

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Custo fiscal implícito dos programas emergenciais do BNDES

Estudos especiais do BNDES
85/2026

Introdução

Dois *Estudos Especiais do BNDES* anteriores estabeleceram, em conjunto, um percurso conceitual importante para o debate público recente sobre a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O primeiro mostrou que aporte, aprovação e desembolso são etapas distintas do ciclo de crédito do Banco, com *timing*, natureza contábil e implicação fiscal próprios, e que apenas o desembolso corresponde a um impulso efetivo de demanda à economia (BNDES, 2026a). O segundo decompôs os desembolsos do BNDES por natureza e mostrou que o custo fiscal implícito não incide sobre o desembolso total, mas exclusivamente sobre a parcela incentivada. Mesmo nesta parcela, o custo fiscal restringe-se à fração que não corresponde ao Plano Safra, cujo custo fiscal é explícito, orçamentário e primário, de natureza distinta do custo fiscal aqui tratado (BNDES, 2026b).

Este Estudo Especial do BNDES busca dar um passo adicional nesse debate ao mensurar, por programa e fonte de recursos, o custo fiscal implícito de dez programas emergenciais e institucionais do Banco, com data-base de agosto de 2026. A mensuração segue a metodologia oficial de cálculo do valor presente do custo fiscal implícito (Portaria MF 57/2013), e é reportada em duas óticas complementares: i) *ex-ante*, sobre o orçamento e condições mais conservadoras, com prazos máximos de carência e amortização; e ii) *ex-post*, sobre os desembolsos já realizados nas condições efetivas.

Metodologia do custo fiscal da política

É necessário distinguir dois conceitos frequentemente confundidos no debate sobre custo fiscal implícito creditício. O benefício ao agente final mede o ganho econômico apropriado pelo tomador de crédito, que é a diferença entre a taxa de juros do crédito obtido e o custo da dívida alternativa disponível no mercado. Já o custo fiscal da política, objeto desta análise, mede o impacto sobre as contas públicas, que advém do diferencial entre o custo de oportunidade do governo e a remuneração efetiva da fonte de recursos que financia o programa. Não se trata, portanto, da taxa cobrada do tomador final, que incorpora o *spread* do agente financeiro (BNDES e/ou instituição credenciada) e constitui receita do agente repassador, e não custo do Tesouro Nacional.

$$DF_t = SD_{t-1} \times (CO_t - T/t)$$

Onde:

DF_t = despesa financeira (custo fiscal implícito) em t ;

SD_{t-1} = saldo devedor ao final do período $t-1$;

CO_t = custo de oportunidade do governo em t (custo médio da dívida pública federal);

T/t = taxa de remuneração da fonte de recursos do programa em t .

A equação reflete o custo de carregamento como contrapartida da manutenção, pelo governo, de um ativo remunerado abaixo do seu custo de oportunidade, e não qualquer diferencial associado à operação de crédito perante o tomador final.

O custo de oportunidade do Governo Federal (CO) é definido como o custo médio da dívida pública federal. Conceitualmente, o uso alternativo dos recursos aportados aos programas seria a redução do endividamento público. Aplica-se, portanto, o diferencial entre o custo médio da dívida pública federal e a remuneração

ração da fonte de recursos do programa ao saldo devedor dos contratos gerados (custo de carregamento), os quais são trazidos a valor presente por uma taxa de desconto, que neste estudo corresponde ao próprio custo de oportunidade.

O valor presente do custo fiscal implícito é apurado sob duas óticas complementares:

- *Ex-ante*. Calculado sobre o orçamento de cada programa (dotação do Tesouro Nacional e/ou de fundos públicos), sob premissas conservadoras, isto é, desembolso integral do orçamento no primeiro mês de vigência dos programas e prazos máximos de carência e amortização disponíveis, de modo a produzir uma estimativa de teto do custo fiscal implícito incorrido (valor máximo teórico).
- *Ex-post*. Calculado com base na carteira efetivamente desembolsada até a data-base, e não no orçamento total do programa. Corresponde à soma do custo fiscal implícito observado sobre a carteira formada a partir dos desembolsos já realizados com o valor presente do custo fiscal implícito projetado até o fim dos contratos já firmados. Reflete o custo fiscal associado às operações já contratadas, em que parte do custo já está incorrida, e parte irá se realizar ao longo da vida remanescente dessas operações. Dessa forma, o que denominamos de cálculo *ex-post*, a depender da data-base, terá valores distintos, uma vez que os desembolsos dos programas ainda estão ocorrendo.

