesse cenário, os investimentos externos no país tornaram-se, recentemente, insuficientes para o financiamento do déficit em transações correntes, o que tende a pressionar o estoque acumulado de reservas internacionais disponíveis.

O objetivo deste *Estudo especial do BNDES* é avaliar o desempenho recente do balanço de pagamentos brasileiro, com um enfoque no resultado da variação das reservas internacionais.

Do ponto de vista da identidade contábil, tem-se que:

$$BP \equiv STC + SCF^{*} - \Delta Res + EO$$
$$BP \equiv 0 \Rightarrow \Delta Res = STC + SCF^{*} + EO$$

onde: BP é o balanço de pagamento; STC é o saldo em transações correntes (formado pelo somatório do saldo comercial, da conta de rendas e da conta de serviços); SCF* é o saldo da conta capital e financeira, excluindo a variação das reservas; **Δ** é a variação das reservas internacionais; e EO se refere a erros e omissões.

O balanço de pagamentos, pelo método das partidas dobradas, é sempre igual a zero. A análise segmentada, supondo a ausência de erros e omissões, nos diz que a variação das reservas internacionais será igual ao somatório do saldo em transações correntes com o saldo da conta capital e financeira,

excluindo as reservas. Em um contexto em que o saldo em transações correntes seja negativo (STC < 0) e o saldo da conta capital e financeira seja positivo (SCF* > 0), mas insuficiente para o financiamento das transações correntes, haverá uma queda do volume de reservas internacionais. Por sua vez, se o saldo da conta capital e financeira for mais do que suficiente para o financiamento do déficit em conta corrente, as reservas internacionais apresentarão variação positiva.

Além desse enfoque específico de avaliação da dinâmica do balanço de pagamentos a partir da variação das reservas internacionais, foram empregadas as seguintes convenções metodológicas:

i. Reversão do sinal negativo dos valores da conta financeira, de forma que valores positivos correspondem a entradas de recursos no país e valores negativos a saídas, ao contrário da contabilidade usual do balanço de pagamentos.

ii. Foram expurgados os valores referentes aos lucros reinvestidos da conta de renda primária nas transações correntes e da conta de investimento direto na conta financeira, que se anulam, do ponto de vista da entrada e saída de recursos no país.

Serão abordadas as aberturas tradicionais do balanço de pagamentos com os ajustes citados acima, destacando a dinâmica histórica e os desdobramentos recentes, para o período de 2010 a 2025. A Tabela 1 resume a contribuição das principais rubricas do balanço de pagamentos para a variação das reservas internacionais no período.

TABELA 1. COMPONENTES DA VARIAÇÃO DE RESERVAS CAMBIAIS (US$ BILHÕES)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Balança comercial	18,4	27,5	16,9	0,4	-6,7	17,4	44,5	57,4	44,3	29,6	35,7	42,3	51,5	92,3	65,8	54,6
Balança de serviços	-37,7	-44,4	-48,5	-55,0	-57,1	-45,7	-36,7	-41,6	-39,3	-38,5	-24,7	-27,0	-40,9	-43,3	-55,0	-56,4
Conta de rendas	-48,3	-47,1	-41,6	-44,8	-46,4	-37,4	-38,9	-46,6	-45,2	-46,4	-31,8	-56,8	-58,7	-69,4	-56,2	-55,1
Conta capital	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,5	-2,7	0,8	-5,7	-7,1	-11,4	-16,3	-14,2
Conta financeira	108,1	128,0	93,4	94,6	119,5	69,2	31,9	31,0	45,1	31,6	-2,1	65,1	46,7	51,8	44,6	50,4
Erros e omissões	8,4	-5,7	-1,5	-1,5	1,3	-2,5	8,1	4,6	-1,5	0,3	7,8	-4,0	1,2	1,3	-9,4	-9,7
Variação de reservas	**49,1**	**58,6**	**18,9**	**-5,9**	**10,8**	**1,6**	**9,2**	**5,1**	**2,9**	**-26,1**	**-14,2**	**14,0**	**-7,3**	**21,4**	**-26,4**	**-30,4**

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

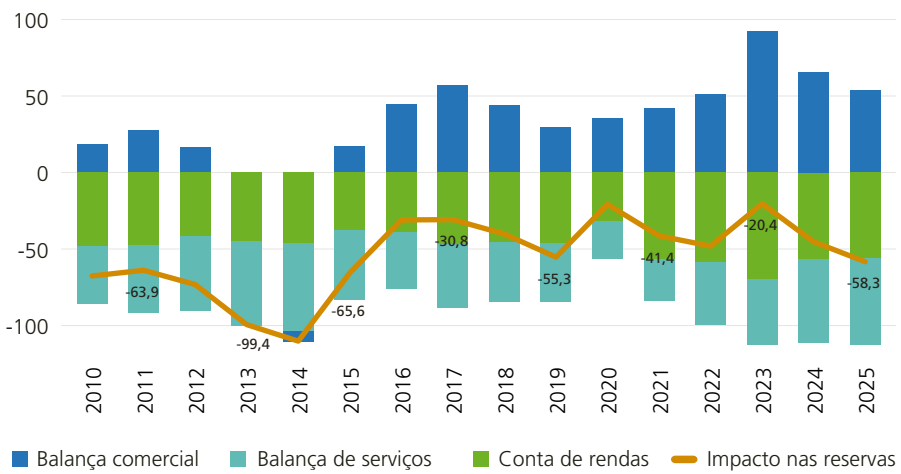
*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

O texto terá a seguinte divisão: de início, serão analisadas as aberturas das transações correntes (balança comercial, de serviços e conta de rendas); em seguida, os determinantes da conta capital e financeira, com destaque para investimentos diretos, em carteira e demais investimentos; e, por fim, serão tecidas as considerações finais.

Transações correntes

Conforme mostra o Gráfico 1, as transações correntes contribuem negativamente para o resultado de reservas do Brasil desde 2010. Contudo, analisando as aberturas é possível perceber uma redução do patamar do déficit em transações correntes no período pós-pandemia em comparação com o início da década anterior, devido ao aumento do saldo da balança comercial.

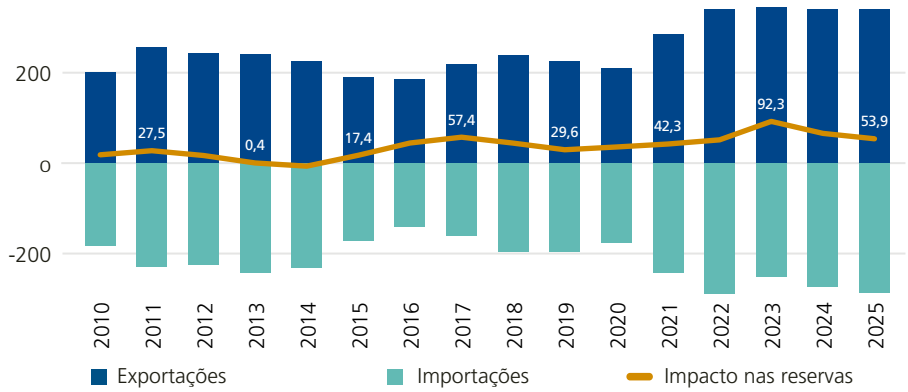
GRÁFICO 1. IMPACTO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).
*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

O Gráfico 2 mostra a contribuição positiva do saldo comercial para a variação das reservas internacionais. A balança comercial brasileira saiu de uma situação próxima ao equilíbrio entre exportações e importações no início da década de 2010, com um saldo de US$ 0,4 bilhão em 2013, para um novo patamar de superávits após o fim da pandemia, com um recorde de US$ 92,3 bilhões em 2023. Esse "novo normal" de amplos superávits comerciais se deve principalmente ao crescimento da exportação de petróleo bruto, com a maturação dos campos de petróleo do pré-sal, e ao crescimento da exportação de produtos agrícolas e da indústria de alimentos.[1] O aumento no valor das exportações de alimentos está associado ao crescimento nos preços das *commodities* agrícolas no pós-pandemia somado à crescente produção brasileira no setor. Contudo, as importações também subiram de patamar no pós-pandemia, puxadas pelo aumento nos gastos com máquinas, aparelhos e demais produtos da indústria química, bem como pelo aumento no preço de fertilizantes.

GRÁFICO 2. IMPACTO DA BALANÇA COMERCIAL NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*

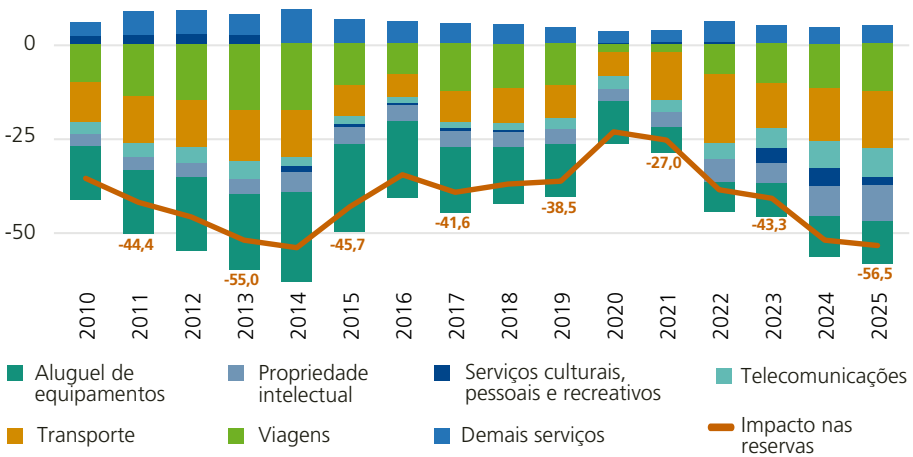


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).
*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

1 As aberturas por produto da balança comercial foram extraídas do sistema oficial de estatísticas do comércio exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (MDIC). Entretanto, existem divergências na contabilização da balança comercial do balanço de pagamento (BP) e do MDIC, principalmente no que se refere a compras de pequeno valor e ao Repetro. Na nossa análise por produto, essas divergências foram embutidas nas categorias de "outras exportações/exportações". Para um apuramento mais detalhado das diferenças entre as duas medidas, ver: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES (2024).

Por outro lado, a balança de serviços apresenta um déficit estrutural de longo prazo. O Gráfico 3 mostra a contribuição da balança de serviços para a variação das reservas internacionais e revela uma tendência de aprofundamento do déficit após a mínima de US$ 25 bilhões observada em 2020 por conta da pandemia. Viagens e transportes representam, em média, 54,1% do total da balança de serviços desde 2010. Após a pandemia, observou-se uma recuperação desses gastos. Além disso, verifica-se o crescimento dos gastos com serviços de propriedade intelectual, de telecomunicações e culturais, pessoais e recreativos estrangeiros, cujos saldos negativos totalizaram, respectivamente, US$ 8,7, 7,4 e 4,8 bilhões ao fim de 2024. Essa tendência reflete a evolução no comportamento de consumo nacional dado o desenvolvimento de novas tecnologias de uso pessoal, como os serviços de *streaming*, na conta de propriedade intelectual, e as apostas esportivas (*bets*), na conta de serviços culturais, pessoais e recreativos, bem como a demanda por serviços de telecomunicações e tecnologia da informação, impulsionados pela expansão do trabalho e ensino remoto após a pandemia.[2]

GRÁFICO 3. IMPACTO DA BALANÇA DE SERVIÇOS NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*



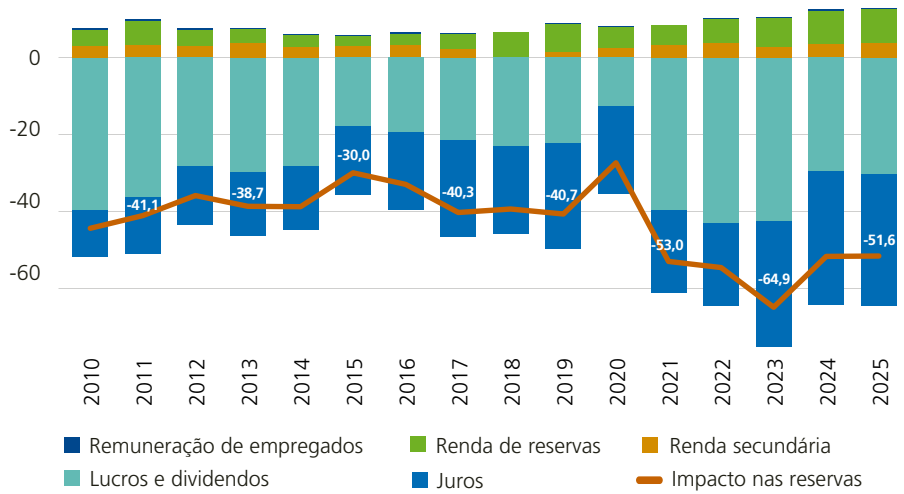
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

2 Para uma análise aprofundada da evolução recente da balança de serviços do Brasil, ver BNDES (2025).

Somado ao déficit na balança de serviços temos o resultado da conta de rendas, que também é historicamente negativo no Brasil. A contribuição da conta de rendas para a variação das reservas internacionais está ilustrada no Gráfico 4. Podemos ver que a contribuição negativa deriva tanto da saída de lucros e dividendos, remetidos por empresas (exceto reinvestimentos) ou distribuídos via dividendos, quanto das saídas via pagamento de juros, que incidem sobre títulos da dívida negociados no mercado aberto, empréstimos intercompanhia e demais empréstimos com outras organizações. Enquanto o patamar de lucros e dividendos oscila em torno da média histórica de US$ 28,8 bilhões negativos no período mais recente, observa-se um aprofundamento das rendas por meio do pagamento de juros, que bateu um recorde negativo de US$ 34,8 bilhões em saídas líquidas no ano de 2024, o que é esperado pelo aumento nas taxas de juros domésticas. As rendas de reservas e as rendas secundárias são geralmente positivas, mas não o suficiente para equilibrar o déficit na conta de rendas como um todo.

GRÁFICO 4. IMPACTO DA CONTA DE RENDAS NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*

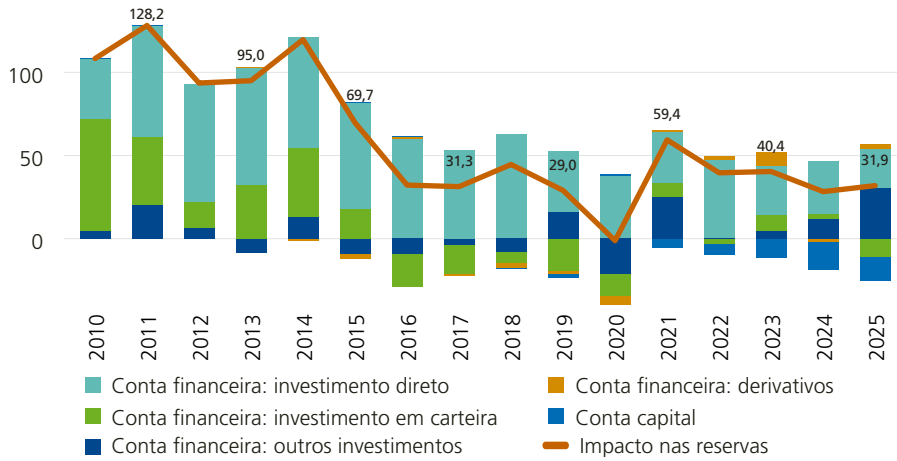


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).
*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Conta capital e financeira

Analisando o lado da conta capital e financeira, é possível perceber, como mostra o Gráfico 5, que o fator principal da reversão da acumulação de reservas no Brasil está na drástica redução do investimento externo líquido, tanto direto quanto em carteira, que se soma ao surgimento de um déficit na conta capital por conta dos criptoativos. A contribuição para a variação das reservas pela conta capital e financeira saiu do máximo de US$ 128,2 bilhões, em 2011, para US$ 36,2 bilhões em 2025.

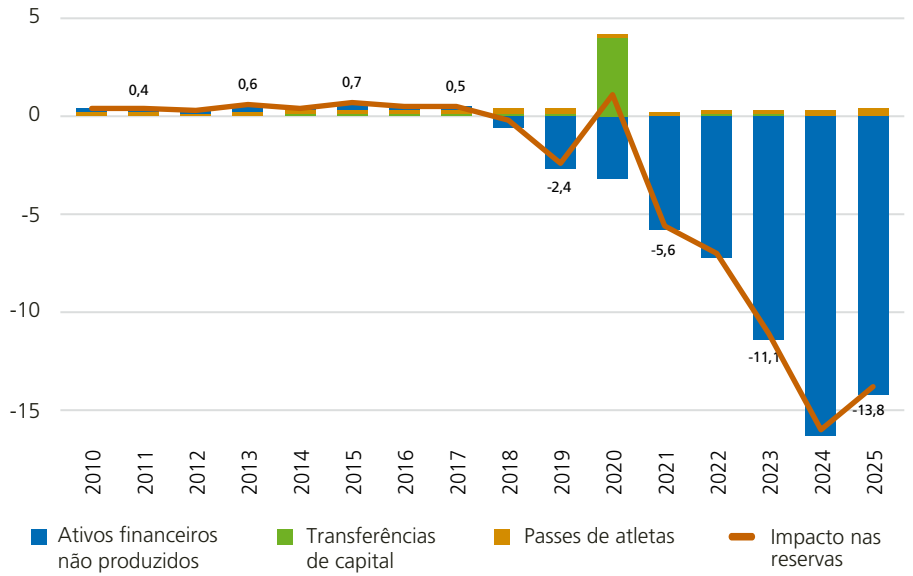
GRÁFICO 5. IMPACTO DA CONTA CAPITAL E FINANCEIRA NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).
*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Na conta de capital, a contribuição negativa para a variação das reservas se deve ao déficit em ativos financeiros não produzidos, que contém essencialmente os investimentos em criptoativos no exterior. A conta saiu de um montante quase nulo no período de 2010 a 2017 para um déficit de US$ 16 bilhões ao fim de 2024. Contudo, os dados preliminares de 2025 sugerem uma reversão na tendência de aumento no déficit, possivelmente motivada pelos avanços regulatórios sobre o tema no Brasil.

GRÁFICO 6. IMPACTO DA CONTA CAPITAL NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*

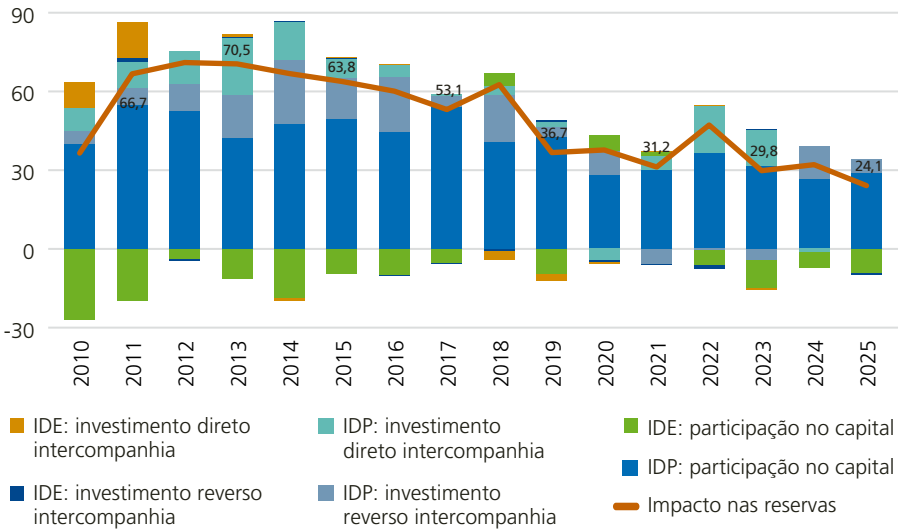


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).
*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Outro componente que explica a queda na entrada de reservas foi o fluxo de investimento direto líquido no país. O Gráfico 7 mostra que o saldo do investimento direto no país saiu do máximo de US$ 71 bilhões em 2014 para US$ 23,7 bilhões em 2025, o menor valor do período de 2010-2025. Essa dinâmica se deve a uma queda no investimento direto no país (IDP), que superou a redução do investimento direto no exterior (IDE).[3] O componente de participação de capital do IDP apresentou a queda mais acentuada, saindo de US$ 54,8 bilhões em 2011 para quase a metade, US$ 28,5 bilhões, em 2025. Os dados sugerem uma menor atratividade das empresas brasileiras para o investidor estrangeiro no período mais recente.

3 No conceito do balanço de pagamentos, as aplicações/retiradas no passivo se referem à entrada/saída de recursos de não residentes no país, e geram entrada/saída de reservas no país. Por outro lado, aplicações/retiradas no ativo se referem à saída/entrada de recursos domésticos para o exterior, que por sua vez geram saída/entrada de reservas cambiais.

GRÁFICO 7. IMPACTO DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

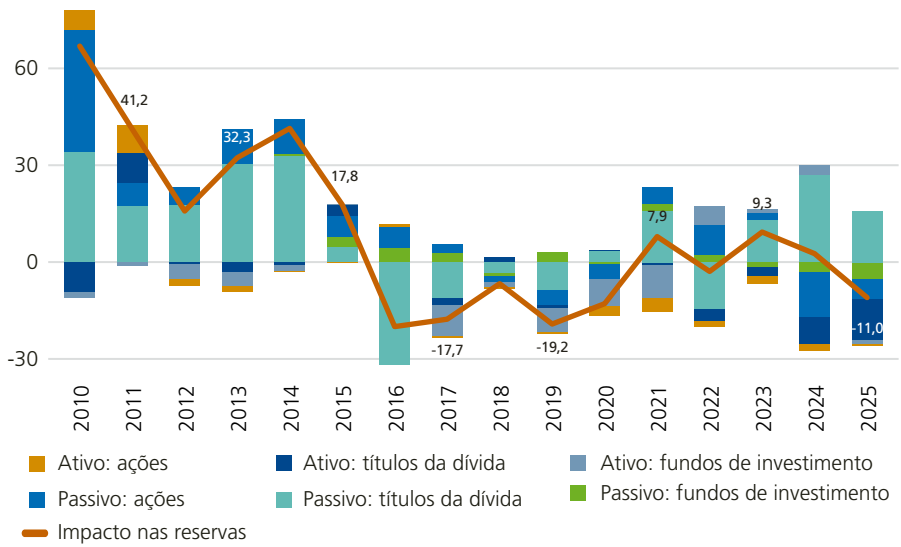
*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

O Gráfico 8 mostra que, assim como no investimento direto, a contribuição para a variação de reservas da entrada de recursos pela conta de investimento em carteira também sofreu uma redução significativa. Podemos destacar três períodos distintos entre 2010 e 2025.

Os cinco anos iniciais, de 2010 a 2014, se destacaram pela forte entrada de recursos em carteira tanto em ações domésticas quanto em títulos da dívida brasileira, resultando em uma média de US$ 39,5 bilhões de entrada líquida no período. No momento seguinte, de 2015 a 2020, podemos observar uma saída líquida de recursos externos do país, pressionando a conta de reservas brasileiras, principalmente na abertura de títulos da dívida domésticos. Durante esse período, a média anual de saída líquida de recursos em carteira foi de US$ 9,8 bilhões. A partir de 2021, podemos observar uma tendência de recuperação na entrada de recursos em carteira, liderada pela aplicação

externa em títulos, possivelmente influenciado pela alta de juros domésticos, e com um comportamento do investimento em ações ainda oscilante. A média no período é positiva, mas modesta, com entrada líquida de US$ 4,6 bilhões.

GRÁFICO 8. IMPACTO DOS INVESTIMENTOS EM CARTEIRA NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*

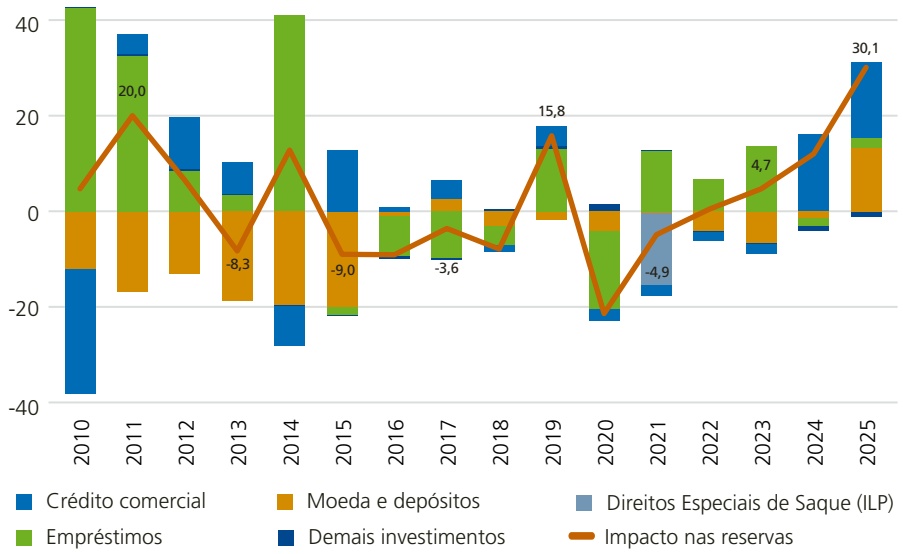


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).
*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Abrindo as categorias dos outros investimentos da conta financeira, podemos observar que o comportamento dos empréstimos externos é similar ao dos investimentos em carteira no que tange à contribuição para a variação das reservas, com três fases relativamente distintas. O crédito comercial apresenta um comportamento mais oscilante, com destaque para uma entrada forte em 2024. Por fim, as aplicações em moeda e depósitos, conta que inclui principalmente a variação nas aplicações de residentes em contas correntes no exterior, seguem uma tendência complementar ao saldo geral da conta de reservas do país. No período inicial de forte entrada de recursos no geral (2010-2015), parte desses

recursos eram destinados à formação de reservas privadas no exterior. Esse comportamento arrefeceu com a diminuição da entrada de reservas no país nos anos seguintes. Podemos destacar também um comportamento atípico em 2025, com forte entrada líquida de moedas e depósitos no ano.

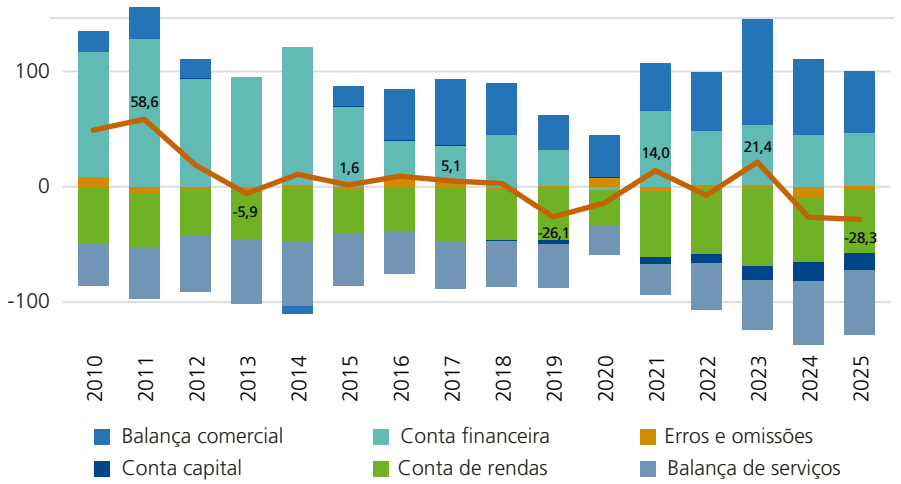
GRÁFICO 9. IMPACTO DOS OUTROS INVESTIMENTOS NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).
*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

O Gráfico 10 mostra o panorama geral dos determinantes da variação de reservas, com destaque para a contribuição positiva, porém decrescente, da conta financeira e para o aprofundamento do déficit nas transações correntes (composto pelo saldo da balança comercial, de serviços e da conta de rendas). No geral, o país saiu de uma acumulação positiva de reservas de US$ 58,6 bilhões, em 2011, para a situação atual de perda de US$ 30,4 bilhões em reservas nos 12 meses fechados em junho de 2025.

