

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Aporte, aprovação e desembolso do BNDES

Estudos especiais do BNDES
79/2026

Introdução

A expansão das despesas financeiras do Governo Federal, que teriam alcançado R\$ 149 bilhões no primeiro semestre de 2026 de acordo com levantamento divulgado em reportagens recentes, tem sido diretamente associada a um suposto impulso fiscal de demanda operado sobretudo pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O argumento usual é o de que, por estarem fora do resultado primário e dos limites do arcabouço fiscal, tais despesas configurariam estímulo fiscal “paralelo”, de magnitude equivalente aos valores anunciados.

Essa leitura, contudo, confunde três momentos distintos do ciclo de crédito do BNDES: (i) o aporte de recursos ao Banco (ou aos fundos por ele operados); (ii) a aprovação de operações de crédito; e (iii) o desembolso efetivo à economia. No entanto, cada um apresenta *timing*, natureza contábil e implicação fiscal próprios. Apenas o desembolso resulta em injeção real de recursos na demanda agregada da economia, e, mesmo entre os desembolsos, apenas a parcela realizada a taxas incentivadas gera efetivo custo fiscal de carregamento ao Governo Federal.

Aporte não é aprovação

O primeiro elo confundido no debate corrente é o aporte de recursos ao BNDES ou aos fundos e programas operados pelo Banco como executor de políticas públicas do Governo Federal. Do ponto de vista contábil, a despesa financeira é registrada no momento em que o recurso deixa o caixa do Tesouro Nacional e é disponibilizado ao Banco ou ao fundo correspondente, e não quando esse recurso é efetivamente comprometido com um tomador específico. Aporte é, portanto, disponibilização de *funding*, enquanto aprovação de recursos é decisão de crédito a um beneficiário identificado.

Somente parte dos recursos do BNDES advém desse tipo de aporte do Tesouro. O Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), por exemplo, é um fluxo constitucional (PIS/Pasep), com regras próprias de direcionamento, e os recursos próprios resultam da atividade e da captação de mercado do próprio Banco. Nenhum dos dois configura, em si, a despesa financeira em discussão. É na parcela de recursos institucionais vinculados a políticas públicas específicas do Governo Federal que se concentra o tipo de aporte do Tesouro refletido nas despesas financeiras do período.

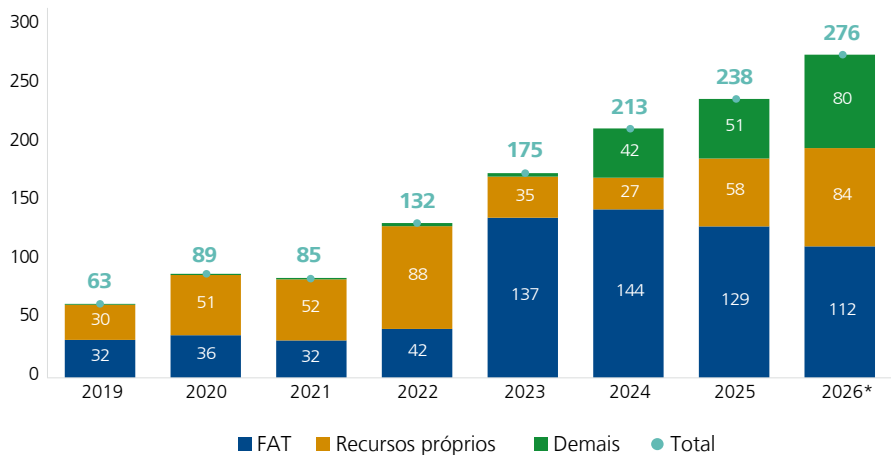
A transformação do aporte inicial em aprovação de crédito depende, ainda, de etapas adicionais, como a qualificação do beneficiário, o enquadramento na política operacional aplicável do BNDES, a análise de risco de crédito e a formalização contratual, que se estendem por período variável após a disponibilização dos recursos. Consequentemente, o volume aportado em determinado momento não corresponde ao volume efetivamente aprovado pelo Banco naquele mesmo período. Parte permanece disponível para aprovações futuras de acordo com o ritmo da demanda, e parte pode nem mesmo vir a ser utilizada.

