

A capacidade de desembolso do BNDES durante a década de 2010

Guilherme Lamenza
Felipe Pinheiro
Fabio Giambiagi

A capacidade de desembolso do BNDES durante a década de 2010

Guilherme Lamenza

Felipe Pinheiro

Fabio Giambiagi*

Resumo

Este trabalho apresenta, mediante a análise de cenários prospectivos, alguns dos *trade-offs* envolvidos na definição do valor dos desembolsos do Sistema BNDES para os próximos anos. Serão analisados os resultados, entre os anos de 2012 e 2020, de três escolhas correspondentes a decisões de governo: (i) a ausência de novos financiamentos com o Tesouro Nacional, com a consequente redução dos desembolsos do Banco em relação ao volume de 2009-2011; (ii) a manutenção dos desembolsos do Sistema BNDES no mesmo patamar estimado para 2012, em termos reais, com o hiato de recursos sendo equacionado pelo Tesouro Nacional; e (iii) a manutenção dos desembolsos do Sistema BNDES no mesmo patamar estimado para 2012, em termos nominais, com aportes do Tesouro Nacional fechando a equação. O primeiro cenário implica uma importante queda, como proporção do PIB, do endividamento do BNDES com o Tesouro Nacional. Porém, em contrapartida, conduz a uma redução do valor desembolsado em relação ao passado recente. No cenário em que o Banco sustenta

* Respectivamente, engenheiro e economistas do BNDES. No decorrer do processo de elaboração deste artigo, os autores se beneficiaram dos comentários de Beatriz Barbosa Meirelles, Florinda Antelo Pastoriza, Gabriel Rangel Visconti, Gil Bernardo Borges Leal, João Carlos Ferraz, Manoel Henrique de Amorim Filho, Marcelo Machado Nascimento, Marcus de Mendes Caldas Raymundo e Max Benjoi Ferraz, que leram versões preliminares do mesmo e/ou explicaram aspectos importantes das estatísticas do Banco. Os autores agradecem, também, os comentários dos dois pareceristas anônimos da *Revista do BNDES*. Este artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

o patamar atual de desembolsos em termos reais, seriam necessárias novas operações com o Tesouro Nacional em montantes significativos que, embora em valores decrescentes, não se esgotariam no horizonte analisado. No terceiro cenário, em que os desembolsos são mantidos fixos em termos nominais, as necessidades de novos empréstimos do Tesouro são reduzidas de forma mais acentuada do que no cenário anterior, antecipando para 2018 o desligamento desse canal. Nos próximos anos, naturalmente, caberá à sociedade, por meio da determinação das autoridades legitimamente constituídas, apontar que rumo o BNDES deverá seguir.

Abstract

This paper discusses some of the trade-offs in regards to future disbursements of the BNDES System. Looking ahead to the period between 2012 and 2020 we present some results of three possible government choices: (i) the lack of further funding from National Treasury and the resulting reduction in the Bank's disbursements when compared to the period between 2009-2011; (ii) keep the level of disbursements according to the 2012 expectation, in real terms, with any shortfall being covered by National Treasury; and (iii) keep the level of disbursements, in nominal terms, with the Treasury providing fund to close the resulting gap. The first scenario results in an important reduction, as percentage of GDP, of BNDES debt owned by National Treasury, although, in the other hand, the level of disbursements falls when compared to the recent past. In the scenario in which the Bank maintains the 2012 level of disbursement in real terms, through the period in study (until 2020), yearly funding from National Treasury would be necessary – although in a decreasing trend. The third scenario ends more rapidly the relationship between BNDES and the National Treasury, closing the funding gap in 2018. During the next few years, competes to society, through the authorities legally constituted to decide which option to take and how BNDES will operate.

Introdução

O BNDES experimentou um significativo incremento do seu tamanho, tanto em termos absolutos como relativos, no decorrer dos últimos anos. Em 1995, depois do Plano Real, os desembolsos do Banco foram de apenas R\$ 7 bilhões e, em 2010, atingiram nada menos que R\$ 168 bilhões. Mesmo considerando a ocorrência de uma inflação importante – da ordem de 230% acumulados nesse período de 15 anos pelo deflator do PIB – trata-se de um salto que impressiona. Nos últimos quatro anos, em particular, esse processo se deu concomitantemente a uma expressiva injeção de recursos do Tesouro Nacional, por meio de empréstimos vultosos feitos à instituição, sem os quais o aumento de tamanho do BNDES simplesmente não poderia ter ocorrido.

O presente artigo complementa a abordagem desenvolvida recentemente por Selmo Aronovich e Francisco Rigolon.¹ Naquele *paper*, os autores trabalharam com dois cenários de desembolsos futuros do BNDES: um associado à disponibilidade de recursos vislumbrada em perspectiva em 2007 e outro relacionado com as novas previsões que podiam ser feitas à luz do contexto observado por ocasião da elaboração do artigo.

Do ponto de vista deste artigo, ainda que o ano em foco tenha sido o mesmo – 2020 – o objetivo partiu de uma mesma situação – estimativa para o ano-base de 2012 – para traçar dois cenários polares distintos: o primeiro, supondo a ausência de futuros empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES depois de 2012; o segundo, cujo “fechamento” é o oposto em relação à modelagem, supondo estabilidade do valor real dos desembolsos no nível previsto para 2012 – R\$ 150 bilhões – e calculando endogenamente, em função disso, o valor dos novos aportes tomados do Tesouro, requeridos para “fechar o hiato”. À luz desses cenários, elabora-se um terceiro, caracterizado pela manutenção dos desembolsos nominais em R\$ 150 bilhões.

¹ Ver Aronovich e Rigolon (2010).

O pano de fundo dessa questão é o velho tema da participação do Estado na economia e, em particular, no setor financeiro.² De fato, a magnitude dos empréstimos feitos pelo Tesouro ao BNDES deu uma nova dimensão à antiga controvérsia acerca do papel do Banco no desenvolvimento da economia brasileira.³ Quando o fluxo de desembolsos do BNDES era da ordem de 1% do PIB e o seu *funding* era composto basicamente pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), já havia um certo debate sobre o papel do BNDES na economia. Quando esse fluxo se torna de 4% a 5% do PIB, envolvendo não apenas o FAT, como também empréstimos em escala significativa feitos pelo Tesouro, é natural que a controvérsia aumente.

Duas questões importantes são levantadas nessa controvérsia: por um lado, a necessidade de suprir lacunas, que o mercado por si só não consegue preencher, ligadas a falhas de mercado de acordo com a literatura especializada; por outro, o custo fiscal envolvido em operações de empréstimo, nas quais o Tesouro Nacional empresta a uma taxa que se situa em patamar inferior a seu custo de captação.

O objetivo deste artigo é contribuir ainda mais para essa discussão, expondo um conjunto de informações e de projeções que, a rigor, buscam enriquecer tal debate, sem que isso signifique tomar posição *a priori* em relação à conveniência ou não desses empréstimos.

O presente trabalho está dividido em cinco seções, além desta introdução. Na primeira seção, são expostos os dados da evolução

² O papel do Estado no mercado financeiro é discutido em Stiglitz (1998). Para uma avaliação da experiência das instituições financeiras de desenvolvimento no mercado de crédito nos países desenvolvidos, ver Aronovich e Fernandes (2006). O tema da justificativa para a intervenção do Estado na economia por meio de instituições financeiras foi exaustivamente discutido ao longo dos anos, com base em experiências internacionais comparadas, pelos organismos multilaterais ou internacionais, como, Tietelman (2003) na Cepal, Berger (2005) no Banco Mundial ou BID (2005).

³ Para ter uma ideia desse debate, ver, por exemplo, as críticas ao BNDES feitas em Teixeira (2005) e Haddad (2007). Para uma defesa do papel do BNDES, ver Torres (2006; 2007). Para uma análise quantitativa sobre os empréstimos do Banco, ver o excelente estudo de Kogut (2006). Para uma discussão do papel do BNDES em perspectiva, ver Giambiagi, Leal, Moreira e Faveret (2009). Para um debate abrangente sobre o papel dos bancos públicos, ver a coletânea organizada por Pinheiro e Chrysostomo (2007).

das principais variáveis financeiras do BNDES ao longo da década. Na segunda, discute-se o porte do BNDES no contexto macroeconômico. A terceira apresenta, brevemente, as principais características do modelo de simulação adotado. A quarta seção – o “coração” do artigo – expõe a razão de ser do trabalho e os resultados referentes ao cálculo da capacidade de desembolso do Banco nas circunstâncias definidas pelas hipóteses. Finalmente, resumem-se as conclusões. Um apêndice mostra os resultados com certo grau de detalhe.

As finanças do BNDES: fatos estilizados

O aumento do volume de operações do BNDES aparece retratado na Tabela 1.⁴ Depois da estabilização de 1994, pode-se falar em três estágios para a evolução da importância relativa do Banco. Nos primeiros dois anos da estabilização, o volume de operações manteve-se em torno de 1% do PIB. A partir de 1997, principalmente em razão da participação cada vez mais importante dos recursos do FAT Depósitos Especiais que o Ministério do Trabalho transferia para o BNDES, a fim de que os administrasse, esse peso aumentou para 2% do PIB, no qual se manteve durante aproximadamente dez anos, com exceção do “ponto fora da curva” de 2002, quando foram feitos desembolsos expressivos para atender, de forma defasada no tempo, às decisões oficiais resultantes da crise energética de 2001, envolvendo investimentos importantes no setor de energia. A partir de 2007, inicialmente pelos bons resultados financeiros do Banco em relação às operações de renda variável, e depois pela citada injeção de megaempréstimos do Tesouro Nacional (TN), o volume de empréstimos se multiplicou e atingiu mais de 4,5% do PIB em 2010.

⁴ Para uma descrição da evolução dos grandes números do BNDES depois da estabilização de 1994, ver Prochnik e Machado (2008). Para os dados mais atuais, ainda que anteriores à crise de 2008-2009, ver Giambiagi, Rieche e Amorim (2009). Para os dados mais antigos, ver Além (1997). Para uma defesa do papel do BNDES na crise de 2008-2009, ver Pereira e Simões (2009).

Tabela 1
Desembolsos do BNDES

Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
R\$ bilhões correntes	7,1	9,7	17,9	21,3	20,0	23,4	25,7	38,2	35,1	40,0	47,1	52,3	64,5	92,2	137,4	168,4
% PIB	1,0	1,2	1,9	2,2	1,9	2,0	2,0	2,6	2,1	2,1	2,2	2,2	2,4	3,0	4,3	4,6

Fonte: BNDES.

Esse aumento de importância relativa esteve ligado, como não poderia deixar de estar, a um forte incremento da participação do peso do estoque de empréstimos do BNDES em relação ao PIB. O estoque dos créditos do BNDES, que era de 5% do PIB há dez anos, atingiu praticamente o dobro desse valor recentemente (Tabela 2). É verdade que isso se deu no contexto de uma notável expansão do crédito, uma vez que o total dessa variável na economia passou de 25% do PIB, no ano 2000, para 47% do PIB, em junho de 2011. Nesse ambiente, a participação do BNDES no crédito chegou a 24% do total na crise de 2003, cedendo depois, na fase de maior expansão da economia, para 17% do total em 2007, voltando a aumentar, até 21% do crédito, no fim de 2010, sendo atualmente de 20% do crédito (julho de 2011).

Tabela 2
Empréstimos do BNDES: dezembro – % PIB (estoque)

Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (jul.)
Empréstimos BNDES	5,0	5,4	5,8	6,0	5,7	5,7	5,8	6,0	6,9	8,9	9,7	9,6

Fonte: BNDES.