Além do desembolso integral do orçamento e dos prazos máximos de carência e amortização, a estimativa *ex-ante* assume que todas as operações seguem o Sistema de Amortização Constante (SAC), com pagamento de juros em todos os períodos, inclusive durante a carência, sem capitalização. Trata-se de um conjunto de premissas conservadoras que produz um valor de referência teórico máximo, e não uma previsão do custo fiscal implícito que efetivamente se realizará.

O prazo de carência tem efeito relevante sobre a magnitude do custo fiscal implícito, pois, nesse período, os juros incidem sobre o saldo devedor integral, uma

vez que não há amortização do principal. Quanto maior a carência, maior o saldo médio sobre o qual incide o diferencial de taxas, e maior o custo fiscal implícito por real desembolsado. Além disso, a premissa de desembolso no primeiro mês superestima de maneira relevante o custo fiscal implícito, isso porque os desembolsos ocorrem de maneira distribuída ao longo de diversos anos no caso de alguns programas e seus prazos de carência e amortização não são contratados sempre em seus valores máximos.

A distinção entre as duas medidas é, portanto, também uma distinção de base de cálculo. O valor presente *ex-ante* toma como referência o orçamento dos programas e as condições máximas de carência e prazo de amortização. Já o valor presente *ex-post*, tem como baliza os desembolsos efetivamente realizados e as condições observadas nas operações contratadas e, a partir disso, projetadas.

Programas e execução financeira

A Tabela 1 consolida a execução financeira de dez programas emergenciais e institucionais do BNDES, por fonte de recursos, com data-base em agosto de 2026. Cada programa é decomposto entre a parcela financiada pelo Tesouro Nacional e/ou por fundos públicos (TN/FP), que constitui a base potencialmente sujeita a custo fiscal implícito, e a parcela financiada com recursos próprios do BNDES, remunerada a taxas de mercado.

Dois desses programas seguem lógica distinta dos demais. O BNDES Fundo Clima (FNMC) e o BNDES Mais Inovação (FAT TR) não são respostas emergenciais a choques específicos, com dotação única e prazo de vigência definido, mas instrumentos duradouros de apoio à transição e à mitigação dos impactos das mudanças climáticas e à inovação e à digitalização da indústria, respectivamente, com orçamento aprovado anualmente. Por essa razão, a Tabela 1 detalha, para os dois programas, a execução de cada *tranche* orçamentária anual (2024, 2025 e 2026), além do total acumulado.

TABELA 1. QUADRO GERAL: EXECUÇÃO FINANCEIRA DOS PROGRAMAS EMERGENCIAIS (DATA-BASE AGO/2026 EM R\$ BILHÕES)

