

TEXTOS PARA DISCUSSÃO #5

DATA: 04/10/22

Financiamento da infraestrutura e capacidade de desembolso do BNDES: reflexões e cenário para 2023/2030

Fabio Giambiagi
Paulo Faveret

SUMÁRIO

1. Introdução	4
2. Endividamento junto ao Tesouro Nacional e pre-pagamentos: fatos estilizados	6
3. Um olhar sobre o passado como base para uma reflexão sobre o futuro do BNDES	9
4. Um exercício macroeconômico prospectivo	15
5. O esforço de financiamento da infraestrutura: um exercício de planejamento	19
6. Aspectos estratégico-organizacionais para a atuação futura	25
7. Conclusões	31
8. Referências Bibliográficas	36
9. Apêndice	38

RESUMO

Este texto traz uma reflexão acerca do papel desempenhado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ao longo dos anos e cenários para a sua atuação futura. O país conta com enormes desafios para os próximos anos, principalmente no que diz respeito à infraestrutura e o BNDES, como principal instrumento do Governo Federal para financiamento de longo prazo do investimento nos diversos segmentos da economia brasileira, tem um papel relevante para essa transformação. Para além do financiamento, o BNDES, nos últimos anos, também enfatizou sua dimensão de banco multiprodutos, com capacidade de prestação de serviços, estruturando importantes projetos de infraestrutura urbana, social, energética e logística, até a concessão de ativos ambientais e imobiliários. Sabe-se que o *gap* de infraestrutura ainda é significativo e o país investe somente metade do que seria necessário para suprir seus gargalos. Através de exercício de planejamento, que teve participação da Secretaria de Desenvolvimento de Infraestrutura do Ministério da Economia (SDI/ME), foram identificados os hiatos nos diferentes setores, com propostas de atuação para além do financiamento. O texto traz ainda aspectos estratégicos que poderiam ser levados em consideração para a atuação do BNDES nos próximos 10 a 20 anos. A definição de prioridades é importante para guiar a instituição. Nos últimos anos, foi dado destaque à agenda de desestatização e de estruturas de concessões de serviços públicos. Ao mesmo tempo, o tema ESG (*Environment, Social & Governance*) também ganhou destaque, sobretudo com o uso de recursos não-reembolsáveis, quase sempre na modalidade de compartilhamento com empresas privadas, via *matchfunding*. No artigo, ainda, é destacada a importância de se criar um marco institucional estável para os investimentos em infraestrutura e seu financiamento. O texto termina propondo eixos possíveis de atuação do BNDES, vários deles já em andamento e que deveriam ser continuados no restante da década.

OBS: Os autores agradecem os comentários de Leonardo Pereira, Leticia Magalhães, Luciene Machado, Pedro Iotty e Sandro Peixoto acerca de uma versão preliminar do texto. Naturalmente, porém, assumem plena responsabilidade pelo conteúdo final do artigo. O conteúdo do mesmo reflete exclusivamente o pensamento pessoal dos autores e não representa necessariamente a opinião, a estratégia ou o posicionamento do BNDES.

(*) Pesquisador Associado da FGV/IBRE e economista do BNDES.

(**) Economista do BNDES.

Financiamento da infraestrutura e capacidade de desembolso do BNDES: reflexões e cenário para 2023/2030

1. Introdução

O BNDES teve um papel de destaque na economia brasileira nos últimos 70 anos, desde sua fundação em 1952, como fator relacionado ao investimento. No seu surgimento, na média de 1952/1960, 62% dos desembolsos foram para a infraestrutura. Posteriormente, nas décadas de 1960 e 1970, ele se tornou um banco predominantemente associado à indústria, que nesses 20 anos recebeu 66% dos desembolsos, com a infraestrutura absorvendo apenas 29% do total.¹

Nas décadas de 1980 e 1990, a instituição esteve associada a dois grandes processos ocorridos naqueles anos. Na primeira, ela notabilizou-se pelo apoio financeiro concedido a empresas em dificuldades, devido à intensidade da recessão de 1981/1983. Na segunda, em parte como reversão do processo inicial – que levou inclusive a que a instituição acabasse como proprietária de empresas inicialmente devedoras do Banco – o BNDES se tornou peça-chave da onda de privatização iniciada pelo ex-Presidente Collor de Melo em 1991/1992 e continuada depois por Itamar Franco (1993/1994) e por Fernando Henrique Cardoso (1995/2002).