Em função desse aumento do volume de operações, o BNDES ampliou de forma significativa seu total de ativos (Tabela 3). O consolidado do Sistema BNDES, envolvendo o BNDES propriamente dito, em conjunto com FINAME e BNDESPAR, passou de um total

nominal de ativos de R\$ 112 bilhões em 2001, para um total da mesma variável de R\$ 584 bilhões em junho de 2011.⁵

Tabela 3

**Indicadores financeiros consolidados do BNDES:
dezembro – R\$ bilhões correntes**

Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (jun.)
Ativo total	112,2	151,0	152,1	164,0	175,0	187,5	202,7	277,3	386,6	549,0	584,0
Patrimônio líquido	12,2	12,4	12,9	14,1	15,7	19,1	24,9	25,3	27,6	65,9	65,4

Fonte: BNDES.

Tabela 4

**Sistema BNDES (consolidado) – composição do passivo total em
dezembro (em %)**

Composição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (jun.)
FAT	49,2	45,6	47,6	50,7	55,5	59,7	59,6	46,3	34,1	27,4	26,9
PIS-Pasep	19,9	14,1	14,7	14,4	14,9	15,3	15,7	11,7	8,4	6,4	6,0
Tesouro Nacional ¹	5,7	11,7	13,6	14,2	12,7	8,9	8,4	17,3	40,2	52,4	55,2
Passivo externo ²	18,4	21,0	17,9	14,0	10,0	8,4	6,8	6,9	4,6	4,1	3,5
Outros	6,8	7,6	6,2	6,7	6,9	7,7	9,5	17,8	12,7	9,7	8,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: BNDES.

¹ Inclui empréstimos e repasses, instrumentos híbridos de capital e dívida e outras vinculações.

² Instituições multilaterais e bônus externos.

No que se refere às fontes de financiamento do crescimento do ativo do Banco, o período apresentado na Tabela 3 teve claramente duas etapas. Na primeira, até 2006-2007, a contribuição do FAT foi fundamental, mas, em um segundo momento, o destaque coube aos empréstimos captados com o Tesouro (Tabela 4). Entre dezembro de

⁵ Parte desse aumento pode ser creditada, também, ao início da marcação a mercado das participações acionárias que compunham o ativo permanente do BNDES em dezembro de 2010.

2005 e junho de 2011, o montante de exposição do BNDES perante o Tesouro passou de R\$ 20 bilhões para a expressiva cifra de R\$ 286 bilhões (Tabela 5).

Tabela 5

Passivo total do Sistema BNDES (em R\$ bilhões)

Composição	Jun. 2011
FAT	139,4
Constitucional	118,2
Depósitos especiais	21,2
PIS-Pasep	31,3
Tesouro Nacional ¹	286,1
Passivo externo	18,4
Empréstimos externos: bônus	7,0
Instituições multilaterais	11,4
Outros	43,4
Debêntures	12,0
Repasse Fundo Marinha Mercante	7,1
Demais passivos	24,3
Total	518,6

Fonte: BNDES.

¹ Inclui empréstimos e repasses, instrumentos híbridos de capital e dívida e outras vinculações.

A possibilidade de captação líquida de recursos com o FAT foi perdendo peso por duas razões: primeira, pelo amadurecimento da parcela do FAT constitucional. Basicamente, o Banco recebia recursos por força do dispositivo vinculante estabelecido no Artigo 239 da Constituição (que define que 40% da receita com os tributos PIS-Pasep seja destinada ao BNDES, ainda que a Desvinculação de Receitas da União (DRU) limite o percentual a 32%), que mantinha a receita relativamente estável como fração do PIB, enquanto a parcela dos juros pagos pelo BNDES como remuneração incidia sobre um estoque crescente como proporção do PIB. Como resultado, a distância

entre recebimentos e pagamentos associados ao FAT Constitucional tenderia a se estreitar.

A segunda razão é que o FAT Depósitos Especiais, que em 2005 chegou a representar uma entrada líquida de recursos – diferença entre a entrada bruta da rubrica e as amortizações e juros pagos sobre esse componente do passivo – de R\$ 5 bilhões, gerou uma saída líquida de R\$ 3 bilhões, cinco anos depois, resultando em uma redução de R\$ 8 bilhões na capacidade de desembolso do Banco. Isso foi reflexo da amortização efetiva da parcela de Depósitos Especiais do FAT, cujo estoque era de R\$ 26 bilhões correntes na posição de balanço do mês de dezembro de 2007 e diminuiu para R\$ 21 bilhões correntes em junho de 2011, que em termos reais acarretou um “encolhimento” maior, considerando a presença de alguma inflação no período.

A necessidade de se voltar para fontes alternativas de recursos que não a tradicional do FAT, depois de 2007, coincidiu com a crise financeira internacional de 2008, que gerou no mundo inteiro uma onda maciça de intervenções governamentais de caráter anticíclico. Foi em tais circunstâncias que o governo federal anunciou uma linha de crédito de R\$ 100 bilhões para o BNDES em 2009, depois ampliada em 2010, com mais R\$ 80 bilhões e, em 2011, com R\$ 55 bilhões.⁶ Somou-se a essas, ainda, a captação ocorrida em setembro de 2010, no valor de R\$ 25 bilhões, associada ao processo de capitalização da Petrobras, no fim daquele mês, cujos recursos foram aplicados na cessão de barris de petróleo do pré-sal e no reforço do capital da empresa, além de contribuírem para viabilizar seu plano de investimento para os próximos anos. Tais aportes do Tesouro ao BNDES ocorreram em condições consistentes com o financiamento

⁶ Em 2011 já foram repassados pelo Tesouro Nacional R\$ 35,2 bilhões ao BNDES. Desse montante, R\$ 5,2 bilhões correspondem à parcela da captação aprovada, mas não utilizada, no processo de capitalização da Petrobras ocorrida em setembro de 2010, mencionada anteriormente. O valor restante, de R\$ 30 bilhões, corresponde à parte do valor de financiamento total de até R\$ 55 bilhões sancionados pela Lei 12.453/2011, que foi captado em junho de 2011.

tradicional que o Banco concede nos seus empréstimos com prazos longos e custo associado, sobretudo, à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)⁷ (Tabela 6).

Tabela 6
Captações com o Tesouro Nacional¹

Mês da entrada	Valor (R\$ bilhões)	Carência amort. (anos)	Carência jur. (anos)	Prazo (anos)	Custo (%a.a.)
Mar. 09	7,0	5	0	30	TJLP + 2,5%
Mar. 09	6,0	Perpétuo	0	Perpétuo	Selic ³
Jun. 09	26,0	5	0	30	TJLP + 1%
Jul. 09	16,3	7	0	20	TJLP
Jul. 09	8,7	7	0	20	Dólar + 5,98%
Ago. 09	36,0	5	0	30	TJLP
Abr. 10 ²	74,2	20	15	40	TJLP
Mai. 10 ²	5,8	20	15	40	TJLP
Set. 10 ²	24,8	20	15	40	TJLP
Mar. 11 ²	5,2	20	15	40	TJLP
Jun. 11 ²	30,0	20	15	40	TJLP
Total	240,0	-	-	-	-

Fontes: STN (2009), Tabela I; STN (2010), p. 18; e BNDES.

¹ Referentes às leis 11.948/2009, 12.397/2011 e 12.453/2011.

² Carência de juros corresponde a dois terços da TJLP.

³ Essa *tranche* foi inicialmente indexada à TJLP, sendo renegociada em outubro de 2009.

Como consequência dessa política – estendida também, ainda que em menor medida, à Caixa Econômica Federal (CEF) – as instituições financeiras federais, que até 2007 eram beneficiárias de volumes de crédito do Tesouro pouco relevantes em termos macroeconômicos, passaram a deter, na posição de julho de 2011, dívidas com o Tesouro em montante de quase 7,5% do PIB (Tabela 7).

⁷ A maior parte do passivo associado a essas captações (mais de 90%), em sua posição de junho de 2011, estava indexada à TJLP com *spread* médio próximo a zero. A parcela restante tem custo próximo ao de mercado: remunerada ou por cupom cambial ou pela taxa Selic.

Tabela 7
Dívida líquida do setor público – % PIB

Composição	2007 (dez.)	2011 (jul.)
Dívida interna	53,0	50,5
Base monetária	5,5	4,6
Dívida mobiliária federal	45,1	42,0
Operações compromissadas BC	7,0	11,4
FAT	(5,2)	(4,6)
Crédito a instituições financeiras oficiais	(0,5)	(7,4)
Outras dívidas	1,1	4,5
Dívida externa	(7,5)	(11,1)
Total	45,5	39,4

Fonte: Banco Central.

No que se refere à dívida líquida do setor público, a emissão de títulos, acompanhada da geração de um crédito em favor do BNDES é, à primeira vista, neutra. Numa perspectiva mais abrangente, porém, sob a ótica do Tesouro, a ampliação do montante de ativos como o dos créditos com o BNDES envolve quatro questões relevantes. A primeira é, naturalmente, a magnitude dos valores em si e seu peso em relação à dívida pública.

A segunda questão é o “descolamento” entre as trajetórias das dívidas bruta e líquida. Enquanto, durante anos, a dívida bruta foi maior que a dívida líquida em proporções relativamente constantes, nos últimos tempos esse *gap* aumentou muito, chegando atualmente a 17% do PIB. Se a dívida pública líquida do país parece relativamente baixa, o mesmo não pode ser dito de uma dívida bruta da ordem de 60% do PIB, a ponto de diversos analistas prestarem cada vez mais atenção a esse último indicador. Tem-se, ainda, o agravante de que parte considerável do aumento da diferença resulta da aquisição de ativos de baixa liquidez por parte do Tesouro Nacional.

A terceira questão é o efeito da trajetória da dívida bruta sobre a taxa de juros de longo prazo e a estrutura de juros da dívida pública.

Enquanto na crise de 2008-2009, a taxa Selic diminuiu drasticamente, o fato é que taxas de juros que captam a confiança no país no longo prazo parecem exibir uma grande rigidez à queda. Dois indicadores atestam isso: (a) a taxa nominal da Nota do Tesouro Nacional série F (NTN-F) longa, com vencimento em 2017, que, em meados de 2007, estava em torno de apenas 10%, tem sido persistentemente da ordem de 12% a 13%, no caso do virtual sucedâneo desse título (a NTN-F de 2021); e (b) a taxa real da NTN-B de 2045, que em meados de 2007 chegou a ser, durante dois meses, inferior a 6%, manteve-se em torno de 6% a 7% também durante anos.⁸

A quarta questão é o efeito sobre a despesa líquida de juros do diferencial entre o custo de empréstimo dos ativos do setor público e o custo de captação da dívida pública. O setor público vinha acumulando dois grandes ativos: as reservas internacionais e o FAT, ambos remunerados a taxas inferiores ao custo de captação do Tesouro. Quando a esses ativos somaram-se os vultosos empréstimos feitos a instituições financeiras federais, o problema fiscal disso resultante se acentuou.⁹ Em consequência, embora a taxa Selic tenha caído em relação ao passado mais distante – apesar da alta recente –, a acumulação de ativos que rendem abaixo da sua taxa de captação ao Tesouro (aumento da posição de reservas internacionais e maiores créditos às instituições financeiras federais) fez com que a despesa líquida de juros cedesse muito menos. Em 2005, por exemplo, a Selic foi de 19,0% e a despesa de juros foi de 7,3% do PIB. Já nos 12 meses, completados em julho de 2011, a Selic foi de 11,2% – com queda relativa de 41% – e

⁸ Atualmente, a NTN-B de 2050 paga juros reais de aproximadamente 6% a.a. há vários meses, nos leilões regulares do Tesouro Nacional.