GRÁFICO 10. VARIAÇÃO TOTAL DAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US$ BILHÕES)*



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

*Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Conclusão

A análise da variação das reservas internacionais brasileiras entre 2010 e 2025 revela uma transição estrutural relevante no balanço de pagamentos. O país passou de uma posição de acumulação líquida de reservas para uma trajetória de perda, impulsionada por déficits persistentes nas transações correntes e pela redução dos fluxos de investimento externo. Embora o superávit comercial tenha se ampliado no pós-pandemia, ele não foi suficiente para compensar o aumento dos déficits na balança de serviços e na conta de rendas, especialmente com a elevação dos pagamentos de juros e a crescente demanda por serviços estrangeiros.

No lado financeiro, observa-se uma queda significativa na atratividade do Brasil para investimentos diretos e em carteira, além do surgimento de novos desa-

fios como o déficit na conta de capital associado aos criptoativos. Esses fatores, somados à menor entrada líquida de recursos, pressionam o nível de reservas internacionais e exigem um acompanhamento mais detido das contas do balanço de pagamentos. A continuidade dessa tendência pode comprometer a resiliência externa do país, tornando essencial o fortalecimento da capacidade de financiamento e a diversificação das fontes de entrada de recursos.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS)*. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/sgspub. Acesso em: 27 ago. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Diferenças metodológicas nas estatísticas da balança comercial brasileira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024. (Estudos especiais do BNDES, n. 27).

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Balança de serviços do Brasil*: evolução recente e perspectivas. Rio de Janeiro: BNDES, 2025. (Estudos especiais do BNDES, n. 45).

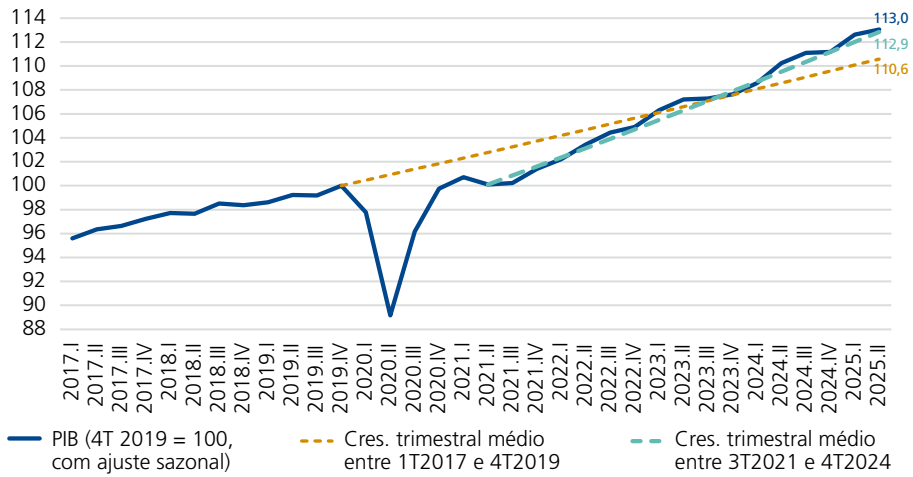
Comentários sobre o PIB do 2T/2025

56/2025

Introdução

O produto interno bruto (PIB) do segundo trimestre de 2025 (2T/2025) apresentou crescimento de 0,4% na margem, em comparação com o primeiro trimestre de 2025 (1T/2025), na série livre de influências sazonais. Esse resultado foi ligeiramente acima da mediana das expectativas do mercado (0,3%). Em valores correntes, o PIB alcançou R$ 3,18 trilhões no 2T/2025 e acumulou R$ 12,3 trilhões em quatro trimestres. Na comparação com o 2T/2024, o PIB subiu 2,2% em termos reais. Com isso, o crescimento acumulado dos últimos quatro trimestres é de 3,2%, desacelerando em relação à última leitura, que era de 3,5%. Esse resultado indica que o nível da atividade econômica no Brasil segue acima da tendência observada entre 2017 e 2019, que teve ritmo de crescimento médio de 0,5% ao trimestre, ou 1,8% em termos anualizados. A inflexão ocorreu, sobretudo, no segundo semestre de 2021 (Gráfico 1).

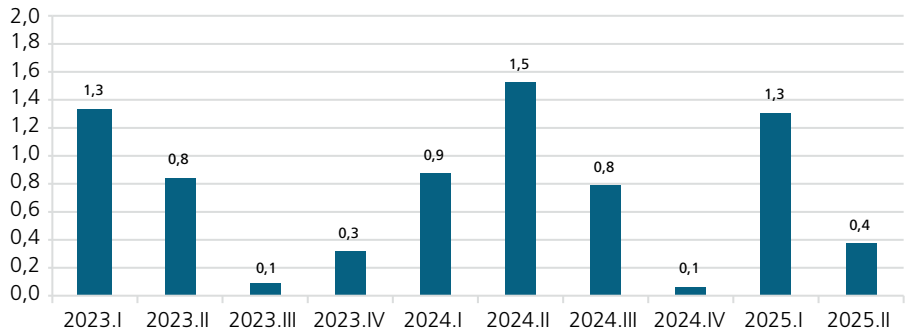
GRÁFICO 1. EVOLUÇÃO DO PIB BRASILEIRO – 2017 A 2T2025 (4T/2019 = 100, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2025) e do Banco Central do Brasil (BCB).

A desaceleração do PIB no 2T/2025 em relação ao 1T/2025 indica o início de uma moderação da atividade econômica, que tende a persistir até o fim do ano (Gráfico 2). Cabe salientar que o desempenho da economia em 2025 deve seguir um perfil de crescimento semelhante ao observado nos últimos dois anos, com forte expansão no primeiro trimestre e moderação nos trimestres subsequentes.

GRÁFICO 2. PIB POR TRIMESTRE – 2023 A 2T2025 (VAR. % T/T-1, COM AJ. SAZONAL)



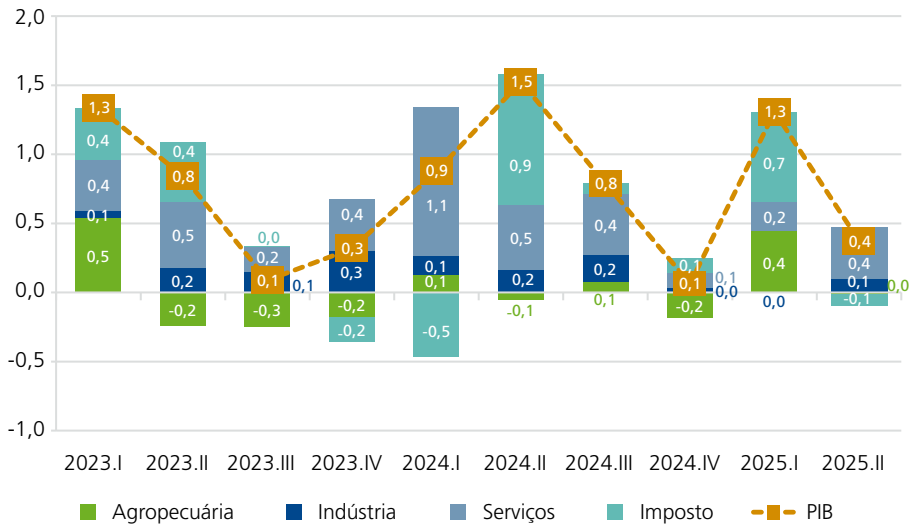
Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Analisando os dados de margem, com relação à oferta agregada (Gráfico 3), a agropecuária apresentou pequena queda de 0,1% no 2T/2025, após um forte crescimento no 1T2025. As últimas estimativas (divulgadas em agosto) para a atual safra de grãos (2024/2025) continuam prevendo uma safra recorde. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, a safra alcançaria o volume de 340,5 milhões de toneladas, um crescimento de 16,3% em relação à safra 2023/2024 (47,7 milhões de toneladas a mais), com destaque para soja, milho e arroz.

A indústria apresentou crescimento de 0,5% no 2T/2025 em comparação com o 1T/2025, liderado pela indústria extrativa mineral, que avançou 5,4%, com crescimento tanto da extração de petróleo e gás quanto da extração de minérios ferrosos. Os demais segmentos industriais apresentaram queda. A indústria de transformação teve contração de 0,5%; produção e distribuição de eletricidade, gás, água, esgoto e limpeza urbana registrou queda de 2,7%; e o segmento de construção variou -0,2%.

Os serviços tiveram alta de 0,6% no 2T/2025 relativamente ao 1T/2025, livre de influências sazonais, contribuindo com 0,4 p.p. para a alta do PIB. Entre os segmentos de serviços, o comércio apresentou estabilidade e os serviços da administração pública, educação e saúde registraram retração de 0,4%. Os demais segmentos tiveram variação positiva. Como um todo, o setor de serviços apresenta taxas de crescimento positivas na margem desde o 3T/2020, início do processo de reabertura e normalização da economia pós-Covid-19. Já são vinte trimestres consecutivos de expansão.

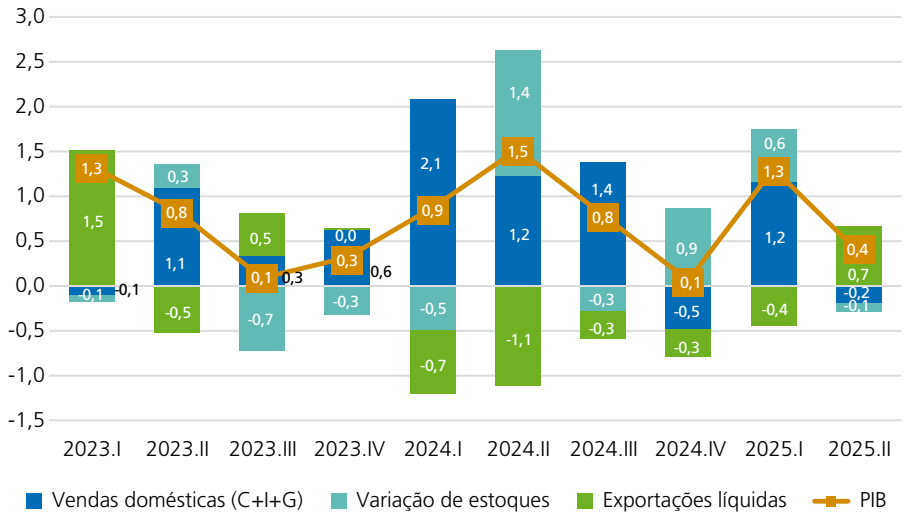
GRÁFICO 3. OFERTA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM PONTOS PERCENTUAIS – P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB TRIMESTRAL (EM %) – 2023 A 2T2025 (VAR. % TRIMESTRE CONTRA TRIMESTRE ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Pelo lado da demanda, as exportações líquidas tiveram contribuição positiva (+0,7 p.p.). As exportações avançaram 0,7% no 2T/2025, enquanto as importações caíram 2,9%. As vendas internas (demanda doméstica, excluindo a variação de estoques) apresentaram contribuição negativa de 0,2 p.p., compensando parcialmente a contribuição positiva do trimestre anterior.

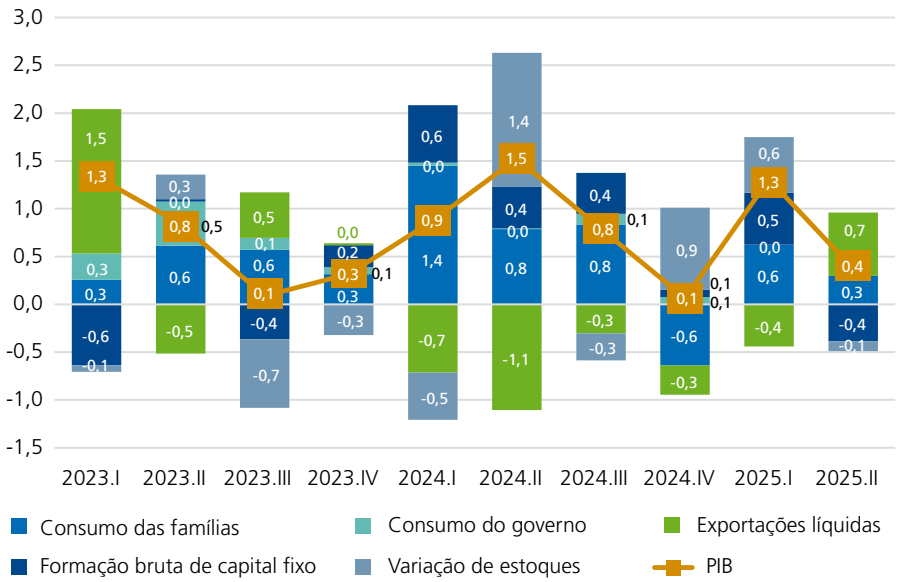
GRÁFICO 4. DEMANDA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB (EM %) POR VENDAS DOMÉSTICAS, VARIAÇÃO DE ESTOQUES E EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS – 2023 A 2T2025 (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

O consumo das famílias cresceu 0,5% no trimestre, com contribuição de 0,3 p.p., sustentado por fatores como o mercado de trabalho ainda bastante aquecido e a expansão da renda nacional disponível. A desaceleração importante em relação ao resultado do trimestre anterior (quando o crescimento foi de 1,0%) sugere, contudo, que a política monetária contracionista e a redução dos efeitos dos estímulos fiscais já começam a limitar o dinamismo do consumo das famílias e tendem a mantê-lo com desempenho mais modesto no restante do ano, em contexto de arrefecimento do crédito para pessoas físicas. A formação bruta de capital fixo (FBCF) caiu 2,2% no 2T/2025 (contribuição de -0,4 p.p.), após o resultado forte do 1T/2025 (alta de 3,2%), que teve grande influência da importação de plataformas de petróleo em fevereiro de 2025. O consumo do governo apresentou queda de 0,6% contribuindo para reduzir o crescimento do PIB em -0,1 p.p.

GRÁFICO 5. DEMANDA AGREGADA – CONTRIBUIÇÃO (EM P.P.) AO CRESCIMENTO DO PIB (EM %) POR CONSUMO DAS FAMÍLIAS, CONSUMO DO GOVERNO, FBCF, EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS E VARIAÇÃO DE ESTOQUES – 2023 A 2T2025 (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)

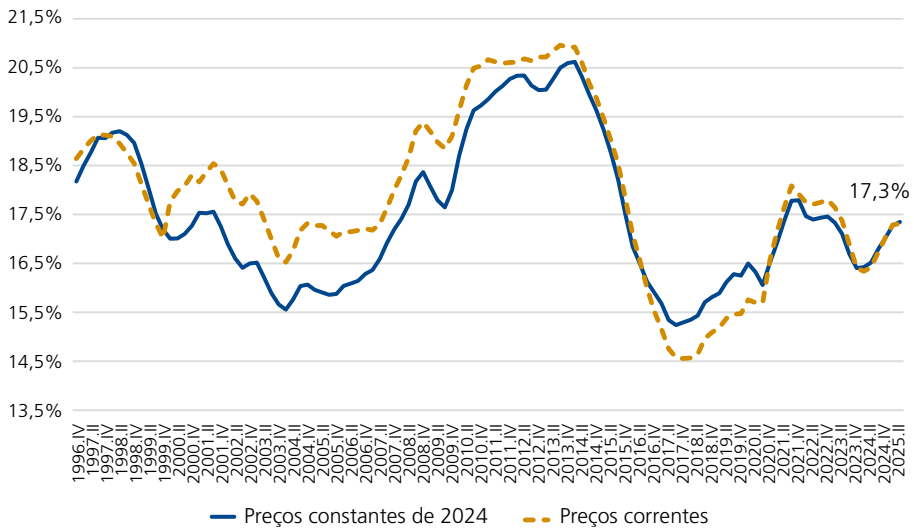


Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

A taxa de investimento (FBCF/PIB) permaneceu estável em 17,3% entre o 1T/2025 e o 2T/2025, considerando o acumulado em quatro trimestres (Gráfico 6). Na leitura trimestral, entretanto, observou-se um recuo: a taxa caiu para 16,8% do PIB a preços correntes, após ter sido impulsionada no trimestre anterior pela importação de uma plataforma de petróleo em fevereiro. Esse efeito isolado foi determinante para a oscilação recente, respondendo por 0,6 p.p. da retração de 1,0 p.p. registrada no 2T/2025. Sem esse impacto, a queda teria sido mais moderada, de apenas 0,4 p.p.

O atual patamar da taxa de investimento (17,3%) segue baixo, sobretudo quando comparado ao final de 2013, período no qual a FBCF atingiu valores em torno de 20% do PIB.

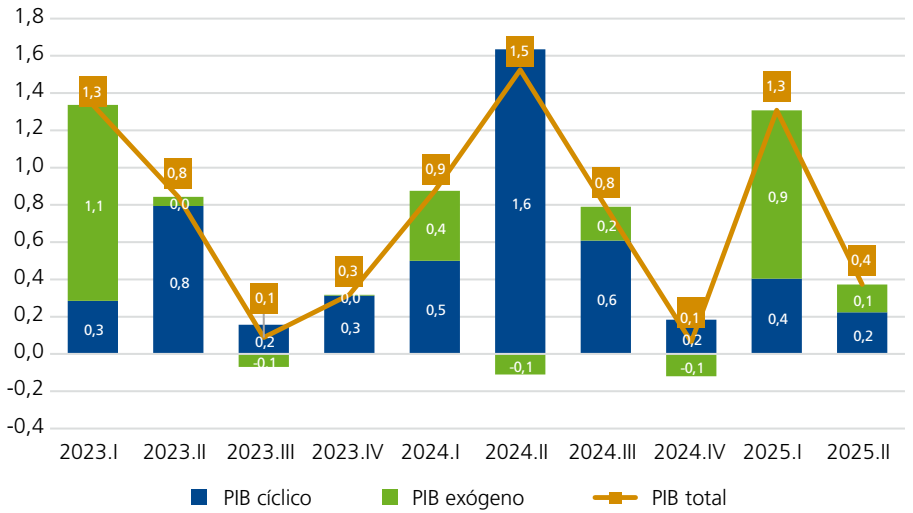
GRÁFICO 6. TAXA DE INVESTIMENTO (FBCF/PIB) A PREÇOS CORRENTES E A PREÇOS CONSTANTES DE 2024 – 4T1996 A 2T2025 (DADOS ACUMULADOS EM 4 TRIMESTRES)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Cabe salientar ainda que o resultado do PIB também pode ser decomposto em dois segmentos. O primeiro é o chamado PIB exógeno, menos sensível ao ciclo econômico e aos efeitos das políticas de administração de demanda agregada da economia (políticas fiscal, monetária e creditícia). Ele inclui, por exemplo, agropecuária, extrativa mineral, atividades imobiliárias e aluguéis e administração pública. O segundo, denominado PIB cíclico, engloba aqueles setores mais sensíveis, que abarcam todos os segmentos da oferta agregada das contas nacionais, com exceção dos que compõem o PIB exógeno. No 2T/2025, assim como ocorreu no 2T/2023, a contribuição do PIB exógeno (0,1 p.p.) caiu consideravelmente, principalmente por conta do desempenho do setor agropecuário. A contribuição do PIB cíclico também foi menor, 0,2 p.p., com influência dos efeitos da política monetária contracionista e a redução do impulso fiscal (Gráfico 7).

GRÁFICO 7. CONTRIBUIÇÃO AO CRESCIMENTO DO PIB – PIB CÍCLICO *VS.* PIB EXÓGENO – 2023 A 2T2025 (VAR. % TRIM. CONTRA TRIM. ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Para o ano de 2025, o *carry-over* (carregamento estatístico) é de 2,4%. Isto é, se a economia brasileira tiver variações nulas ao longo dos demais trimestres de 2025 (e não houver revisão significativa da série com ajuste sazonal), o crescimento médio anual relativo a 2024 será de 2,4%. A mediana das expectativas de mercado para o crescimento da economia em 2025, coletadas no boletim *Focus* aponta, atualmente, para uma expansão de 2,19% em 2025 (29 de agosto de 2025),[1] enquanto a Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Fazenda indica uma estimativa de 2,5% (Brasil, 2025).[2]

Em resumo, a atividade econômica no Brasil apresentou uma moderação no segundo trimestre de 2025, com queda das vendas domésticas e desaceleração dos componentes cíclicos do PIB. Isso sugere que os efeitos da política mone-

1 Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20250829.pdf

2 Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/conjuntura-economica/boletim-macrofiscal/2025/boletim_macrofiscal-julho25.pdf

tária contracionista e da redução do impulso fiscal começam a aparecer nos dados de atividade econômica, que deve se manter menos dinâmica nos próximos trimestres. Pelo lado da demanda, o consumo das famílias apresentou desaceleração importante, em um contexto de perda de fôlego das concessões de crédito às pessoas físicas. Os investimentos tiveram queda após um primeiro trimestre robusto, influenciado pela importação de uma plataforma de petróleo em fevereiro.

Pelo lado da oferta, houve pequena queda da agropecuária na margem, refletindo um processo de normalização, após safra recorde no 1T/2025. A indústria cresceu liderada pela indústria extrativa, enquanto segmentos mais cíclicos, como construção e indústria de transformação, vêm apresentando queda. Os Serviços mostram resiliência, com desaceleração gradual.

A expectativa é de que o ritmo de crescimento mais moderado do 2T/2025 prossiga no restante de 2025. Esse cenário reflete, sobretudo, os efeitos da política monetária em território contracionista e da redução dos estímulos fiscais. Por outro lado, alguns fatores podem contribuir para suavizar esse processo, como: (i) a retomada do crédito consignado no setor privado, cujas dificuldades técnicas iniciais tendem a ser superadas; e (ii) o pagamento de precatórios realizado em julho.

Referências

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Focus*: relatório de mercado. Brasília, DF: BCB, 29 de agosto de 2025. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20250829.pdf. Acesso em: 2 set. 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica. *Boletim Macrofiscal*, DF: SPE, 2025. Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/conjuntura-economica/boletim-macrofiscal/2025/boletim_macrofiscal-julho25.pdf . Acesso em 2 set. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Indicadores IBGE*: contas nacionais trimestrais: indicadores de volume e valores correntes Abr.-jun. 2025. Rio de Janeiro: IBGE, 2025. Disponível em: https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt_2025_2tri.pdf. Acesso em: 2 set. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Levantamento Sistemático da Produção Agrícola*. Rio de Janeiro: IBGE, 2025. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/agricultura-e-pecuaria/9201-levantamento-sistematico-da-producao-agricola.html. Acesso em 2 set. 2025.

Anexo

TABELA 1. TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB E SEUS COMPONENTES: (VAR. % REAL ANUAL, VAR.% REAL INTERANUAL (T/T-4) E VAR.% NA MARGEM (T/T-1), COM AJUSTE SAZONAL)

	Anual var. %			Interanual (T/T-4) var. %				Na margem (T/T-1) var. %com ajuste sazonal				*Carry-over* para 2025
	2023	2024	2025*	2024.III	2024.IV	2025.I	2025.II	2024.III	2024.IV	2025.I	2025.II	
Agropecuária	**16,3**	**-3,2**	**5,8**	**-0,8**	**-1,5**	**10,2**	**10,1**	**1,2**	**-3,4**	**12,3**	**-0,1**	**9,7**
Extrativa mineral	9,2	0,5	1,0	-1,0	-3,6	0,2	8,7	-0,2	1,6	2,9	5,4	6,8
Transformação	-1,3	3,8	3,1	4,2	5,3	2,8	0,0	1,0	0,5	-1,0	-0,5	0,0
Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	5,8	3,6	-0,6	3,7	-3,5	1,6	-4,0	-1,4	-0,5	1,8	-2,7	-1,1
Construção	-0,3	4,3	3,6	5,7	5,1	3,4	0,2	-1,4	2,3	-0,6	-0,2	1,1
Indústria	**1,7**	**3,3**	**2,4**	**3,6**	**2,5**	**2,4**	**1,1**	**0,9**	**0,2**	**0,0**	**0,5**	**1,1**
Comércio	0,8	3,8	2,9	3,9	4,7	2,1	0,9	0,3	0,2	0,5	0,0	1,0
Transporte, armazenagem e correio	2,4	1,9	2,2	2,5	3,9	1,1	1,3	0,5	0,3	-0,5	1,0	0,9
Serviços de informação	2,9	6,2	6,8	7,8	6,2	6,9	6,4	2,4	-0,3	3,0	1,2	5,3
Interm. financeira e seguros	7,5	3,7	3,3	5,1	2,0	2,1	3,8	1,0	-0,3	0,6	2,1	2,8
Atividades imobiliárias	3,0	3,3	2,7	3,1	2,6	2,8	2,2	0,9	0,3	0,7	0,3	1,8

Continua

Continuação

	Anual var. %			Interanual (T/T-4) var. %				Na margem (T/T-1) var. %com ajuste sazonal				*Carry-over* para 2025
	2023	2024	2025*	2024.III	2024.IV	2025.I	2025.II	2024.III	2024.IV	2025.I	2025.II	
Outros serviços	3,4	5,3	4,0	6,4	4,5	2,5	2,7	1,8	-0,2	0,2	0,7	1,7
APU, educação pública e saúde pública	1,6	1,8	1,0	1,7	1,7	0,5	0,2	0,4	0,0	0,5	-0,4	0,5
Serviços	**2,8**	**3,7**	**2,9**	**4,1**	**3,4**	**2,1**	**2,0**	**0,8**	**0,2**	**0,4**	**0,6**	**1,5**
Valor adicionado	**3,4**	**3,1**	**3,0**	**3,7**	**3,3**	**2,9**	**2,4**	**0,8**	**0,0**	**1,5**	**0,3**	
Imposto	2,3	5,5	4,2	6,4	6,1	2,9	1,4					
PIB p.m.	**3,2**	**3,4**	**3,2**	**4,0**	**3,6**	**2,9**	**2,2**	**0,8**	**0,1**	**1,3**	**0,4**	**2,4**
Consumo das famílias	3,2	4,8	3,4	5,5	3,7	2,6	1,8	1,3	-1,0	1,0	0,5	1,5
Consumo do governo	3,8	1,9	1,0	1,3	1,2	1,1	0,4	0,6	0,4	0,0	-0,6	0,2
Formação bruta de capital fixo	-3,0	7,3	8,3	10,8	9,4	9,1	4,1	2,6	0,4	3,2	-2,2	3,8
Exportação	8,9	2,9	1,2	2,1	-0,7	1,2	2,0	-0,4	-1,4	3,1	0,7	2,7
Importação	-1,2	14,7	12,8	17,7	16,0	14,0	4,4	1,3	0,3	5,5	-2,9	6,1

Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2025).

Nota: *Acumulado 12 meses.

Impulso de crédito bancário no Brasil 2002-2025

57/2025

Introdução

Este *Estudo especial do BNDES* tem como objetivo explorar o relacionamento entre o crédito e o PIB na economia brasileira. No momento após a crise financeira global de 2008/2009 surgiu nas economias centrais um debate interessante acerca do papel do crédito na recuperação econômica. Alguns trabalhos observaram que a retomada das economias centrais começou a ocorrer a despeito do estoque das operações de crédito ainda não ter se recuperado. Esse fenômeno, documentado inicialmente por Calvo e outros, ficou conhecido na literatura como "Milagre de Phoenix" ou *credit-less recovery*, pelo fato de a melhora da economia estar ocorrendo, em tese, sem a recuperação do mercado de crédito (Claessens et. al., 2009; FMI, 2009; e Calvo; Loo-Kung, 2010).