Já nas primeiras duas décadas do século atual, novamente a instituição, seguindo os ditames dos Governos da época, esteve no centro de dois grandes movimentos observados no período. Inicialmente, foi elemento central de um grande processo de intensificação do papel do Estado na economia, nas gestões dos ex-Presidentes Luis Inácio Lula da Silva e Dilma Rousseff. Posteriormente, a partir da gestão do ex-Presidente Michel Temer, numa tendência nesse sentido continuada sob a presidência de Jair Bolsonaro, ela tem diminuído o peso relativo dos seus desembolsos, ainda que em parte, também, no contexto de um nível bastante deprimido da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF).

Apesar de algumas de suas tarefas em cada período terem ficado mais em evidência, o BNDES seguiu operando um leque amplo de produtos, indo desde o apoio ao microcrédito até o suporte tradicional a projetos de grande porte, passando por programas agropecuários do Governo Federal, financiamento da inovação, das exportações e do apoio ao meio ambiente e estímulo ao mercado de capitais em todas as etapas do ciclo de vida das empresas, dentre outros. Como parte desse processo, nos últimos anos houve um grande avanço com a diversificação de produtos e instrumentos do Banco.

Com tantas idas e vindas, no contexto de uma grande mudança da economia brasileira, com ênfase para o dinamismo do mercado de capitais na segunda metade da década de 2010 e no começo da década de 2020, é natural que se instaure um debate acerca do papel do BNDES na economia brasileira e haja uma discussão aberta acerca da dimensão do seu tamanho.

¹ Dados extraídos de BNDES (2017), Tabela A1.1.

¹ Respectivamente, Giambiagi, Amorim e Rieche (2009) e Giambiagi, Lamenza e Pinheiro (2011).

Este artigo se insere nesse contexto. Ele dá continuidade, em parte, a artigos anteriores de um dos autores, um sobre a trajetória passada de algumas variáveis de desempenho da instituição e outro sobre as perspectivas – na época - para a evolução dos desembolsos do BNDES na década de 2010.² Ele tem um sentido também bastante parecido ao de um esforço de natureza mais institucional empreendido pelo então Superintendente da Área Financeira do BNDES, destinado também a perscrutar as condições em que o BNDES poderia operar na década passada.³

O texto está dividido em sete seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção, é feito um breve *racconto* do processo de forte endividamento, até meados da década de 2010, do BNDES junto ao Tesouro Nacional (TN) e posterior pagamento dessa dívida. A terceira seção apresenta um rico conjunto de informações acerca das grandes tendências da evolução do perfil de desembolsos do Banco desde meados da década de 1990, quando foi lançado o Plano Real. A quarta faz um exercício macroeconômico prospectivo acerca de como a demanda por recursos do BNDES poderia ser afetada por uma recuperação mais intensa da economia no restante da década. A quinta seção expõe detalhadamente um exercício de planejamento visando avaliar as possíveis repercussões setoriais da demanda pelos recursos do BNDES incidentes sobre diferentes setores da economia ligados à infraestrutura. A sexta trata dos aspectos estratégicos que a organização deveria levar em consideração visando sua atuação futura. Por fim, apresentam-se as principais conclusões do estudo.

Sabemos que a natureza da atuação do BNDES está mudando.⁴ A instituição enfatizou sua dimensão de banco multiprodutos, com capacidade de prestação de serviços. Hoje, além de financiador, o BNDES é um grande estruturador de projetos.⁵ Até meados do ano, foram realizados leilões de 24 projetos, mobilizando R\$ 234 bilhões de capital até 30/06/2022. A carteira ativa é formada por 174 projetos mandatados, com um investimento potencial de R\$ 215 bilhões a mobilizar.⁶ São contemplados desde projetos de infraestrutura urbana, social, energética e logística, até concessões de ativos ambientais e imobiliários.

A missão atual do Banco é “viabilizar soluções que adicionem investimentos para o desenvolvimento sustentável da nação brasileira”. Embora os desembolsos não sejam a métrica específica para avaliar esse impacto, a instituição precisa naturalmente ter uma ideia, no seu processo de planejamento, de que tamanho concreto terão as suas operações, pois elas determinarão o tamanho do seu ativo e da sua carteira e nortearão uma série de decisões administrativas internas à instituição. A reflexão a ser desenvolvida deve ser vista como um esforço complementar ao empenho da instituição para ser um órgão relevante

² Respectivamente, Giambiagi, Amorim e Rieche (2009) e Giambiagi, Lamenza e Pinheiro (2011).