⁹ Para entender a dimensão disso e deixando de lado fatores ligados à dinâmica do crescimento que podem afetar um pouco os números, considerem-se ativos de 20% do PIB que rendem nominalmente 6% e uma dívida bruta de 60% do PIB cujo custo nominal é de 12%. O resultado líquido da despesa de juros é de $0,12 \times 0,60 - 0,06 \times 0,20 = 6,0\%$ do PIB. Ressalte-se, porém, que isso equivale a uma taxa de juros implícita de 15% sobre a dívida líquida de 40% do PIB, maior que o custo de captação de 12%.

a despesa de juros foi de 5,7% – com queda relativa de apenas 22% em relação a 2005¹⁰ (Tabela 8).

Tabela 8

Taxa de juros da dívida pública e pagamento líquido de juros nominais

Ano	Selic (%)	Taxa de juros da dívida líquida do setor público (%)	Juros (% PIB)
2001	17,3	14,9	6,6
2002	19,2	15,9	7,6
2003	23,4	17,9	8,5
2004	16,3	14,7	6,6
2005	19,0	17,6	7,3
2006	15,1	16,9	6,8
2007	11,9	15,6	6,1
2008	12,5	15,3	5,5
2009	9,9	14,5	5,4
2010	9,8	14,9	5,3
Ago. 10 a jul. 11	11,2	16,4	5,7

Fonte: Banco Central.

Levando em conta esses elementos, o BNDES tem que considerar a possibilidade de, em algum momento futuro, as autoridades fazendárias deixarem de estender novas linhas de crédito para a instituição fazer frente a seus compromissos de desembolso. Em tais circunstâncias, o BNDES enfrentaria uma forma de “restrição orçamentária”. Em outras palavras, quando existe a janela de financiamento do Tesouro é sempre possível acomodar maiores demandas por empréstimos do Banco tomando mais créditos com o Tesouro. Ao se fechar essa possibilidade, haveria demandas que deixariam de ser atendidas. É esse

¹⁰ Embora parte dessa rigidez esteja associada, também, à parcela de títulos prefixados que, em dezembro de 2005, correspondia a 27% da dívida líquida e, em julho de 2011, estava em 39% desta.

exatamente o dimensionamento que constitui a *raison d'être* deste artigo. Na próxima seção, são apresentados alguns pontos que podem servir para discutir o tamanho do BNDES, considerando o contexto macroeconômico do país e o passado recente de nossa economia.

O tamanho do BNDES e o contexto macroeconômico

Naturalmente, a discussão acerca da estratégia a ser seguida pelo BNDES, como órgão de governo, no que se refere ao seu relacionamento com o Tesouro Nacional, depende da avaliação que for feita acerca da capacidade do setor privado e da administração pública para dar conta do desafio de elevar a taxa de investimento da economia, sem depender da ampliação dos recursos do Banco. Com efeito, se a taxa de investimento atual (acumulada em quatro trimestres) é da ordem de 18% do PIB e há um consenso para que ela atinja, durante a segunda metade da década de 2010, o nível de 22% a 23% do PIB, portanto é razoável que no debate sobre o tema existam aqueles que questionam até que ponto tal meta será plausível sem que o BNDES tenha um papel-chave nesse processo.

Para responder a essa questão, é útil indagar, na história relativamente recente do país, as fases em que a taxa de investimento da economia se expandiu, e se houve exemplos em que isso tenha ocorrido sem que tenha havido um incremento da participação relativa dos desembolsos do BNDES na economia. Nesse sentido, é interessante observar que, tanto em 2000 como em 2004 – anos de bom crescimento da economia – foi possível identificar casos em que o investimento agregado cresceu a uma taxa razoável, sem que para isso tenha sido necessária uma ampliação significativa do esforço de desembolso do Banco. A explicação para o equacionamento do desafio do aumento do investimento naquelas circunstâncias residiu no perfil do crescimento adotado, tanto em um caso como no outro. Tanto no ano 2000, como na experiência de retomada em 2004, o denominador comum de ambas

as situações foi um crescimento importante da economia, baseado no investimento, com ênfase no investimento privado e viabilizando a ampliação da taxa de investimento, na prática, mediante uma redução da relação consumo/PIB, por meio do aumento do consumo total a taxas positivas, porém inferiores às de crescimento do PIB.

A situação pode ser resumida nos seguintes indicadores (Tabela 9). Em 2000, o PIB cresceu 4,3%, com uma expansão de 5,0% do investimento e de 3,0% do consumo total, em um ano em que os desembolsos do BNDES passaram de apenas 1,9% do PIB em 1999 para 2,0% do PIB em 2000. Já em 2004, o crescimento do PIB foi de 5,7%, ao passo que o do investimento foi de 9,1% e o do consumo total de 3,9%, enquanto os desembolsos se conservaram nos mesmos 2,1% do PIB de 2003. É interessante destacar que, em ambos os casos a expansão se deu apesar de prevalecerem taxas de juros reais ainda relativamente elevadas (Tabela 10). Tal fato sugere que, no futuro, com taxas de juros inferiores àquelas, o dinamismo do investimento poderia ser maior.

Tabela 9
Indicadores macroeconômicos

Ano	% PIB					Crescimento real				
	FBCF	Consumo			Desembolsos BNDES	PIB	FBCF	Consumo		
		Privado	Governo	Total				Privado	Governo	Total
1999	15,7	64,7	20,3	85,0	1,9	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
2000	16,8	64,3	19,2	83,5	2,0	4,3	5,0	4,0	(0,2)	3,0
2003	15,3	61,9	19,4	81,3	2,1	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
2004	16,1	59,8	19,2	79,0	2,1	5,7	9,1	3,8	4,1	3,9

Fontes: BNDES e IBGE.

n.c. – não considerado.

A lição que se depreende da análise desses casos é que, com uma expansão positiva do consumo, porém a um ritmo contido e a taxas inferiores às de crescimento da economia, é possível viabilizar uma

ampliação da taxa de investimento da economia, sem pressionar excessivamente as contas externas pela redução da absorção líquida do setor externo.

Tabela 10

Taxas de juros – deflator: IPCA (%)

Ano	Taxas nominais			Taxas reais	
	TJLP	Selic	IPCA	TJLP	Selic
2000	10,8	17,4	6,0	4,5	10,8
2004	9,8	16,3	7,6	2,0	8,1

Fontes: Banco Central, BNDES e IBGE.

Tomando como base a hipótese de taxa de investimento de 18,5% do PIB em 2011 e um consumo total de 82,0% do PIB, é trivial calcular o ajuste necessário do consumo para que em cinco anos a taxa de investimento aumente para 23% do PIB, no caso de o PIB crescer a uma média de 4,5% a.a. entre 2011 e 2016, com o espaço relativo da absorção externa inalterado. Nesse caso, o investimento teria que aumentar anualmente 9,2%, enquanto o consumo teria que diminuir para 77,5% do PIB, implicando um crescimento real de 3,3% a.a., algo bastante razoável e correspondente a 2,5% de variação real do consumo *per capita*.

Modelo de simulação dos desembolsos: uma breve descrição

O modelo de simulação de fluxo de caixa é uma ferramenta que permite simular as diversas rubricas de entrada e saída de recursos de maneira consistente. Tal consistência é garantida pela identificação das contrapartidas de cada fluxo projetado. Uma captação, por exemplo, aumenta o valor disponível da instituição e a capacidade de desembolso. Ao mesmo tempo, gera uma obrigação com fluxos projetados de acordo com parâmetros assumidos para o contrato

(taxa, carência, prazo e forma de amortização). O desembolso, por sua vez, representará um direito que acarretará em entradas futuras (retorno). Esta seção detalha, de forma breve, algumas das hipóteses adotadas para projetar os principais fluxos de caixa do BNDES. Não se pretende, portanto, esgotar todas as premissas e variáveis adotadas, mas apenas aquelas que foram julgadas como sendo as mais relevantes para o leitor.

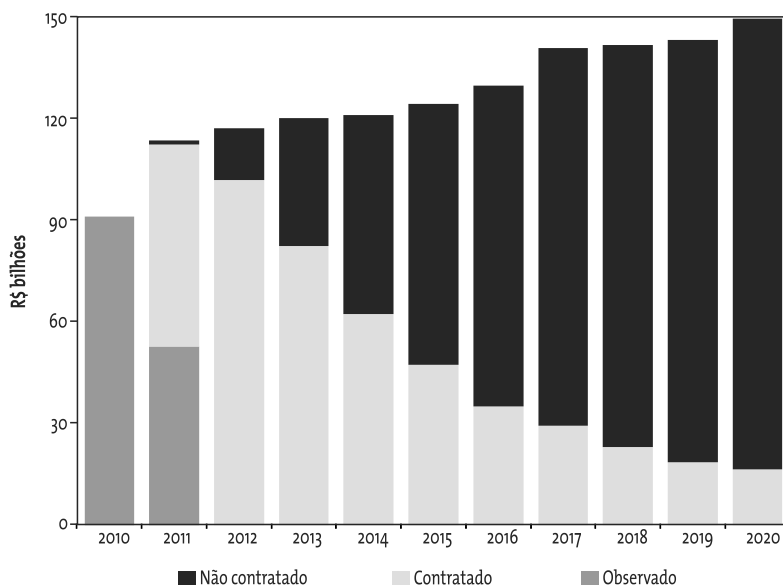
De maneira geral, o modelo de simulação adotado neste artigo faz uso de três tipos de informação: (i) dados presentes no sistema de controle de contratos do BNDES e planilhas de controle financeiro, que dão subsídio para a análise de operações ativas e passivas já contratadas; (ii) orçamento de desembolsos para 2011 e 2012, que auxilia na decomposição dos desembolsos por área responsável nesse horizonte de tempo; e (iii) hipóteses quanto aos parâmetros que determinarão os custos e retornos de novas operações ativas e passivas. Para exemplificar, os retornos das operações de crédito podem ser segregados em dois grupos: (i) retorno de operações cuja contratação já foi realizada e, portanto, constam do sistema de controle de contratos do BNDES; e (ii) retorno de operações que ainda serão contratadas, cujo volume dependerá, entre outras premissas, do crescimento da carteira de crédito nos próximos anos. Naturalmente, a primeira parcela tende a perder importância ante a segunda ao longo do horizonte em estudo. Para ilustrar tal comportamento, adianta-se, no Gráfico 1, o resultado do cálculo do retorno para o cenário de ausência de novas captações com o Tesouro Nacional (qualquer cenário, no entanto, poderia ilustrar a redução da contribuição dos retornos das operações contratadas em relação às operações a contratar).

Foram igualmente adotados cenários para variáveis macroeconômicas, que são utilizados para corrigir o valor de contratos ativos e passivos – caso da TJLP, de índices de inflação e taxas de juros externas (Libor e Treasury) – ou para determinar o montante arrecadado pela principal fonte de recurso regular do Banco – o FAT Constitucional,

cuja evolução futura representará uma simples função do nível de atividade econômica. A Tabela 11 apresenta um sumário das hipóteses macroeconômicas adotadas neste trabalho, com base nas hipóteses sobre o conjunto das variáveis no ano-base do modelo (2012).

Gráfico 1

Retorno das operações de crédito (cenário 1)



Fonte: Elaboração própria.

Foram gerados cenários para as participações das áreas do BNDES nas liberações de desembolsos para o horizonte de tempo em análise, conforme a Tabela 12. Os cenários até 2013 são coerentes com o aumento esperado da participação nos desembolsos em determinadas áreas do Banco.¹¹ Entre 2013 e 2020, tais proporções foram manti-

¹¹ Destaque para o aumento da participação da Área de Infraestrutura, em função da perspectiva de contratações significativas destinadas ao aumento da capacidade de geração do setor elétrico.

das constantes. Com base nesses números e nos valores para prazo, *spread* básico, *spread* de risco e carência, calculou-se o retorno das operações de crédito resultante de desembolsos projetados.¹² O retorno projetado, portanto, respeita o perfil das operações realizadas pelo Banco, replicando suas principais características, incluindo sua forma de amortização.