Contestando essa percepção, Biggs e outros (2010) defenderam que essa dissociação entre a atividade econômica e o mercado de crédito era fruto de uma comparação inadequada entre a evolução da carteira de crédito (variável de estoque) e o nível de atividade (variável de fluxo). Segundo eles, para captar de forma correta essa relação, a comparação deveria se dar entre a variação da carteira de crédito, isto é, as concessões líquidas de crédito (os novos empréstimos líquidos dos pagamentos de juros, amortizações e renegociações) e o nível de atividade (duas variáveis de fluxo).[1]

Nesse caso, a variação das concessões líquidas de crédito deveria se relacionar à variação da atividade econômica. Utilizando a variação do saldo da carteira de crédito como *proxy* para as concessões líquidas e o produto interno bruto (PIB) como indicador da atividade econômica, também seria possível relacionar a variação das concessões líquidas de crédito normali-

1 Na verdade, Biggs e outros (2010) mostraram, no contexto de um modelo macroeconômico simples, que a carteira de crédito também afetaria a atividade econômica, mas sua importância seria bem pequena se comparada ao papel das concessões líquidas.

zadas pelo PIB ao crescimento do PIB, o que foi chamado pelos autores de "impulso do crédito".

Formalmente:

$$IC_t = \Delta\Delta S_t = \Delta(S_t - S_{t-1}) = (\Delta S_t - \Delta S_{t-1})$$

Em proporção do PIB nominal $(P_t Y_t)$, temos que:

(1) $$ic_t = \Delta\Delta s_t = \left(\frac{\Delta S_t}{P_t Y_t} - \frac{\Delta S_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} \right)$$

onde o subscrito t indica o período; IC_t é o impulso de crédito, S_t é o estoque de crédito; $P_t Y_t$ é o PIB nominal acumulado em 12 meses. Letras minúsculas expressam variáveis em proporção do PIB e as variáveis de estoque são medidas ao final do período.

A partir dessa métrica, Biggs e outros (2010) puderam mostrar que a recuperação das economias centrais no pós-crise financeira global de 2008/2009 ocorreu com a melhora do impulso do crédito, como se esperaria, ainda que o estoque das operações de crédito não tenha apresentado recuperação. Ou seja, o crédito e a atividade, se medidos da forma correta, se moveram em conjunto mesmo naquele período.

A seguir exploramos essa medida de impulso de crédito para o Brasil,[2] que, neste estudo, utiliza a razão entre a variação interanual (mês contra mesmo mês do ano anterior) do saldo das operações de crédito em valores correntes e o PIB nominal acumulado em 12 meses, sendo ambas as informações disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil (BCB). A partir dessa métrica, tenta-se responder às seguintes questões: i) qual é a evolução do impulso do crédito no Brasil?; e ii)

2 É necessário fazer breves comentários acerca dos dados que foram utilizados. As estatísticas do Banco Central do Brasil (BCB) não reportam informações sobre concessões de crédito líquidas do pagamento de juros, amortizações e refinanciamentos. São disponibilizados apenas o fluxo de recursos novos. Dessa forma, não é possível segregar eventuais renegociações ou refinanciamento de dívidas quando ocorre um novo fluxo de financiamento. Também não há informações disponíveis acerca de eventuais baixas a prejuízo das instituições financeiras, que também afetam o estoque de crédito da economia.

o impulso do crédito tem relação com o crescimento da atividade econômica? Trata-se de um tema pouco explorado no Brasil e que merece maior debate.[3]

Impulso do crédito 2002-2025: medida geral, recursos livres e recursos direcionados

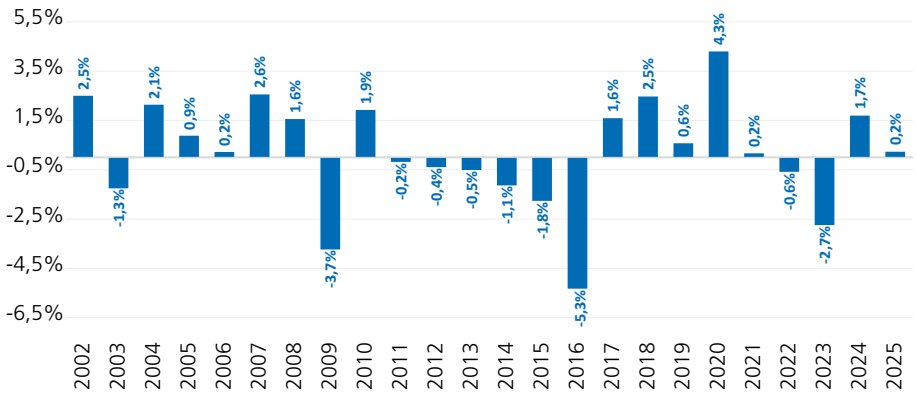
O mercado de crédito no Brasil pode ser analisado de diversas formas. Pelo lado da oferta, as operações de financiamento podem ser classificadas pela origem dos recursos – recursos livres (em que as taxas de juros das operações de crédito são pactuadas livremente entre as instituições financeiras e os mutuários finais) ou recursos direcionados (operações de crédito regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional – CMN) ou vinculados a recursos orçamentários, destinadas a financiamentos específicos voltados para a produção e investimento de médio e longo prazos). Ainda pelo lado da oferta, os recursos podem ser classificados pela origem das instituições financeiras – bancos públicos e bancos privados (nacionais e estrangeiros). Já pelo lado da demanda, as operações de financiamento podem ser classificadas como destinadas às empresas (pessoas jurídicas – PJs) ou mesmo às famílias (pessoas físicas – PFs). Ainda há a possibilidade de recortes setoriais pelo lado da demanda, relativo à destinação do crédito para empresas (indústria, comércio e serviços), e para as famílias (financiamentos habitacionais e rurais).

No escopo desse texto, a análise ficará restrita à medida global de impulso do crédito e sua segmentação pelo lado da oferta entre recursos livres e direcionados.

3 O BCB fez dois *boxes* sobre o tema, publicados no antigo Relatório de Inflação de setembro de 2021 e no Relatório de Política Monetária de março de 2025. São dois dos poucos estudos já realizados. Embora haja diferenças metodológicas na construção da medida de impulso do crédito aqui proposta, até por conta da limitação de acesso à informação, os resultados apontam na mesma direção e são qualitativamente semelhantes ao deste estudo. Outra referência que também aborda o tema é Pimentel e outros (2025).

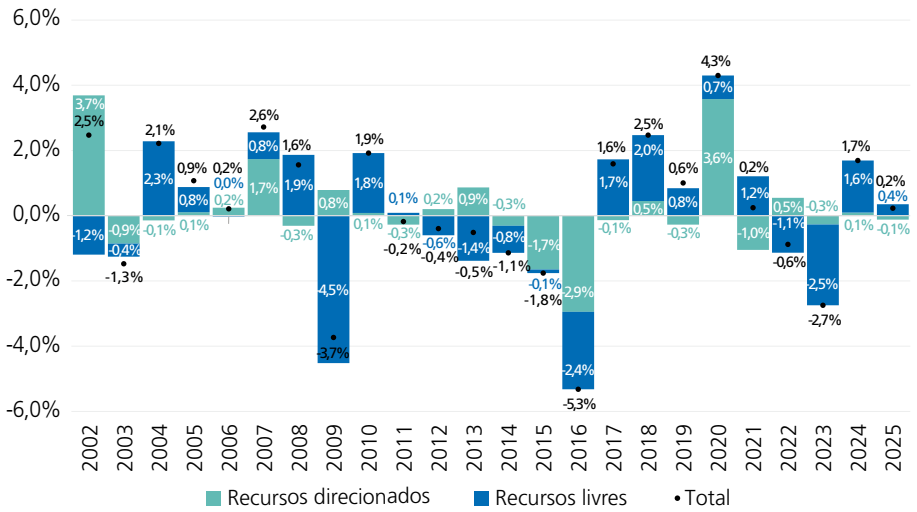
O Gráfico 1 apresenta a evolução da medida de impulso do crédito no Brasil, em bases anuais, no período de 2002 até o primeiro semestre de 2025. Já o Gráfico 2 segmenta o impulso de crédito nesse mesmo período segmentando sua contribuição entre recursos livres e direcionados.

GRÁFICO 1. IMPULSO DO CRÉDITO NO BRASIL – 2002 A 2T2005 (%PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.
Nota: Dados até 2T/2025.

GRÁFICO 2. IMPULSO DO CRÉDITO NO BRASIL: RECURSOS LIVRES *VS* RECURSOS DIRECIONADOS – 2002 A 2T2025 (%PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.
Nota: Dados até 2T/2025.

Algumas informações interessantes podem ser obtidas das séries de longo prazo de impulso do crédito no Brasil.

- Entre 2002 e 2008, o impulso do crédito foi predominantemente positivo, com exceção de 2003. Nesse processo foram de vital importância, principalmente a partir de 2004:
  - A ampliação dos níveis de emprego formal e de renda, viabilizada tanto pelo crescimento da economia com estabilidade de preços, quanto pelas políticas de redistribuição de renda (valorização do salário-mínimo e ampliação dos programas sociais de transferência de renda);
  - Tendência de queda da taxa de juros básica da economia, que foi transmitida para as taxas de juros de modalidades importantes do crédito, como, por exemplo, crédito direto ao consumidor para aquisição de veículos;
  - Mudanças institucionais importantes que reforçaram esse ciclo expansionista, tornando o mercado de crédito bancário mais seguro para o emprestador de recursos, como a regulamentação do crédito consignado, a alienação fiduciária e o patrimônio de afetação nos financiamentos imobiliários, a nova lei de falências em 2005, entre outras.
- Entre setembro de 2008 e 2009, no contexto da crise econômica global, o impulso do crédito tornou-se bastante negativo, atingindo, em 2009, o valor de -3,7%, com contribuição significativa da parcela de recursos livres (-4,5%), ilustrando a restrição de liquidez ocorrida no mercado bancário brasileiro por conta dos eventos internacionais. A atuação anticíclica dos recursos direcionados no ano de 2009 (contribuição positiva de 0,8%) compensou apenas parcialmente os efeitos do ambiente internacional no mercado de crédito doméstico.
  - Entre 2009 e 2010, a partir da rápida recuperação da economia, o impulso do crédito voltou ao terreno positivo;
  - Entre 2011 e 2013, o impulso do crédito foi mais próximo da neutralidade, mas com valores ligeiramente negativos e com tendência declinante,

seguindo o padrão dos recursos livres, enquanto os recursos direcionados tiveram contribuição levemente positiva;

- A partir de 2014, o impulso do crédito entrou em um terreno contracionista, com retração simultânea dos impulsos gerados pelos recursos livres e direcionados, na esteira da desaceleração da economia em 2014, e, posteriormente, do biênio recessivo de 2015-2016. O ano de 2016 marca o menor impulso do crédito de toda série analisada, com -5,3%;

- Entre 2017 e 2019, o impulso do crédito voltou ao terreno positivo com o bom desempenho dos recursos livres, mas houve perda de dinamismo em 2019;

- Em 2020, o impulso do crédito atingiu o maior valor da série histórica, com 4,3% devido às políticas adotadas para garantir liquidez às empresas durante a crise decorrente da Covid-19, o que se expressa pela grande contribuição do segmento direcionado (3,6%). Nesse contexto, destacam-se as várias políticas públicas implementadas, como, por exemplo, o BNDES FGI-Peac (Programa Emergencial de Acesso a Crédito – Fundo Garantidor de Investimento), o BNDES Giro, o Fampe (Fundo de Aval as Micro e Pequenas Empresas), o Pese (Programa Emergencial de Sustentação do Emprego), o Pronampe FGO (Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte com acesso a garantia do Fundo Garantidor de Operações) e o Peac Maquinhas (Programa Emergencial de Acesso ao Crédito para microempreendedores individuais e micro e pequenas empresas que operavam com cartão de crédito).[4]

- Entre o fim de 2021 e 2023, o impulso do crédito mostrou tendência declinante, entrando em terreno negativo e apresentando comportamentos díspares entre recursos livres e direcionados. O ano de 2023 foi particularmente impactado pelo "evento Americanas", em que fraudes contábeis no

4 Para um resumo das principais medidas implementadas de crédito emergencial no âmbito da Covid-19, consultar o portal do Sebrae (https://datasebrae.com.br/emprestometro/).

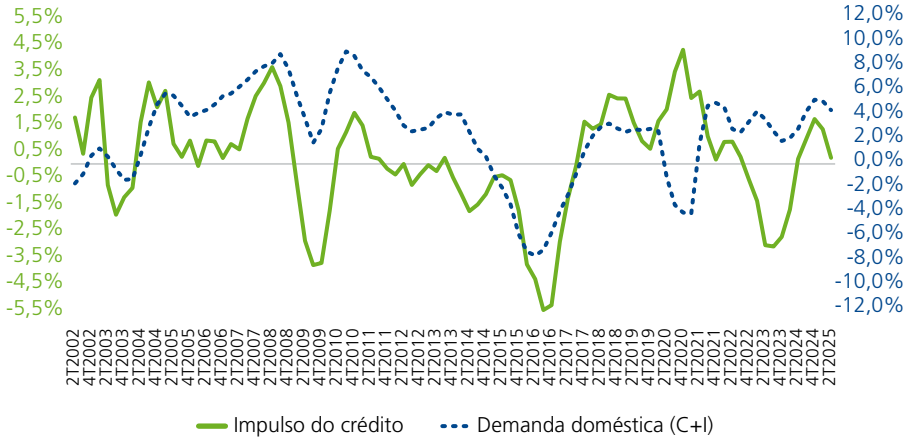
balanço da empresa resultaram em um forte aumento de aversão a risco na economia na primeira metade do ano, impactando as operações de crédito com recursos livres.

- No período mais recente, em 2024, o impulso do crédito voltou ao terreno positivo, liderado pelas operações com recursos livres, influenciado, sobretudo, pelo ciclo de queda da taxa básica de juros, com seus efeitos cumulativos e defasados, ocorridos entre agosto de 2023 e agosto de 2024. A atuação emergencial com a expansão do crédito para recuperação do Rio Grande do Sul também teve papel importante. Para 2025, com dados até o segundo trimestre de 2025, o forte ciclo de aperto monetário, com a Selic atingindo 15% a.a., e a tendência de desaceleração da atividade econômica são candidatos naturais a explicar a desaceleração da medida de impulso do crédito, que atingiu 0,2%.

Impulso do crédito e nível de atividade no Brasil

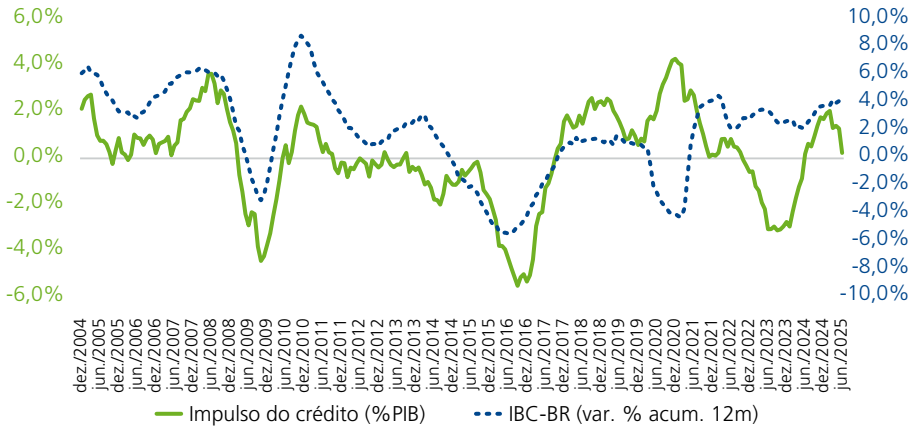
Mas será que o impulso do crédito no Brasil tem relação com a dinâmica do consumo e do investimento (C + I) – *proxy* para a demanda privada doméstica – ou mesmo com o nível de atividade no Brasil? O Gráfico 3, que relaciona o impulso do crédito com a demanda privada doméstica a preços constante de 2024, e o Gráfico 4, que associa o impulso do crédito ao IBC-Br (indicador mensal de atividade agregada do BCB), tentam mostrar essa relação.

GRÁFICO 3. IMPULSO DO CRÉDITO NO BRASIL (%PIB) E TAXA DE CRESCIMENTO DA DEMANDA PRIVADA DOMÉSTICA (VAR. % REAL ACUMULADA EM 12 MESES) – 2T2002 A 2T2025



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e do IBGE.
Nota: Dados até o 2T2025.

GRÁFICO 4. IMPULSO DO CRÉDITO NO BRASIL (%PIB) E TAXA DE CRESCIMENTO DO IBC-BR (VAR. % REAL ACUMULADA EM 12 MESES) – 4T2004 A 2T2025



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.
Nota: Dados até o 2T2025.

Nota-se que, de forma geral, as séries têm associação positiva, mas em alguns episódios a relação não é muito estreita. Chama atenção, em particular, a forte discrepância ocorrida recentemente devido a dois movimentos:

i. Em 2020, quando o impulso do crédito se torna amplamente positivo devido às medidas emergenciais implementadas pelo governo em decorrência da pandemia de Covid-19, e ainda assim, há forte queda da demanda privada doméstica e do IBC-Br pelas restrições à mobilidade e circulação de pessoas; e

ii. Entre 2021 e 2023, quando a recuperação da economia coincide com um menor impulso do crédito pela retirada das medidas emergenciais.

A partir dos dados apresentados, pode-se concluir que o impulso do crédito geralmente apresenta correlação positiva com o crescimento da atividade econômica. A exceção ocorreu durante o período de parada súbita e reabertura da economia causada pela pandemia de Covid-19, quando a correlação se tornou claramente negativa. As políticas de crédito anticíclicas adotadas no período explicam esse padrão recente. Com o fim da transição para o período de normalidade econômica – após a pandemia e a reversão das políticas de crédito adotadas –, a associação positiva entre impulso do crédito e crescimento econômico parece ter voltado a vigorar.

A desaceleração observada na medida de impulso do crédito até o segundo trimestre de 2025 pode refletir e funcionar como um indicador antecedente da dinâmica da atividade econômica na segunda metade do ano. Essa relação, entretanto, permanece condicionada à execução de políticas de crédito no contexto da guerra tarifária implementada pelos EUA, na qual o Brasil é um dos países mais impactados.

Com base na experiência brasileira entre 2002 e 2025, o impulso de crédito se mostra, em geral, um bom indicador antecedente da atividade econômica, refletindo movimentos de aceleração ou retração que tendem a se materializar no nível de atividade com alguma defasagem. O crédito direcionado, por sua vez,

não atua apenas como suporte anticíclico em momentos de crise, como ocorreu em 2009 e 2020, mas também como indutor de segmentos específicos de investimento, sobretudo em infraestrutura, habitação e atividades rurais. Observa-se ainda que o impulso de crédito responde tanto ao ciclo da política monetária, que afeta diretamente o crédito livre, quanto a choques externos e internos que influenciam a liquidez e o apetite por risco das instituições financeiras. Resumindo, o impulso do crédito ajuda a compreender os mecanismos de transmissão do crédito sobre o crescimento do PIB brasileiro.

Referências

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Fluxo Financeiro e Impulso do Crédito. *Relatório de inflação*. Brasília, set. 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202109/ri202109b5p.pdf. Acesso em: ago. 2025.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Fluxo Financeiro e Impulso do Crédito em 2024. *Relatório de política monetária*. Brasília, mar. 2025. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202503/rpm202503b3p.pdf. Acesso em: ago. 2025

BIGGS, M.; MAYER, T; PICK, A. *Credit and Economic Recovery*: Demystifying Phoenix Miracles, [s.l.], 15 mar. 2010. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1595980. Acesso em: ago. 2025.

CALVO, G; IZQUIERDO, A.; TALVI, E. Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit From Systemic Financial Crisis. *NBER Working Paper*. Cambridge, MA, n. 12.101, mar. 2006. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w12101/w12101.pdf. Acesso em: ago. 2025.

CALVO, G.; LOO-KUNG, R. . US recovery: A new "Phoenix Miracle"?. *VoxEU*. [*s.l.*], 12 abr 2010. Disponível em: https://cepr.org/voxeu/columns/us-recovery-new-phoenix-miracle. Acesso em: ago. 2025.

CLAESSENS, S.; KOSE, A.; TERRONES, M. A recovery without credit: Possible but... *VoxEU*. [*s.l.*], 22 mai. 2009. Disponível em: https://cepr.org/voxeu/columns/recovery-without-credit-possible. Acesso em: ago. 2025.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Sustaining the Recovery. *World Economic Outlook*. Washington, DC, n. 2, out. 2009. Disponível em: https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-October-2009-Sustaining-the-Recovery-22576. Acesso em: ago. 2025.

PIMENTEL, Débora; ALVES JUNIOR, Antonio José; SILVA, Erlon Domingues da. *The role of public bank credit to sustainable growth in Brazil*. Rio de Janeiro: Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, ECSiFin – Economia e Conjuntura do Sistema Financeiro, 2025. Disponível em: https://enep.sep.org.br/uploads/2623_1742862503_SEP_pdf_ide.pdf. Acesso em: ago. 2025

SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. *Emprestômetro*. Disponível em: https://datasebrae.com.br/emprestometro/. Acesso em: ago. 2025.

Fontes de *funding* dos bancos de desenvolvimento: perspectiva comparada entre BNDES, KDB, CDB e KfW

58/2025

Introdução

Com uma existência que remonta ao período imediatamente após a Segunda Guerra Mundial, os bancos de desenvolvimento (BD) têm tido papel fundamental na economia global, recuperando centralidade no debate econômico na esteira de sua atuação durante as crises de 2008 e da pandemia de Covid-19 (Mazzucato; Penna, 2016).

Tendo em vista seu papel no financiamento de projetos de longo prazo e de maior incerteza econômica e sua atuação contracíclica, os BDs necessitam de fontes de recursos estáveis e de prazo mais longo do que bancos comerciais. Entre suas principais fontes de *funding*, estão: (i) a emissão de títulos no mercado de capitais; (ii) empréstimos, subsídios ou fundos governamentais; (iii) empréstimos e doações de instituições multilaterais; e (iv) reinvestimento de lucros (Xu; Wang; Ru, 2021).

Este estudo especial busca, então, avaliar as principais fontes de recursos de alguns dos principais bancos de desenvolvimento do mundo – China Development Bank (CDB), Korea Development Bank (KDB), o alemão Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – nos últimos anos, destacando ainda os diferentes modos pelos quais os Estados Nacionais atuam de forma a dar sustentação aos seus respectivos BDs em suas missões institucionais.

Síntese de indicadores financeiros

A observação de alguns indicadores financeiros, conforme mostra a Tabela 1, é capaz de fornecer de início, estaticamente, alguma base para comparação entre os diferentes bancos de desenvolvimento analisados.

TABELA 1. SÍNTESE DE INDICADORES DOS BANCOS DE DESENVOLVIMENTO (2024)

	BNDES	KDB	CDB	KfW
Passivo/PIB	7,16%	14,57%	13,80%	13,99%
Títulos/passivo	5,59%	46,28%	71,59%	87,16%
Retorno sobre o ativo (ROA)	2,78%	0,58%	0,48%	0,26%
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	13,75%	4,88%	5,01%	3,54%
Juros/passivo (sem patrimônio líquido)	10,17%	3,51%	2,80%	3,69%
Taxa básica de juros	12,25%	3,00%	1,50%	3,00%

Fonte: Elaboração própria com base nas respectivas demonstrações financeiras.

Observa-se inicialmente o tamanho relativo do BNDES, significativamente inferior ao dos demais bancos analisados, fruto do processo de enxugamento ocorrido no período de 2016 a 2022. Outra característica do BNDES que o diferencia dos demais é a alta taxa de lucratividade – medida tanto pelo retorno sobre o ativo (ROA) quanto pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) –, bastante superior ao segundo colocado em ambas as medições.

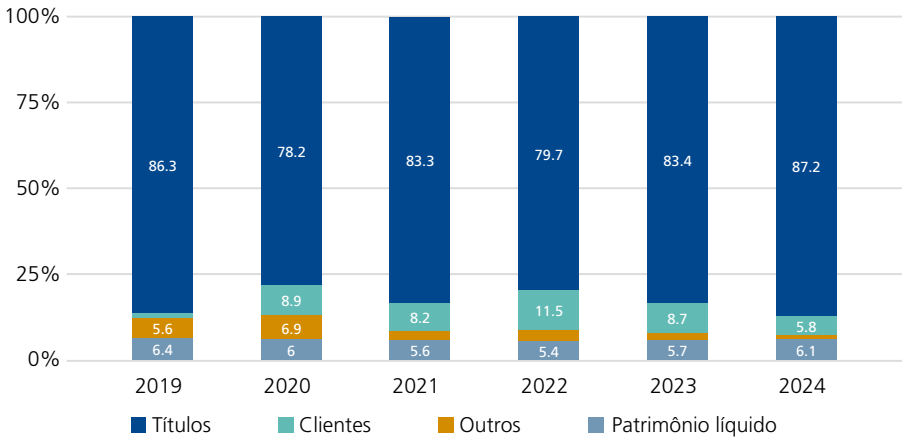
Por fim, há três indicadores, intimamente relacionados entre si, em que o Brasil e o BNDES também aparecem como *outliers*: (i) a taxa de juros, bastante superior no Brasil em relação aos demais países; (ii) as maiores despesas com juros do BNDES sobre aquela parcela do passivo que paga juros – isto é, excluindo o patrimônio líquido –, utilizadas aqui como uma medida do custo de *funding*; (iii) a composição do passivo, com participação menor dos títulos no BNDES em comparação aos demais.

KfW

Criado em 1948, inicialmente o *funding* do KfW era formado primordialmente por recursos do Plano Marshall e do governo alemão. A partir dos anos 1980, entretanto, a captação via emissão de títulos no mercado internacional passou

a ganhar relevância, consolidando-se como principal fonte de recursos do KfW, como visto no Gráfico 1.

GRÁFICO 1. COMPOSIÇÃO DO PASSIVO DO KFW (2019-2024)

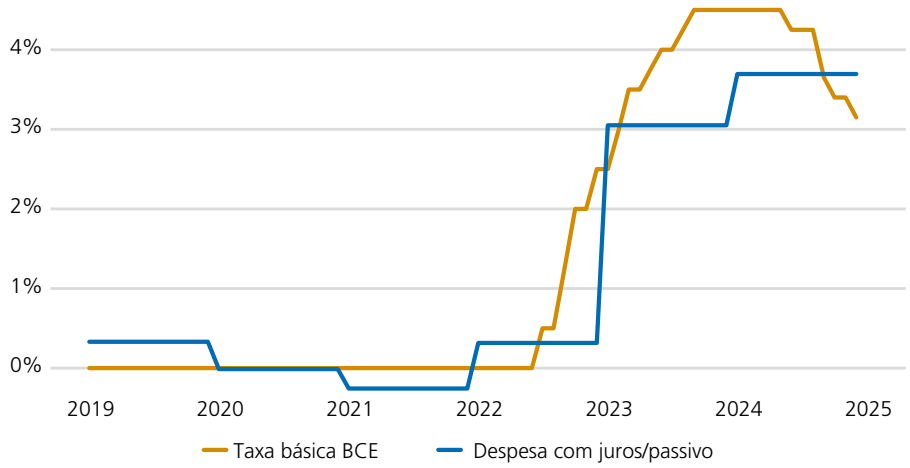


Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do KfW. Disponível em: https://www.kfw.de/About-KfW/Service/Download-Center/Financial-Publications/Finanzbericht/index.html. Acesso em: 8 nov. 2025.

O restante do *funding* do KfW – contido na conta "Clientes" do balanço – é dado principalmente pelo Economic Stabilisation Fund (ESF), fundo público criado pelo governo alemão para fornecer liquidez e fortalecer empresas estratégicas durante a pandemia de Covid-19, renovado em 2022 como resposta à crise energética advinda do conflito entre Rússia e Ucrânia.

Além da garantia soberana dada pelo governo alemão a suas obrigações, o KfW desfruta de isenção de impostos sobre seus lucros e da não obrigação de pagar dividendos a seus acionistas (Além; Madeira, 2024). Esses privilégios, somados à taxa de juros historicamente baixa fixada pelo Banco Central Europeu (BCE) e à boa reputação do banco de desenvolvimento como emissor nos mercados internacionais, permitem-lhe captar recursos a taxas relativamente inferiores às do mercado, o que se reflete em uma maior competitividade de seus financiamentos.