³ Ver Aronovich e Rigolon (2010).

⁴ Ver BNDES (2019).

⁵ Em 2021, o BNDES foi reconhecido pela Infralogic como o maior estruturador global de projetos de infraestrutura (Posição de 31/12/2021; considera assessores financeiros para projetos ativos de privatização, PPP e concessões que tiveram alguma movimentação entre jan/2019 e dez/2021).

⁶ BNDES (2022a).

de apoio ao desenvolvimento, através de ações que repercutam favoravelmente sobre as condições sociais e econômicas do país.

2. Endividamento junto ao Tesouro Nacional e pre-pagamentos: fatos estilizados

A crise econômica mundial de 2008 levou o Governo brasileiro da época a instrumentalizar um conjunto de ações de caráter anticíclico, com vistas a reagir à queda da demanda prevista que se seguiu ao colapso da *Lehman Brothers* em setembro daquele ano. Como ingrediente fundamental do *menu* adotado na ocasião, anunciou-se uma injeção de recursos de R\$ 100 bilhões no BNDES, através de vultosos empréstimos do Tesouro Nacional concedidos em *tranches* sucessivas. Foi a versão brasileira do *Quantitative Easing*, política de facilitação da liquidez adotada pelos bancos centrais dos países mais desenvolvidos para evitar a falência de empresas e bancos.

Tais empréstimos estiveram na origem do chamado “Programa de Sustentação do Investimento” (PSI) então implementado pelo BNDES e foram seguidos por novas rodadas de empréstimo de recursos, sempre autorizadas pelo Tesouro Nacional e com condições repassadas para os tomadores finais dos créditos. A Tabela 1 expõe os principais números desse processo.

Ano	Valor
2008	22,5
2009	105,0
2010	107,1
2011	50,2
2012	55,0
2013	41,0
2014	60,0
Total	440,8

Fonte: BNDES (2017), Tabela 2.1.

No final do segundo Governo Lula e no primeiro Governo Dilma Rousseff, a soma desses fluxos representou um total de empréstimos de pouco mais de R\$ 440 bilhões, mais concentrados em termos do montante anual dos fluxos em 2009 e 2010, porém mantidos posteriormente, ainda em doses expressivas, até 2014. Como tais empréstimos estavam sujeitos a um custo financeiro indexado à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), mas em alguns casos com um teto de pagamento de juros, a dívida foi sendo acrescida pelo componente de juros parcialmente capitalizado, em virtude de mecanismos de teto (*cap*) vigentes nos contratos originais. Dessa forma, a dívida atingiu um valor maior que a citada soma dos fluxos, alcançando, na posição de final do ano, um pico de mais de R\$ 520 bilhões em 2015 para a dívida total com o Tesouro.

O sentido dos fluxos líquidos entre o BNDES e o Tesouro inverteu-se em meados da década passada, quando este passou a exigir o pré-pagamento de parcelas expressivas da dívida. Assim, o serviço da dívida – isto é, a soma de juros e amortizações de capital – que nos 8 anos de 2008 a 2015 foi de apenas R\$ 11

bilhões/ano, teve uma mudança de ordem de grandeza, chegando a uma média de R\$ 107 bilhões/ano nos 4 anos de 2016/2019, como pode ser visto na Tabela 2. Ao todo, o serviço da dívida do BNDES com o Tesouro alcançou quase R\$ 645 bilhões em 15 anos.

Uma parcela do passivo total do BNDES junto ao Tesouro está na forma de outros instrumentos de dívida, os chamados “instrumentos híbridos de capital e dívida” – que, em dezembro de 2021, eram de R\$ 23 bilhões. Devido aos pagamentos feitos nos últimos anos, a parcela associada a empréstimos e repasses caiu fortemente depois de 2015, chegando a R\$ 101 bilhões no mês de dezembro de 2021, uma queda expressiva em relação ao valor quase R\$ 400 bilhões superior a isso de 6 anos antes (ver Tabela 3).