Em relação às captações, tanto internas quanto externas, a hipótese adotada foi a de replicar os parâmetros das operações em vigor – tais como volume, prazo, carência e indexador (Tabela 13). O volume de tais captações foi mantido constante em termos reais a partir de valores médios observados entre 2009 e 2010. O custo dessas captações, por sua vez, é função dos cenários para as taxas de mercado explicitadas na Tabela 10. A título de exemplo, no caso de bônus internacionais, que são operações prefixadas em moeda estrangeira, a taxa a ser contratada equivale à remuneração do Treasury de 10 anos, acrescido do *spread* sobre o Global 40, ambas projetadas para o período da operação.

Os desinvestimentos em participações acionárias foram mantidos fixos em termos reais em valores próximos aos observados no biênio 2009-2010 e corrigidos pelo Ibovespa projetado. Os investimentos em ações, por sua vez, foram projetados de tal forma que, em todos os cenários, o valor total da carteira marcada a mercado alcançasse um percentual compatível com o esperado pela Área de Mercado de Capitais (AMC). Considerou-se, ainda, que o valor de mercado da carteira evolui de acordo com o Ibovespa projetado, descontado o giro dos ativos. A remuneração recebida, referente a juros sobre capital próprio e dividendos, foi calculada aplicando-se o *dividend yield* médio da carteira sobre seu valor de mercado previsto.

¹² Assumiu-se que as operações atualmente inadimplentes geram retorno nulo no horizonte de análise, independentemente da possibilidade de recuperação do crédito. Os créditos originados no futuro, por sua vez, não são descontados pela probabilidade de *default* e suas perdas associadas. Entende-se, à luz das informações hoje disponíveis, que os resultados encontrados são muito pouco sensíveis a tais hipóteses, já que a taxa de inadimplência da carteira do BNDES tem se mantido em torno de 0,1% a 0,2% do ativo total nos últimos anos.

Tabela 11

Hipóteses macroeconômicas

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Juros								
(fim de período, % a.a.)								
TJLP	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Selic	11,00	10,50	10,00	9,50	9,00	8,50	8,00	7,50
TR	1,12	0,81	0,60	0,74	0,66	0,30	0,00	0,00
Treasury para 10 anos	3,50	3,60	3,70	3,80	3,90	4,00	4,10	4,20
Libor 3 meses US\$	1,00	1,50	2,00	2,50	3,00	3,00	3,00	3,00
Inflação (acumulado no ano, %)								
INPC	5,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
IPCA	5,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
IGP-M	5,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
IGP-DI	5,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
CPI US	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Taxa de câmbio								
(fim de período)¹								
Dólar	1,70	1,75	1,80	1,84	1,87	1,91	1,94	1,98
Euro	2,50	2,55	2,60	2,65	2,70	2,76	2,81	2,87
Iene	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Atividade econômica								
PIB Nominal (R\$ bilhões)	4.895	5.346	5.838	6.375	6.962	7.603	8.303	9.067
PIB crescimento real (%)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Indicadores financeiros								
(acumulado no ano)								
Ibovespa (%)	14,9	14,6	14,1	13,5	13,0	12,5	12,0	11,5
Spread sobre Global 40 (bp) ²	38,2	37,3	36,3	35,3	34,3	33,3	32,3	31,3

Fonte: Elaboração própria.

¹ Cotação em real versus moeda estrangeira.² Spread do Global 40 sobre o Treasury de mesma maturidade.

Os dividendos pagos pelo BNDES à União foram calculados a partir da aplicação de um percentual sobre o Patrimônio Líquido. Tal percentual, por sua vez, foi imputado com base no padrão observado nos últimos anos. O pagamento de tributos, por sua vez, foi calculado com base na carga tributária estimada, incidente sobre os fluxos tributáveis do Banco em período recente.

Tabela 12

Distribuição das contratações por área do BNDES (%)

	2008-2010 ¹	2010	2013-2020
Área de Infraestrutura	16	8	21
Área Industrial	9	8	11
Área de Insumos Básicos	10	8	12
Área Social	8	10	4
Área de Operações Indiretas	44	53	43
Área de Comércio Exterior	13	13	9
Total	100	100	100

Fonte: Elaboração própria.

¹ Média aritmética dos percentuais observados entre 2008 e 2010.

Tabela 13

Captações de mercado

Instrumento	Custo (% a.a.)	Prazo	Forma de pagamento
Bônus	Prefixado ¹	10 anos	Bullet
Organismos internacionais	Libor+1	20 anos	Cupom anual e amort. no vencimento
Debêntures	IPCA + taxa prefixada ²	5 anos	Cupom anual e amort. no vencimento

Fonte: Elaboração própria.

¹ A taxa prefixada contratada em cada captação equivale à projeção do rendimento do Treasury de 10 anos acrescido do *spread* dos rendimentos do Global 40 sobre o Treasury de mesma maturidade.² A taxa prefixada que será somada equivale à projeção da taxa de juros real para cinco anos anualizada.

Com base nos fluxos projetados, calculou-se o Balanço Patrimonial do Banco, o que permitiu a análise da composição de ativos e passivos no decorrer do período simulado, além de subsidiar críticas à consistência dos números. Tais projeções serão no futuro parte do ferramental de análise prospectiva do risco monitorado pela Área de Gestão de Riscos. Neste artigo, focou-se a contribuição do Tesouro Nacional na composição do *funding* do BNDES.

Na próxima seção, são apresentados três cenários possíveis em relação à composição do *funding* do Banco e suas consequências

para as disponibilidades e para a composição de seu passivo. No primeiro, dadas as hipóteses quanto ao ano-base de 2012, assume-se, a partir de 2013, a ausência de novas captações brutas com o Tesouro Nacional (Cenário 1).¹³ No segundo, são fixados em termos reais os valores anuais de desembolsos até 2020, no nível previsto para 2012, e estimam-se os valores das captações necessários para fechar os orçamentos a cada período (Cenário 2). No terceiro e último, realiza-se exercício semelhante ao cenário anterior, porém mantendo o volume de desembolsos constante em termos nominais (Cenário 3).¹⁴

Em relação à construção dos cenários, embora seja lícito argumentar que o próprio valor dos desembolsos do BNDES influencie a taxa de crescimento do PIB e, portanto, o volume de recursos captados do FAT, a lógica do exercício feito pressupõe assumir a taxa de crescimento da economia como exógena, de modo a avaliar comparativamente diferentes cenários de evolução de liberações do Banco, no mesmo contexto macroeconômico. Implicitamente, tal metodologia implica que a eventual atuação adicional do BNDES em relação a um valor de desembolsos representaria um deslocamento em relação a investimentos que poderiam ser realizados mesmo sem a sua intervenção. Isso é explicitado apenas para esclarecer os termos do exercício para o leitor, o que não significa que seja estritamente realista. O importante é esclarecer que, na lógica do exercício feito, o cenário macroeconômico é o mesmo em todos os casos.

A capacidade de desembolso do BNDES durante 2012-2020

Nesta seção, apresentam-se os resultados das simulações para os cenários mencionados ao fim do capítulo anterior. Será mostrado que, na

¹³ A captação líquida pode ser negativa, em razão do serviço da dívida.

¹⁴ Os valores das captações futuras do Tesouro Nacional foram calculados e, em seguida, ligeiramente arredondados para cima. As sobras de recursos resultantes desses arredondamentos foram carregadas para o ano seguinte, reduzindo marginalmente a necessidade de recursos nesses anos.

ausência de novos empréstimos do Tesouro Nacional depois de 2012, mantido o perfil atual do Banco, segundo as premissas explicitadas na segunda seção, os valores disponíveis para desembolsar sofreriam uma redução significativa no biênio 2013-2014 em relação ao ritmo atual, retornando a patamares mais próximos aos observados no biênio 2007-2008 em termos reais. Nos cenários em que se mantém o nível atual de desembolsos em termos reais ou nominais, seriam necessários seguidos aportes do Tesouro Nacional em escala significativa para suprir os *gaps* de disponibilidades.¹⁵ No caso em que são mantidos os desembolsos fixos em termos nominais, contudo, os *gaps* se reduzem de forma acelerada, culminando, em 2018, na ausência de necessidade de novas operações com o Tesouro.¹⁶

No Cenário 1, aquele em que o BNDES não recebe novos aportes do Tesouro Nacional depois de 2012, o financiamento das operações do Banco caberia inteiramente ao retorno de suas operações, aos recursos ordinários do FAT Constitucional,¹⁷ às captações em mercado e à monetização e à remuneração de ativos de renda variável. Nesse caso, os resultados das simulações apontam para uma redução inicial do nível de desembolsos para um valor corrente da ordem de R\$ 118 bilhões em 2013, seguido de nova queda em 2014, para R\$ 105 bilhões, conforme mostra o Gráfico 2.

Apesar da queda dos desembolsos nesse cenário, verifica-se uma tendência de alta dos valores nominais disponíveis a liberar, a partir de 2015. Essa tendência é resultado do comportamento do retorno

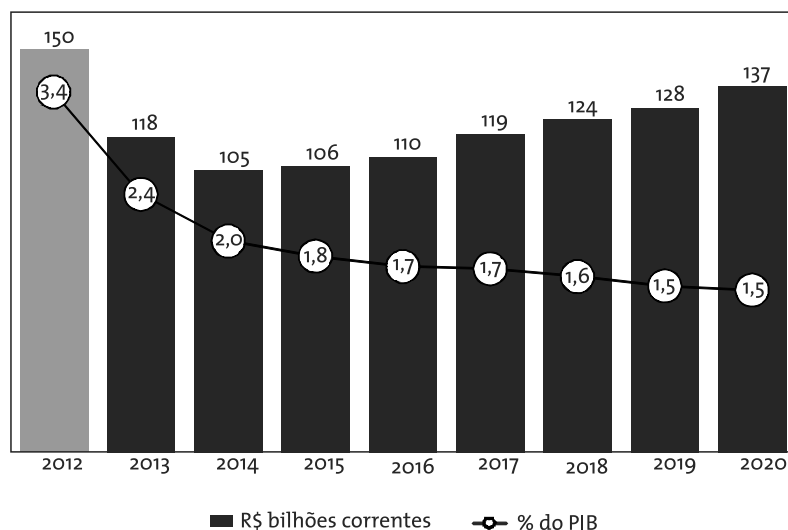
¹⁵ Foram assumidos, para as novas captações, o mesmo custo e a mesma forma de pagamento de juros e amortizações das operações realizadas com o Tesouro Nacional em 2010 e 2011 (para detalhes, ver Tabela 6 deste artigo).

¹⁶ Nesse caso, em 2019-2020 os desembolsos do BNDES voltam a se elevar em função de excesso de recursos em relação àqueles necessários para um montante de desembolsos de R\$ 150 bilhões. Para manter o mesmo nível de desembolsos, seria preciso supor a amortização antecipada de parte do passivo do Banco, o que vai além do espírito do exercício.

¹⁷ Assume-se neste estudo a ausência de entrada de recursos oriundos dos Depósitos Especiais do FAT, em virtude da perda de relevância em termos financeiros nos últimos anos em relação ao passado, como consequência da redução das disponibilidades do fundo em relação ao aumento das despesas com seguro-desemprego e demais benefícios concedidos pelo Ministério do Trabalho.

maior das operações de crédito. No curto prazo, parte substancial desse retorno refere-se a operações já contratadas pelo BNDES. A parte não contratada resulta da combinação das hipóteses discutidas na seção anterior. O Gráfico 3 ilustra a importância do retorno para a tendência de alta das disponibilidades em relação aos demais fluxos. Entre 2012 e 2020, as entradas líquidas do FAT aumentam de R\$ 4 bilhões para R\$ 11 bilhões. No mesmo período, o retorno observa uma alta de R\$ 109 bilhões para R\$ 140 bilhões, enquanto a contribuição do Tesouro Nacional passa de R\$ 13 bilhões negativos em 2012 para R\$ 18 bilhões negativos em 2020.