GRÁFICO 2. JUROS/PASSIVO DO KFW E TAXA BÁSICA DO BANCO CENTRAL EUROPEU (2019-2025)



Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do KfW. Disponível em: https://www.kfw.de/About-KfW/Service/Download-Center/Financial-Publications/Finanzbericht/index.html. Acesso em: 8 nov. 2025.

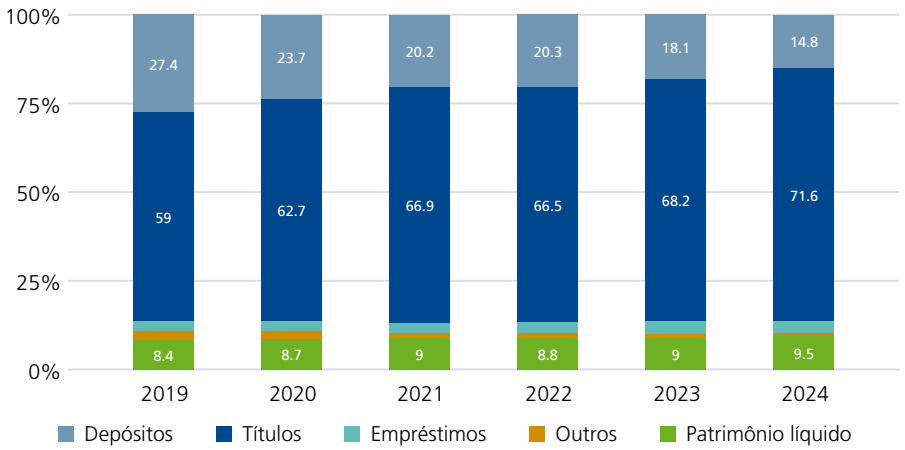
China Development Bank (CDB)

Criado tardiamente em relação aos outros bancos analisados, em 1994, o modelo atual de financiamento do CDB é apontado por Chen (2024) como híbrido, já que a obtenção de recursos é feita primordialmente por meio de emissão de títulos no mercado doméstico, embora os depósitos tenham certa relevância.

Mais do que um mero objeto da transição para o mercado do sistema financeiro chinês, o CDB teve importância central no processo da criação de um mercado de títulos doméstico no país, servindo como *benchmark* de títulos com maturidades longas e alta liquidez. A larga demanda pelos títulos do CDB, por sua vez, é impulsionada pela garantia soberana explícita, formalizada em 2004, e pelo arcabouço regulatório interno, que lhes dá ponderação zero de risco para fins

de Basileia (Chen, 2024). Esse arcabouço institucional incentivou a compra dos títulos do CDB por parte de bancos comerciais domésticos – seus principais detentores –, o que contribuiu para a alta participação dos títulos no passivo do banco, observada no Gráfico 3.

GRÁFICO 3. COMPOSIÇÃO DO PASSIVO DO CDB (2019-2024)



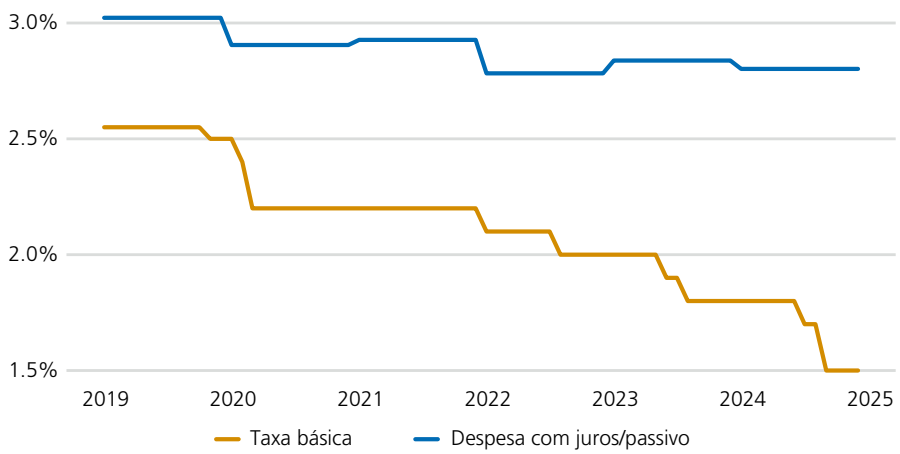
Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do CDB. Disponível em: https://www.cdb.com.cn/English/bgxz/ndbg/ndbg2024/. Acesso em: 8 nov. 2025.

Boa parte do restante do *funding* do CDB é captado por meio de depósitos. Diferentemente de bancos comerciais, que captam depósitos à vista de seus clientes, a maioria dos depositantes no CDB é constituída de empresas – que deixam parte do dinheiro obtido por meio do financiamento com o CDB no próprio banco – e agências financeiras com algum acordo de colaboração com o banco, além do depósito de fundos públicos. Dado que a taxa média de juros dos depósitos é inferior à dos títulos, o aumento da captação via depósitos foi utilizado em momentos em que havia a necessidade de financiar projetos com menor lucratividade, como após a crise de 2008 (Chen, 2024).

Como visto no Gráfico 3, nos últimos anos, o percentual de depósitos no passivo do CDB tem diminuído, dando espaço a um predomínio ainda maior

da emissão de títulos. Esse fenômeno também pode ser uma das razões pelas quais a despesa com juros pelo passivo do CDB caiu a ritmo menos intenso do que a taxa básica da economia fixada pelo Banco Popular da China (BPoC), uma vez que no CDB houve a substituição de uma fonte de recursos (depósitos) mais barata, ainda que de prazo mais curto, por outra fonte relativamente mais cara (títulos).

GRÁFICO 4. TAXA BÁSICA DO BPOC E JUROS/PASSIVO DO CBD (2019-2025)

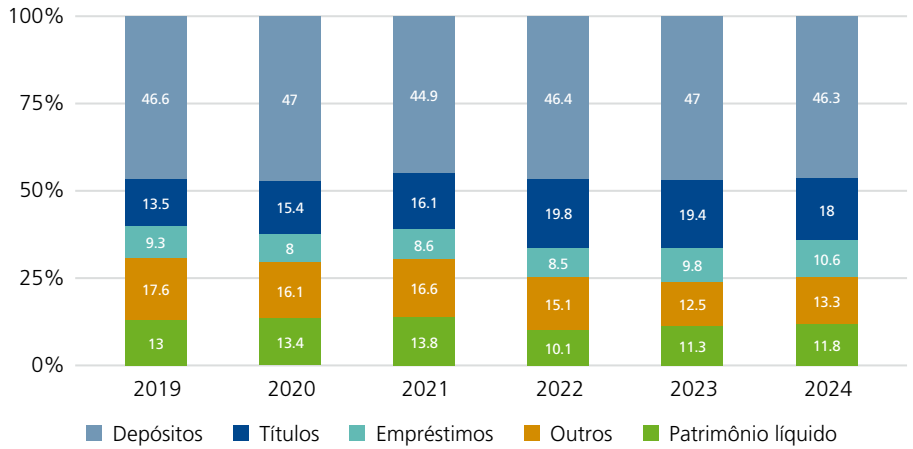


Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do CDB. Disponível em: https://www.cdb.com.cn/English/bgxz/ndbg/ndbg2024/. Acesso em: 8 nov. 2025.

Korea Development Bank (KDB)

Nos primeiros anos após sua criação, em 1954, o *funding* do KDB era fortemente dependente de empréstimos e fundos governamentais. A partir da década de 1980, consolidou-se a conformação atual do passivo, com maior relevância para a emissão de títulos e a captação de depósitos no mercado doméstico (Lee, 2017).

GRÁFICO 5. COMPOSIÇÃO DO PASSIVO DO KDB (2019-2024)



Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do KDB. Disponível em: https://www.kdb.co.kr/BZCOWS00N00.act?_mnuId=IHIHEN0024&wcmsPath=%2Fhmp%2Fch%2Fgl%2Fir%2FCHGLIR0100.html. Acesso em: 8 nov. 2025.

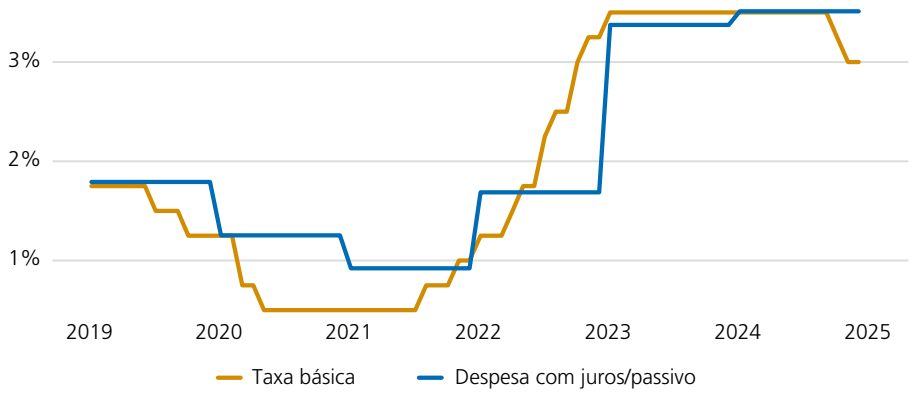
Sua principal fonte de recursos é a emissão no mercado doméstico dos Industrial Finance Bonds (IFB), títulos emitidos exclusivamente pelo KDB para financiamento de suas operações. Embora não conte com garantia soberana explícita, o ato de criação do KDB prevê que o governo tem o dever de garantir a solvência do banco, caso as reservas não sejam suficientes para cobrir eventuais déficits (KDB, 2020). Assim, em última instância há uma garantia de solvência, o que possibilita que o banco desfrute de classificação de crédito similar à do Estado coreano (KDB, 2024).

Outra fonte importante de recursos do KDB é resultante da captação de depósitos a prazo de seus clientes nos mercados doméstico (principalmente) e externo, além da captação de empréstimos perante o mercado internacional. Por fim, há a utilização de fundos – públicos e privados – e empréstimos diretos do Banco da Coreia, embora esses recursos perfaçam uma parcela pequena do total.

Além de desfrutar da garantia à sua solvência, o KDB também é desobrigado do pagamento de dividendo mínimo obrigatório ao seu único acionista – o governo (Além; Madeira, 2024). A garantia soberana indireta fornecida ao KDB permite

que os seus títulos possam ser emitidos com um *spread* relativamente baixo em relação aos títulos do governo coreano (KDB, 2024), o que pode ser visto também na relação próxima entre a taxa de juros fixada pelo Banco da Coreia e as despesas com juros do KDB, disposta no Gráfico 6.

GRÁFICO 6. JUROS/PASSIVO DO KDB E TAXA BÁSICA DO BANCO DA COREIA (2019-2025)



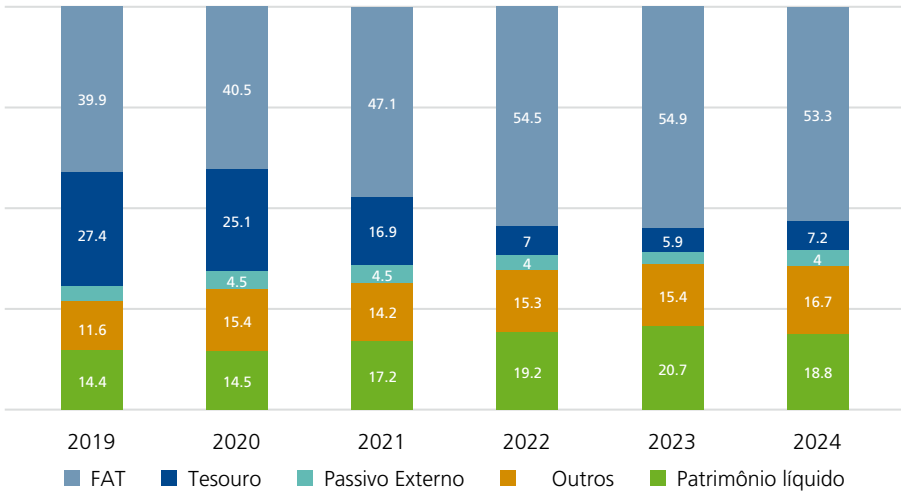
Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do KDB. Disponível em: https://www.kdb.co.kr/BZCOWS00N00.act?_mnuId=IHIHEN0024&wcmsPath=%2Fhmp%2Fch%2Fgl%2Fir%2FCHGLIR0100.html. Acesso em: 8 nov. 2025.

BNDES

Desde sua criação, em 1952, o BNDES teve suas fontes de recursos fortemente vinculadas à presença de fundos governamentais, que garantiram *funding* estável e a custos baixos. Desde a Constituição de 1988, a principal fonte de novos recursos no BNDES (à exceção do período entre 2008 e 2014, em que o Tesouro Nacional realizou uma série de aportes no Banco), é o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), cujas receitas são oriundas da arrecadação do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep).

O modelo de financiamento do BNDES, com forte presença de fundos públicos (principalmente o FAT), contrasta com o dos demais BDs analisados, cuja principal fonte de recursos é a emissão de títulos. Outro ponto que distingue o BNDES é a forte presença atual de recursos próprios, cerca de 19% do total, reflexo das altas taxas de lucro obtidas nos últimos anos.

GRÁFICO 7. COMPOSIÇÃO DO PASSIVO DO BNDES (2019-2024)



Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do BNDES. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/prestacao-de-contas/informacoes-financeiras/demonstracoes-financeiras. Acesso em: 8 nov. 2025.

A partir da Lei 14.937/2024, o BNDES inaugurou um novo modelo de captação de recursos com a emissão das letras de crédito do desenvolvimento (LCD), títulos incentivados com rendimentos isentos de imposto de renda para pessoas físicas e de 15% para pessoas jurídicas (Brasil, 2024). Esse incentivo, equivalente àquele fruído pelas letras de crédito imobiliárias (LCI) e do agronegócio (LCA), permite que o Banco repasse a seus clientes o menor custo de captação, tornando-o mais competitivo. Embora as LCDs sejam um marco na captação de recursos do Banco, sua participação ainda é pequena no passivo, perfazendo cerca de 1,5% do total.

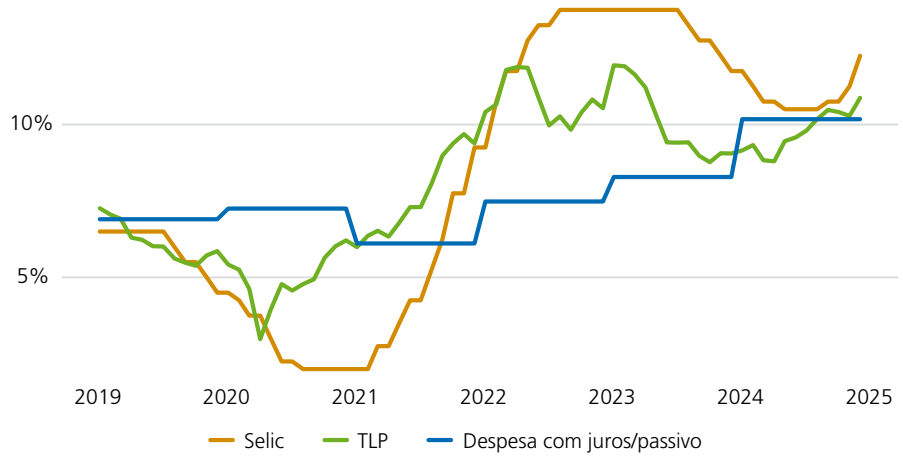
É necessário salientar ainda que, embora grande parte do *funding* do BNDES advenha de um fundo público – FAT –, sua remuneração é referenciada em taxas de mercado: desde 2018, a taxa à qual os financiamentos do BNDES com recursos do FAT são remunerados é a Taxa de Longo Prazo (TLP), cuja parte real é definida pela estrutura a termo da taxa de juros das Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B) de cinco anos (Brasil, 2017). Isso se reflete nos custos de *funding* do Banco em relação ao seu passivo, como pode ser visto no Gráfico 8, que compara a Selic, os gastos do BNDES com juros em relação ao passivo, e a TLP nominal *ex-ante* com alfa.[1] A partir da Lei 14.937/2024, o BNDES foi autorizado a remunerar o FAT a outras taxas, referenciadas à Selic e às taxas prefixadas baseadas nas Letras do Tesouro Nacional (LTN) e nas Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de três e cinco anos, mantendo, entretanto, a lógica de remuneração a taxas de mercado.

A remuneração do BNDES ao FAT, por sua vez, tem particularidades que impedem a comparação direta do seu custo de *funding* com os demais bancos de desenvolvimento utilizando apenas os gastos com juros: a remuneração é feita às taxas expostas acima, limitadas a 6% anuais – o restante sendo capitalizado na dívida do BNDES com o FAT. Assim, a parcela que excede os 6%, embora constitua custo de *funding* para o Banco, não aparece como despesa com juros, alterando o saldo da dívida no passivo.

Assim, para encontrarmos um indicador que possa servir de comparativo, precisamos fazer alguns ajustes: aos gastos com juros expostos nas demonstrações de resultados, somamos a variação do saldo da dívida do Banco com o FAT – considerando referida dívida líquida da entrada de novos recursos do PIS-Pasep –, o que fornece a capitalização da parcela dos juros excedentes a 6%, dando uma melhor estimativa do custo de *funding* do BNDES para termos de comparação.

1 A partir da Lei 13.483/2017, a TLP substituiu a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) como remuneradora do FAT. De modo a não gerar descontinuidades muito grandes, criou-se um fator redutor à TLP (o alfa) em relação à taxa da NTN-B de cinco anos, crescente até chegar a 1 em 2023.

GRÁFICO 8. TAXA SELIC E JUROS/PASSIVO DO BNDES (2019-2025)



Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras do BNDES. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/prestacao-de-contas/informacoes-financeiras/demonstracoes-financeiras. Acesso em: 8 nov. 2025.

Conclusão

Em comparação com alguns dos principais bancos de desenvolvimento na atualidade – CDB, KDB e KfW –, o *funding* do BNDES apresenta algumas particularidades. Inicialmente, observando alguns indicadores financeiros, identifica-se que o BNDES tem lucratividade bastante superior à de seus pares internacionais – medida tanto pelo ROE quanto pelo ROA.

Em relação ao BNDES, cujo modelo de financiamento é historicamente baseado na presença de fundos públicos (principalmente o FAT, nos últimos anos) e aportes governamentais, os demais bancos analisados apresentam uma parcela bem superior de títulos entre suas fontes de recursos. Apesar disso, conforme foi visto, os governos coreano, alemão e chinês têm outros modos de apoiar seus res-

pectivos bancos de desenvolvimento, como por meio de garantia – explícita ou não – às obrigações e da disponibilização de fundos e depósitos públicos como fonte de recursos.

Por fim, quanto ao custo de *funding*, a economia brasileira convive com altas taxas de juros – tanto no acumulado histórico quanto na atualidade –, o que se reflete nas altas despesas com juros em relação ao passivo do BNDES, quando comparadas com as dos demais bancos de desenvolvimento analisados.

Referências

ALÉM, A. C.; MADEIRA, R. 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, jun. 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/25026?&locale=pt_BR. Acesso em: 6 out. 2025.

BRASIL. Lei 13.483, de 21 de setembro de 2017. Institui a Taxa de Longo Prazo (TLP); dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo da Marinha Mercante (FMM) e sobre a remuneração dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); altera as Leis n º 8.019, de 11 de abril de 1990, 9.365, de 16 de dezembro de 1996, 10.893, de 13 de julho de 2004, e 10.849, de 23 de março de 2004; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 21 set. 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13483.htm. Acesso em: 10 set. 2025.

BRASIL. Lei 14.937, de 26 de julho de 2024. Institui a Letra de Crédito do Desenvolvimento (LCD); altera as Leis nºs 13.483, de 21 de setembro de 2017, e 11.076, de 30 de dezembro de 2004; e revoga dispositivos das Leis nºs 14.366, de 8 de junho de 2022, e 14.440, de 2 de setembro de 2022. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 26 jul. 2024. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/L14937.htm. Acesso em: 10 set. 2025.

BRASIL. Medida Provisória 1.303, de 11 de junho de 2025. Dispõe sobre a tributação de aplicações financeiras e ativos virtuais no País e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 11 jun. 2025. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/mpv/mpv1303.htm. Acesso em: 24 set. 2025.

CHEN, M. *The latecomer's rise*: policy banks and the globalization of China's development finance. Ithaca: Cornell University Press, 2024.

KDB – KOREA DEVELOPMENT BANK. *KDB Act and Regulations*. Seoul: KDB, mai. 2020. Disponível em: https://www.kdb.co.kr/wcmscontents/pdf/The_KDB_Act_2020.pdf. Acesso em: 16 set. 2025.

KDB – KOREA DEVELOPMENT BANK. *Investor presentation*. Seoul: KDB, dez. 2024. Disponível em: https://www.kdb.co.kr/wcmscontents/pdf/KDB_Investor_Presentation_202412.pdf. Acesso em: 16 set. 2025.

LEE, K. *Financing industrial development in Korea and implications for Africa*. Abidjan: African Development Bank, 2017. (HDI (How they Did It) Series, v. 1, n. 3). Disponível em: https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Publications/How_they_did_it_V1_I_3_How_they_did_it_V1_I_3.pdf. Acesso em: 6 out. 2025.

MAZZUCATO, M.; PENNA, C. *Beyond market failures*: the market creating and shaping roles of state investment banks. New York: Institute for New Economic Thinking, 2016 (Working paper, n. 7). Disponível em: https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP7-Mazzucato.pdf. Acesso em: 6 out. 2025.

XU, J.; WANG, K.; RU, X. *Funding sources of national development banks*. Beijing: Institute of New Structural Economics, 2021 (Development Financing Research Report, n. 3). Disponível em: https://www.nse.pku.edu.cn/docs/20210617174942419513.pdf. Acesso em: 5 set. 2025.

O papel do *funding* verde para o "Novo BNDES"

59/2025

O aprofundamento da crise climática tem induzido governos a uma atuação mais robusta visando a descarbonização produtiva e a preservação ambiental. Somadas à agenda de desenvolvimento sustentável e à expansão de mercados financeiros para investimentos verdes, essas são tendências importantes da última década. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem atuação de longa data em preservação do meio ambiente e energia renovável e vem fortalecendo-a em diferentes esferas do desenvolvimento sustentável.

Nesse contexto, a captação de recursos orientados à sustentabilidade ambiental – o *funding* verde (*green funding*) – vem se tornando um instrumento importante de diversificação de fontes de recursos dentro da reorientação estratégica do chamado "Novo BNDES" (Barbosa Filho; Aidar; Souza, 2024). Nesse sentido, este estudo especial busca discutir a participação atual do *funding* verde e a atuação do BNDES na sustentabilidade ambiental.

Histórico de atuação do BNDES na sustentabilidade

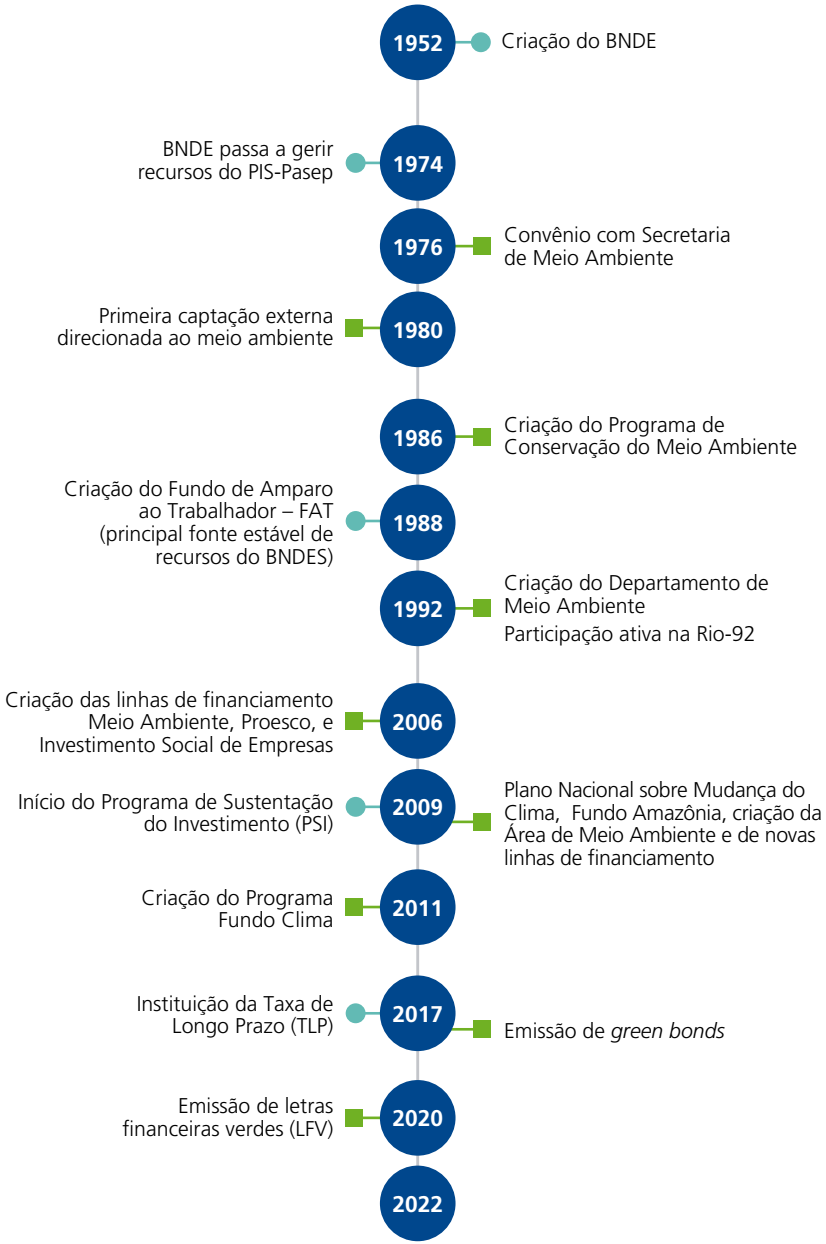
Já em meados da década de 1970, o BNDES estabeleceu convênio com a Secretaria Federal de Meio Ambiente, iniciando uma trajetória de progressiva, ainda que lenta, incorporação da pauta ambiental em suas atividades-fim. Em 1980, o Banco realizou a primeira captação externa voltada ao meio ambiente, com o Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (Bird) para controle de poluição. Mais tarde, em 1986, o Banco criou o Programa de Conservação do Meio Ambiente; em 1992, criou o Departamento de Meio Ambiente, o primeiro em um banco brasileiro; e finalmente, em 2006, criou linhas de financiamento específicas para investimentos sociais e ambientais. A partir daí, ganharam tração as atividades ligadas ao meio ambiente, com a criação de diversos programas e protocolos. O ano de 2009 foi marcante,

com a criação do Programa Nacional sobre Mudança do Clima (Brasil, 2009), estando vinculados a ele o lançamento do Fundo Amazônia e a criação do Fundo Clima, ambos coordenados pelo Ministério do Meio Ambiente com recursos operados pelo BNDES.

O Fundo Amazônia conta com doações internacionais para a aplicação de recursos não reembolsáveis na conservação e uso sustentável da Floresta Amazônica, com participação do BNDES tanto nas captações quanto na gestão de recursos do fundo. Já o Fundo Nacional sobre Mudança do Clima, conhecido como Fundo Clima, dispõe de recursos não reembolsáveis e reembolsáveis, sendo estes últimos operados pelo BNDES e os primeiros pelo Ministério do Meio Ambiente. Esses dois fundos foram as primeiras fontes estáveis de *funding* direcionado a questões ambientais do BNDES, mesmo que representando parcelas muito pequenas do passivo da instituição até anos recentes.