Fonte de recursos	Programa	Status	Orçamento (R\$ bilhões)	TN/Fundos públicos (R\$ bilhões)	BNDES (R\$ bilhões)	Desembolsos (R\$ bilhões)	TN/Fundos públicos (R\$ bilhões)	BNDES (R\$ bilhões)
FS pré-sal	Emergencial RS (2024)	Encerrado	21,1	21,1	0,0	18,5	18,5	0,0
TN	LDR (2025/26)	Encerrado	12,1	12,1	0,0	6,2	6,2	0,0
FGE	PBS 1 (2025)	Encerrado	22,2	22,2	0,0	13,6	13,6	0,0
FGE+BNDES (LCD)	PBS 2 (2026)	Em andamento	21,0	15,0	6,0	4,1	2,2	2,0
TN+BNDES (FAT pré-5 anos)	Move 1 (2025/26)	Encerrado	10,0	6,0	4,0	8,5	5,1	3,4
TN+BNDES (LCD)	Move 2 (2026)	Encerrado	21,2	14,5	6,7	20,0	11,9	8,0
TN	Aplicativos (2026)	Em andamento	30,0	30,0	0,0	2,0	2,0	0,0
FNAC	BNDES FNAC	Em andamento	8,0	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FNMC	BNDES Fundo Clima		52,0	52,0	0,0	8,7	8,7	0,0
2024	Tranches FClima 2024	Encerrado	10,5	10,5	0,0	2,3	2,3	0,0
2025	Tranches FClima 2025	Encerrado	14,0	14,0	0,0	5,7	5,7	0,0
2026	Tranches FClima 2026	Em andamento	27,5	27,5	0,0	0,7	0,7	0,0
FAT TR	BNDES Mais Inovação		31,5	31,5	0,0	9,4	9,4	0,0
2024	2,12% do FAT Const 24	Encerrado	8,4	8,4	0,0	4,8	4,8	0,0
2025	2,5% do FAT Const 25	Encerrado	11,1	11,1	0,0	2,6	2,6	0,0
2026	2,5% do FAT Const 26	Em andamento	12,0	12,0	0,0	2,0	2,0	0,0
Total			229	212	17	91	78	13

Fonte: Elaboração própria com base em dados internos do BNDES – data-base agosto de 2026.

Apuração do custo fiscal implícito: ex-ante e ex-post

As tabelas 2 e 3 aplicam aos dez programas as metodologias e as premissas descritas, tomando por base, respectivamente, o orçamento (*ex-ante*) e os desembolsos (*ex-post*) de cada um, e apresentam os valores presentes do custo fiscal implícito.

TABELA 2. CUSTO FISCAL IMPLÍCITO EX-ANTE, POR PROGRAMA (BASE: ORÇAMENTO)

Fonte de recursos	Programa	Status	Orçamento (R\$ bilhões)	TN/Fundos públicos (R\$ bilhões)	BNDES (R\$ bilhões)	VP do CF impl. ex-ante	VP CF Imp. ex-ante/TN ou fundos públicos
FS pré-sal	Emergencial RS (2024)	Encerrado	21,1	21,1	0,0	3,6	0,17
TN	LDR (2025/26)	Encerrado	12,1	12,1	0,0	3,3	0,27
FGE	PBS 1 (2025)	Encerrado	22,2	22,2	0,0	5,8	0,26
FGE+BNDES (LCD)	PBS 2 (2026)	Em andamento	21,0	15,0	6,0	2,1	0,14
TN+BNDES (FAT pré-5 anos)	Move 1 (2025/26)	Encerrado	10,0	6,0	4,0	0,8	0,13
TN+BNDES (LCD)	Move 2 (2026)	Encerrado	21,2	14,5	6,7	3,1	0,22
TN	Aplicativos (2026)	Em andamento	30,0	30,0	0,0	6,9	0,23
FNAC	BNDES FNAC	Em andamento	8,0	8,0	0,0	1,2	0,15
FNMC	BNDES Fundo Clima		52,0	52,0	0,0	10,6	0,20
2024	Tranches FClima 2024	Encerrado	10,5	10,5	0,0	1,9	0,18
2025	Tranches FClima 2025	Encerrado	14,0	14,0	0,0	2,2	0,16
2026	Tranches FClima 2026	Em andamento	27,5	27,5	0,0	6,6	0,24
FAT TR	BNDES Mais Inovação		31,5	31,5	0,0	13,5	0,43
2024	2,12% do FAT Const 23	Encerrado	8,4	8,4	0,0	3,7	0,44
2025	2,5% do FAT Const 24	Encerrado	11,1	11,1	0,0	5,0	0,45
2026	2,5% do FAT Const 25	Em andamento	12,0	12,0	0,0	4,8	0,40
Total			229	212	17	51	0,24

Fonte: Elaboração própria com base em dados internos do BNDES – data-base agosto de 2026.