Gráfico 2
Desembolsos do BNDES (cenário 1)

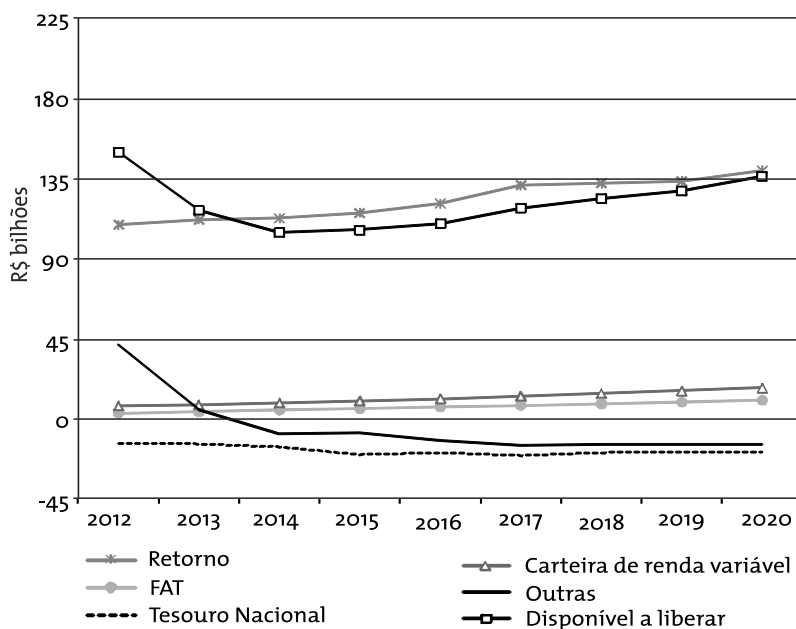


Fonte: Elaboração própria.

Quanto à composição do passivo, o Cenário 1 implica redução, ao longo do período simulado, da participação do Tesouro Nacional, depois do aumento expressivo verificado nos anos anteriores, e a reto-

mada gradual da participação do FAT (Gráfico 4). Em 2020, o passivo com o Tesouro Nacional representaria 42% do total, depois de atingir 54% em 2011. Nesse cenário, o passivo com o Tesouro Nacional, de 7,6% do PIB em dezembro de 2011, cairia para 3,8% do PIB em 2020.

Gráfico 3
Entradas líquidas (cenário 1)



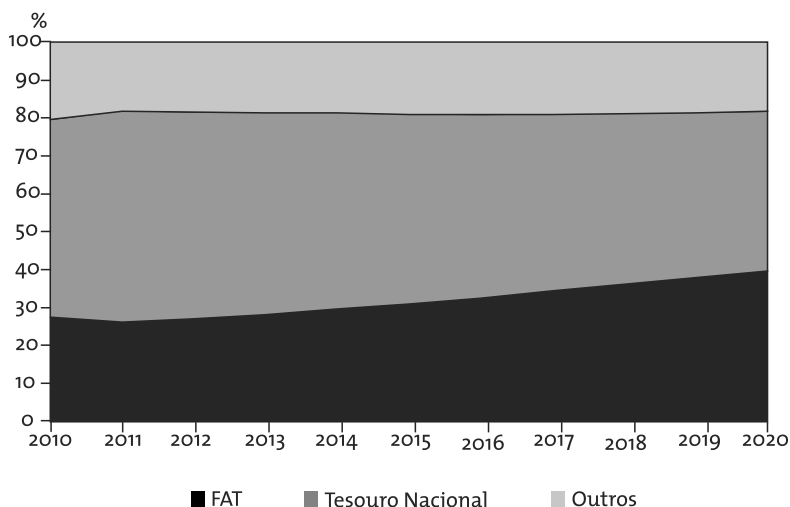
Fonte: Elaboração própria.

“Retorno” corresponde à entrada de juros e amortizações das operações de crédito concedidas pelo BNDES; “FAT” corresponde à diferença entre entradas e saídas do FAT Constitucional e FAT Depósitos Especiais; “Tesouro Nacional” é igual à diferença entre as captações do BNDES com o Tesouro Nacional e os respectivos pagamentos; “Carteira de Renda Variável” corresponde à soma de desinvestimentos e remuneração da carteira de ações do Banco; e “Outras” corresponde a todas as demais entradas líquidas.

No Cenário 2, em que o BNDES mantém o nível de desembolsos em termos reais no nível projetado para 2012, de R\$ 150 bilhões, o hiato de recursos é equacionado por novos empréstimos com o Te-

souro Nacional, os valores disponíveis a liberar crescem de forma a permitir o aumento dos desembolsos para R\$ 215 bilhões em 2020 (Gráfico 5). Nesse cenário, a queda dos desembolsos como proporção do PIB é gradual, atingindo 2,4% do PIB em 2020 em função do crescimento real do PIB.

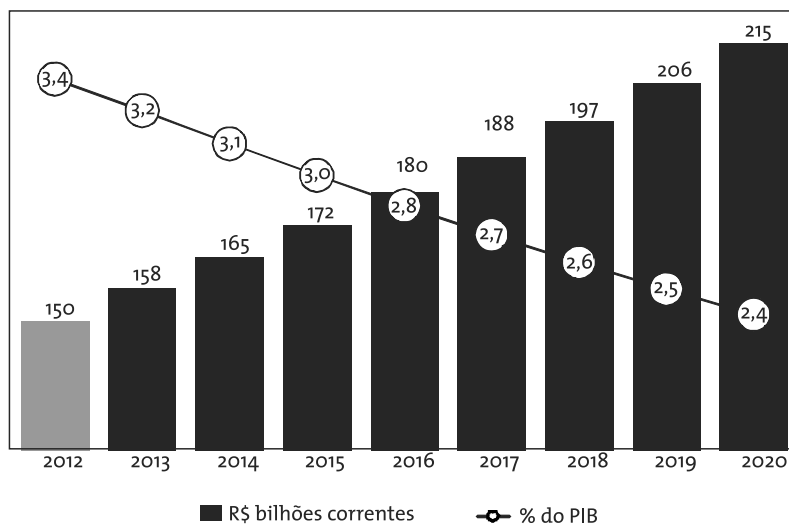
Gráfico 4
Composição do passivo (cenário 1)



Fonte: Elaboração própria.

Na composição do fluxo de caixa no Cenário 2 (Gráfico 6), nota-se um aumento mais significativo do retorno em função da manutenção dos volumes desembolsados em patamares elevados. A contribuição do Tesouro Nacional para a composição do *funding* do Banco, nesse caso, permanece positiva até 2018, passando, então, para o terreno negativo nos anos seguintes. No conjunto dos oito anos (2013 a 2020), esse cenário implica uma necessidade bruta de recursos de, em média, R\$ 28 bilhões/ano (valores reais a preços de 2012).

Gráfico 5
Desembolsos do BNDES (cenário 2)



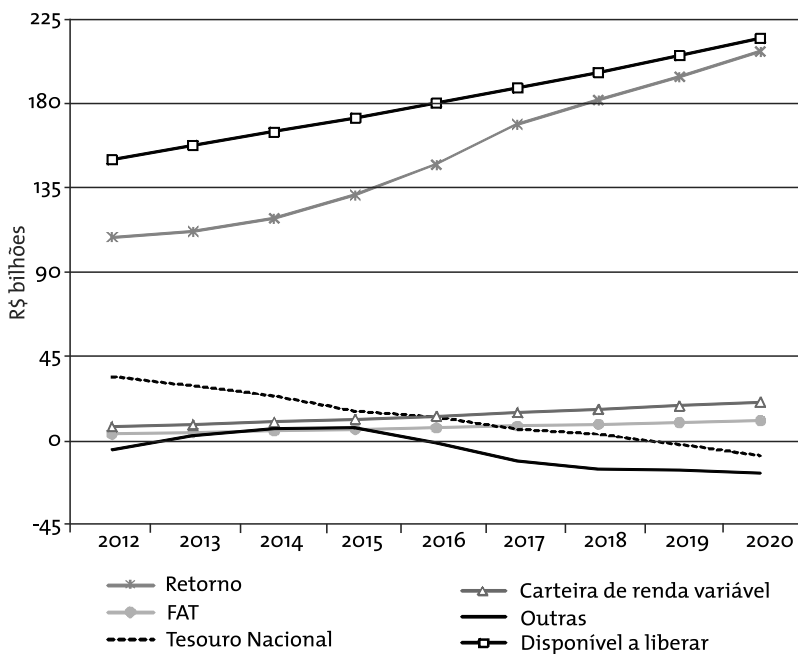
Fonte: Elaboração própria.

A sustentação do disponível a liberar em níveis altos resulta de retornos crescentes e da manutenção das operações de crédito entre Tesouro Nacional e BNDES. Como consequência, a necessidade de empréstimos do Tesouro Nacional para manter o mesmo nível de desembolsos em termos reais é decrescente ao longo do tempo, com o *gap* sendo fechado pelo aumento do retorno. Nesse cenário, observa-se uma estabilidade da participação do FAT no passivo do BNDES, entre 2011 e 2020, em torno de 25% do total (Gráfico 7). O percentual do Tesouro Nacional, por sua vez, eleva-se de 56% para 61% no mesmo período. Nesse caso, o passivo com o Tesouro como proporção do PIB aumentaria em 0,5% do PIB em 2020 quando comparado a 2011, ante uma queda de 3,8% do PIB no Cenário 1.

O terceiro e último cenário pode ser entendido como um caso intermediário em que, em vez de sustentar os desembolsos fixos em

termos reais, estes são mantidos em seu nível nominal previsto para 2012 (R\$ 150 bilhões) até o momento em que o Banco passa a ser capaz de sustentar desembolsos maiores ou iguais a esse valor, sem a necessidade de apoio do Tesouro Nacional, o que, de fato, ocorre nos dois últimos anos do período estudado. Nesse cenário, os desembolsos como proporção do PIB caem de 3,4% do PIB em 2012 para 1,8% do PIB em 2020 (Gráfico 8).

Gráfico 6
Entradas líquidas (cenário 2)



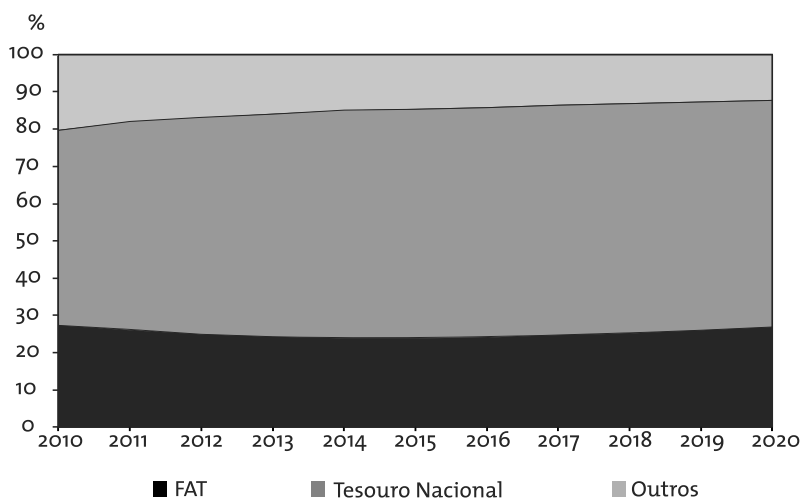
Fonte: Elaboração própria.

A composição do fluxo de caixa no Cenário 3 é apresentada no Gráfico 9. Nele, assim como no Cenário 2, nota-se um aumento significativo do retorno em função da manutenção dos volumes desembolsados em patamares elevados. A queda da contribuição líquida

do Tesouro Nacional para a composição do *funding* do Banco, nesse caso, antecede à apresentada no Cenário 2, deixando de contribuir positivamente para os desembolsos a partir de 2015.