Posteriormente, o Banco buscou captar recursos de mercado para fins ambientais. Em 2017, o BNDES foi o primeiro banco brasileiro a fazer uma emissão de títulos verdes (*green bonds*) em praças internacionais, que resultou na arrecadação de US$ 1 bilhão, com prazo de sete anos e taxa de retorno de 4,8% a.a. na Bolsa Verde de Luxemburgo. Em movimento semelhante, em 2020, o Banco foi o primeiro a lançar letras financeiras verdes (LFV) no mercado doméstico, arrecadando R$ 1 bilhão com títulos de prazo de dois anos e direcionados a projetos de energia eólica e solar. Essas foram as únicas emissões desse tipo do Banco, que atualmente não tem títulos verdes em seu passivo. A Figura 1 sintetiza a linha do tempo com todos os desenvolvimentos descritos.

FIGURA 1. LINHA DO TEMPO – ATUAÇÃO DO BNDES NA SUSTENTABILIDADE – 1952 A 2022



Fonte: Elaboração própria.

Assim, podemos ver que após a crise de 2008, expandiram-se as linhas e desembolsos relacionados ao desenvolvimento sustentável, e surgiram as primeiras fontes de *funding* destinadas a esse fim. O BNDES seguiu de forma pioneira o que veio a ser o consenso de desenvolvimento sustentável, tornando-se liderança em algumas áreas. Destaca-se, por exemplo, como o banco que mais investe em energia renovável no mundo (BloombergNEF, 2024).

O papel do *funding* verde para o "Novo BNDES"

Desde 2023, o BNDES vem estruturando uma nova arquitetura de *funding*, que lida com restrições à expansão do financiamento via Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), buscando recuperar o nível histórico de atividade do Banco.[1] Essa diversificação de fontes de *funding* e reestruturação para lidar com as crises recentes (social, climática e comercial) refletem a nova orientação estratégica do que foi chamado de "Novo BNDES" por Barbosa Filho, Aidar e Souza (2024). Além disso, as pautas ambiental e social ganharam nova proeminência nessa estratégia e passaram a ter escopo transversal nas atividades do Banco, movimento também simbolizado pela criação de uma diretoria socioambiental. Essa estratégia se alinha à tendência internacional de desenvolvimento sustentável, que se fortaleceu a partir de 2015 com a Agenda 2030 e com o Acordo de Paris, para a contenção da mudança climática. Nesse contexto, o *funding* verde é um recurso fundamental para a expansão da atuação do Banco na economia verde e no desenvolvimento social, além de servir como diversificação de fontes de recursos.

Várias novas medidas foram implementadas pelo Banco nessa tarefa de diversificação do *funding*. Em dezembro de 2024, o BNDES realizou sua primeira emissão de títulos incentivados – as letras de crédito ao desenvolvimento (LCD) – captando R$ 9,8 bilhões, o que representou 1,5% do *funding* do Banco naquele

1 Para mais informações sobre as restrições à expansão do uso do FAT pelo BNDES ver Borça Jr.; Horta e Costa (2024).

ano. Esse resultado foi expressivo, dadas as condições restritivas do mercado de renda fixa brasileiro. A emissão de LCD é limitada legalmente a um saldo de 25% do patrimônio líquido (Barbosa Filho; Aidar; Souza, 2024), o que representaria um limite de 4,8% do *funding* total do Banco ao fim de 2024. Além disso, como título incentivado pela isenção tributária, a captação via LCD tem condições um pouco melhores que as taxas de mercado, mas ainda em patamar bem alto, devido ao nível da taxa básica de juros no mercado brasileiro.

Dadas essas condições, o *funding* verde captado no mercado internacional se apresentou como nova fonte relevante de recursos. Em 2024, o país captou R$ 10,4 bilhões pelo Fundo Clima na forma de títulos soberanos sustentáveis emitidos pelo Tesouro Nacional. O risco cambial foi assumido pelo Tesouro e o custo do *funding*, repassado ao fundo em reais, permitiu a captação de recursos com taxas de juros incentivadas, coerente com o direcionamento do investimento verde. Além disso, o volume de recursos captados em 2024 foi também um grande avanço, representando um fluxo 26 vezes maior que o patamar médio anterior de R$ 400 milhões ao ano. No primeiro semestre de 2025, o Tesouro fez uma nova captação e mais R$ 10,9 bilhões foram repassados ao BNDES. Com esses dois aportes, ao fim do primeiro semestre de 2025 o passivo do BNDES referente ao Fundo Clima era de R$ 24,8 bilhões (BNDES, 2025a).

Além do Fundo Clima, outras duas fontes centrais de recursos internacionais com direcionamento sustentável foram as captações externas com instituições internacionais e o Fundo Amazônia. Entre 2018 e 2022, o Banco praticamente cessou a busca por novas captações externas, retomando-a em 2023 na intenção de ampliar a diversificação de fontes, com centralidade para a captação com multilaterais (Barbosa Filho; Aidar; Souza, 2024). Ao fim do primeiro semestre de 2025, o passivo do Banco contava com repasses de organismos internacionais e instituições multilaterais da ordem de R$ 35,7 bilhões (BNDES, 2025a), dos quais R$ 28,8 bilhões (80,6%) apresentam uma contrapartida de investimento em desenvolvimento sustentável.

Desse montante, R$ 17,1 bilhões são direcionados à economia verde, e o restante ao desenvolvimento social, fruto de linha estabelecida com o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) para o financiamento da inclusão produtiva por meio de micro, pequenas e médias empresas (MPME). Essas captações estão sintetizadas nas tabelas 1 e 2.

Quando consideramos todo o valor contratado, vemos que o BNDES tem contratos vigentes de R$ 65,8 bilhões de captações externas para o desenvolvimento sustentável, tendo sido a maior parte delas (R$ 40,9 bilhões) efetuada entre 2023 e o primeiro semestre de 2025. Ademais, desse total, R$ 30,3 bilhões são contratualmente direcionados para áreas associadas à economia verde. A diferença entre os R$ 65,8 bilhões contratados e os R$ 28,8 bilhões efetivamente repassados ao Banco indica que mais repasses devem ser feitos em breve, embora seja possível que o desembolso não ocorra, a depender do andamento da operação. De toda forma, o volume das contratações recentes sinaliza o peso crescente desse mecanismo de financiamento.

Essas captações externas servem como fonte de diversificação do *funding* do Banco, e parte delas conta com garantias da União. Outro ponto importante é que essas captações apresentavam, em junho de 2025, uma taxa de juros média ponderada de 5,9% a.a. (BNDES, 2025a), o que mostra um custo médio abaixo do mercado brasileiro e semelhante ao do Fundo Clima.

TABELA 1. ACORDOS COM INSTITUIÇÕES INTERNACIONAIS E ORGANISMOS MULTILATERAIS DIRECIONADOS PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL

Nome	Valor contratado (R$ milhões ao câmbio de 30.6.2025)	Repasse no passivo do Banco em 30.6.2025 (R$ milhões)	Data de contratação	Prazo do contrato	Moeda	Objetivo	Contrapartida de desenvolvimento sustentável
Agence Française de Développement (AFD)	1.127,9	187,4	20.2.2015	15.11.2026	USD	Eficiência energética	Economia verde
	1.095,1	449,6	31.1.2025	19.11.2032	EUR	Infraestrutura	Economia verde
Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)	5.475,3	12.619,5	26.10.2005	23.9.2025	USD	MPME	Desenvolvimento social
	5.475,3		19.11.2007	19.10.2027	USD	MPME	Desenvolvimento social
	4.106,5		15.12.2017	15.10.2042	USD	Energia sustentável	Economia verde
	4.106,5		18.12.2020	15.10.2045	USD	MPME	Desenvolvimento social
	4.106,5		27.6.2023	15.4.2048	USD	MPME	Desenvolvimento social
	5.475,3	3.197,0	6.6.2024	13.12.2030	REAL	MPME	Desenvolvimento social
	9.543,4		29.7.2024	19.3.2029	REAL	MPME	Desenvolvimento social
Corporacion Andina de Fomento (CAF)	2.737,7	1.091,4	6.6.2025	1.6.2027	USD	Transformação ecológica	Economia verde
Chinese Development Bank (CDB)	4.380,2	4.380,2	7.6.2024	07.6.2034	USD	Infraestrutura, energia elétrica, manufatura, petróleo e gás, agricultura, mineração, água, agenda ASG, desenvolvimento verde, prevenção a epidemias, economia digital, alta tecnologia, gestão municipal	Economia verde e desenvolvimento social
International Fund of Agricultural Development (Fida)	164,3	41,1	30.12.2024	15.6.2035	USD	Resiliência climática	Economia verde
	355,9		30.12.2024	15.6.2044	USD	Resiliência climática	Economia verde

Continua

Continuação

Nome	Valor contratado (R$ milhões ao câmbio de 30.6.2025)	Repasse no passivo do Banco em 30.6.2025 (R$ milhões)	Data de contratação	Prazo do contrato	Moeda	Objetivo	Contrapartida de desenvolvimento sustentável
El Instituto de Credito Oficial (ICO)	1.095,1	1.091,4	30.4.2024	30.4.2027	USD	Projetos verdes e sustentáveis	Economia verde e desenvolvimento social
Japanese International Cooperation Agency (JICA)	1.132,2	-	25.3.2025	25.3.2030	YEN	Resposta crise Covid: saúde e MPMEs	Desenvolvimento social
Japanese Bank of International Cooperation (JBIC)	1040,3	-	25.6.2025	25.6.2040	USD	Energia renovável	Economia verde
Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)	1.834,2	1.859,4	20.10.2014	28.12.2029	USD	Energia eólica	Economia verde
	1.609,7		29.12.2015	28.12.2030	USD	Mobilidade urbana	Economia verde e desenvolvimento social
	772,0		29.11.2019	15.5.2033	USD	Eficiência energética	Economia verde
	547,5	642,3	25.04.2024	15.5.2036	EUR	Mobilidade urbana	Economia verde e desenvolvimento social
New Development Bank (NDB)	2.737,7	3.274,3	24.7.2024	15.3.2035	USD	Mitigação à mudança climática	Economia verde
	6.570,4		25.11.2024	15.9.2047	USD	Infraestrutura sustentável	Economia verde
Total	**65.488,9**	**28.833,6**					

Fontes: BNDES (2025a) e dados de contratos vigentes do Departamento de Captação do BNDES (AINT/DECAP).

Notas: 1. Os empréstimos estão em moeda estrangeira e o valor em reais foi calculado com base na taxa de câmbio do dia 30.6.2025. 2. Seguindo a metodologia oficial apresentada no portal do BNDES, "economia verde" inclui atividades de fomento a energias renováveis e hidrelétricas; descarbonização do transporte de passageiros e de carga; gestão da água, esgoto e resíduos sólidos; manejo florestal, reflorestamento e preservação de florestas; agricultura sustentável; e adaptação a mudanças climáticas e gestão de risco de desastres. Já "desenvolvimento social" inclui saúde; educação; inclusão produtiva; gestão pública; desenvolvimento urbano com atividades como saneamento ambiental e transporte público; e incentivo à responsabilidade social empresarial.

Por último, o Fundo Amazônia também passou por mudanças relevantes a partir de 2023. Entre 2019 e 2022, as análises de novos projetos pelo fundo foram

suspensas em função da dissolução da sua estrutura de governança e da descontinuidade das políticas de prevenção ao desmatamento na Amazônia pelo Governo Federal, com simultânea suspensão dos aportes pelos doadores (BNDES, 2025b). Assim, com a reestruturação de sua governança e a nova administração do Banco, o fundo voltou a receber doações e os seus recursos passaram de R$ 4 bilhões ao fim de 2022 para R$ 6,1 bilhões em junho de 2025 (BNDES, 2024; 2025a).

Nesse contexto, somando as captações externas com instituições estrangeiras com direcionamento sustentável, o Fundo Clima e o Fundo Amazônia, ao fim do primeiro semestre de 2025 o BNDES contava com R$ 59,8 bilhões em *funding* sustentável em seu passivo. Esse volume representa 8,4% do passivo e 6,7% do *funding* total do Banco (que inclui o patrimônio líquido), como ilustrado na Tabela 2. A importância desse montante se mostra mais evidente no fluxo recente de entrada de recursos. A entrada total das três fontes nos últimos três semestres foi de aproximadamente R$ 37,9 bilhões, representando 25,4% da entrada líquida de recursos no período e 45,2% da entrada líquida se excluídos os recursos do FAT.

TABELA 2. SÍNTESE DO *FUNDING* VERDE DO BNDES AO FIM DO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2025

Fonte de recursos de *funding* verde	Estoque em junho de 2025 (R$ milhões)	Fluxo de entrada entre 2024 e primeiro semestre de 2025
Fundo Clima	24.959	22.235
Fundo Amazônia	6.098	1.463
Repasses de organizações internacionais*	28.834	14.167
Total	**59.891**	**37.865**
Parcela do *funding* geral do Banco	6,7%	25,4%**

Fontes: BNDES (2024; 2025a).

Nota: *Embora R$ 28,8 bilhões das captações tenham destinação para o desenvolvimento sustentável, apenas R$ 17,1 bilhões têm contrapartidas contratuais ambientais: os demais têm apenas contrapartidas sociais. De forma análoga, dos R$ 14,2 bilhões de entradas recentes, R$ 11 bilhões têm direcionamento ambiental. **A porcentagem apresentada é em relação à entrada líquida, uma vez que a entrada bruta total não pode ser discernida a partir dos balanços patrimoniais apenas.

Além do volume e do fluxo, esse tipo de *funding* se mostra relevante pelo seu caráter incentivado e/ou não reembolsável, o que reforça seu potencial indutor, já que abre espaço para o desenho de incentivos à mobilização de capital privado para atividades ambientais e estratégicas do BNDES. Assim, esses recursos já exercem hoje um papel muito relevante nas atividades do Banco e na construção de um modelo de *funding* compatível com os novos objetivos de desenvolvimento sustentável, motivo pelo qual vale discutir as perspectivas da continuação e expansão desse tipo de recurso para sua atuação.

Considerações finais

Este estudo especial buscou apresentar o peso crescente do *funding* internacional orientado à sustentabilidade ambiental dentro da estratégia do "Novo BNDES", mais orientado ao desenvolvimento sustentável e com maior diversificação de fontes de recursos. Desde 2024, o *funding* verde representou 25% da entrada líquida de recursos e 45% das entradas alternativas aos recursos do FAT. O uso dessa fonte de recursos deve aumentar, dado o potencial ambiental brasileiro e seu custo incentivado, que possibilita sedimentar a economia verde como parte fundamental do nosso modelo de desenvolvimento. Por outro lado, a dependência de fontes externas para esses recursos impõe riscos em relação a desequilíbrios externos e a mudanças geopolíticas. É importante analisar potenciais fontes de recursos domésticas e incentivadas para o desenvolvimento sustentável, já que elas podem vir a ser fundamentais para possibilitar investimentos à altura do desafio climático.

Referências

BARBOSA FILHO, N. H., AIDAR, G. F., SOUZA, J. A. P. Editorial: A retomada do BNDES no biênio 2023-2024. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 60, p. 7-60, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/27767/1/PRArt_216521_Editorial_A%20retomada%20do%20BNDES_.pdf. Acesso em: 14 out. 2025.

BLOOMBERGNEF. New Energy Outlook 2024. *BloombergNEF*, London, 2024. Disponível em: https://about.bnef.com/insights/clean-energy/new-energy-outlook/. Acesso em: 14 out. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 30 de junho de 2025*. Rio de Janeiro: BNDES, 2025a. Disponível em: https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/. Acesso em: 14 out. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2023*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024. Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0a296115-dd7d-454b-ba26-369893ae3f0c/546f813d-e62c-c4bf-3746-76a000c03d0a?origin=1. Acesso em: 14 out. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Fundo Amazônia: relatório de atividades, 2024*. Rio de Janeiro: BNDES, 2025b. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/27448. Acesso em: 24 out. 2025.

BORÇA JR., G. R.; HORTA, G. T. D. L.; COSTA, L. M. D. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): resultados recentes e perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 60, p. 61-105, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/26748. Acesso em: 14 out. 2025.

BRASIL. Lei 12.187, de 29 de dezembro de 2009. Institui a Política Nacional sobre Mudança do Clima – PNMC e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, p. 109, 29 dez. 2009. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/Lei/L12187.htm. Acesso em: 14 out. 2025.

Mensuração de impacto climático: cálculo de emissões de gases do efeito estufa (GEE) evitadas e removidas no Fundo Clima

60/2025

Introdução

A preocupação mundial com as mudanças climáticas ganhou força nos anos 1990, quando ficou evidente que o aumento das emissões de gases de efeito estufa (GEE) estava relacionado ao aquecimento global. Nesse contexto, foi criada a Convenção-Quadro das Nações Unidas (ONU) sobre Mudança do Clima (UNFCCC), durante a Rio-92,[1] que estabeleceu a base legal para a cooperação internacional no combate às mudanças climáticas.

Um dos maiores avanços da UNFCCC foi o Acordo de Paris, firmado em 2015, durante a Conferência das Partes – COP21. Esse acordo envolveu países desenvolvidos e em desenvolvimento para limitar o aumento da temperatura média global a 2 ºC, com esforços voltados para até 1,5 ºC, em relação aos níveis pré-industriais. Para isso, cada nação passou a apresentar suas contribuições nacionalmente determinadas (NDC, do inglês *nationally determined contributions*) a cada cinco anos: compromissos nacionais de redução de emissões de GEE (United Nations Climate Change, [20--]).

O Brasil apresentou sua primeira NDC em 2016 e, desde então, vem atualizando suas metas. A versão mais recente, entregue à ONU em 2024, estabeleceu um compromisso de reduzir entre 59% e 67% as emissões de GEE líquidas brasileiras até 2035, tomando como base o ano de 2005, além de reafirmar o objetivo de alcançar a neutralidade climática[2] até 2050 (Brasil, [2024]). Essas metas estão diretamente ligadas ao combate ao desmatamento, ao incentivo às energias renováveis, à restauração florestal e à transição para uma economia de baixo carbono.

1 A Rio-92, também conhecida como Eco-92 ou Cúpula da Terra, foi a Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, realizada na cidade do Rio de Janeiro entre 3 e 14 de junho de 1992 (UN, [20--]).

2 Alcançar a neutralidade climática significa atingir emissões de GEE líquidas iguais a zero a partir do equilíbrio entre as emissões de GEE que são lançados na atmosfera e a quantidade que é removida dela.

Diante de uma das crises globais mais desafiadoras do século XXI, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem atuado fortemente e direcionado cada vez mais esforços para o combate às mudanças climáticas. O presente estudo apresenta como o Banco mede sua contribuição para a redução de emissões de GEE da economia do país. O Fundo Nacional sobre Mudança do Clima (Fundo Clima), fonte de recursos primordial para o alcance da NDC brasileira, tem utilizado as reduções ou remoções de carbono de seus projetos como um de seus principais indicadores de efetividade. Nesse processo, as ferramentas utilizadas pelo BNDES para a realização deste cálculo são reconhecidas por sua transparência metodológica, colocando o Fundo Clima em posição de destaque como fundo climático nesse quesito, como será visto adiante.

Inventários de emissões de GEE evitadas e de emissões de GEE removidas

O BNDES utiliza, e disponibiliza amplamente, calculadoras próprias de emissões de GEE evitadas e removidas. Além de serem utilizadas no cálculo referente aos projetos apoiados com recursos do Fundo Clima, essas ferramentas também são usadas para o cálculo do inventário de emissões de GEE do Banco, publicado anualmente juntamente com as metodologias aplicadas, reforçando sua atuação pioneira e transparente em prol do desenvolvimento sustentável.

Um projeto evita emissões quando promove a substituição de uma atividade ou tecnologia intensiva em GEE por uma alternativa de menor intensidade de carbono. Exemplos incluem a geração de energia eólica em substituição a termelétricas a carvão ou o uso de biocombustíveis em vez de óleo *diesel* e gasolina. Já as emissões removidas correspondem ao processo de retirar GEE previamente emitidos da atmosfera, seja por mecanismos biológicos, como o sequestro de carbono decorrente do crescimento florestal, seja por soluções

tecnológicas, como sistemas de captura e armazenamento de carbono (CCS, do inglês *carbon capture and storage*). Em termos conceituais, evitar significa impedir a ocorrência de emissões que se materializariam em um cenário de referência mais poluente, enquanto remover implica reduzir a concentração atmosférica de gases já emitidos.

Cada módulo das calculadoras considera as características específicas de cada tipo de projeto e segue uma lógica uniforme, que consiste em comparar as emissões de GEE do cenário ao qual a solução apresentada (projeto em análise) pertence, com as emissões de GEE do cenário de linha de base, aplicando-se os fatores de emissão respectivos. As emissões evitadas ou removidas correspondem à diferença entre os valores estimados nos dois cenários.

Por exemplo, o módulo referente à produção de biocombustível para uso em aplicações de transporte calcula as emissões de GEE evitadas com a substituição do consumo de combustível de origem fóssil pelo consumo de biocombustível. A captura de CO_2 pela matéria-prima desse tipo de fonte energética compensa parte do CO_2 liberado em seu uso, reduzindo o seu fator de emissão em relação ao combustível fóssil. Mais informações sobre as ferramentas estão disponíveis no *site* do BNDES ([2016]).

Dessa forma, o Banco utiliza as calculadoras para realizar seus inventários de emissões de GEE evitadas e de emissões de GEE removidas visando aferir os impactos positivos e direcionar sua estratégia de apoio à descarbonização. Por isso, o BNDES passou a publicar, anualmente, a partir do ano base 2022, esses inventários relacionados à sua carteira de operações diretas, ou seja, aos projetos financiados sem a intermediação de agentes financeiros. O processo envolve cálculos anuais das toneladas de CO_2 equivalente (tCO_2e)[3] evitadas ou removidas por diferentes tipos de projetos (energia renovável, transporte, biocombustíveis, florestas etc.). Os cálculos são individuais,

3 A tonelada de carbono equivalente (tCO_2e) é uma unidade de medida usada para padronizar as emissões de todos os diferentes tipos de GEE, convertendo-as em um valor equivalente às do dióxido de carbono (CO_2). Por exemplo, o metano (CH_4) tem um potencial de aquecimento global (PAG) 28 vezes superior ao do CO_2. Ou seja, a emissão de uma tonelada de metano é equivalente ao impacto 28 toneladas de dióxido de carbono.

com dados de cada projeto apoiado pelo Banco. Além do impacto positivo, o BNDES também publica, anualmente, o inventário de emissões financiadas, a pegada de carbono das operações de sua carteira de crédito direto e de investimento em ações, bem como o inventário de suas emissões administrativas, reforçando o compromisso com a transparência e a gestão climática responsável (BNDES, [20--a]).

Os cálculos das emissões evitadas e removidas são publicados de forma agregada e de maneira transparente no site do BNDES ([2016]), em seções específicas sobre mudanças climáticas. O resultado do inventário de emissões evitadas e removidas do BNDES, no ano de 2024, é apresentado nas tabelas 1 e 2 a seguir.

TABELA 1. EMISSÕES DE GEE EVITADAS POR PROJETOS FINANCIADOS PELO BNDES – 2024

Setor	Emissões evitadas (tCO_2e)
Captura de biogás e aproveitamento energético	7.994.758
Implantação e operação de planta de geração de energia elétrica, a partir de fonte solar (fotovoltaica ou térmica), energia dos oceanos (marés, ondas e outros), eólica ou microgeração hidráulica (sem grandes hidrelétricas)	9.596.931
Grandes hidrelétricas	14.899.347
Aquisição de módulos de células fotovoltaicas, aerogeradores de pequeno porte e motores à biogás	730
Transporte urbano de passageiros sobre trilhos	92.538
Apoio a módulos de projetos de *bus rapid transit* (BRT)	2.131
Produção de biocombustível para uso em aplicações de transporte	3.032.923
Transporte de carga ferroviário e hidroviário	105.327
Produção sustentável de carvão vegetal	10.416
Total	**35.735.101**

TABELA 2: EMISSÕES DE GEE REMOVIDAS POR PROJETOS FINANCIADOS PELO BNDES – 2024

Setor	Emissões removidas (tCO_2e)
Restauração de biomas	15.074
Plantio florestal com espécies comerciais	9.273.325
Total	**9.288.399**

Para o inventário, são calculadas as emissões evitadas e removidas das operações contratadas,[4] com saldo devedor maior do que zero, com potencial de evitar ou remover GEE e que tenham metodologia de cálculo no escopo das calculadoras utilizadas pelo BNDES. No caso de projetos que não contam com metodologias no escopo das calculadoras, mas que devem apresentar estimativa de emissões de GEE evitadas ou removidas, o cálculo pode ser apresentado pelo cliente da operação, certificado por uma terceira parte independente. Ademais, são considerados no inventário anual apenas os projetos que já estão em operação. O inventário de 2024 representou 26,4% da carteira de crédito de operações diretas do BNDES.[5]

Para o inventário anual, calcula-se a quantidade de GEE removida ou evitada pelo projeto ao longo de um ano. Também é possível estimar o total dessas emissões considerando toda a vida útil do empreendimento e divulgar o resultado em publicação específica, como é o caso do Fundo Clima.

O BNDES é pioneiro na publicação anual de inventário de emissões de GEE evitadas e removidas de toda a carteira de projetos de mitigação (e não somente de setores ou projetos específicos). Além de publicar os números do inventário mais recente, o Banco também divulga relatórios, planilhas, metodologias detalhadas e os inventários referentes aos anos anteriores.[6]

4 Operações contratadas são aquelas que estão aptas a começar a fase de desembolsos, isto é, a liberação efetiva de recursos para o tomador implantar o projeto.

5 Este valor representa o número de operações com emissões evitadas ou removidas calculadas em relação ao número total de operações da carteira de crédito do BNDES.

6 Todas as calculadoras utilizadas pelo BNDES, bem como os demais relatórios e informações podem ser encontrados em https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/desenvolvimento-sustentavel/clima/emissoes-gases-efeito-estufa-gee/emissoes-evitadas-e-removidas.

Fundo Clima e número de aprovações

O Fundo Clima, instituído em 2009, no contexto da COP15, é o principal instrumento financeiro da Política Nacional sobre Mudança do Clima (PNMC)[7] e uma das mais relevantes fontes de recursos para financiamento climático no país, pois viabiliza projetos que contribuem diretamente para a mitigação e adaptação às mudanças climáticas (BNDES, [20--c]; Brasil, 2009a; Brasil, 2009b). O fundo é vinculado ao Ministério do Meio Ambiente e Mudança do Clima (MMA) e, a partir de 2024, com a expansão do aporte de novos recursos realizado pelo Governo Federal, passa a ser o principal mecanismo de apoio ao financiamento verde em um país do Sul Global.

Originalmente, as fontes principais de recursos do Fundo Clima, previstas em lei (Brasil, 2009a), são: (i) o recurso da participação especial da exploração de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos, devido ao Governo Federal; e (ii) os retornos referentes aos rendimentos de aplicações das disponibilidades e aos pagamentos de juros e amortização dos empréstimos realizados com recursos do fundo devolvidos pelo BNDES. Entretanto, em 2023 foi realizada a primeira emissão de títulos sustentáveis soberanos pelo governo brasileiro, a partir da qual foram destinados novos recursos para o Fundo Clima, o que aumentou expressivamente a sua escala de operação. Vale notar que os valores captados internacionalmente pelo governo brasileiro apresentam taxas de juros mais baixas que as praticadas no país (Brasil anuncia..., 2024).

O BNDES participa da operação do Fundo Clima como seu agente financeiro, realizando as operações de recursos reembolsáveis do fundo, tanto diretamente como indiretamente por meio de agentes financeiros devidamente cadastrados para esse fim. O Banco presta contas ao comitê gestor do fundo periodicamente e mantém elevada transparência da aplicação dos

7 Ver art. 7º da Lei 12.114 (Brasil, 2009a).

montantes, além de elaborar e publicar um relatório anual de execução dos valores do fundo[8] abarcando tanto a dimensão financeira, quanto os indicadores de efetividade dos projetos.