Há pela frente uma questão matemática: quanto maior o volume de pagamentos feitos, menos relevante é a parcela remanescente. No final de 2013, quando a dívida bruta começou a crescer, ela era de 51,5 % do PIB e os créditos do Tesouro ao BNDES, de 7,7% do PIB, ou seja, 15% daquele valor. Em 2015, quando a dívida do BNDES junto ao Tesouro alcançou o pico, a dívida bruta era de 65,5% do PIB e os empréstimos do TN ao BNDES totalizavam 8,6% do PIB, o que significa que se eles fossem pagos na íntegra subitamente, a dívida bruta poderia ser abatida em 13% do total. Já em dezembro de 2021, esses valores, em % do PIB, foram de 80,3% e 1,5%, respectivamente, o que reduziu a importância relativa do estoque do passivo do BNDES a menos de 2% da dívida bruta, pela queda da dívida do BNDES e o aumento da dívida bruta do Governo Geral (Tabela 4).

Tabela 2 Serviço da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional (R\$ bilhões correntes)

Ano	Valor
2008	2,0
2009	4,1
2010	10,4
2011	14,6
2012	13,3
2013	14,7
2014	6,2
2015	24,7
2016	119,4
2017	52,6
2018	131,0
2019	123,0
2020	16,0
2021	75,8
2022	36,4
Total	644,2

Fonte: BNDES (2022b). Inclui principal, juros e liquidações antecipadas.

O tema tende a se tornar menos relevante para as autoridades, no sentido de que se restar alguma parcela da dívida a ser quitada depois de 2022, de qualquer forma os pré-pagamentos feitos terão sido importantes para amortecer o crescimento da dívida bruta do Governo durante 2016/2022, sendo um assunto muito menos relevante para os anos posteriores.

Tabela 3

Passivo BNDES em relação ao Tesouro Nacional (R\$ bilhões correntes)

Ano	Empréstimos e repasses	Outros instrumentos de dívida	Total
2007	8,2	5,7	13,9
2008	37,2	6,0	43,2
2009	131,8	12,4	144,2
2010	239,8	13,2	253,0
2011	297,0	13,8	310,8
2012	361,9	14,1	376,0
2013	398,5	29,7	428,2
2014	470,7	35,5	506,2
2015	487,1	36,6	523,7
2016	403,5	36,3	439,8
2017	379,9	36,1	416,0
2018	270,9	36,1	307,0
2019	162,9	36,8	199,7
2020	158,5	36,8	195,3
2021	101,3	23,1	124,4

Fonte: BNDES (Balanço anual, diversos anos).

Tabela 4

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

Ano	% PIB
2007	0,2
2008	1,1
2009	3,9
2010	6,0
2011	6,9
2012	7,7
2013	7,7
2014	8,4
2015	8,6
2016	6,9
2017	6,2
2018	4,3
2019	2,6
2020	2,6
2021	1,5
2022	1,3 (agosto)

Fonte: Banco Central.

3. Um olhar sobre o passado como base para uma reflexão sobre o futuro do BNDES

A reflexão sobre o futuro dos desembolsos do BNDES deve estar associada à tendência observada nos últimos anos acerca da evolução do perfil desses desembolsos e ao que se espera que aconteça com a infraestrutura nos próximos anos. Nesta seção, trataremos do primeiro desses pontos.

Mesmo com toda a queda do investimento nos últimos 20 anos, tem havido uma tendência a que os desembolsos para a infraestrutura ganhem peso na composição dos desembolsos totais do BNDES, concomitantemente a uma redução do peso da indústria (ver Tabela 5). A infraestrutura representou 32% dos desembolsos na média de 2001/2005, proporção essa que aumentou para 35, 37 e 39% nos quinquênios posteriores, chegando a 41% em 2021. Observe-se que, paralelamente, a agropecuária, que nos primeiros vinte anos após a estabilização representou *grosso modo* algo em torno de 10% do fluxo de empréstimos do Banco, escalou sua participação desde meados da década passada, a ponto de representar mais de um quarto dos desembolsos em 2021. Este é, em geral, um fato pouco analisado e que reflete o peso dos repasses para o setor através de agentes e certo movimento de redução do Banco do Brasil em relação ao papel que historicamente este último tinha representado como fonte de *funding* para a agricultura. Por sua vez, com o peso da agropecuária e da infraestrutura aumentando, a relevância da indústria perdeu força. Esta, que era quase metade dos desembolsos do Banco até a década de 2000, perdeu participação sistematicamente nos últimos 15 anos, caindo para apenas 16% do total em 2021.