Pelos mesmos motivos alegados para o Cenário 2, a necessidade de empréstimos do Tesouro Nacional para manter o mesmo nível de desembolsos em termos reais é decrescente ao longo do tempo. Apesar disso, ainda haveria a necessidade de empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES de, em média, R\$ 18 bilhões entre 2013 e 2017¹⁸ (valores reais a preços de 2012). Nesse cenário, a participação do FAT no passivo do BNDES aumenta de 26% em 2011 para 33% em 2020 (Gráfico 10). O percentual do Tesouro Nacional, por sua vez, reduz-se de 56% para 52% no mesmo período, o que equivaleria a uma queda de 1,8% do PIB.

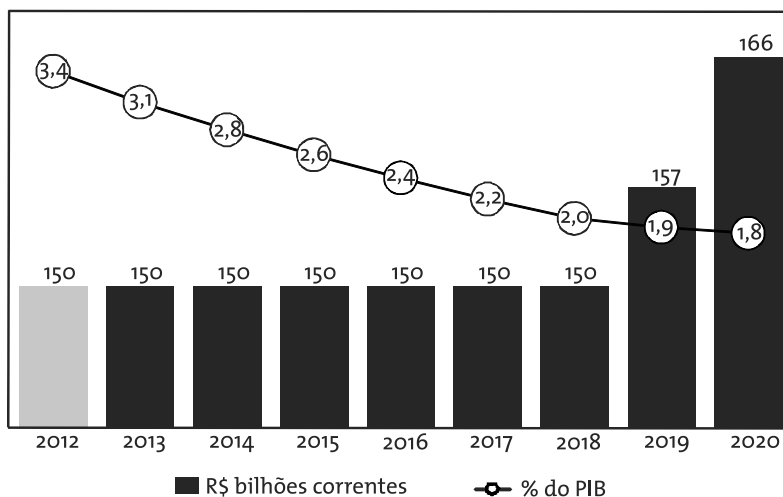
Gráfico 7
Composição do passivo (cenário 2)



Fonte: Elaboração própria.

¹⁸ Em 2018, o fluxo de captações com o Tesouro Nacional cessaria.

Gráfico 8
Desembolsos do BNDES (cenário 3)



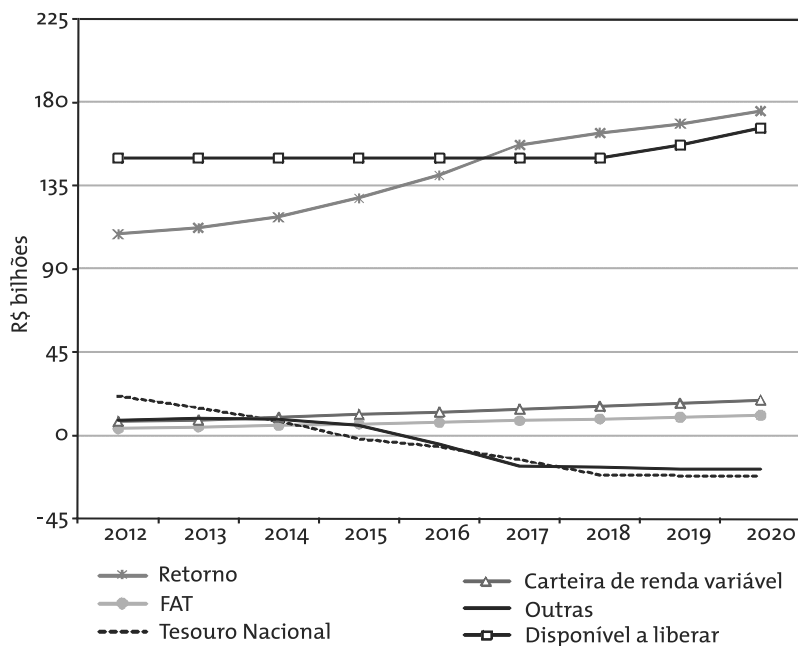
Fonte: Elaboração própria.

Dessa forma, caso o BNDES volte a se financiar, prioritariamente, por meio de suas fontes tradicionais (isto é, retorno das operações de crédito, carteira de renda variável e FAT), os desembolsos apresentariam uma redução real, em 2013, de 41% em relação ao nível de 2010, retornando a patamar inferior ao observado em 2008 (Gráfico 11A). Por outro lado, a decisão de sustentar o patamar dos desembolsos em termos reais, equacionando o *funding* da instituição pela manutenção da política de financiamento do *gap* de recursos com o Tesouro Nacional, implicaria a necessidade de aportes anuais significativos (Gráfico 11B). O terceiro cenário mostra uma trajetória intermediária, em que seria implementada uma estratégia de redução mais acentuada dos apoios do Tesouro Nacional sem a redução do nível dos desembolsos nominais.

No Cenário 1, foi verificada uma redução gradual do passivo com o Tesouro Nacional a partir de 2013, com o passivo alcançando 3,8%

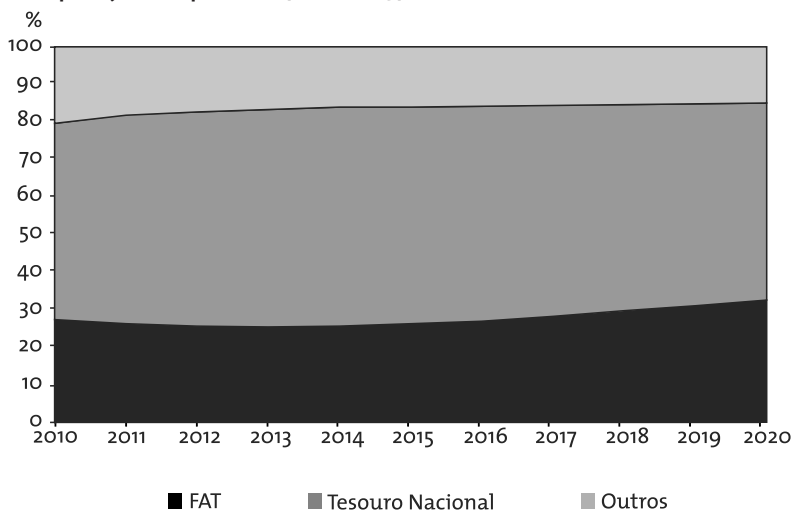
do PIB em 2020 (Gráfico 12); No Cenário 2, o nível de endividamento final com o Tesouro representaria mais do que o dobro do Cenário 1, sustentando-se acima de 8% do PIB em 2020, em função da necessidade de novos financiamentos pelo Banco para sustentar os desembolsos no patamar previsto para 2012 em termos reais. Embora o volume de recursos captados com o Tesouro seja relativamente alto, a queda em relação ao nível de 2013 se justifica em função da menor necessidade *funding*, à medida que o crescimento da carteira nos anos anteriores começa a se traduzir em retornos cada vez maiores, além da tendência de alta do PIB nominal. Por fim, no Cenário 3, em que são mantidos os desembolsos previstos para 2012 constantes em termos nominais, a razão da dívida do BNDES com o Tesouro como proporção do PIB cairia para 5,8%.

Gráfico 9
Entradas líquidas (cenário 3)



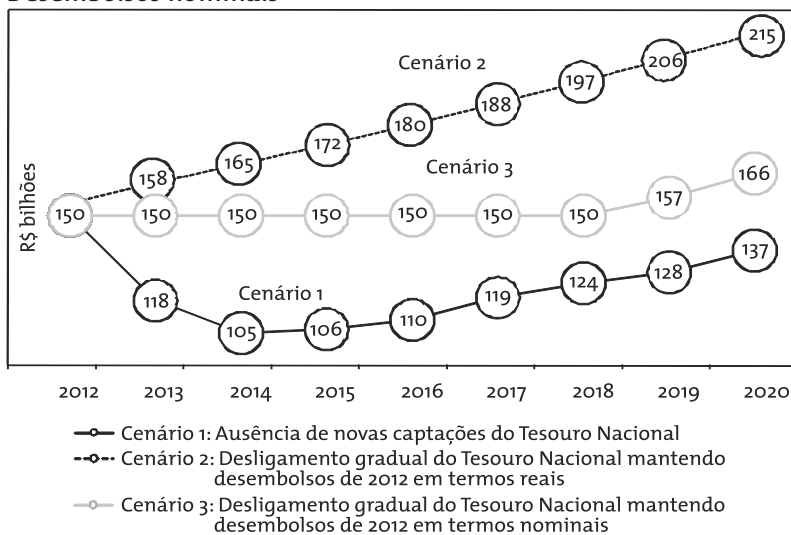
Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 10
Composição do passivo (cenário 3)



Fonte: Elaboração própria.

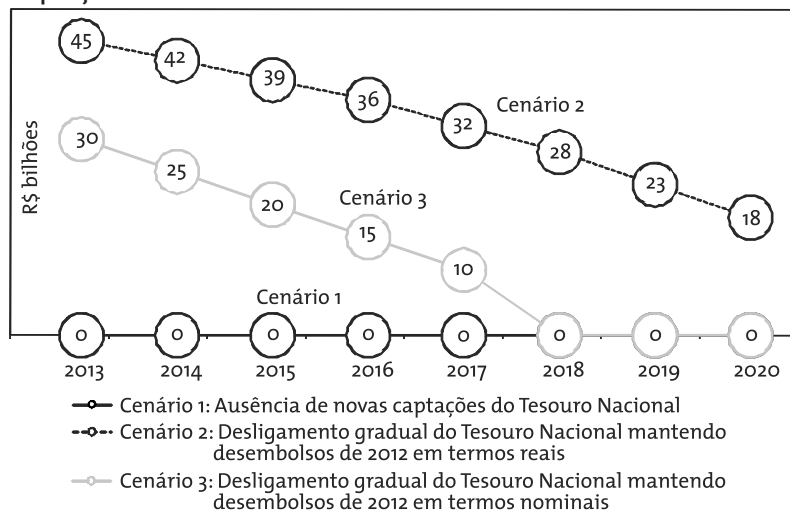
Gráfico 11A
Desembolsos nominais



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 11B

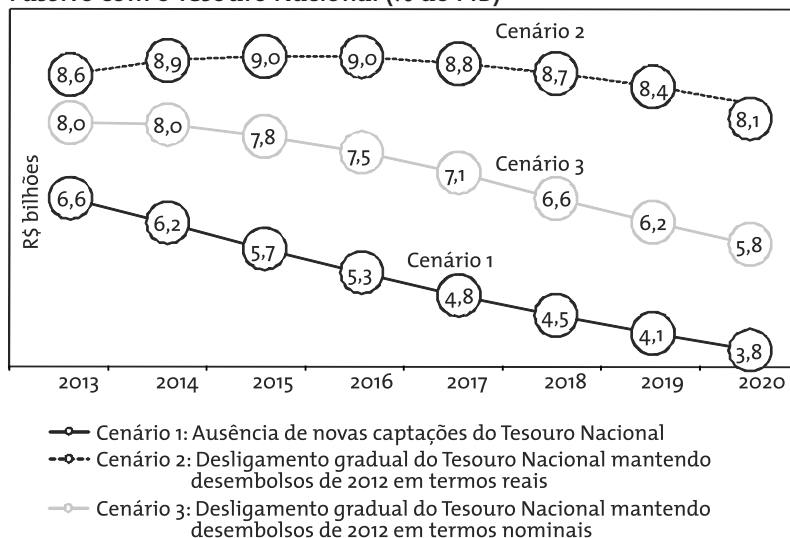
Captações com o Tesouro



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 12

Passivo com o Tesouro Nacional (% do PIB)



Fonte: Elaboração própria.