Entre 2013 e 2023, período em que as fontes de recursos do Fundo Clima se restringiam aos recursos da participação especial na exploração de petróleo e gás e aos recursos próprios, as aprovações de projetos somaram R$ 3 bilhões (preços de fim de 2024 atualizados pelo IPCA). Já em 2024, primeiro ano do recebimento de novos recursos oriundos da emissão de títulos sustentáveis soberanos realizada em 2023, foram aprovados R$ 10,2 bilhões em projetos com financiamento do fundo. Essa mudança de escala torna esse instrumento um dos maiores fundos do gênero no mundo. O valor aprovado pelo Fundo Clima em 2024 (R$ 10,2 bilhões) representa 75% do total aprovado no mesmo ano pelo Green Climate Fund (GCF),[9] um fundo instituído pela ONU e o maior fundo multilateral de financiamento climático atualmente em operação.

Portanto, diante do hiato entre necessidades de investimento e volume de financiamento necessário para enfrentar a questão climática, sobretudo em países em desenvolvimento, e do papel crucial a ser desempenhado pelos bancos de desenvolvimento (Daudt; Willcox; Marques, 2024), a ampliação do Fundo Clima e sua operação pelo BNDES representam uma robusta arquitetura institucional colocada a serviço da sociedade brasileira e do esforço global de mitigação e adaptação às mudanças do clima.

8 Para mais informações, acesse relatórios anuais de execução do Fundo Clima (BNDES, [20--b]).

9 Segundo o relatório anual de 2024 do GCF (2024), foram USD 2,5 bilhões de crescimento em novas operações aprovadas. Convertidos à taxa de câmbio R$/US$ comercial mensal média de 2024, R$ 5,47, resulta em R$ 13,7 bilhões.

Fundo Clima e cálculo de emissões evitadas ou removidas

Todos os projetos de mitigação apoiados com recursos do fundo passam por uma avaliação acerca do cálculo de emissões de GEE evitadas ou removidas. Para isso, são utilizadas as calculadoras do BNDES conforme descrito nas seções anteriores. A título de exemplo, estima-se, pelas calculadoras utilizadas, que as operações aprovadas em 2024 com recursos do Fundo Clima evitarão ou removerão, em média, 4,0 milhões de tCO_2e por ano.[10] Esse montante é o equivalente às emissões de nove meses dos carros na região metropolitana da cidade de São Paulo (SP). Os relatórios de execução do Fundo Clima trazem também informações de emissões evitadas ao longo da vida útil dos projetos.

Ressalta-se que a metodologia de cálculo do inventário anual de emissões de GEE evitadas e removidas da carteira do BNDES leva em consideração somente empreendimentos que já entraram em operação. Assim, os apoios recentemente aprovados com recursos do Fundo Clima tenderão a se refletir nos inventários futuros, indicando o potencial adicional de mitigação climática, associado aos novos projetos, que ainda não foi capturado.

Sobre a transparência em relação à metodologia de apuração de emissões evitadas dos projetos financiados, comparando-se com as informações disponíveis de quatro outros fundos ou instituições que apoiam mitigação climática, o Fundo Clima é o único que contempla os cinco critérios avaliados (Quadro 1).

10 Muitas das operações aprovadas de Fundo Clima em 2024 não foram incluídas no inventário de emissões, pois ainda estão em fase de contratação ou em implantação do projeto, não tendo entrado ainda em operação.

QUADRO 1. TRANSPARÊNCIA DOS CÁLCULOS DE EMISSÕES EVITADAS/ REMOVIDAS DE FUNDOS CLIMÁTICOS

	BNDES Fundo Clima	GCF (ONU)	CIF (Multilateral+ Banco Mundial)	IFC (Banco Mundial)	KfW (Alema-nha)
Divulga emissões evitadas de forma anual	✓	X	✓	✓	✓
Divulga emissões evitadas anualmente dos projetos aprovados em cada ano	✓	X	X	X	✓
Divulga o valor total cofinanciado	✓	✓	✓	X	X
Apresenta de forma organizada as metodologias de cálculo	✓	X	X	✓	✓
Disponibiliza a calculadora de emissões evitadas para o público	✓	X	X	X	X
Financiamento médio (US$) para evitar emissão de 1 tCO_2e/ano	466 (2024)	270 (carteira total)	1.892 (carteira total)	734 (média 5 anos)	1.172 (2024)

Fonte: Elaboração própria.

Nota: GCF: Green Climate Fund; CIF: Climate Investment Funds; IFC: International Finance Corporation; KfW: Kreditanstalt für Wiederaufbau.

Em especial, somente o Fundo Clima e o KfW (banco alemão de desenvolvimento) apresentam simultaneamente os valores financiados e as emissões evitadas dos projetos aprovados em base anual, o que permite uma aferição mais tempestiva da contribuição dos financiamentos para a mitigação. Dito de outro modo, no Fundo Clima é possível acompanhar anualmente, de forma simples, o resultado em termos de custo das emissões evitadas ou removidas.

Observou-se que no Green Climate Fund (GCF, 2024), de acordo com seu relatório anual de 2024, as emissões evitadas dos projetos são apresentadas de forma acumulada, pelo critério de vida útil e não anual. O Climate Investment Funds (CIF), administrado pelo Banco Mundial e cujo *funding* é composto de doações e empréstimos de países desenvolvidos, apresenta em seu relatório anual de

2024 as emissões evitadas ou reduzidas anualmente de sua carteira, isto é, do estoque de projetos aprovados ao longo dos anos (CIF, 2024). Por fim, o International Finance Corporation (IFC), instituição do grupo Banco Mundial que tem uma vertente voltada ao financiamento climático divulga os valores de emissões evitadas apenas acumuladas em cinco anos (IFC, [201-]).

Como também mostra o Quadro 1, em termos de valor dos financiamentos por tonelada de emissão de CO_2 equivalente evitada, o Fundo Clima é o mais eficiente, à exceção do GCF. Contudo, as informações para o cálculo de emissões de CO2e evitadas e removidas não foram encontradas de modo completo no site do GCF.[11]

Conclusões

Os esforços e pioneirismo contínuos de integrar ferramentas de monitoramento de efetividade com política públicas, como a PNMC e o seu principal mecanismo de financiamento, o Fundo Clima, mostram o compromisso do BNDES com o combate às mudanças climáticas e seus efeitos. O desenvolvimento de calculadoras de emissões de GEE evitadas e removidas também confere maior transparência e credibilidade à gestão operacional do fundo. Essas ferramentas permitem, ainda, o cálculo do inventário anual do impacto positivo de mitigação climática da carteira de operações diretas do Banco, o que fortalece a prestação de contas perante a sociedade, amplia a capacidade de interlocução com investidores e organismos multilaterais e favorece a atração de novos fluxos de capital, que podem ser direcionados para a agenda verde. Também permite ao Banco avaliar

11 O valor financiado anualmente é divulgado, porém as emissões evitadas ou removidas por projeto não estão em base anual. Também não foi encontrada informação da vida útil dos projetos, o que permitiria calcular as emissões evitadas ou removidas por ano. Para fins dessa estimativa, considerou-se uma média de vida útil de vinte anos dos projetos apoiados.

o portfólio de produtos e linhas com estratégias de transição justa e de baixo carbono, identificar setores prioritários para apoio e aprimorar sua governança socioambiental. Em síntese, medir as emissões evitadas e removidas não apenas comprova resultados e efetividade, mas consolida o papel estratégico do BNDES como agente indutor e executor de políticas públicas climáticas e de transformação estrutural da economia. Por fim, os esforços voltados para o alcance da NDC, com o apoio do Fundo Clima, reforçam o papel do Brasil como referência entre nações do Sul Global em financiamento climático.

Referências

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Emissões de Gases de Efeito Estufa (GEE)*. BNDES, Rio de Janeiro, [20--a]. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/desenvolvimento-sustentavel/clima/emissoes-gases-efeito-estufa-gee. Acesso em: 30 out. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Emissões evitadas e removidas*. BNDES, Rio de Janeiro, [2016]. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/desenvolvimento-sustentavel/clima/emissoes-gases-efeito-estufa-gee/emissoes-evitadas-e-removidas. Acesso em: 30 out. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatórios de Execução - FNMC*. BNDES, Rio de Janeiro, [20--b]. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/fundos-governamentais/fundo-nacional-sobre-mudan%C3%A7a-do-clima-fnmc/relatorios-de-execucao-fnmc. Acesso em: 30 out. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Fundo Clima*. BNDES, Rio de Janeiro, [20--c]. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/fundo-clima. Acesso em: 30 out. 2025.

BRASIL. *BRAZIL'S NDC*: national determination to contribute and transform. Brasilia, DF: Governo Brasileiro, [2024]. Disponível em: https://unfccc.int/sites/default/files/2024-11/Brazil_Second%20Nationally%20Determined%20Contribution%20%28NDC%29_November2024.pdf. Acesso em: 30 out. 2025.

BRASIL. Lei 12.114, de 9 de dezembro de 2009. Cria o Fundo Nacional sobre Mudanças do Clima, altera os arts. 6º e 50 da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, e dá outras providências. *Diário Oficial da UniãoI*: Brasília, DF, p. 9, 10 dez. 2009a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/Lei/L12114.htm. Acesso em: 30 out. 2025.

BRASIL. Lei 12.187, de 29 de dezembro de 2009. Institui a Política Nacional sobre Mudança do Clima – PNMC e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, p. 109, 29 dez. 2009b. Disponível em: https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=12187&ano=2009&ato=d5aQTWU1EeVpWT227. Acesso em: 30 out. 2025.

BRASIL ANUNCIA resultado da segunda emissão de título soberano sustentável. *Tesouro Nacional*, Brasília, DF, 20 ago. 2024. Disponível em: https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/noticias/brasil-anuncia-resultado-da-segunda-emissao-de-titulo-soberano-sustentavel. Acesso em: 20 out. 2025.

CIF – CLIMATE INVESTMENT FUNDS. *CIF Annual Report 2024*. Washington, DC: Climate Investment Funds, 2024. Disponível em: https://www.cif.org/sites/cif_enc/files/knowledge-documents/cif-annual-report-2024.pdf. Acesso em: 30 out. 2025.

DAUDT, G. M.; WILLCOX, L. D.; MARQUES, F. S. O novo Fundo Clima: potencializando o papel do BNDES no combate à emergência climática. In: *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 60, p. 159-208, dez. 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/27787. Acesso em: 21 out. 2025.

GCF – GREEN CLIMATE FUND. *2024 Annual Progress Report*. Incheon: Green Climate Fund, 2024. Disponível em: https://www.greenclimate.fund/sites/default/files/document/2024-annual-progress-report.pdf. Acesso em: 30 out. 2025.

IFC – INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. *Climate Business*. Washington, DC: IFC, [201-]). Disponível em: https://www.ifc.org/en/what-we-do/sector-expertise/climate-business. Acesso em: 30 out. 2025.

UN – UNITED NATIONS. *United Nations Conference on Environment and Development*. UN, New York, [20--].. Disponível em: https://www.un.org/en/conferences/environment/rio1992. Acesso em: 30 out. 2025.

UNITED NATIONS CLIMATE CHANGE. *Nationally Determined Contributions (NDCs)*. UN, New York, [20--]. Disponível em: https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/nationally-determined-contributions-ndcs. Acesso em: 30 out. 2025.

Cenário internacional do uso de *funding* verde pelos bancos de desenvolvimento

61/2025

A atual emergência climática faz com que a descarbonização e a preservação ambiental estejam no centro da agenda de desenvolvimento produtivo e tecnológico em todo o mundo. Com isso, bancos de desenvolvimento têm ampliado suas atuações para serem instrumentos da transformação ecológica, abrindo novas oportunidades de captação de recursos orientados ao desenvolvimento sustentável, denominados *funding* verde ou sustentável. Este estudo especial analisa a captação de recursos direcionados à sustentabilidade pelos maiores bancos de desenvolvimento do mundo, comparando o BNDES com seus pares internacionais.

O papel dos bancos nacionais de desenvolvimento na crise climática

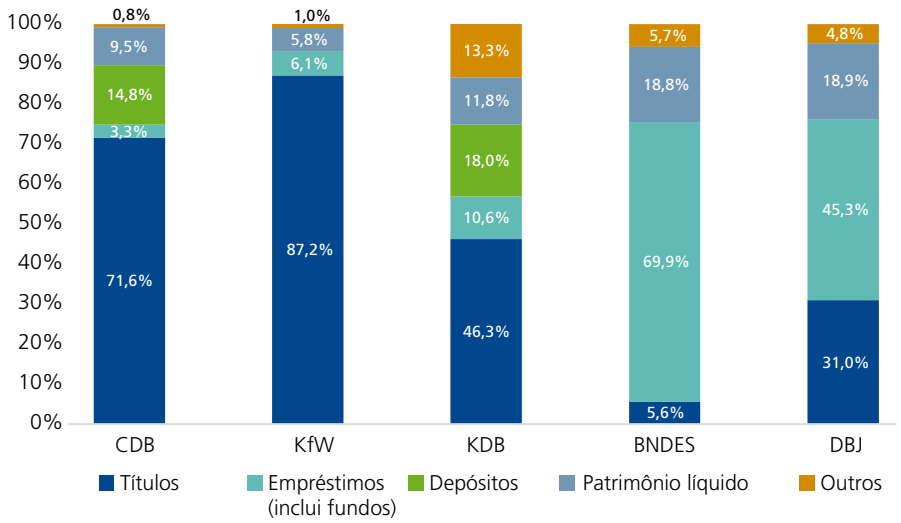
Os principais bancos nacionais de desenvolvimento demonstram potencial singular para atuar de forma contundente no financiamento ao investimento sustentável: contam com garantias estatais que ajudam na assunção de maior risco, têm foco em atividades de longo prazo e conhecimento adequado para financiamentos alinhados ao desenvolvimento sustentável (Daudt; Souza; Marques, 2024). Por isso, há um crescente entendimento de que bancos públicos de desenvolvimento terão um papel central na transição climática (Daudt; Souza; Marques, 2024; G20, 2024; Larsen; Laxton, 2024; Mazzucato *et al.*, 2024).

Para que os bancos nacionais de desenvolvimento cumpram esse papel, entretanto, é necessário que tenham um desenho institucional que os possibilite assumir maiores riscos e instrumentos de crédito capazes de incentivar investimentos rentáveis na descarbonização e preservação ambiental. A oferta desses instrumentos depende diretamente do acesso a fontes de recursos (*funding*) cujo custo seja alinhável aos investimentos, o que significa obter recursos com taxas de juros incentivadas, sem as quais o espaço para a mobilização de capital privado para atividades específicas, a exemplo daquelas alinhadas ao desenvolvimento sustentável, fica muito limitado (Barbosa Filho; Aidar; Souza, 2024). Como veremos a seguir, a busca por *funding* verde se insere nesse contexto.

A estrutura de *funding* dos principais bancos nacionais de desenvolvimento

Diferentemente de bancos comerciais, a maioria dos bancos nacionais de desenvolvimento não lida (ou lida de maneira restrita) com depósitos à vista e, portanto, depende da captação de outros recursos como passivo para suas operações de crédito. Esses recursos, incluindo passivo e patrimônio líquido, formam a estrutura de *funding* do banco. O Gráfico 1 mostra a estrutura dos cinco maiores bancos nacionais de desenvolvimento.[1]

GRÁFICO 1. COMPOSIÇÃO DO *FUNDING* DOS MAIORES BANCOS DE DESENVOLVIMENTO (2024)



Fonte: Elaboração própria a partir dos balanços patrimoniais organizados em BNDES (2025a, 2025b) e DBJ (2025).

Nota: CDB: China Development Bank; KfW: Kreditanstalt für Wiederaufbau; KDB: Korea Development Bank; DBJ: Development Bank of Japan.

1 A lista é baseada em Xu e outros (2021) e considera apenas bancos com atuação multissetorial. Além disso, o banco francês Caisse de Depot et Consignations e o banco italiano Cassa Depositi Prestiti não foram considerados dadas suas características de banco postal e de pensionistas.

Podemos observar no Gráfico 1 dois tipos dominantes de captação de recursos: por emissão de títulos, principal forma de captação dos bancos da China, Alemanha e Coreia, e por empréstimos normalmente advindos de fundos administrados pelo poder público, com nos bancos do Japão e do Brasil. As operações de emissão de títulos recebem garantias e incentivos estatais que possibilitam uma captação barata de mercado (Rodrigues; Afonso; Paiva, 2017). O banco de desenvolvimento japonês também tem uma parcela relevante e crescente de uso de emissão de títulos, mas a maior parte de seus recursos ainda advém de empréstimos do setor público.

O BNDES se destaca dos seus pares internacionais pela baixa parcela de títulos no seu passivo.[2] O *funding* do Banco ainda é bastante dependente da transferência de recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que representou 53,3% dos recursos do Banco em 2024 (incluídos no gráfico na categoria empréstimos). Embora vários bancos contem com fundos parafiscais como o FAT, o peso desse tipo de *funding* é mais expressivo no caso brasileiro. Além disso, como seu custo está atrelado à taxa de longo prazo (TLP) – uma taxa de mercado – a estrutura de *funding* do BNDES fica consideravelmente mais cara do que a de seus pares internacionais. A expansão do uso do FAT pelo BNDES tem enfrentado obstáculos recentes devido a mudanças legislativas importantes sobre a gestão do fundo (Borça Jr.; Horta; Bhering, 2024).

O BNDES começou, em 2024, a emitir títulos próprios no mercado doméstico – as letras de crédito do desenvolvimento (LCD) –, entretanto esse montante ainda é limitado: em 2024, as LCDs representavam 1,5% do *funding* do BNDES, proporção que em julho de 2025 subiu para 2,0%, com R$ 17,6 bilhões. Vale

2 Títulos representam operações compromissadas (4,1%) e a conta de letras de crédito do agronegócio (LCA) e letras financeiras – incluindo letras de crédito do desenvolvimento (LCD) (1,5%) – do balanço do BNDES. Empréstimos consideram recursos advindos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (53,3%) e do Tesouro Nacional (7,2%), captações externas com organismos multilaterais (4%) e outras fontes governamentais (5,4%), excluindo o Fundo Amazônia (0,5%), que foi adicionado à categoria "outros" dado seu caráter não reembolsável.

ressaltar que embora a LCD disponha de isenção tributária, oferecendo um recurso fiscal, ela não tem garantia explícita da União, característica comum à emissão de títulos pelos demais bancos de desenvolvimento. Esses títulos têm um custo apenas um pouco abaixo da taxa de mercado, que é historicamente bastante alta no caso brasileiro. Além disso, o volume total do estoque de LCDs no passivo é restrito por lei a 25% do patrimônio líquido do Banco, o que representaria 4,8% do *funding* total em 2025.

Há alguns motivos que podem explicar a diferença histórica de estrutura de *funding* entre o BNDES e outros grandes bancos nacionais de desenvolvimento, hoje focados em financiamento via títulos próprios. Segundo Rodrigues, Afonso e Paiva (2017), em um grupo de 12 grandes bancos nacionais de desenvolvimento, o BNDES é o único sem garantias estatais explícitas para captação própria. Essa garantia, no caso de instituições como o banco de desenvolvimento chinês (CDB), a agência de crédito para a reconstrução alemã (KfW) e o banco de desenvolvimento coreano (KDB), possibilita altas avaliações de crédito por agências de *rating*, viabilizando captações próprias a baixo custo. Ademais, o BNDES é o único dos 12 bancos que paga dividendos mínimos obrigatórios aos entes estatais (25% dos lucros auferidos). O não pagamento ou pagamento parcial de dividendos garantiria uma vantagem adicional ao possibilitar a incorporação dos lucros como capital próprio. Segundo os autores, isso foi um diferencial histórico do KfW, financiado pelo Plano Marshall e que, também por não precisar distribuir nenhum dividendo, conseguiu consolidar progressivamente um capital próprio, além de ser estatuariamente isento de tributação (Rodrigues; Afonso; Paiva, 2017). Um argumento semelhante pode ser feito em relação ao capital próprio mantido pela isenção de impostos, como fonte de recursos que poderiam ser retidos no Banco, embora apenas 3 dos 12 bancos estudados pelos autores não paguem impostos aos seus entes estatais.

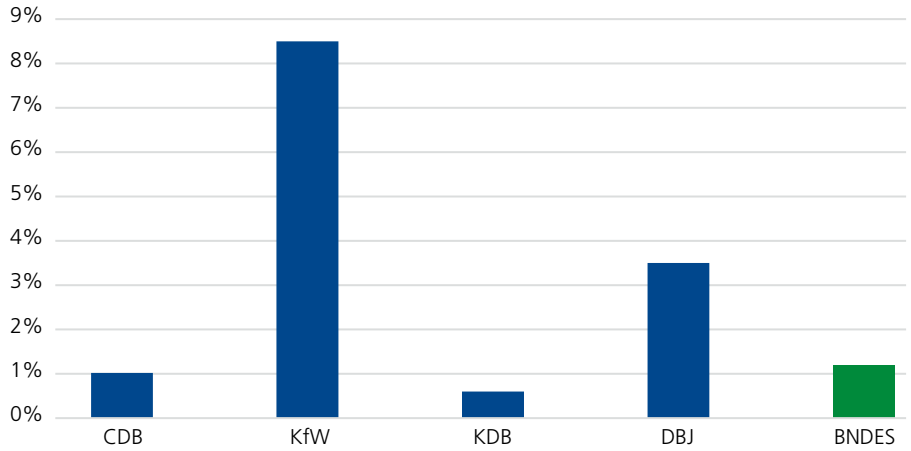
Além disso, a captação de recursos próprios de mercados pelo BNDES enfrenta algumas dificuldades particulares da economia brasileira. O mercado brasileiro

de renda fixa é historicamente caracterizado por altas taxas de juros, que dificultam uma captação compatível com o investimento de longo prazo, ainda mais em tecnologia sustentável. Fatores de instabilidade, mais comuns a mercados emergentes, também afetam a captação de recursos próprios e apontam maior necessidade de apoio estatal (Rodrigues; Afonso; Paiva, 2017). Essas características também afetam a captação de recursos sustentáveis.

Títulos sustentáveis e bancos de desenvolvimento

Como vimos, a emissão de títulos é a principal forma de captação de recursos por bancos nacionais de desenvolvimento. De forma análoga, a principal fonte de *funding* especificamente ligada às questões ambientais é a emissão de títulos verdes ou títulos sustentáveis (que combinam objetivos ambientais e sociais). Vale, portanto, comparar o papel desses títulos com o papel do Fundo Clima para o BNDES. O Fundo Clima não é uma captação direta pelo Banco, mas também depende da emissão de títulos sustentáveis em praças internacionais, disputando um mercado comum e representando uma fonte de recursos semelhante. Vale lembrar que a emissão direta de títulos verdes pelos outros bancos de desenvolvimento conta com garantias estatais.

GRÁFICO 2. *FUNDING* POR TÍTULOS VERDES E O FUNDO CLIMA COMO PARCELA DO PASSIVO DOS BANCOS (2024)



Fontes: Elaboração própria a partir de dados de BNDES (2025a, 2025b), CDB (2025), KfW (2025), KDB (2025), DBJ ([202-]).

Como vemos no Gráfico 2, o banco de desenvolvimento da Alemanha, o KfW, é de longe o que mais tem usado esse instrumento. Com um estoque de US$ 52,5 bilhões, os títulos verdes representam 8,5% dos recursos do banco e têm crescido em sua importância, representando 15% da expectativa de novas captações para 2025 (KfW's funding..., 2024). Com apenas US$ 3,5 bilhões, os títulos sustentáveis representam 3,5% do *funding* do banco japonês. O Fundo Clima representou, em 2024, 1,2% do *funding* do BNDES, uma parcela superior à do uso de títulos verdes pelo CDB e pelo KDB. O patamar desse recurso subiu para 2,8% do *funding* do BNDES ao fim do primeiro semestre de 2025, demonstrando a crescente importância desse tipo de financiamento para o banco brasileiro.

Esse fluxo recente diferencia a experiência brasileira, tendo em vista que os demais bancos emitem títulos verdes há muitos anos: o primeiro título verde foi emitido pelo banco europeu de investimento (EIB) em 2007; bancos como o KfW e o DBJ emitem títulos desse tipo desde 2014, enquanto o KDB emite desde 2017 e o CDB, desde 2019. Embora o BNDES tenha feito uma emissão internacional de *green bonds* em 2017 e outra nacional, de letras financeiras ver-

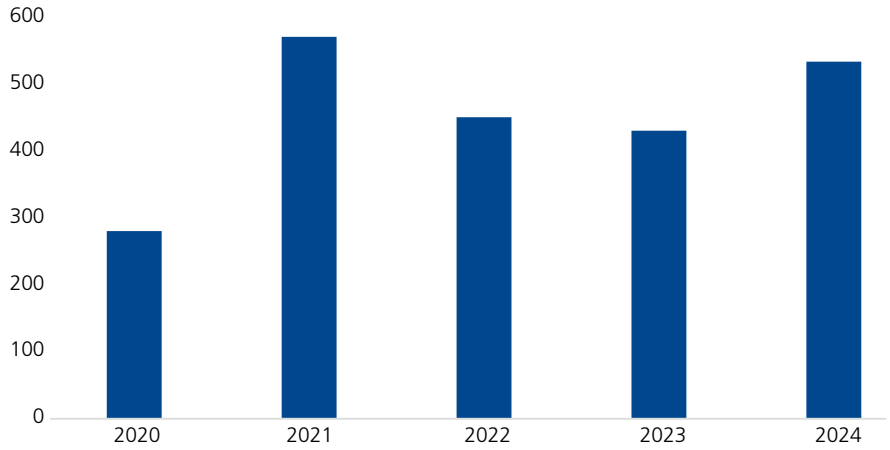
des (LFV), em 2020, tais emissões não se tornaram fontes estáveis de *funding*. Já no âmbito do Fundo Clima, o Tesouro passou a emitir títulos sustentáveis apenas em 2023.

Os demais bancos de desenvolvimento emitiram esses títulos de forma crescente até 2021, estabilizaram com leve queda entre 2022 e 2023 e voltaram a emitir mais em 2024. Essa tendência recente do fluxo de emissão segue a evolução do mercado de títulos sustentáveis como um todo. O mercado de títulos verdes (*green bonds*) foi o primeiro mercado financeiro sustentável, e, apesar de ter começado em 2007, com a primeira emissão pelo EIB, iniciou sua expansão de forma robusta somente após o Acordo de Paris, em 2015, passando de um fluxo de US$ 90 bilhões emitidos em 2016 para US$ 570 bilhões emitidos em 2021 (Pons, 2025).

Entretanto, como mostra o Gráfico 3, a emissão global de títulos sustentáveis desacelerou em 2022 e 2023 e voltou a crescer em 2024, mas ainda alcançando um patamar abaixo do de 2021. Essas mudanças acompanham, em grande parte, o movimento das taxas de juros básicas do Federal Reserve Bank (FED), banco central americano, que afetam todo o mercado global de renda fixa.[3] Por outro lado, segundo Meng e Clements (2023), o recuo de 2022 e 2023 também refletiu o aumento do ceticismo quanto ao "credenciamento verde" de emissores de títulos e o crescente número de *defaults* desse tipo de empréstimo em 2022. O esforço em criar e implementar taxonomias verdes caminha na direção de conter problemas desse tipo. O Gráfico 3 analisa o mercado global de títulos sustentáveis, que financia uma gama bastante diversa de empresas e atividades, assumindo riscos muito diferentes daqueles assumidos pelos bancos de desenvolvimento em específico.

3 Após a pandemia, o FED reduziu a taxa efetiva de juros para próxima de zero, começando novo ciclo de alta em 2022 e 2023. O juro voltou a cair em 2024, mas ainda permanece em um patamar bem acima do valor de 2021. Assim, o mercado de títulos sustentáveis parece ter seguido essa dinâmica.

GRÁFICO 3. EMISSÃO ANUAL DE TÍTULOS SUSTENTÁVEIS NO MERCADO FINANCEIRO GLOBAL (US$ BI)



Fonte: Adaptado de Pons (2025).