Aprovação não é desembolso

O segundo elo confundido é o da própria aprovação de crédito, tratada como se equivallesse à entrega imediata de recursos à economia. Os gráficos 1 e 2 apresentam a evolução das aprovações do BNDES por fonte de recursos. As aprovações saltaram de R\$ 63 bilhões em 2019 (0,9% do produto interno bruto – PIB) para R\$ 238 bilhões em 2025 (1,9% do PIB), acumulando R\$ 276 bilhões em 12 meses até junho de 2026 (2,1% do PIB). Tal expansão reflete a retomada do papel do Banco no financiamento de longo prazo no Brasil, particularmente de projetos de infraestrutura e de programas estruturantes do Governo Federal.

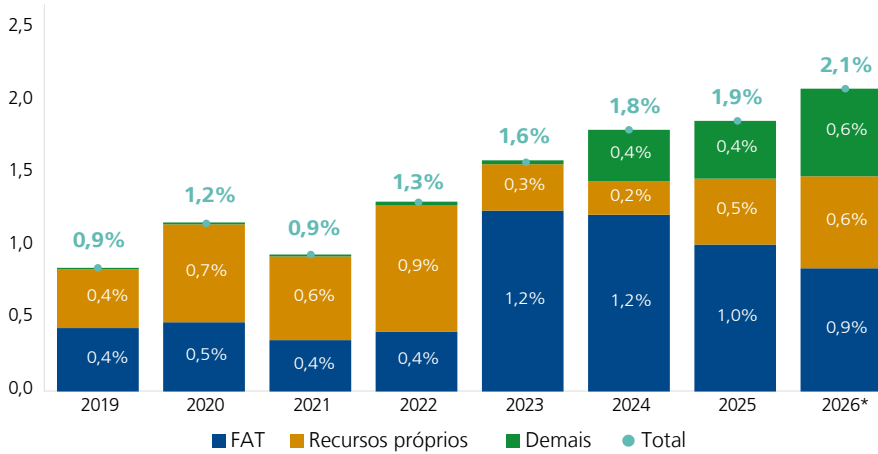
O ponto central, porém, é conceitual: a aprovação de uma operação de crédito não gera, por si só, impulso de demanda à economia. A aprovação constitui compromisso contratual entre o Banco e o tomador, cujos recursos serão liberados de forma escalonada, à medida que os projetos financiados são executados e as condições contratuais (garantias, licenças e execução dos projetos) são cumpridas. Em projetos de infraestrutura de grande porte, o cronograma de desembolsos tipicamente se estende por vários anos após a aprovação. Um exemplo ilustrativo é o atual financiamento da Rodovia Presidente Dutra (BR-116/RJ-SP), aprovado em valor integral em um único exercício, mas com desembolsos distribuídos ao longo do ciclo de investimentos da concessão, acompanhando duplicações, contornos e demais intervenções previstas em contrato.

GRÁFICO 1. APROVAÇÕES POR FONTE DE RECURSOS – 2019-2026 (R\$ BILHÕES)



Fonte: Elaboração própria.

Nota: * Dado efetivo acumulado em 12 meses até junho de 2026.