A Tabela 6 complementa a Tabela 5 e mostra outro corte dos desembolsos, mas segmentado não por setor e sim pelo porte das empresas. O fato que mais chama a atenção é a participação crescente das micro, pequenas e médias empresas (MPME) nos desembolsos. Esse peso mal ultrapassou 15% no final da década de 1990, situou-se em torno de 25% na primeira década do século e cresceu para 32% na média de 2011/2015, passando para 44% no quinquênio posterior e para 46% do total recentemente.⁷

⁷ Vale destacar que em termos absolutos (valores nominais) os desembolsos para MPMEs tiveram uma redução. Contudo, essa queda foi menor do que em outros segmentos, o que contribuiu para a elevação relativa da participação de MPMEs, dada a retração dos desembolsos do Banco como um todo.

Tabela 5

Composição dos desembolsos do BNDES por setor (% total)

Período	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Comércio e serviços	Total
1995/2000	8,0	45,2	35,6	11,2	100,0
2001/2005	12,5	47,2	32,1	8,2	100,0
2006/2010	6,3	46,0	35,1	12,6	100,0
2011/2015	8,6	29,3	36,8	25,3	100,0
2016/2020	22,3	21,9	38,7	17,1	100,0
2021	26,0	16,2	40,7	17,1	100,0

Fonte: BNDES, Notas para a Imprensa ([WWW.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)).

Tabela 6

Composição dos desembolsos do BNDES por porte de empresa (%)

Período	Micro e pequena	Média	Total MPME	Grande empresa	Total
1995/2000	12,4	3,6	16,0	84,0	100,0
2001/2005	19,1	7,2	26,3	73,7	100,0
2006/2010	15,0	8,0	23,0	77,0	100,0
2011/2015	23,8	8,3	32,1	67,9	100,0
2016/2020	24,1	19,6	43,7	56,3	100,0
2021	24,6	21,6	46,2	53,8	100,0

Fonte: BNDES (Notas para a imprensa), disponível em www.bndes.gov.br

Algo para o qual convém chamar a atenção é para a influência da característica dos setores na composição dos desembolsos. Há setores cujas características permitem a presença de muitas MPMEs, algo que se torna naturalmente bem mais difícil de se verificar em segmentos que, pela sua natureza, requerem uma grande dose de capital, como a infraestrutura. Portanto, quanto maiores forem os financiamentos para a infraestrutura, maior será a participação das grandes empresas no total. E isso não é uma escolha de empresas, nem do financiador, mas apenas resulta da estrutura de cada setor.

O BNDES divulga regularmente uma estatística da participação dos desembolsos para as MPMEs nos desembolsos para cada um dos macrosetores da economia brasileira, como pode ser visto na Tabela 7. Observa-se nesta que, nos últimos anos, os desembolsos para essas empresas representaram mais de 90 % dos desembolsos para a agropecuária, por exemplo. Se do total dos empréstimos for abatido aquilo que é dirigido para infraestrutura e exportações (segmentos com presença menor de MPMEs em relação à média da economia) e administração pública, a participação das MPMEs no valor do universo remanescente de empresas tomadoras, que era de 28% durante 1995/2000, alcançou quase 70% recentemente.

Outro aspecto interessante relacionado com a composição dos desembolsos é que, com a perda de relevância da indústria e a maior relação do BNDES com o financiamento à agropecuária, houve uma desconcentração dessa variável. Com efeito, o Sudeste representou 56% dos desembolsos no final da década de 1990 e esse peso caiu para menos de 40% recentemente, como se pode ver na Tabela 8.

Tabela 7

Desembolsos do BNDES para MPME por setor (% de participação no total dos desembolsos do BNDES por setor)

Período	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Comércio e serviços	Total	Total parcial/a
1995/2000	77,9	9,5	7,0	27,2	16,0	27,6
2001/2005	91,9	8,5	22,0	43,5	26,3	54,0
2006/2010	79,0	6,9	31,1	32,2	23,0	35,8
2011/2015	81,4	18,7	24,7	41,5	32,1	49,1
2016/2020	91,6	21,7	23,1	58,3	43,7	69,1
2021	94,1	24,5	20,8	54,6	46,2	68,5

/a Exclui infraestrutura, exportações e administração pública.