As tabelas 13 e 14 sintetizam os resultados descritos nesta seção.¹⁹ As tabelas 13A a 13C apresentam os resultados das variáveis mais importantes, ano a ano, enquanto a Tabela 14 compara os resultados entre os cenários apresentando números para 2011 e 2020 de algumas das variáveis discutidas neste artigo.

Tabela 13A

Cenário 1: ausência de novas captações com o Tesouro Nacional

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valores correntes (R\$ bilhões)								
Retorno	112	113	116	121	132	133	134	140
Captações TN	0	0	0	0	0	0	0	0
Desembolso	118	105	106	110	119	124	128	137
Valores reais a preços de 2012 (R\$ bilhões)								
Retorno	107	103	101	101	105	101	98	98
Captações TN	0	0	0	0	0	0	0	0
Desembolso	112	96	93	92	95	95	94	95
Valores em % do PIB								
Desembolso	2,4	2,0	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5
Passivo com o Tesouro	6,6	6,2	5,7	5,3	4,8	4,5	4,1	3,8

Tabela 13B

Cenário 2: manutenção dos desembolsos de 2012 em valores reais

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valores correntes (R\$ bilhões)								
Retorno	112	119	131	147	169	182	194	208
Captações TN	45	42	39	36	32	28	23	18
Desembolso	158	165	172	180	188	197	206	215
Valores reais a preços de 2012 (R\$ bilhões)								
Retorno	106	108	114	123	135	139	142	145

(Continua)

¹⁹ Maior abertura dos resultados é apresentada no Apêndice.

(Continuação)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Captações TN	43	38	34	30	26	21	17	13
Desembolso	150	150	150	150	150	150	150	150
Valores em % do PIB								
Desembolso	3,2	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4
Passivo com o Tesouro	8,6	8,9	9,0	9,0	8,8	8,7	8,4	8,1

Tabela 13C

Cenário 3: manutenção dos desembolsos de 2012 em valores nominais

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valores correntes (R\$ bilhões)								
Retorno	112	118	128	141	157	164	169	176
Captações TN	30	25	20	15	10	0	0	0
Desembolso	150	150	150	150	150	150	157	166
Valores reais a preços de 2012 (R\$ bilhões)								
Retorno	107	107	112	117	125	125	123	123
Captações TN	29	23	17	12	8	0	0	0
Desembolso	143	136	131	125	120	114	115	116
Valores em % do PIB								
Desembolso	3,1	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
Passivo com o Tesouro	8,0	8,0	7,8	7,5	7,1	6,6	6,2	5,8

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 14

Síntese dos resultados

		2011	2020		
			Cenário	Cenário	Cenário
			1	2	3
Desembolsos	Valores a preços de 2012 (R\$ bilhões)	148	95	150	116
	% do PIB	3,4	1,5	2,4	1,8
Passivo com o Tesouro Nacional	% do PIB	7,6	3,8	8,1	5,8

Fonte: Elaboração própria.

Conclusões

Este trabalho apresentou, com base na análise de cenários prospectivos, alguns dos *trade-offs* envolvidos na definição do valor dos desembolsos futuros do Sistema BNDES nos próximos anos. Nesse sentido, foram mostrados os resultados, entre os anos de 2012 e 2020, de duas escolhas correspondentes a decisões de governo: (i) a ausência de novos financiamentos com o Tesouro Nacional, com a consequente redução das disponibilidades do Banco em relação ao volume observado em 2009-2011; e (ii) a manutenção dos desembolsos do Sistema BNDES no mesmo patamar estimado para 2012, em termos reais, com o hiato de recursos sendo equacionado pelo Tesouro Nacional. Em função dos resultados contrastantes de um e de outro cenário, simulou-se também um caso intermediário, correspondente à situação em que o Banco manteria os desembolsos fixos até 2020, porém, em termos nominais.

O fechamento do acesso à “janela” de financiamento com o Tesouro Nacional estancaria o processo de endividamento do BNDES com esse órgão, caracterizando uma decisão política de fazer com que o Banco volte a ser uma instituição que empresta valores da ordem de R\$ 90 bilhões a R\$ 100 bilhões por ano em termos reais (a preços de 2012) ao longo da década de 2010. Nesse caso, a dívida do BNDES com o Tesouro diminuiria de 7,6% do PIB em 2011 para 3,8% do PIB em 2020 (o que representa uma redução de 26% em termos reais).

No caso oposto, a alternativa de conservar o atual tamanho da instituição indefinidamente, em termos reais, evitaria o custo de ter que negar uma série de demandas pelos recursos do BNDES, mas significaria manter a dependência de novos aportes em torno de R\$ 28 bilhões/ano (a preços constantes de 2012) entre 2013 e 2020, acarretando um aumento real da dívida com o Tesouro Nacional da ordem de 57% entre 2011 e 2020 (esta passaria de 7,6% do PIB no final de 2011 para 8,1% do PIB em 2020).

Em um cenário intermediário, a alternativa de manter os desembolsos de 2012 fixos em termos nominais até 2020 reduziria a necessidade de recursos provenientes do Tesouro Nacional, permitindo que o Banco feche esse canal em 2018. Neste cenário, a partir de então, o BNDES seria capaz de, por seus próprios meios, retomar a tendência de alta dos desembolsos através, principalmente, do aumento do retorno do ativo.

O objetivo de tais simulações, cabe ressaltar, não foi o de estabelecer prescrições normativas associadas aos resultados encontrados. Está claro para nós que a definição de qual papel cabe ao BNDES e que tamanho este deverá ter correspondem a decisões de governo. Nos próximos anos, a sociedade brasileira, por meio de representantes e autoridades legitimamente constituídas, vai apontar que rumo o BNDES deverá seguir. O que este artigo propôs-se a mostrar – e espera-se tê-lo conseguido – são apenas alguns dos dilemas envolvidos nas escolhas a serem feitas.

Apêndice

Tabela A.1

Cenário 1: Ausência de novas captações com o Tesouro Nacional

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fluxo de recursos (R\$ bilhões nominais)									
A – Saldo inicial		9,3	10,0	11,0	11,6	13,0	14,0	14,9	16,1
B – Entradas	163,6	154,9	161,7	169,9	184,5	190,2	196,5	207,6	
Retorno	112,3	113,0	116,1	121,3	131,5	132,6	133,9	139,8	
FAT		15,7	17,1	18,7	20,4	22,3	24,3	26,6	29,0
Captações		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Internas		2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2
Externas		3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0
Captação com o Tesouro Nacional		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Carteira de renda variável		8,3	9,4	10,7	11,9	13,3	14,8	16,3	17,9
Monetização de Títulos		12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C – Saídas	45,4	48,7	54,7	58,4	64,8	65,0	67,0	69,7	
Serviço da dívida interna	27,3	29,9	34,9	38,1	40,9	40,4	41,6	43,2	
FAT		11,0	11,6	12,3	13,2	14,2	15,3	16,5	18,0
PIS-Pasep		1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
Tesouro Nacional		13,7	15,4	19,5	18,7	20,3	18,3	18,3	18,2
Outros		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Serviço da dívida externa		1,8	1,8	2,0	2,2	4,6	4,6	4,8	5,2
Aquisição de títulos		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesas gerais	10,9	10,9	11,1	11,1	12,0	12,3	12,6	13,2	
Dividendos pagos à União		5,4	6,1	6,6	7,0	7,4	7,6	7,9	8,1
D – Desembolsos efetivos	117,5	105,1	106,5	110,1	118,7	124,2	128,3	136,7	
E – Saldo final (A+B-C-D)	10,0	11,0	11,6	13,0	14,0	14,9	16,1	17,4	

(Continua)

(Continuação)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Balanco patrimonial									
(R\$ bilhões nominais)									
Ativo	683,2	718,1	751,1	784,0	814,8	849,6	887,1	926,5	
Aplicações	7,6	8,6	9,2	10,6	11,6	12,6	13,8	15,0	
Tesouraria (1)									
Títulos e Valores	25,6	27,7	29,9	32,3	34,9	37,7	40,7	44,0	
Mobiliários (2)									
Operações de	510,3	528,5	544,7	559,8	572,6	590,0	608,4	631,3	
crédito e repasses									
Investimentos	116,0	128,5	141,3	154,2	167,3	179,8	193,2	203,8	
Outros Ativos	23,8	24,8	26,0	27,1	28,4	29,6	31,0	32,4	
Passivo	610,6	636,5	664,4	692,8	719,2	750,7	785,0	822,1	
Dívida com o FAT	172,1	187,9	205,5	225,1	246,8	270,7	297,0	326,0	
FAT Constitucional	156,2	173,8	193,0	214,0	236,9	262,0	289,3	319,1	
FAT Depósitos	15,9	14,1	12,5	11,1	9,8	8,7	7,7	6,9	
Especiais									
PIS-Pasep	32,0	32,2	32,3	32,4	32,4	32,3	32,1	31,8	
Tesouro Nacional	324,8	330,4	332,4	334,9	336,0	339,0	342,2	345,7	
Repasses	310,9	316,0	317,7	319,9	320,6	323,1	325,9	328,9	
Híbrido	14,0	14,3	14,7	15,1	15,5	15,9	16,3	16,8	
Empréstimos no	23,8	28,1	32,7	37,4	40,2	43,2	46,4	49,6	
exterior									
FGTS (3)	4,7	4,4	4,0	3,7	3,3	3,0	2,6	2,2	
FI-FGTS	5,6	5,3	4,9	4,5	4,2	3,8	3,5	3,1	
Debêntures (5)	10,5	9,6	12,1	12,7	12,5	13,0	13,5	14,1	
Outros passivos	37,1	38,7	40,4	42,1	43,9	45,7	47,7	49,7	
Patrimônio	72,6	81,5	86,7	91,2	95,6	98,9	102,0	104,4	
líquido									
Memo									
Desembolsos (% do PIB)	3,4	2,4	2,0	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5
Desembolsos (R\$ bilhões de 2012)	150,0	111,7	95,6	92,7	91,7	94,6	94,7	93,6	95,4
Passivo com o Tesouro (% do PIB)	7,1	6,6	6,2	5,7	5,3	4,8	4,5	4,1	3,8
Passivo com o Tesouro (% do total)	54,4	53,2	51,9	50,0	48,3	46,7	45,2	43,6	42,0

Fonte: Elaboração própria.

Notas: (1) Inclui Fundo BB e Disponibilidades; (2) Títulos públicos e debêntures; (3) Cessão de CVS ocorrida em 2008; e (4) Debêntures emitidas pela BNDESPAR.