GRÁFICO 2. APROVAÇÕES POR FONTE DE RECURSOS – 2019-2026 (% DO PIB)

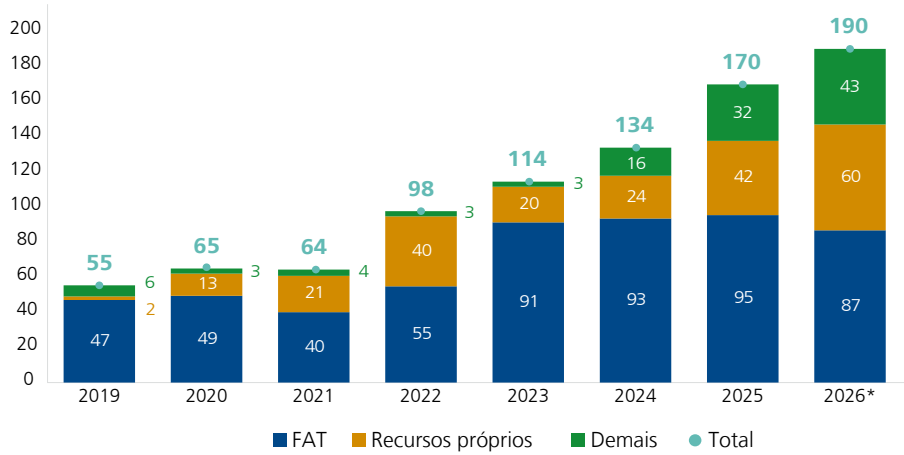
Fonte: Elaboração própria.

Nota: * Dado efetivo acumulado em 12 meses até junho de 2026.

Os gráficos 3 e 4 apresentam os desembolsos por fonte de recursos, de acordo com as mesmas duas métricas. Em valores nominais, evoluíram de R\$ 55 bilhões em 2019 para R\$ 170 bilhões em 2025, acumulando R\$ 190 bilhões em 12 meses até junho de 2026. Em proporção ao PIB, que é a métrica adequada para avaliação macroeconômica, passaram de 0,7% em 2019 para 1,0% em 2022, 1,3% em 2025 e 1,4% acumulado em 12 meses até junho de 2026.

Entendido o impulso de demanda como a variação dos desembolsos proporcional ao PIB, o estímulo efetivo associado ao BNDES entre 2022 e o acumulado em 12 meses até junho de 2026 é de aproximadamente +0,4 p.p. do PIB (de 1,0% para 1,4% do PIB), o que equivale, em média, a cerca de +0,1 p.p. do PIB por ano. Trata-se de magnitude modesta, muito distante das cifras frequentemente citadas no debate público, que tomam por referência o fluxo anual de aprovações (+0,8 p.p. do PIB no mesmo período), ou o próprio aporte registrado como despesa financeira.

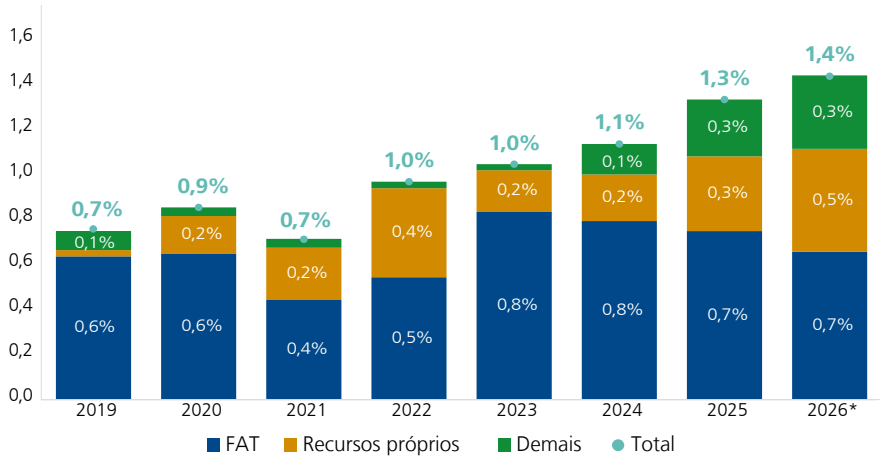
GRÁFICO 3. DESEMBOLSOS POR FONTE DE RECURSOS – 2019-2026 (R\$ BILHÕES)



Fonte: Elaboração própria.

Nota: * Dado efetivo acumulado em 12 meses até junho de 2026.