Fonte: BNDES (Notas para a imprensa), disponível em www.bndes.gov.br

Tabela 8

Composição dos desembolsos do BNDES por região (%)

Período	Norte	Nordeste	Sudeste	Sul	Centro-Oeste	Total
1995/2000	2,9	12,1	56,3	20,9	7,8	100,0
2001/2005	3,8	9,5	58,7	19,6	8,4	100,0
2006/2010	5,8	10,5	57,2	18,2	8,3	100,0
2011/2015	8,0	14,0	46,5	20,9	10,6	100,0
2016/2020	5,1	15,4	40,4	26,7	12,4	100,0
2021	5,9	13,6	38,7	30,1	11,7	100,0

Fonte: BNDES (Notas para a imprensa), disponível em www.bndes.gov.br

Um exercício interessante é avaliar, através de uma fotografia para 2021, como se compõem os desembolsos de acordo com três critérios: porte, setor e tipo de programa do BNDES. Como se trata de três variáveis e as tabelas costumam ser bidimensionais, podemos fazer cruzamentos por:

Setor x porte

Produto x porte e

Setor x produto

É isso que é feito a seguir, sempre tendo como referência em todos os casos o ano de 2021. A Tabela 9 mostra a “fotografia” dos desembolsos conjuntamente por setor e porte. Observa-se que os desembolsos para a agropecuária são fundamentalmente dirigidos às MPMEs; para a indústria e para a infraestrutura, a grandes empresas; e, para comércio e serviços, mais distribuídos entre diferentes tipos de porte. Olhando para o tamanho das empresas, nota-se que as MPMEs às quais o BNDES empresta seus recursos estão localizadas fundamentalmente na agropecuária e, em menor escala, no setor de comércio e serviços, ao passo que as grandes empresas clientes do Banco, por sua vez, estão localizadas predominantemente nos segmentos de indústria e infraestrutura.

Tabela 9

Composição dos desembolsos do BNDES por setor/porte da empresa: 2021 (%)

Período	Micro e pequena	Média	Total MPM	Grande empresa	Total
Agropecuária	17,3	7,1	24,4	1,5	25,9
Indústria	0,9	3,1	4,0	12,3	16,3
Infraestrutura	1,6	6,9/a	8,5	32,2	40,7
Comércio e serviços	4,8	4,5	9,3	7,8	17,1
Total	24,6	21,6	46,2	53,8	100,0

/a O desempenho elevado para a média empresa é referente às operações indiretas, especialmente no produto FINAME (transporte rodoviário).

Fonte: BNDES (Notas para a imprensa), disponível em www.bndes.gov.br

A Tabela 10 faz um raio X similar, mas combinando porte de empresas e produtos. Nota-se que o FINEM, naturalmente, se destina basicamente a grandes empresas, ao passo que os demais programas contam com beneficiários de todos os tamanhos. Observando sob a ótica do porte, as MPMEs são usuárias dos produtos FINAME e BNDES Automático e as grandes empresas principalmente do FINEM e do FINAME.

Tabela 10

Composição dos desembolsos do BNDES por tipo de produto e porte da empresa:2021 (%)

Período	Micro e pequena	Média	Total MPME	Grande empresa	Total
FINEM	0,0	1,6	1,6	32,2	33,8
FINAME	10,1	15,4	25,5	11,2	36,7
Automático	12,5	3,7	16,2	2,8	19,0
Outros	2,0	0,9	2,9	7,6	10,5
Total	24,6	21,6	46,2	53,8	100,0

Fonte: BNDES (Notas para a imprensa), disponível em www.bndes.gov.br

Finalmente, a Tabela 11 faz o cruzamento restante, isto é, combinando os critérios de setor e produto. Observa-se que o FINEM é o produto usado majoritariamente pela infraestrutura, enquanto os produtos FINAME e BNDES Automático, são mais acessados pela agropecuária. Já sob a ótica do setor, nota-se que a agropecuária utiliza essencialmente FINAME e BNDES Automático; a indústria e comércio e serviços, todos os produtos; e a infraestrutura, predominantemente o FINEM. Dada a menor relevância do item “outros” na Tabela 10 e agregando os itens FINAME, BNDES Automático e “outros” num grupo geral denominado “Demais”, podemos então aglutinar conjuntamente as informações das Tabelas 9 a 11, com base na informação desagregada disponibilizada pelo BNDES nas suas notas para a imprensa, citadas como fonte nas tabelas. É isso que é feito na Tabela 12.