TABELA 3. CUSTO FISCAL IMPLÍCITO *EX-POST*, POR PROGRAMA
(BASE: DESEMBOLSOS)

Fonte de recursos	Programa	Status	Desembolsos (R\$ bilhões)	TN/Fundos Públicos (R\$ bilhões)	BNDES (R\$ bilhões)	VP do CF impl. Ex-post (*)	VP CF Imp. Ex-post/TN ou fundos públicos
FS pré-sal	Emergencial RS (2024)	Encerrado	18,5	18,5	0,0	3,2	0,17
TN	LDR (2025/26)	Encerrado	6,2	6,2	0,0	1,2	0,19
FGE	PBS 1 (2025)	Encerrado	13,6	13,6	0,0	2,4	0,18
FGE+BNDES (LCD)	PBS 2 (2026)	Em andamento	4,1	2,2	2,0	0,4	0,16
TN+BNDES (FAT pré-5 anos)	Move 1 (2025/26)	Encerrado	8,5	5,1	3,4	0,6	0,12
TN+BNDES (LCD)	Move 2 (2026)	Encerrado	20,0	11,9	8,0	1,0	0,08
TN	Aplicativos (2026)	Em andamento	2,0	2,0	0,0	0,4	0,18
FNAC	BNDES FNAC	Em andamento	0,0	0,0	0,0	0,0	0,00
FNMC	BNDES Fundo Clima		8,7	8,7	0,0	1,7	0,19
2024	Tranches FClima 2024	Encerrado	2,3	2,3	0,0	0,8	0,36
2025	Tranches FClima 2025	Encerrado	5,7	5,7	0,0	0,7	0,13
2026	Tranches FClima 2026	Em andamento	0,7	0,7	0,0	0,1	0,19
FAT TR	BNDES Mais Inovação		9,4	9,4	0,0	2,6	0,28
2024	2,12% do FAT Const 23	Encerrado	4,8	4,8	0,0	1,5	0,31
2025	2,5% do FAT Const 24	Encerrado	2,6	2,6	0,0	0,7	0,28
2026	2,5% do FAT Const 25	Em andamento	2,0	2,0	0,0	0,4	0,20
Total			91	78	13	14	0,17

(*) Somatório do valor presente dos custos efetivamente observado e o do projetado até o fim dos contratos com base nos desembolsos realizados e projetados até o fim da vida útil das operações.

Fonte: Elaboração própria com base em dados internos do BNDES – data-base agosto de 2026.

Como devemos ler esses resultados?

Tomemos como base para o primeiro exemplo o programa de Liquidação de Dívidas Rurais (LDR), cuja dotação foi de R\$ 12,1 bilhões com 100% dos recursos oriundos do Tesouro Nacional. Caso a totalidade da dotação orçamentária fosse desembolsada no primeiro mês de execução do programa com prazos máximos de carência e amortização, o valor presente do custo fiscal implícito seria de R\$ 3,3 bilhões, ou seja, 27% da dotação aprovada pelo Congresso Nacional (Tabela 2). Contudo, na prática, foram desembolsados R\$ 6,2 bilhões, nem tudo com o custo máximo para o Tesouro Nacional. Considerando as condições efetivas das operações contratadas, o valor presente do custo fiscal implícito estimado é de R\$ 1,2 bilhão, ou seja, 19% do desembolso efetivo (Tabela 3).

Como segundo exemplo, observemos o programa Move 2, cuja dotação original foi de R\$ 21,2 bilhões, dos quais R\$ 14,5 bilhões oriundos do Tesouro Nacional e R\$ 6,7 bilhões de recursos próprios do BNDES (LCDs – Letras de Crédito do Desenvolvimento). Se a dotação orçamentária fosse integralmente desembolsada no primeiro mês do programa, com prazos máximos de carência e amortização, o valor presente do custo fiscal implícito seria de R\$ 3,1 bilhões, o que equivale a 22% da dotação aprovada com recursos do Tesouro Nacional (Tabela 2). No entanto, foram efetivamente desembolsados R\$ 20,0 bilhões, dos quais R\$ 11,9 bilhões provenientes do Tesouro Nacional, de modo que o valor presente do custo fiscal implícito estimado é de R\$ 1,0 bilhão, ou seja, 8% do desembolso efetivo com recursos do Tesouro Nacional (Tabela 3).