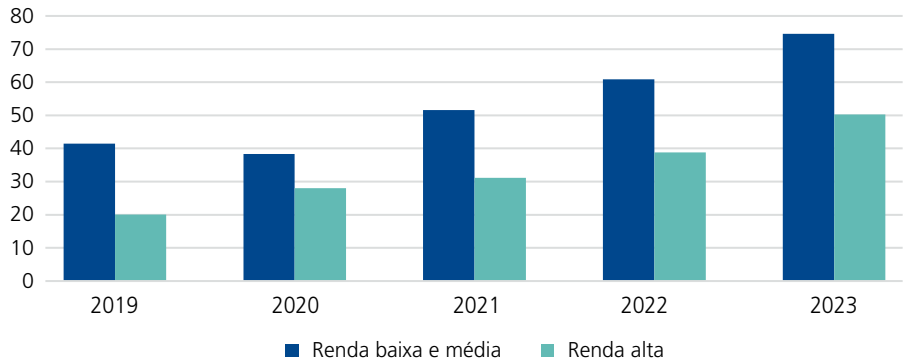
No primeiro semestre de 2025, as emissões no mercado de títulos sustentáveis apresentaram sinais negativos. Segundo a agência de risco Sustainable Fitch, a emissão de títulos ESG (do inglês environmental, social and governance) caiu 25% no segundo trimestre em comparação ao mesmo período do ano anterior, com títulos verdes, especificamente, caindo 32% (Global..., 2025). A agência relaciona essa queda às instabilidades geopolíticas e pressões macroeconômicas, com altas taxas de juros e aumento das barreiras tarifárias. A queda vem na esteira de políticas do governo Trump, que retirou os Estados Unidos de diversos acordos climáticos, e de pronunciamentos de legisladores da União Europeia defendendo a flexibilização da responsabilidade sustentável corporativa diante das competições geopolíticas. Portanto, não parece haver previsão favorável para a expansão desse mercado no curto prazo, considerando que mesmo regiões historicamente comprometidas com essa agenda, como a União Europeia, demonstraram arrefecimento da prioridade da pauta diante da nova conjuntura geopolítica.

Bancos multilaterais e o financiamento para a sustentabilidade em parceria internacional

Além dos bancos públicos nacionais de desenvolvimento, os bancos multilaterais também têm ganhado destaque na agenda da transição climática. Essas instituições trabalham em conjunto com governos e instituições locais dos países-alvo, oferecendo programas e linhas de crédito e, em certos casos, recursos não reembolsáveis. Acompanhar o cenário do financiamento climático pelos bancos multilaterais, portanto, é importante na medida em que essas tendências afetam as oportunidades de captação de *funding* verde por bancos nacionais de desenvolvimento para o financiamento do desenvolvimento sustentável via parcerias internacionais. O BNDES, por exemplo, tinha, em junho de 2025, R$ 24,5 bilhões em captações com organizações internacionais com contrapartidas contratuais de atuação em áreas do desenvolvimento sustentável, o que representa quase 70% de todas as captações externas do Banco.

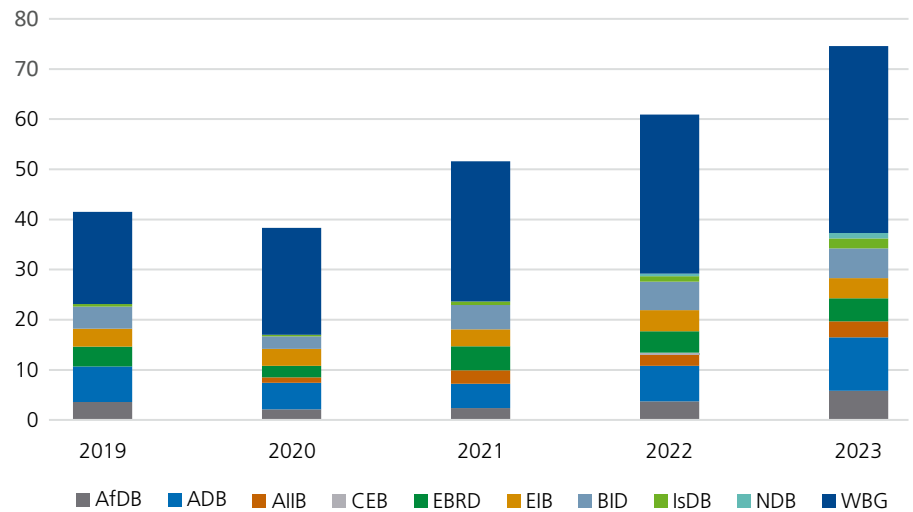
Os maiores bancos multilaterais de desenvolvimento criaram uma metodologia conjunta para acompanhar financiamentos climáticos (African Development Bank *et al.*, 2022). Os gráficos 4 e 5 apresentam o montante de financiamentos climáticos com os quais os maiores bancos multilaterais se comprometeram entre 2019 e 2023.

GRÁFICO 4. FINANÇAS CLIMÁTICAS DE ORGANISMOS MULTILATERAIS POR GRUPO DE RENDA (US$ BI)



Fonte: Adaptado de African Development Bank e outros (2024).

GRÁFICO 5. FINANCIAMENTO CLIMÁTICO PARA PAÍSES DE RENDA BAIXA E MÉDIA POR ORGANISMO MULTILATERAL (US$ BI)



Fonte: Adaptado de African Development Bank e outros (2024).

Nota: AfDB: African Development Bank; ADB: Asian Development Bank; AIIB: Asian Infrastructure Development Bank; CEB: Council of Europe Development Bank; EBRD: European Bank for Reconstruction and Development; EIB: European Investment Bank; BID: Banco Interamericano de Desenvolvimento; IsDB: Islamic Development Bank; NDB: New Development Bank; WBG: World Bank Group.

Podemos observar que os bancos multilaterais apresentaram uma expansão contínua e expressiva do financiamento de atividades ligadas à mudança climática, especialmente para países em desenvolvimento. Vale notar também que a tendência se distingue dos mercados de títulos sustentáveis, já que o financiamento oferecido pelos multilaterais não é afetado da mesma forma pela dinâmica da taxa de juros dos Estados Unidos. Entretanto, as mudanças geopolíticas mais recentes, especialmente a inflexão da política norte-americana nessa pauta, podem afetar as fontes de financiamento associadas a organizações multilaterais financiadas pelo país, como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o Banco Mundial (Alias; Hay, 2025). Essa seria uma mudança significativa, já que essas instituições começaram a investir mais na questão climática durante a administração anterior, de Biden.

Por outro lado, os novos bancos multilaterais dão maior centralidade à questão ambiental. Os dois maiores bancos multilaterais de desenvolvimento criados após a crise de 2008 são o Asian Investment Infrastructure Bank (AIIB) e o New Development Bank (NDB) (Xu *et al.*, 2021). Criados em 2016 e 2014, respectivamente, ambos surgem na esteira da agenda do desenvolvimento sustentável e com foco em países do chamado Sul Global, dando prioridade à agenda climática em suas linhas de crédito e seus discursos públicos (Güngen, 2023). Esses bancos geralmente atuam com intermediários locais, apresentando oportunidades de financiamento para bancos nacionais de desenvolvimento, como foi feito com os acordos recentes realizados pelo BNDES (Benedito, 2024; Brazil..., 2023).

No geral, a agenda ecológica permanece forte entre os bancos de desenvolvimento da Ásia. Os bancos multilaterais de desenvolvimento asiáticos, especificamente, têm expandido sua atuação na área, passando de US$ 6,7 bilhões aprovados em finanças climáticas para países de renda baixa e média em 2020 para US$ 15,9 bilhões em 2023. Enquanto isso, o Green Climate Fund, fundo internacional sediado em Songdo, na Coreia, financia projetos climáticos em todo o mundo, já tendo aprovado US$ 18,4 bilhões em projetos desse tipo para diversos países, em alguns casos em parceria com outros bancos de desenvolvi-

mento como o KfW e a Agência Francesa de Desenvolvimento (AFD). O BNDES é habilitado a receber financiamento do fundo, apesar de operações desse tipo ainda não terem sido realizadas.

Vários bancos de desenvolvimento com atuação nacional também realizam investimentos em outros países, fortalecendo laços comerciais em pautas prioritárias muitas vezes associadas ao desenvolvimento sustentável. É o caso da relação do BNDES com KfW e AFD, por exemplo, bancos que parecem continuar priorizando a pauta ambiental. O KfW emitiu € 4,7 bilhões em títulos verdes apenas no primeiro trimestre de 2025, quase metade de sua meta anual, e tem apontado crescentes empréstimos para micro, pequenas e médias empresas (MPME) focados no clima e na preservação ambiental (KfW in Q1..., 2025). A AFD, com atuação em diversos países ao redor do mundo, também tem reforçado seu compromisso com essa agenda, tendo direcionado € 7,7 bilhões para projetos climáticos e € 1,2 bilhão para preservação da biodiversidade em 2024, montante que representa 65% dos projetos financiados pela agência, demonstrando seu foco em atividades desse tipo (French Development Agency, 2025).

Enquanto as tensões comerciais e geopolíticas tendem a aumentar o risco e perturbar mercados financeiros de títulos, a relação entre bancos de desenvolvimento nacionais pode sofrer o efeito contrário. Em um mundo com mais tarifas comerciais e acordos de comércio bilaterais, o financiamento internacional via bancos de desenvolvimento tem o objetivo de fortalecer as relações comerciais bilaterais entre os países. Nesse sentido, as novas mudanças comerciais podem gerar novas oportunidades de *funding* para bancos nacionais que visem estreitar relações comerciais, inclusive no desenvolvimento sustentável. Como vimos, embora o mercado de títulos sustentáveis tenha dado sinais de desaquecimento em 2025 inclusive na União Europeia, bancos de desenvolvimento da região estão ampliando sua atuação na área. Ainda assim, o corte de financiamento para desenvolvimento sustentável oferecido por grandes bancos multilaterais, especialmente aqueles mais dependentes dos Estados Unidos, em razão de mudanças de priorização política, segue sendo um risco relevante.

Considerações finais

Os maiores bancos nacionais de desenvolvimento contam, já há alguns anos, com a emissão de títulos verdes (*green bonds*), alinhada a suas estruturas de *funding* mais amplamente focadas na emissão de títulos. A realidade do BNDES se distingue da desses bancos pelas diferentes cobranças legais de dividendos e impostos que enfrenta e pelas garantias estatais com as quais esses bancos contam, além de pelas particularidades do mercado de títulos em que está inserido, caracterizado por altas taxas de juros e maior volatilidade cambial. O *funding* verde captado internacionalmente é mais atrativo no caso brasileiro, dadas essas condições adversas únicas da captação doméstica. A expansão dessa fonte de recursos e a emissão de LCDs vão na direção de aproximar a estrutura de *funding* do BNDES de seus pares internacionais dentro das especificidades da realidade brasileira.

Em termos de tendências, vemos que o mercado de títulos sustentáveis se fortaleceu entre 2016 e 2021, retraiu-se com a alta dos juros do FED em 2022 e 2023 e voltou a crescer em 2024. As tendências para 2025 e os próximos anos, entretanto, são incertas, dado o enfraquecimento dessa pauta nos Estados Unidos e na União Europeia em meio à ampliação das tensões geopolíticas. O mesmo pode ser dito quanto ao financiamento de bancos multilaterais muito dependentes de recursos norte-americanos, que vêm sofrendo cortes. Por outro lado, o financiamento ao desenvolvimento sustentável tem se fortalecido na Ásia, e as relações de financiamento em parceria com bancos nacionais de desenvolvimento pode se beneficiar das tensões comerciais e tendências de bilateralismo.

Referências

AFRICAN DEVELOPMENT BANK *et al. 2021 Joint Report on Multilateral Development Banks' Climate Finance*. Luxembourg: European Investment Bank, 2022. Disponível em: https://www.eib.org/attachments/lucalli/mdbs_joint_report_2021_en.pdf. Acesso em: 15 out. 2025.

AFRICAN DEVELOPMENT BANK *et al. 2023 Joint Report on Multilateral Development Banks Climate Finance*. Luxembourg: European Investment Bank, 2024. Disponível em: https://doi.org/10.18235/0013160. Acesso em: 15 out. 2025.

ALIAS, A. F.; HAY, G. How the World Bank can defend itself from Trump. *Reuters*, London, 12 mar. 2025. Disponível em: https://www.reuters.com/breakingviews/how-world-bank-can-defend-itself-trump-2025-03-12/. Acesso em: 15 out. 2025.

BARBOSA FILHO, N. H., AIDAR, G. F.; SOUZA, J. A. P. Editorial: A retomada do BNDES no biênio 2023-2024. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 60, p. 7-60, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/27767/1/PRArt_216521_Editorial_A%20retomada%20do%20BNDES_.pdf. Acesso em: 12 nov. 2025.

BENEDITO, L. M. Brazil development bank signs deal with AIIB for nearly $ 3 billion in investments. *Reuters*, London, 18 nov. 2024. Disponível em: https://www.reuters.com/business/finance/brazil-development-bank-signs-deal-with-aiib-nearly-3-billion-investments-2024-11-18/. Acesso em: 15 out. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 30 de junho de 2025*. Rio de Janeiro: BNDES, 2025a. Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0a296115-dd7d-454b-ba26-369893ae3f0c/0d6bccc1-fc18-1ef1-088a-2b25b1156717?origin=1. Acesso em: 15 out. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Fontes de funding dos bancos de desenvolvimento*: perspectiva comparada entre BNDES, KDB, CDB e KfW. Rio de Janeiro: BNDES, 2025b. (Estudos Especiais do BNDES; 58). Disponível em: http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/28527. Acesso em: 15 out. 2025.

BORÇA JR., G.; HORTA, G. T. D. Lima; BHERING, L. M. D. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): resultados recentes e perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 60, p. 61-105, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/26748/3/PRArt_216415_%20Fundo%20de%20Amparo%20ao%20Trabalhador__.pdf. Acesso em: 14 nov. 2025.

CDB – CHINA DEVELOPMENT BANK. *2024 Annual Reports*. Beijing: CDB, 2025. Disponível em: https://www.cdb.com.cn/English/bgxz/ndbg/. Acesso em: 15 out. 2025.

DAUDT, G. M.; SOUZA, L. D. W.; MARQUES, F. S. O novo Fundo Clima: potencializando o papel do BNDES no combate à emergência climática. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 60, p. 159-208, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/27787/1/PRArt_216523_O%20novo%20Fundo%20Clima.pdf. Acesso em: 12 nov. 2025.

DBJ – DEVELOPMENT BANK OF JAPAN. DBJ *Sustainability Bonds*. DBJ, Tokyo, [202-]. Disponível em: https://www.dbj.jp/en/ir/credit/sri/. Acesso em: 15 out. 2025.

DBJ – DEVELOPMENT BANK OF JAPAN INC. *Integrated Report 2025*. Tóquio: DBJ, 2025. Disponível em: https://www.dbj.jp/en/pdf/CSR_disclo/2025/DBJIntegratedReport2025.pdf. Acesso em: 10 nov. 2025.

FRENCH DEVELOPMENT AGENCY. French Development Agency multiplies impact through strategic partnerships. *Development Aid*, Paris, 13 jun. 2025. Disponível em: https://www.developmentaid.org/news-stream/post/196683/afd-group-2024-results-french-development-bank-climate-financing. Acesso em: 15 out. 2025.

GLOBAL green bond issuance plunges amid policy rollbacks in US and EU. *ESG Post*, 24 jul. 2025. Disponível em: https://esgpost.com/global-green-bond-issuance-plunges-amid-policy-rollbacks-in-us-and-eu/?utm_source=chatgpt.com. Acesso em: 15 out. 2025.

GÜNGEN, A. R. New multilateral development banks and green lending: Approaching scalar complexities in the Global South. *Development and Change*, The Hague, v. 54, n. 2, p. 251-279, 2023.

G20 – TASK FORCE ON A GLOBAL MOBILIZATION AGAINST CLIMATE CHANGE (TF-CLIMA). *Outcome Document* – G20's Enhanced Ambition Agenda: Pursuing efforts to keep 1.5 °C within reach in the context of the Paris Agreement. Brasília, DF: Presidência da República Federativa do Brasil, 2024. Disponível em: https://www.gov.br/g20/pt-br/trilhas/trilha-de-sherpas/mudanca-climatica/tf-clima-outcome-document.pdf/. Acesso em: 13 nov. 2025.

KDB – KOREA DEVELOPMENT BANK. *Korea Development Bank (KDB) 2025 Green Bond Impact Report Periodic Review*. Seoul: DNV Bussiness Assurance Korea, 2025. Disponível em: https://www.kdb.co.kr/wcmscontents/pdf/Periodic_Review_by_DNV_2025.pdf. Acesso em: 15 out. 2025.

KFW IN Q1 2025: strong start to the new year despite geopolitical challenges. *KFW*, Frankfurt, 8 maio 2025. Disponível em: https://www.kfw.de/About-KfW/Newsroom/Latest-News/Pressemitteilungen-Details_849472.html. Acesso em: 15 out. 2025.

KFW'S FUNDING team is walking the talk. *KFW*, Frankfurt, 10 dez. 2024. Disponível em: https://www.kfw.de/About-KfW/Newsroom/Latest-News/Pressemitteilungen-Details_831808.html. Acesso em: 7 ago. 2025.

LARSEN, G.; LAXTON, V. *Development Banks Are Starting to Spark Climate Action.* Will They Complete the Task? World Resources Institute, Washington D.C., 17 abr. 2024. Disponível em: https://www.wri.org/insights/mdb-reform-climate-action. Acesso em: 13 nov. 2025.

MAZZUCATO, M. *et al*. *A Green and Just Planet*: The 1.5 °C Agenda for Governing Global Industrial and Financial Policies in the G20. Independent Report of the G20 TF-CLIMA Group of Experts. [S.l.], outubro 2024. Disponível em: https://www.ucl.ac.uk/bartlett/sites/bartlett/files/independent_report_tfclima_group_of_experts.pdf. Acesso em: 13 nov. 2025.

MENG, A.; CLEMENTS, L. Reading tea leaves on green bonds: Current headwinds and market outlook. *LSEG*, London, 22 fev. 2023. Disponível em: https://www.lseg.com/en/insights/ftse-russell/reading-tea-leaves-green-bonds-current-headwinds-and-market-outlook. Acesso em: 15 out. 2025.

PONS, J.-F. *The resilience of green finance markets*: 2021-2025. Paris: Eurofi, 2025. (Eurofi Regulatory Update, Apr. 2025). Disponível em: https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2025/04/the-resilience-of-green-finance-markets-2021-2025.pdf. Acesso em: 15 out. 2025.

RODRIGUES, D. A.; AFONSO, J. R. R.; PAIVA, S. M. Instituições financeiras de desenvolvimento: revisitando lições das experiências internacionais. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 48, p. 7-51, 2017. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13856/1/RB%2048%20IFDs_P.pdf. Acesso em: 12 nov. 2025.

XU, J. *et al*.. What are public development banks and development financing institutions? Qualification criteria, stylized facts and development trends. *China Economic Quarterly International*, v. 1, n. 4, p. 271-294, 2021.

Crédito rural do BNDES e considerações sobre concentração fundiária no Brasil

62/2025

Introdução

O Brasil tem, em seu setor agropecuário, um dos seus principais motores de desenvolvimento, com um papel de destaque global como principal exportador líquido de alimentos do mundo (FAO, 2024). Além do desenvolvimento de tecnologia no setor, que permitiu alavancar sua atividade em uma escala sem precedentes, o país consolidou, ao longo do tempo, uma política de financiamento agropecuário que envolve recursos públicos por intermédio do crédito rural. Principal fonte de financiamento do setor, essa política contou, no ano agrícola de 2025-2026, com o anúncio de mais de R$ 500 bilhões para financiar atividades de custeio, investimento e comercialização em diversos programas. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem um papel central como canalizador de recursos, principalmente no crédito para investimento agropecuário, em que o Banco responde por cerca de um quarto do crédito concedido.[1]

Por outro lado, o Brasil tem uma elevada concentração de terras. Segundo informações do Censo Agropecuário do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2017), 2% dos estabelecimentos rurais são considerados grandes,[2] mas concentram quase 60% da área rural no país e 44% do valor da produção. Por outro lado, pequenas propriedades respondem por 92% dos estabelecimentos, mas apenas um quarto da área e 38% do valor da produção. Também segundo o IBGE (2020), o índice de Gini – indicador utilizado para medir desigualdades –, calculado a partir das áreas dos estabelecimentos rurais no país em 2017, foi de 0,867, valor superior ao das pesquisas anterio-

1 Segundo dados do Sicor (BCB, 2025b) para o ano agrícola 2024-2025.

2 Foi utilizada a definição de porte do estabelecimento da Lei 8.629/1993 a partir dos módulos fiscais (pequenos: até quatro módulos fiscais; médios: de quatro a 15 módulos fiscais; grandes: acima de 15 módulos fiscais). Vale notar que 1,5% dos estabelecimentos não contam com área reportada no censo agropecuário.

res e muito superior ao índice de Gini para a renda.[3] Um indicador igual a um ocorreria em uma localidade onde toda a área se concentra em uma única propriedade. Logo, esse indicador também reflete uma elevada concentração fundiária no Brasil.

Diante desse cenário, este estudo busca trazer algumas evidências de como o crédito rural tem se relacionado com a concentração de terras no país e qual o papel desempenhado pelo BNDES. Em linhas gerais, o estudo apresenta uma correlação negativa entre crédito e concentração de terras no Brasil – isto é, municípios com maior concentração de terra tendem a ter uma menor intensidade de crédito rural, mensurada pela relação aprovações de crédito rural/produto interno bruto (PIB) agropecuário –,[4] e isso é particularmente relevante quando se considera o crédito do BNDES. Isso mostra que o financiamento – e o Banco em particular – pode ter um papel relevante na desconcentração fundiária. No entanto, a média pode ocultar heterogeneidades importantes em termos regionais. Nas zonas de expansão de fronteira – como a região Centro-Oeste –, observa-se uma relação positiva entre crédito rural e concentração fundiária. Nessas zonas, requer-se, portanto, uma atenção especial.

3 O índice de Gini para rendimento mensal real domiciliar *per capita* é, atualmente, de 0,506, de acordo com dados da PNAD Contínua. Para mais detalhes, ver https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/43302-rendimento-per-capita-e-recorde-e-desigualdades-caem-ao-menor-nivel-desde-2012.

4 Há, ainda, uma relação entre concentração fundiária e desmatamento na Amazônia (Sant'Anna, 2017).

Perfil do crédito rural do BNDES

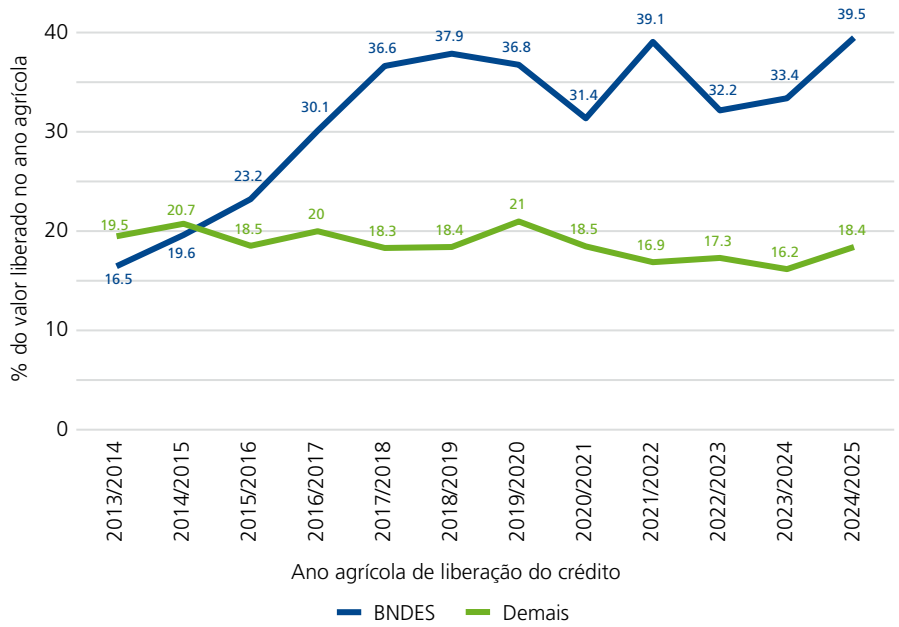
O crédito rural é a principal fonte de financiamento ao setor agropecuário no Brasil, correspondendo a cerca de 30% do valor bruto da produção agropecuária.[5] A política de crédito rural é operacionalizada por meio das instituições financeiras que compõem o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR). Elas ofertam financiamento dentro de programas e linhas de crédito cujas diretrizes são definidas pelo Governo Federal e reguladas pelo Banco Central do Brasil (BCB). As operações são registradas no Sistema de Operações do Crédito Rural e Proagro do Banco Central (Sicor/BCB), principal fonte dos dados apresentados a seguir (BCB, 2025b).

Parte dos recursos é equalizada – por meio da transferência de recursos do Tesouro para as instituições financeiras – para cobrir a diferença entre o custo da fonte de financiamento (adicionado de um *spread*) e a taxa de juros paga pelo produtor. Outra parte é direcionada por meio de exigibilidades de utilização de recursos de fontes como depósitos à vista e poupança rural, definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Além disso, as instituições financeiras podem oferecer crédito rural de forma livre.

O BNDES opera de duas formas: oferecendo crédito equalizado e crédito livre. Como o Banco não conta com agências bancárias, o financiamento é operacionalizado quase integralmente por meio de uma rede de agentes financeiros credenciados, que repassam os recursos do Banco para o produtor na ponta, as chamadas operações indiretas.

5 A média dos últimos dez anos é de 29,5%, segundo dados do Ministério da Agricultura e Pecuária (Brasil, 2025).

GRÁFICO 1. PERCENTUAL DO CRÉDITO RURAL CONCEDIDO A PEQUENOS PRODUTORES RURAIS, BNDES *VS.* RESTANTE DO SNCR, POR ANO AGRÍCOLA (2013/2014 – 2024/2025)



Fonte: Elaboração própria com base em dados de BCB (2025b).

O crédito rural repassado pelo BNDES tem focado cada vez mais nos pequenos produtores rurais, em um movimento não necessariamente acompanhado pelas demais instituições do SNCR. O Gráfico 1 mostra o percentual do crédito liberado em cada ano agrícola[6] destinado a produtores de pequeno porte,[7] separando-se as concessões de crédito com recursos do BNDES das demais operações do SNCR. Observa-se um aumento de 23 pontos percentuais entre 2013-2014 e

6 O ano agrícola (também conhecido como ano-safra) começa em julho de um ano e vai até junho do ano seguinte. Neste estudo, são consideradas as operações registradas entre 1º de julho de 2013 e 30 de junho de 2025.

7 O trabalho utiliza a definição do Manual de Crédito Rural (MCR) para o porte do produtor. Atualmente, um pequeno produtor é aquele que tem receita bruta agropecuária (RBA) anual de até R$ 500 mil. Um produtor de médio porte tem RBA entre R$ 500 mil e R$ 3,5 milhões, e um grande produtor tem RBA maior que R$ 3,5 milhões (BCB, 2025a).

2024-2025 na parcela dos recursos do BNDES destinada a esse perfil, ao passo que a proporção é praticamente constante entre as demais instituições.

Nesse quesito, o BNDES tem alocado cada vez mais recursos para a agricultura familiar. Considerando apenas o crédito rural para pequenos produtores, o BNDES alocava, em 2013-2014, 44,7% para o Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf), principal linha de crédito para esse fim. Essa proporção subiu sistematicamente, chegando a 86,7% em 2024-2025. Observa-se que o movimento de focalização em pequenos produtores ocorre no crédito equalizado do Banco. O crédito livre é normalmente direcionado para operações maiores, de grandes produtores.