GRÁFICO 4. DESEMBOLSOS POR FONTE DE RECURSOS – 2019-2026 (% DO PIB)



Fonte: Elaboração própria.

Nota: * Dado efetivo acumulado em 12 meses até junho de 2026.

O valor não desembolsado retorna ao Tesouro Nacional

O terceiro elo do argumento, e o mais frequentemente ignorado no debate corrente, diz respeito ao destino dos recursos aportados e não aprovados, ou aprovados e não desembolsados, dentro do prazo de vigência dos programas. Esses saldos não permanecem retidos no Banco, mas retornam ao Tesouro Nacional remunerados pelas taxas de mercado aplicáveis a cada fonte (como à Selic).

Esse mecanismo tem duas implicações relevantes. Do ponto de vista fiscal, a despesa financeira registrada no momento do aporte não se traduz, automaticamente, em gasto público líquido e permanente. Caso os recursos não sejam efetivamente utilizados, seu retorno ao Tesouro gera receita financeira de contrapartida, compensando, ao menos em parte, o registro inicial. Do ponto de vista institucional, o BNDES não se apropria de qualquer ganho financeiro decorrente da posse temporária desses recursos, ou seja, não há ganhos por meio de *float* para o Banco. Como a remuneração dos saldos segue parâmetros de mercado tanto na entrada quanto na eventual devolução, o Banco atua como intermediário financeiro dos recursos públicos, sem auferir *spread* ou rentabilidade sobre o período em que os mantém disponíveis, mas ainda não aprovados ou desembolsados.

O FAT permanece como a principal fonte de *funding* do Banco, com R\$ 87 bilhões desembolsados em 12 meses até junho de 2026 (0,7% do PIB), cerca de 46% do total. Desde janeiro de 2018, com a Lei 13.483, de 21 de setembro de 2017, os recursos do FAT direcionados ao BNDES passaram a ser remunerados pela Taxa de Longo Prazo (TLP), referenciada no custo de mercado das Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) de cinco anos. Mais recentemente, a Lei 14.937, de 26 de julho de 2024, ampliou o rol de opções de remuneração do FAT para além da TLP, admitindo também a Selic, uma taxa prefixada de cinco anos e uma taxa prefixada de três anos, esta última exclu-

siva para operações com micro, pequenas e médias empresas (MPME). Em todas essas modalidades, a remuneração permanece referenciada a parâmetros de mercado, sem subsídio creditício implícito e sem custo de carregamento para o Tesouro Nacional.

A segunda maior fonte de recursos do BNDES, com R\$ 60 bilhões (0,4% do PIB), corresponde a recursos gerados e captados pelo próprio Banco (retornos de carteira, resultado operacional, Letras de Crédito do Desenvolvimento – LCD, Letras de Crédito do Agronegócios – LCA e captações externas com organismos multilaterais) também a taxas de mercado, sem componente de subsídio.

A terceira parcela, com R\$ 43 bilhões (0,3% do PIB) de desembolsos, reúne os recursos institucionais de políticas públicas do Governo Federal com custo incentivado. É exclusivamente nessa parcela, e apenas sobre o montante efetivamente desembolsado a taxas incentivadas, que existe custo fiscal na forma de subsídio implícito. Qualquer saldo aportado nesse formato que não chegue a ser desembolsado retorna ao Tesouro Nacional remunerado a taxas de mercado, sem gerar custo fiscal adicional.

Conclusão

A análise dos dados de aprovações e desembolsos do BNDES por fonte de recursos permite qualificar o debate recente sobre a expansão das despesas financeiras da União em três dimensões:

- Aporte, aprovação e desembolso são momentos distintos: O aporte de recursos ao Banco (base da despesa financeira registrada no período) não equivale a crédito aprovado a um tomador específico, que, por sua vez, não equivale a recurso efetivamente entregue à economia.