A mesma lógica se estende aos demais programas. Dos R\$ 229 bilhões orçados para os dez programas elencados, R\$ 212 bilhões (93%) correspondem a recursos do Tesouro Nacional ou de fundos públicos (TN/FP), que é a base potencialmente sujeita a custo fiscal implícito, enquanto R\$ 17 bilhões (7%) correspondem a recursos próprios do BNDES, remunerados a taxas de mercado. Considerando as condições mais favoráveis de carência e amortização, o custo fiscal implícito (*ex ante*) foi estimado em R\$ 51 bilhões (Tabela 2). Todavia, considerando os

R\$ 91 bilhões efetivamente desembolsados até a data-base de agosto de 2026, dos quais R\$ 78 bilhões financiados com recursos incentivados, a estimativa do valor presente do custo fiscal implícito é de R\$ 14 bilhões, ou seja, 17% do que foi efetivamente desembolsado com *funding* do Tesouro Nacional ou fundos públicos (Tabela 3).

Conclusão

A apuração do custo fiscal implícito para os dez programas emergenciais e institucionais do BNDES permite extrair duas conclusões:

- O custo fiscal é delimitado pelo custo de carregamento do Tesouro Nacional. Esse valor fica circunscrito ao diferencial entre o custo de oportunidade do governo e a remuneração da fonte de recursos, multiplicado pelo saldo efetivamente desembolsado a taxas incentivadas e trazido a valor presente. Portanto, a forma correta de mensuração não é feita por meio dos valores das dotações originais, mas sim pelo saldo devedor formado a partir dos desembolsos realizados com recursos incentivados.
- O custo fiscal é uma fração pequena do orçamento, atingindo R\$ 51 bilhões (24% do orçamento com recursos do Tesouro Nacional) no valor presente *ex-ante* e R\$ 14 bilhões (17% do orçamento dos recursos do Tesouro Nacional) na apuração *ex-post* até a data-base de agosto de 2026, para R\$ 212 bilhões orçados com recursos incentivados nos dez programas. Trata-se de valores substancialmente inferiores aos citados em análises que tratam a despesa financeira orçamentária total como medida do custo fiscal dessas políticas.

O percurso desta série de *Estudos Especiais do BNDES* – da distinção entre aporte, aprovação e desembolso (primeiro estudo), passando pela delimitação da parcela de desembolsos que efetivamente gera custo fiscal (segundo estudo), até a men-

suração desse custo, programa a programa, sob as óticas *ex-ante* e *ex-post* (este terceiro) – oferece uma métrica fundamentada para o debate público sobre despesas financeiras. Permite isolar o custo fiscal implícito das políticas de crédito operacionalizadas pelo BNDES, distinguindo-o do volume de crédito concedido e da dotação orçamentária dos programas.

O debate sobre o custo fiscal implícito dos programas de crédito do BNDES é legítimo, mas deve ocorrer sob bases metodológicas fundamentadas para a apuração de seus resultados efetivos. A transparência e os números permitem uma avaliação mais acurada, tanto do governo quanto da sociedade, sobre a pertinência de execução de tais políticas.

Referências

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. *Aporte, aprovação e desembolso do BNDES*. Rio de Janeiro: BNDES, 2026a. (Estudo especial do BNDES; 79). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/30227/1/PRFoL_217348_Aporte%2c%20aprova%c3%a7%c3%a3o%20e%20desembolso%20do%20BNDES.pdf. Acesso em: 21 out. 2026.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. *Desembolsos do BNDES por fonte de recursos: onde está o custo fiscal?* Rio de Janeiro: BNDES, 2026b. (Estudo especial do BNDES; 83). Disponível em: <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/30747>. Acesso em: 26 out. 2026.

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