A evidência sobre o crescente foco em produtores de menor porte é complementada pela análise do tíquete médio das operações no período, que saiu de R$ 321 mil em 2013-2014 para R$ 206 mil em 2024-2025, em valores ajustados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (base jun. 2025). Esse valor ainda é superior ao que é praticado pelas demais instituições financeiras (R$ 166 mil em 2024-2025), mas a tendência é de aproximação entre as realidades do Banco e dessas instituições.[8]

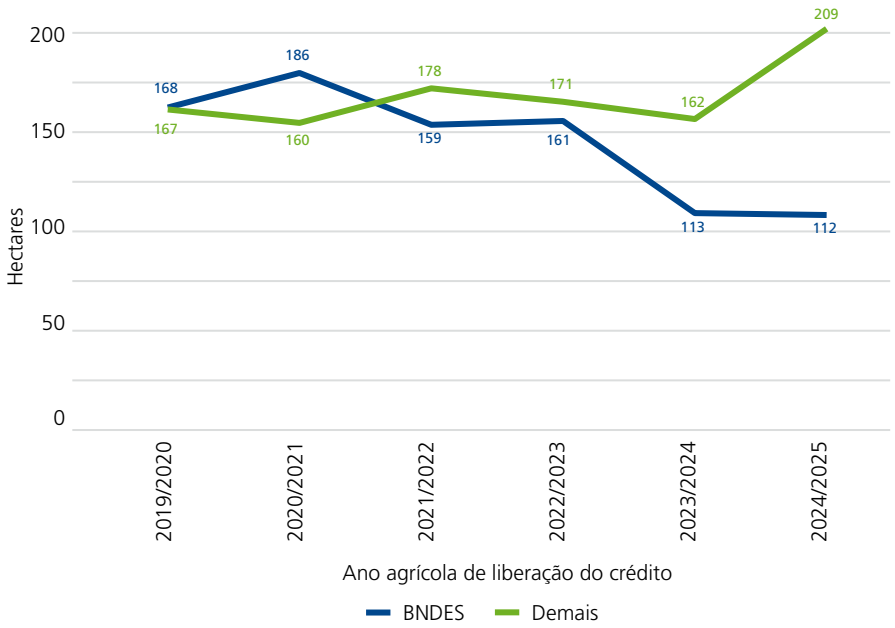
O porte do produtor está tipicamente correlacionado com o tamanho da propriedade rural. De fato, observa-se que o BNDES tem financiado cada vez mais propriedades menores, tendência que não é observada no restante do crédito do SNCR, como mostra o Gráfico 2. Considerando-se a área média do Cadastro Ambiental Rural (CAR) vinculado à operação de crédito, não havia uma distinção relevante entre o BNDES e as demais instituições em 2019-2020.[9] Em 2024-2025, a propriedade média financiada pelo BNDES tinha 112 hectares, frente a 209 hecta-

8 Certa diferença deve continuar a existir, tendo em vista o foco do Banco em operações de crédito para investimento, que contam com tíquetes, em média, mais altos do que o das operações de custeio.

9 Os dados do Sicor/BCB só contam com a informação pública do CAR vinculado a cada operação para o universo do crédito subsidiado, que contempla as operações equalizadas, com fontes públicas (como os fundos constitucionais de financiamento – FCF) ou com um contrato do Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro) vinculado, cuja indenização, em caso de sinistro, é paga pelo Tesouro Nacional.

res nas demais instituições.[10] Esse movimento é observado em todas as regiões do Brasil, exceto na Centro-Oeste. No caso da região Norte, o CAR médio financiado aumenta sistematicamente para as demais instituições, mas se mantém relativamente constante no caso do BNDES.

GRÁFICO 2. ÁREA MÉDIA DE CADASTRO AMBIENTAL RURAL (CAR) EM OPERAÇÕES DE CRÉDITO RURAL SUBSIDIADO (EM HECTARES), BNDES *VS.* RESTANTE DO SNCR, POR ANO AGRÍCOLA (2019/2020 – 2024/2025)



Fonte: Elaboração própria com base em dados de BCB (2025b) e SFB (2025).

Nota: O CAR passou a ser exigido no Sicor a partir de 2019. Para cada operação de crédito, soma-se a área dos CARs associados. Contempla apenas operações de crédito rural com taxas de juros equalizadas, com fontes de recurso públicas ou asseguradas pelo Proagro.

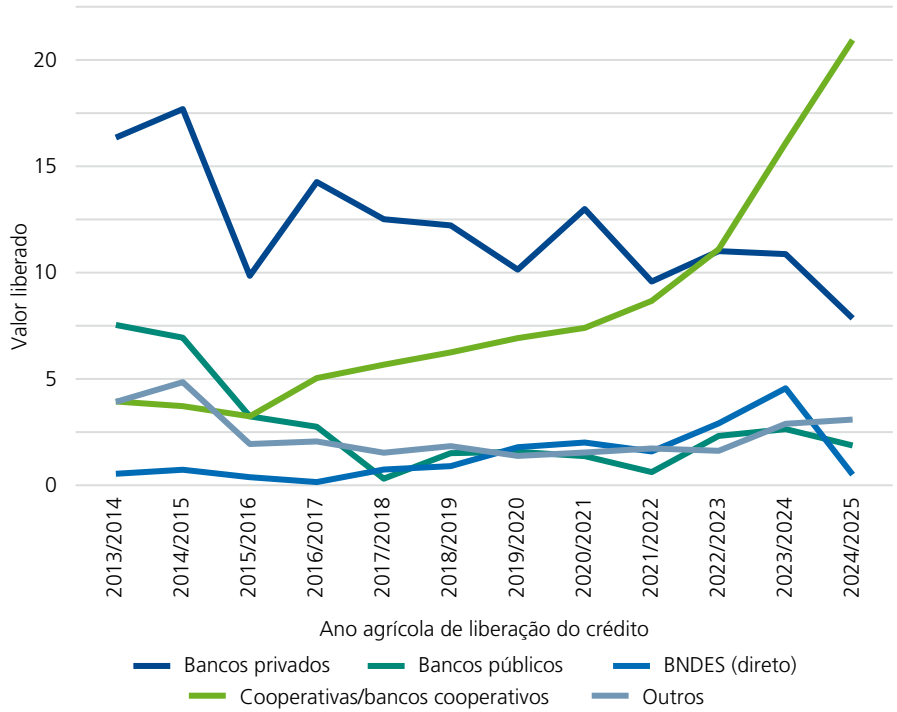
10 Normalmente, utiliza-se a área em módulos fiscais para enquadramento em programas de crédito de acordo com o porte do produtor. O módulo fiscal é a área mínima considerada adequada para viabilizar a produção rural em cada município. Esse critério foi elaborado pelo Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária (Incra) nos anos 1980. Pode-se argumentar que essa definição não reflete adequadamente a realidade atual dos municípios, haja vista o desenvolvimento tecnológico da produção agropecuária no país, sobretudo em regiões como a Centro-Oeste. De todo modo, a conclusão da análise do Gráfico 2 é bastante similar se, em vez de hectares, utilizarmos o tamanho em módulos fiscais.

Esse fenômeno guarda forte relação com o crescente apoio do BNDES às cooperativas de crédito, fato discutido em estudos especiais anteriores (BNDES, 2024a; 2024b). Como mostrado no Gráfico 3, no caso do crédito rural, as cooperativas eram pouco relevantes antes de 2015, com uma participação inferior a 2% do total, enquanto os bancos cooperativos respondiam por cerca de 10%.[11] Bancos privados canalizavam mais da metade dos recursos, seguidos pelos bancos públicos, com uma fatia de cerca de um quinto. No entanto, a realidade atual é bastante distinta: somados, os bancos cooperativos e as cooperativas de crédito responderam por 61% do crédito rural do BNDES no ano agrícola de 2024-2025, enquanto os bancos privados responderam por 23%, e os bancos públicos, por 5%. Foram quase R$ 21 bilhões dos R$ 34 bilhões de recursos do BNDES para o crédito agropecuário no país na última safra operacionalizados por meio de instituições de natureza cooperativa.

Esses dados sugerem que o BNDES tem feito um esforço considerável para destinar os recursos do crédito rural a operações de menor valor para produtores de menor porte, alcançando áreas, em média, menores, sobretudo por meio de sua integração com o sistema cooperativo no país. Esse resultado representa uma contribuição do Banco para fomentar a agropecuária de pequena escala, contribuindo para redução tanto de desigualdades de renda e riqueza quanto, potencialmente, da concentração de terras no Brasil. A seção seguinte traz algumas evidências, ainda que parciais, sobre a relação entre crédito e concentração de terras.

11 Na classificação utilizada pelo BCB, são considerados bancos cooperativos o Sicredi e o Sicoob. Dentro das cooperativas de crédito, entram diversas organizações, desde cooperativas pequenas até grandes como Cresol, Coamo etc.

GRÁFICO 3. VOLUME DE CRÉDITO RURAL DO BNDES DE ACORDO COM O SEGMENTO DO AGENTE FINANCEIRO INTERMEDIÁRIO, R$ BILHÕES A PREÇOS DE JUN. 2025, AJUSTADOS PELO IPCA, POR ANO AGRÍCOLA (2013/2014 – 2024/2025)



Fonte: Elaboração própria com base em dados de BCB (2025b).

Relação entre crédito rural e concentração de terras

É possível formular uma série de hipóteses sobre a relação entre a concessão de crédito agropecuário e a concentração fundiária. Por um lado, pode-se argumentar que o crédito tende a aumentar a concentração de terras. Esse efeito pode ser direto se o crédito é utilizado como ferramenta de alavancagem para compra de

terras. Nos casos em que a exigência sobre o uso dos recursos é mais livre, é possível que o produtor faça uso dos recursos para adquirir mais terra. No entanto, esse efeito também pode ser indireto. Um produtor que expande sua produção a partir da realização de investimentos financiados via crédito pode aumentar sua capacidade de adquirir terras adicionais. Por outro lado, pode haver uma relação no outro sentido, uma vez que maior acesso a terra implica maior capacidade de acesso a crédito ao gerar garantias mais sólidas.

Na prática, há evidências de que o crédito induz uma intensificação do uso da terra, com pouco efeito relevante na expansão para novas terras, na média (Assunção *et al.*, 2020). Esse efeito é especialmente relevante para pequenos e médios produtores, que estão mais distantes da fronteira eficiente de produção e têm, portanto, maior margem para expandir a produção sem expandir a área. Esses efeitos são mais fortes no crédito concedido pelo BNDES para investimento, como mostrado por Souza e outros ([2024]). Essas evidências sugerem que uma maior provisão de crédito não necessariamente gera maior concentração de terras.

Traçar uma relação de causalidade robusta entre provisão de crédito e concentração fundiária exigiria um trabalho mais detido. No entanto, é possível levantar algumas evidências descritivas sobre como o crédito do BNDES se compara com o das demais instituições financeiras na sua relação com concentração de terras no território brasileiro. Para isso, constroem-se dois indicadores no nível municipal:

1. O volume de crédito rural concedido como proporção do PIB agrícola;[12] e
2. O índice de Gini calculado a partir das áreas de CAR de imóveis rurais.[13]

O primeiro reflete a importância do crédito rural no município, já controlado pela relevância da atividade agropecuária local. Quanto maior for, mais importante é o financiamento da produção agropecuária a partir do instrumento de

12 Calculado a partir de dados da matriz de dados do crédito rural (MDCR) do BCB referentes (BCB, 2025c) e do PIB municipal do IBGE (2021).

13 Calculado a partir de uma extração do Sistema Nacional de Cadastro Ambiental Rural do Serviço Florestal Brasileiro (Sicar/SFB) realizada em 24 de setembro de 2025.

crédito (independentemente se operado ou não com recursos do BNDES). O índice é obtido dividindo-se a média do crédito concedido no município nas últimas cinco safras (2020-2021 a 2024-2025) pela média do valor adicionado bruto na agropecuária no município em 2020 e 2021.[14] O objetivo de tirar médias anuais é atenuar eventuais variações sazonais, uma vez que o exercício busca captar uma correlação estrutural entre as duas variáveis. Todas as variáveis utilizadas são deflacionadas tendo por base o IPCA de junho de 2025.

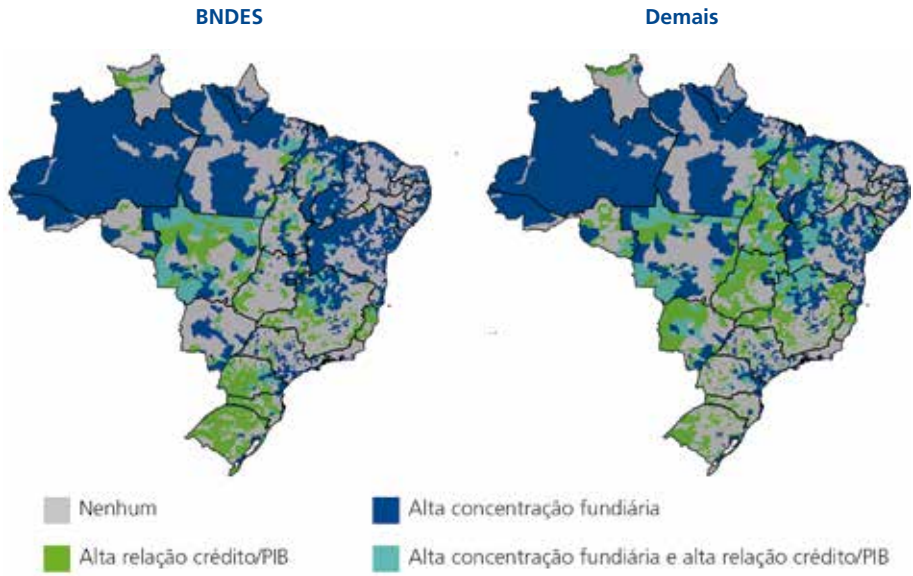
O segundo indicador é uma *proxy*[15] para concentração de terras. Tal como no índice de desigualdade social, o Gini é um número que varia de zero a um, sendo que quanto mais próximo de um, maior a desigualdade (concentração de terra em propriedades maiores). Ele é calculado em um ponto do tempo dado pela extração realizada em setembro de 2025.

O objetivo é examinar a relação entre esses dois indicadores. Para um exame visual (Figura 1), são considerados os municípios que estão nos extremos da distribuição de cada indicador (quarto quartil, ou entre os 25% maiores). No caso geral, observa-se que existem poucas áreas com elevada relação crédito rural/PIB e elevada concentração de terra medida pelo índice de Gini, à exceção de algumas áreas no estado do Mato Grosso, no norte de Minas Gerais e em partes da região Nordeste. Quando se foca apenas no crédito do BNDES (mapa da esquerda), há uma disparidade ainda maior entre os dois indicadores, visto que o crédito do Banco é muito importante na região Sul, tipicamente caracterizada por propriedades menores. O mapa revela uma quantidade maior de áreas com sobreposição no caso do crédito concedido por outras instituições (mapa da direita).

14 O PIB municipal mais atualizado do IBGE no momento de realização deste estudo é o de 2021.

15 Idealmente, a concentração de terras deveria ser medida por algum indicador que utilizasse a relação entre propriedades e proprietários. No entanto, não há uma base pública que cubra o território nacional todo com essa informação. A base do Sicar apresenta apenas as propriedades (e suas respectivas áreas), mas não os proprietários.

FIGURA 1. MUNICÍPIOS NO QUARTO QUARTIL DA DISTRIBUIÇÃO DO INDICADOR CRÉDITO RURAL/PIB AGRÍCOLA (MÉDIA ENTRE 2020/2021 E 2024/2025) E DO ÍNDICE DE GINI DAS ÁREAS DE CADASTRO AMBIENTAL RURAL (2025), BNDES E DEMAIS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS



Fonte: Elaboração própria com base em dados de SFB (2025), BCB (2025c) e IBGE (2021).

Para além do exame visual, é possível calcular um coeficiente β que mede a associação espacial entre as duas variáveis a partir de uma regressão linear simples no nível municipal i, em que o índice de Gini é a variável dependente (y_i) e o crédito/PIB é a variável independente (x_i), como mostrado na equação a seguir.

$$y_i = \alpha + \beta x_i + \varepsilon_i$$

Para que o coeficiente β tenha uma interpretação de elasticidade – isto é, o quanto varia o índice de concentração fundiária a partir de uma variação de 1% no índice de crédito –, as regressões são estimadas com as duas variáveis em logaritmo natural.

A estimação desses coeficientes permite calcular intervalos de confiança e fazer inferência sobre o nível de significância das estimativas. No entanto, esses resultados devem ser interpretados com cautela, apenas como correlações, sem uma interpretação causal. Isso se deve ao fato de não ser possível afirmar que a cau-

salidade se dá na direção apresentada. Além disso, há o viés de variável omitida, uma vez que o modelo estimado não esgota todas as possíveis variáveis que explicam o comportamento da concentração fundiária. Esses fatores não observáveis são representados pelo termo de erro da equação.[16]

Os resultados sugerem que o crédito do BNDES tem, na média, uma correlação inversa com concentração fundiária, e essa relação é mais forte do que para o restante do crédito. Na Tabela 1, os resultados são apresentados para o crédito como um todo e separadamente para o crédito do BNDES e das demais fontes de recurso, além de para diferentes recortes regionais. No Brasil como um todo, os coeficientes são negativos (o que sugere uma relação inversa), mas a magnitude do coeficiente para o crédito do BNDES é superior à das demais fontes.

Os resultados por região sugerem que essa relação é particularmente forte no Sul, que compreende localidades com maior presença do crédito historicamente e propriedades, na média, menores, com pouca margem para expansão em novas áreas. Essas localidades são caracterizadas por uma elevada relação trabalho/terra, o que explica o uso do crédito para intensificação produtiva, algo demonstrado por Souza e outros ([2024]). Já na região Norte, que apresenta resultados similares, há muita capacidade ociosa e menor demanda por investimento.[17] No Nordeste, o coeficiente do BNDES não é estatisticamente diferente de zero, e a relação entre o crédito em geral e a concentração de terras, ainda que negativa, é pouco relevante. Na região Centro-Oeste, os resultados sugerem que o crédito do BNDES está correlacionado a uma maior concentração de terras, o que não é observado para o restante do crédito. Trata-se de uma região de expansão da fronteira agrícola com elevada demanda por terra e por investimento, o que pode contribuir para um aumento da concentração fundiária.

16 Como há uma possível correlação entre o termo de erro e a variável independente, não se pode afirmar que a relação encontrada tem um sentido causal.

17 Capacidade ociosa no sentido de que há muita terra utilizada de forma pouco produtiva, bem como áreas de vegetação nativa que poderiam ser convertidas. A baixa demanda por investimentos em intensificação explicaria a baixa presença do crédito, fato que está relacionado à elevada concentração em grandes propriedades.

TABELA 1. COEFICIENTES DE REGRESSÕES LINEARES *CROSS-SECTION* DO CRÉDITO RURAL/PIB AGRÍCOLA (MÉDIA ENTRE 2020/2021 E 2024/2025) NO ÍNDICE DE GINI DAS ÁREAS DE CADASTRO AMBIENTAL RURAL (2025) DOS MUNICÍPIOS

	Crédito total	Crédito BNDES	Crédito demais
Brasil	**-0,016 *****	**-0,037 *****	**-0,014 *****
Centro-Oeste	-0,001	0,013 ***	-0,001
Nordeste	-0,009 ***	0,001	-0,010 ***
Norte	-0,016 ***	-0,029 ***	-0,016 ***
Sudeste	-0,004 ***	-0,012 ***	-0,004 ***
Sul	-0,027 ***	-0,052 ***	-0,020 ***

Fonte: Elaboração própria com base em dados de SFB (2025), BCB (2025c) e IBGE (2021).

Nota: Coeficientes de regressões log-log (1% a mais de crédito/PIB associa-se a X% de concentração fundiária). Estimativas com asterisco têm significância estatística, sendo: *** p-valor <0,01; ** p-valor <0,05; e * p-valor <0,1.

Por fim, vale destacar que a correlação negativa identificada entre o crédito do BNDES e a concentração de terras é mais forte em locais onde o crédito é mais canalizado por meio de cooperativas. A Tabela 2 mostra o coeficiente para o crédito do BNDES separando-se a amostra de municípios acima e abaixo da mediana do percentual do crédito do Banco direcionado via cooperativas de crédito ou bancos cooperativos, revelando um coeficiente maior no caso dos municípios acima da mediana. Esse resultado corrobora o já mencionado papel relevante das cooperativas para explicar os fenômenos estudados.

TABELA 2. COEFICIENTES DE REGRESSÕES LINEARES *CROSS-SECTION* DO CRÉDITO RURAL DO BNDES/PIB AGRÍCOLA (MÉDIA ENTRE 2020/2021 E 2024/2025) NO ÍNDICE DE GINI DAS ÁREAS DE CADASTRO AMBIENTAL RURAL (2025) DOS MUNICÍPIOS, ACIMA E ABAIXO DA MEDIANA DO PERCENTUAL DE CRÉDITO DIRECIONADO VIA COOPERATIVAS

	Crédito BNDES
Acima da mediana do % do crédito concedido via cooperativas	-0,046 ***
Abaixo da mediana do % do crédito concedido via cooperativas	-0,027 ***

Fonte: Elaboração própria com base em dados de SFB (2025), BCB (2025c) e IBGE (2021).

Nota: Coeficientes de regressões log-log (1% a mais de crédito/PIB associa-se a X% de concentração fundiária). Estimativas com asterisco têm significância estatística, sendo: *** p-valor <0,01; ** p-valor <0,05; e * p-valor <0,1. A análise considera apenas municípios nos quais há crédito do BNDES no período.

Considerações finais

O estudo tece considerações sobre a atuação do BNDES no crédito rural e sua relação com a concentração de terras no Brasil. Os dados sugerem que o Banco tem tido uma presença cada vez maior no crédito para o pequeno produtor. Observa-se que o crédito do BNDES tem buscado focar cada vez mais em produtores de menor porte (em termos de receita), operações com tíquete médio menor e propriedades menores, o que pode ser justificado por uma atuação cada vez mais canalizada por meio das cooperativas de crédito.

Além disso, foram apresentadas evidências de que o crédito está normalmente correlacionado com uma menor concentração fundiária no país. Essa associação é mais forte quando considerado apenas o crédito do BNDES, especialmente em regiões como Sul e Norte. No entanto, há um ponto de atenção importante no Centro-Oeste, que apresenta uma relação positiva entre crédito do BNDES e concentração fundiária, possivelmente por se tratar de uma área de expansão de fronteira agrícola com forte demanda por investimento.

Os dados apresentados são indicativos que requerem aprofundamentos, não necessariamente trazendo conclusões a respeito do fenômeno estudado, que é de alta complexidade e exigiria um trabalho de maior envergadura. Algumas limitações estão relacionadas à dificuldade de se ter um bom indicador de concentração fundiária (idealmente seria a área associada a um mesmo indivíduo); à potencial propensão de produtores em segmentar a produção em propriedades menores para acessar crédito, o que sugeriria um movimento aparente de menor concentração fundiária; e às variações de preço da terra, que podem influenciar tanto a demanda por crédito quanto a concentração fundiária.

Apesar dessas limitações, o estudo avança no entendimento da relação entre crédito agropecuário e concentração de terras no Brasil, com particular atenção quanto ao BNDES. A análise sugere, em linhas gerais, que o Banco tem

tido um papel relevante em fortalecer o setor sem gerar maior concentração fundiária. Ademais, sinaliza aspectos que podem requerer maior profundidade para melhor compreensão do tema, de modo a contribuir para mitigação de concentração fundiária potencialmente relacionada ao financiamento operacionalizado pelo Banco.

Referências

ASSUNÇÃO, J. *et al. Does Credit Boost Agriculture?* Impacts on Brazilian Rural Economy and Deforestation. Climate Policy Initiative and Central Bank of Brazil. [S.l.]: OICRF, 2020. Disponível em: https://www.oicrf.org/documents/40950/0/02-10-Zeraik_de_Souza-869_paper.pdf/dfbce8af-ad83-6fae-1a94-05f1661927f2?t=1646308419198. Acesso em: 17 nov. 2025.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Manual de Crédito Rural* (MCR). 2025a. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/mcr. Acesso em: 21 out. 2025a.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Tabelas e Microdados do Crédito Rural e do Proagro (Sicor)*. 2025b. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/tabelas-credito-rural-proagro. Acesso em: 22 set. 2025.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Matriz de Dados do Crédito Rural* – Crédito Concedido (MDCR). 2025c. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/micrrural. Acesso em: 19 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Cooperativas de crédito no Brasil e o papel do BNDES*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024a. (Estudo especial do BNDES nº 19). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/24545/1/PRFol_216129_Cooperativas%20de%20cr%C3%A9dito%20no%20Brasil%20e%20o%20papel%20do%20BNDES.pdf. Acesso em: 23 out. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *O BNDES e a alocação de recursos equalizados no Plano Safra 2024/2025*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024b. (Estudo especial do BNDES nº 34). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25728/1/PRFol_216278_BNDES%20e%20a%20distribui%C3%A7%C3%A3o%20de%20Recursos%20Plano%20Safra.pdf. Acesso em: 23 out. 2025.

BRASIL. Ministério da Agricultura e Pecuária. *Estatísticas e Dados Básicos de Economia Agrícola*. 2025. Disponível em: https://www.gov.br/agricultura/pt-br/assuntos/politica-agricola/todas-publicacoes-de-politica-agricola/estatisticas-e-dados-basicos-de-economia-agricola. Acesso em: 22 out. 2025.

FAO – FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION OF THE UNITED NATIONS. *Trade of agricultural commodities 2010-2023*. Rome: FAO, 2024. Disponível em: https://openknowledge.fao.org/server/api/core/bitstreams/7920da21-9d82-4651-a748-13e2b7733e7c/content. Acesso em: 23 out. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Atlas do espaço rural brasileiro*. Rio de Janeiro: IBGE, 2020. Disponível em: https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101773.pdf. Acesso em: 23 out. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Censo Agropecuário 2017* – Resultados Definitivos. 2017. Disponível em: https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/censo-agropecuario/censo-agropecuario-2017/resultados-definitivos. Acesso em: 23 out. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Produto Interno Bruto dos Municípios*. 2021. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9088-produto-interno-bruto-dos-municipios.html. Acesso em: 23 set. 2025.

SANT'ANNA A. A. Land inequality and deforestation in the Brazilian Amazon. *Environment and Development Economics*, v. 22, n. 1, p. 1-25, 2017. DOI: 10.1017/S1355770X1600022X.

SFB – SERVIÇO FLORESTAL BRASILEIRO. *Sistema Nacional de Cadastro Ambiental Rural (Sicar)*. 2025. Disponível em: https://consultapublica.car.gov.br/publico/imoveis/index. Acesso em: 24 set. 2025.

SOUZA, P.Z. *et al*. *Cultivating Progress:* The Impacts of Credit for Agricultural Investment in Brazil. Brasília, DF: ABDE, [2024]. (Prêmio ABDE-BID 2024). Disponível em: https://abde.org.br/wp-content/uploads/2025/03/categoria1_20-colocado_Cultivating-Progress.pdf. Acesso em: 21 out. 2025.

WALENDORFF, R. *Plano Safra 25/26*: governo autoriza pagamento de equalização a 25 instituições financeiras. Brasília, DF: Globo Rural, 14 jul. 2025. Disponível em: https://globorural.globo.com/credito-e-investimento/noticia/2025/07/plano-safra-2526-governo-autoriza-pagamento-de-equalizacao-a-25-instituicoes-financeiras.ghtml. Acesso em: 23 out. 2025.

**Área de Relacionamento,
Marketing e Cultura**

Departamento de Relacionamento

EDIÇÃO:
Gerência de Editoração e Memória
Luisa de Carvalho e Silva

COORDENAÇÃO EDITORIAL:
Fernanda Costa e Silva

COPIDESQUE E REVISÂO:
Tikinet

PROJETO GRÁFICO E DIAGRAMAÇÃO:
Refinaria Design

IMPRESSÃO:
Leograf

Editado pela Gerência de Editoração e Memória do
Departamento de Relacionamento da
Área de Relacionamento, Marketing e Cultura

Dezembro 2025

BNDES

MINISTÉRIO DO
DESENVOLVIMENTO,
INDÚSTRIA, COMÉRCIO
E SERVIÇOS

GOVERNO DO
BRASIL
DO LADO DO POVO BRASILEIRO