- O impulso de demanda efetivo é modesto: Medido pela variação dos desembolsos em proporção ao PIB, o impulso acumulado entre 2022 e o período de 12 meses encerrado em junho de 2026 é de cerca de +0,4 p.p. do PIB, valor bem inferior ao sugerido por leituras baseadas em aportes, aprovações ou valores de programas anunciados.
- O custo fiscal é circunscrito, e não há lucro por *float*: Saldos aportados e não aprovados ou aprovados e não desembolsados retornam ao Tesouro Nacional remunerados a taxas de mercado, sem benefício financeiro ao BNDES. O subsídio implícito, único componente com custo fiscal efetivo, limita-se à parcela de recursos institucionais incentivados efetivamente desembolsada (0,3% do PIB).

A discussão sobre os efeitos macroeconômicos e fiscais da atuação do BNDES é legítima e bem-vinda, mas deve partir das métricas adequadas, isto é, fluxo de desembolsos proporcionais ao PIB e mensuração dos subsídios implícitos por fonte, sob pena de superestimar substancialmente tanto o impulso de demanda quanto a pressão sobre as contas públicas atribuídas ao Banco.

O financiamento do BNDES à Via Dutra (CCR RioSP)

A operação

Em julho de 2024, o BNDES aprovou apoio financeiro de R\$ 10,75 bilhões à Concessionária do Sistema Rio-São Paulo S.A. (CCR RioSP), responsável pela Rodovia Presidente Dutra (BR-116/RJ-SP) e pela Rio-Santos (BR-101/RJ-SP). Trata-se do maior financiamento já concedido pelo Banco a uma concessão rodoviária. O aporte integra um plano de investimentos de R\$ 15,5 bilhões, previsto ao longo dos 30 anos de contrato, iniciado em março de 2022, e contempla obras como a duplicação da Serra das Araras, com conclusão prevista para 2028.

A estrutura financeira não envolve subsídio: o BNDES subscreveu R\$ 9,41 bilhões em debêntures incentivadas, dos quais R\$ 500 milhões em debêntures verdes, complementados por uma linha direta na modalidade BNDES Finem de R\$ 1,34 bilhão. Trata-se de uma operação estruturada como *project finance*, em que a própria receita do projeto (pedágio) constitui a garantia. A integralização das debêntures ocorrerá em oito séries, entre 2024 e 2030, sendo as duas últimas com perfil *back-stop* – ou seja, permanecem disponíveis como reforço de liquidez contratual, a ser efetivamente utilizado apenas se e quando necessário ao cronograma físico-financeiro da obra, e não como recurso liberado de imediato.

Aprovação vs. desembolso: o escalonamento na prática

O caso ilustra, de forma concreta, a distância entre aprovação e desembolso discutida ao longo do *Estudo especial do BNDES 79*. Dos R\$ 10,75 bilhões aprovados em 2024, o valor efetivamente desembolsado até o fim de 2025 – pouco mais de

um ano após a aprovação – soma R\$ 4,25 bilhões, equivalente a apenas 40% do total aprovado:

Período	Desembolso (R\$ bi)	% do aprovado
2024	2,500	23%
2025	1,750	16%
Total acumulado (2024–2025)	4,250	40%
Saldo a desembolsar	6,500	60%

A liberação foi de R\$ 2,5 bilhões em 2024 e de R\$ 1,75 bilhão em 2025, sem desembolsos registrados até o momento em 2026. Os R\$ 6,5 bilhões remanescentes (60% do valor aprovado) serão desembolsados nos próximos exercícios, à medida que as etapas de duplicação, recuperação e ampliação de capacidade da malha rodoviária forem sendo executadas – incluindo o eventual acionamento das séries de debêntures com perfil *back-stop*.

Em suma, o registro estatístico da aprovação de R\$ 10,75 bilhões em 2024 antecipa, em um único exercício, um compromisso cuja execução financeira se estenderá por vários anos.

Editado pela Gerência de Editoração e Memória do
Departamento de Relacionamento da
Área de Relacionamento, Marketing e Cultura