Tabela A.2

Cenário 2: Manutenção dos desembolsos de 2012 em valores reais

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fluxo de recursos (R\$ bilhões nominais)									
A – Saldo inicial	9,3	10,1	11,3	12,0	13,6	14,8	15,9	17,3	
B – Entradas	251,0	260,7	272,6	284,1	296,3	303,1	311,0	319,6	
Retorno	111,8	118,7	131,1	147,2	168,9	181,8	194,1	207,7	
FAT	15,7	17,1	18,7	20,4	22,3	24,3	26,6	29,0	
Captações	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Internas	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2	
Externas	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	
Captação com o Tesouro Nacional	45,0	42,0	39,0	36,0	32,0	28,0	23,0	18,0	
Carteira de renda variável	8,7	10,2	11,8	13,4	15,1	17,0	18,9	20,9	
Monetização de Títulos	54,9	57,3	55,7	50,7	40,6	33,4	28,7	23,0	
Outros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
C – Saídas	92,4	94,6	99,5	102,5	107,0	105,3	104,2	103,5	
Serviço da dívida interna	29,1	32,6	38,6	42,6	46,3	46,5	48,5	50,8	
FAT	11,0	11,6	12,3	13,2	14,2	15,3	16,5	18,0	
PIS-Pasep	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	
Tesouro Nacional	15,6	18,2	23,1	23,2	25,7	24,5	25,1	25,7	
Outros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Serviço da dívida externa	1,8	1,8	2,0	2,2	4,6	4,6	4,8	5,2	
Aquisição de títulos	45,0	42,0	39,0	36,0	32,0	28,0	23,0	18,0	
Despesas gerais	10,7	11,1	12,0	13,0	14,8	16,2	17,4	18,7	
Dividendos pagos à União	5,8	7,0	7,8	8,6	9,3	9,9	10,4	10,9	
D – Desembolsos efetivos	157,8	164,9	172,3	180,1	188,2	196,7	205,5	214,8	
E – Saldo final (A+B-C-D)	10,1	11,3	12,0	13,6	14,8	15,9	17,3	18,6	

(Continua)

(Continuação)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Balanco patrimonial (R\$ bilhões nominais)									
Ativo	789,3	876,9	961,1	1.043,5	1.121,1	1.199,9	1.277,4	1.353,0	
Aplicações Tesouraria (1)	7,7	8,9	9,7	11,2	12,4	13,6	14,9	16,2	
Títulos e valores mobiliários (2)	86,8	79,9	70,4	61,7	58,4	57,8	56,8	56,1	
Operações de crédito e repasses	531,4	602,6	673,1	739,6	796,1	849,7	901,6	950,6	
Investimentos	139,6	160,6	182,0	203,9	226,0	249,2	273,1	297,7	
Outros ativos	23,8	24,8	26,0	27,1	28,4	29,6	31,0	32,4	
Passivo	709,0	782,4	856,5	929,9	999,0	1.070,7	1.141,7	1.211,7	
Dívida com o FAT	172,1	187,9	205,5	225,1	246,8	270,7	297,0	326,0	
FAT Constitucional	156,2	173,8	193,0	214,0	236,9	262,0	289,3	319,1	
FAT Depósitos Especiais	15,9	14,1	12,5	11,1	9,8	8,7	7,7	6,9	
PIS-Pasep	32,0	32,2	32,3	32,4	32,4	32,3	32,1	31,8	
Tesouro Nacional	423,2	476,2	524,5	572,1	615,8	659,0	698,9	735,2	
Repasses	409,3	461,9	509,9	557,0	600,3	643,1	682,6	718,5	
Híbrido	14,0	14,3	14,7	15,1	15,5	15,9	16,3	16,8	
Empréstimos no exterior	23,8	28,1	32,7	37,4	40,2	43,2	46,4	49,6	
FGTS (3)	4,7	4,4	4,0	3,7	3,3	3,0	2,6	2,2	
FI-FGTS	5,6	5,3	4,9	4,5	4,2	3,8	3,5	3,1	
Debêntures (4)	10,5	9,6	12,1	12,7	12,5	13,0	13,5	14,1	
Outros passivos	37,1	38,7	40,4	42,1	43,9	45,7	47,7	49,7	
Patrimônio líquido	80,3	94,5	104,6	113,6	122,1	129,2	135,7	141,3	
Memo									
Desembolsos (% do PIB)	3,4	3,2	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4
Desembolsos (R\$ bilhões de 2012)	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
Passivo com o Tesouro (% do PIB)	8,2	8,6	8,9	9,0	9,0	8,8	8,7	8,4	8,1
Passivo com o Tesouro (% do total)	58,0	59,7	60,9	61,2	61,5	61,6	61,5	61,2	60,7

Fonte: Elaboração própria.

Notas: (1) Inclui Fundo BB e Disponibilidades; (2) Títulos públicos e debêntures; (3) Cessão de CVS ocorrida em 2008; e (4) Debêntures emitidas pela BNDESPAR.

Tabela A.3

Cenário 3: Manutenção dos Desembolsos de 2012 em Valores Nominais

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fluxo de recursos (R\$ bilhões nominais)									
A – Saldo inicial		9,3	10,1	11,2	11,9	13,4	14,4	15,5	16,7
B – Entradas	227,6	227,5	229,3	230,1	232,1	223,0	232,7	245,0	
Retorno	112,3	118,0	128,3	140,7	157,2	163,7	168,7	175,6	
FAT		15,7	17,1	18,7	20,4	22,3	24,3	26,6	29,0
Captações		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Internas		2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2
Externas		3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0
Captação com o Tesouro Nacional		30,0	25,0	20,0	15,0	10,0	0,0	0,0	0,0
Carteira de renda variável		8,6	10,1	11,5	12,9	14,4	16,0	17,6	19,3
Monetização de Títulos		46,1	42,0	34,6	24,7	10,7	0,4	0,1	0,1
Outros		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C – Saídas	76,9	76,4	78,6	78,6	81,0	71,9	74,5	77,6	
Serviço da dívida interna	28,6	31,7	37,3	40,8	44,0	43,6	45,0	46,7	
FAT		11,0	11,6	12,3	13,2	14,2	15,3	16,5	18,0
PIS-Pasep		1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
Tesouro Nacional		15,0	17,3	21,8	21,4	23,4	21,5	21,6	21,7
Outros		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Serviço da dívida externa		1,8	1,8	2,0	2,2	4,6	4,6	4,8	5,2
Aquisição de títulos		30,0	25,0	20,0	15,0	10,0	0,0	0,0	0,0
Despesas gerais		10,8	11,2	11,9	12,6	14,0	14,9	15,5	16,2
Dividendos pagos à União		5,7	6,7	7,4	8,0	8,5	8,9	9,2	9,5
D – Desembolsos efetivos	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	156,9	166,1	
E – Saldo final (A+B-C-D)		10,1	11,2	11,9	13,4	14,4	15,5	16,7	18,0

(Continua)

(Continuação)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Balanco patrimonial (R\$ bilhões nominais)									
Ativo	757,5	824,2	884,4	939,9	988,5	1.031,0	1.076,1	1.123,5	
Aplicações Tesouraria (1)	7,7	8,8	9,5	11,0	12,1	13,1	14,3	15,6	
Títulos e valores mobiliários (2)	63,7	51,9	41,0	34,1	36,2	38,7	41,7	45,0	
Operações de crédito e repasses	528,2	587,7	640,5	683,9	712,6	735,5	759,0	783,4	
Investimentos	134,1	151,0	167,4	183,7	199,2	214,1	230,1	247,2	
Outros ativos	23,8	24,8	26,0	27,1	28,4	29,6	31,0	32,4	
Passivo	679,4	734,0	786,5	835,4	877,8	915,7	956,6	1.000,6	
Dívida com o FAT	172,1	187,9	205,5	225,1	246,8	270,7	297,0	326,0	
FAT Constitucional	156,2	173,8	193,0	214,0	236,9	262,0	289,3	319,1	
FAT Depósitos Especiais	15,9	14,1	12,5	11,1	9,8	8,7	7,7	6,9	
PIS-Pasep	32,0	32,2	32,3	32,4	32,4	32,3	32,1	31,8	
Tesouro Nacional	393,6	427,9	454,5	477,5	494,6	504,0	513,8	524,1	
Repasses	379,7	413,5	439,9	462,4	479,2	488,1	497,5	507,3	
Híbrido	14,0	14,3	14,7	15,1	15,5	15,9	16,3	16,8	
Empréstimos no exterior	23,8	28,1	32,7	37,4	40,2	43,2	46,4	49,6	
FGTS (3)	4,7	4,4	4,0	3,7	3,3	3,0	2,6	2,2	
FI-FGTS	5,6	5,3	4,9	4,5	4,2	3,8	3,5	3,1	
Debêntures (5)	10,5	9,6	12,1	12,7	12,5	13,0	13,5	14,1	
Outros passivos	37,1	38,7	40,4	42,1	43,9	45,7	47,7	49,7	
Patrimônio líquido	78,1	90,2	97,9	104,5	110,7	115,3	119,5	123,0	
Memo									
Desembolsos (% do PIB)	3,4	3,1	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
Desembolsos (R\$ bilhões de 2012)	150,0	142,6	136,4	130,6	124,9	119,6	114,4	114,6	116,0
Passivo com o Tesouro (% do PIB)	7,9	8,0	8,0	7,8	7,5	7,1	6,6	6,2	5,8
Passivo com o Tesouro (% do total)	57,1	57,9	58,3	57,8	57,2	56,3	55,0	53,7	52,4

Fonte: Elaboração própria.

Notas: (1) Inclui Fundo BB e Disponibilidades; (2) Títulos públicos e debêntures; (3) Cessão de CVS ocorrida em 2008; e (4) Debêntures emitidas pela BNDESPAR.

Referências

- ALÉM, A. C. *BNDES: Papel, desempenho e desafios para o futuro*. Texto para Discussão n. 60. Rio de Janeiro: BNDES, nov. 1997.
- ARONOVICH, S.; FERNANDES, A. G. A atuação do Governo no mercado de crédito: experiências de IFDs em países desenvolvidos. *Revista do BNDES*, n. 25, Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2006.
- ARONOVICH, S.; RIGOLON, F. Cenários comparados da disponibilidade de recursos e alternativas de políticas para o futuro. In: ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. (orgs.), *O BNDES em um Brasil em Transição*. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.
- BERGER, Allen. Corporate governance and Bank performance: a joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and State ownership. *World Bank Policy Research Working Paper 3632*. Washington DC: The World Bank, jun. 2005.
- BID – BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. *Libertar o Crédito – Como Aprofundar e Estabilizar o Financiamento Bancário*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2005.
- BRASIL. SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. *Relatório Anual da Dívida Pública 2009*, n. 7, jan. 2010.
- _____. *Relatório Anual da Dívida Pública 2010*, n. 8, jan. 2011.
- GIAMBIAGI, F. et al. O financiamento de longo prazo e o futuro do BNDES. In: GIAMBIAGI, F.; BARROS, O. de (orgs.). *Brasil Pós-Crise – Agenda para a Próxima Década*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2009.
- GIAMBIAGI, F.; RIECHE, F.; AMORIM, M. As finanças do BNDES: evolução recente e tendências. *Revista do BNDES*, n. 31. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2009.
- HADDAD, C. Bancos públicos no Brasil: reflexões e propostas. In: PINHEIRO, A. C.; CHRYSOSTOMO, L. (orgs.). *Mercado de Capitais e Bancos Públicos – Análise e Experiências Internacionais*

Comparadas. Rio de Janeiro: ANBID-Casa das Garças, Editora Contracapa, 2007.

KOGUT, J. *BNDES: a different view – A study on BNDES recent lending behaviour 1996/2003*. John Kennedy School of Government, Harvard University, 2006.

PEREIRA, T.; SIMÕES, A. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. *Revista do BNDES*, n. 33. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2010.

PINHEIRO, A. C.; CHRYSOSTOMO, L. (orgs.). *Mercado de Capitais e Bancos Públicos – Análise e Experiências Internacionais Comparadas*. Rio de Janeiro: ANBID-Casa das Garças, Editora Contracapa, 2007.

PROCHNIK, M.; MACHADO, V. *Fontes de recursos do BNDES 1995-2007*. *Revista do BNDES*, n. 29. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2008.

STIGLITZ, J. The role of the State in financial markets. Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics. Washington DC: The World Bank, 1998.

TEIXEIRA, N. Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In: BACHA, E.; CHRYSOSTOMO, L. (orgs.). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico – Lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: ANBID-Casa das Garças, Editora Contracapa, 2005.

TIETELMAN, D. La banca de desarrollo y el financiamiento productivo. Serie Financiamiento del Desarrollo, n. 137. Santiago de Chile: Cepal, out., 2003.

TORRES, E. Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: PINHEIRO, A. C.; CHRYSOSTOMO, L. (orgs.). *Mercado de Capitais e Bancos Públicos –*

Análise e Experiências Internacionais Comparadas. Rio de Janeiro: ANBID-Casa das Garças, Editora Contracapa, 2007.

TORRES, E. Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas. *Revista do BNDES*, n. 25. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2006.