Tabela 11 Composição dos desembolsos do BNDES por setor e tipo de produto: 2021 (%)

Período	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Comércio e serviços	Total
FINEM	0,3	3,6	26,4	3,5	33,8
FINAME	14,8	6,4	10,9	4,6	36,7
Automático	10,8	1,6	1,4	5,2	19,0
Outros	0,1	4,6	2,0	3,8	10,5
Total	26,0	16,2	40,7	17,1	100,0

Fonte: BNDES (Notas para a imprensa), disponível em www.bndes.gov.br

Tabela 12

Composição dos desembolsos do BNDES por setor, produto e porte: 2021 (%)

Setor	Programa	MPME	Grande empresa	Total
Agropecuária	FINEM	0,0	0,3	0,3
	Demais	24,5	1,2	25,7
	Total	24,5	1,5	26,0
Indústria	FINEM	0,2	3,4	3,6
	Demais	3,7	8,9	12,6
	Total	3,9	12,3	16,2
Infraestrutura	FINEM	1,0	25,4	26,4
	Demais	7,5	6,8	14,3
	Total	8,5	32,2	40,7
Comércio e serviços	FINEM	0,3	3,2	3,5
	Demais	9,0	4,6	13,6
	Total	9,3	7,8	17,1
Total	FINEM	1,6	32,2	33,8
	Demais	44,6	21,6	66,2
	Total	46,2	53,8	100,0

Fonte: BNDES (Notas para a imprensa), disponível em www.bndes.gov.br

Em resumo, a maior parte dos desembolsos do BNDES está dirigido para as combinações:

FINAME e BNDES Automático para MPMEs da agropecuária: 25% do total de desembolsos

FINEM para grandes empresas na infraestrutura: 25% do total de desembolsos

FINAME e BNDES Automático para grandes empresas na indústria: 9% do total de desembolsos

FINAME e BNDES Automático para grandes empresas na infraestrutura: 7% do total de desembolsos

Essa é uma informação relevante para decidir a alocação de pessoas com vistas a otimizar as possibilidades de utilização dos recursos humanos da instituição. Cabe, entretanto, uma palavra sobre este ponto acerca de três produtos específicos:

- i) em 2021, o BNDES Exim representou 9,1% dos desembolsos, mas no ano anterior tinha representado apenas 3,3%. A importância do item depende em grande medida da demanda por comercialização de bens

- do ano, pois tem certa volatilidade, bem como do grau de prioridade atribuído pela direção da instituição ao financiamento às exportações;
- ii) os produtos não reembolsáveis corresponderam a apenas 0,4% dos desembolsos em 2021, mas embora muito demandantes de recursos humanos, têm um valor intangível importante para a “marca” BNDES;
 - e
 - iii) analogamente, o produto associado ao apoio ao microcrédito correspondeu a menos de 0,1% dos desembolsos de 2021, mas com um elemento relevante de apoio social.

Destaca-se ainda um movimento em relação à infraestrutura que pode ser registrado como tendência. O FINEM passará a coexistir e, em muitos casos, ser substituído pela subscrição de debêntures, que podem ou não ser incentivadas, em especial em projetos com necessidades de mobilização de capital expressiva como rodovias, ferrovias, aeroportos e novos leilões de saneamento. Este movimento pode ser visto como benéfico para todos os atores envolvidos. O BNDES migra para um instrumento mais reciclável e outros financiadores passam a ter o Banco convivendo com eles em um instrumento com regras mais harmônicas, ao passo que o investidor economiza em custos de transação.

Como elemento de reflexão para o futuro, pode se pensar nos seguintes parâmetros de faixa de desembolso futuro do Banco, com características muito diferentes às de 20 a 25 anos atrás:

- entre 30 e 35% para a infraestrutura, pela utilização do FINEM para grandes empresas;
- entre 20 e 25% para o setor agropecuário, focado largamente em FINAME e BNDES Automático para MPMEs;
- entre 20 e 25% via FINAME e BNDES Automático para a indústria e a infraestrutura;
- entre 5 e 10% para a indústria através da utilização do FINEM;
- entre 5 e 10% para o financiamento às exportações; e
- um potencial importante de apoio creditício dirigido a Estados e Municípios, necessitados de crédito de longo prazo, se o processo de saneamento das finanças subnacionais iniciado nos últimos anos tiver continuidade e o BNDES estiver disposto a assumir uma proporção maior de risco de crédito.

Restaria às autoridades definir políticas específicas acerca da utilização maior ou menor de recursos não reembolsáveis e, mais importante, que política de renda variável seguir após a venda das ações da carteira da BNDESPAR, o que envolve todo o debate acerca das possibilidades de haver uma reciclagem da carteira e que poderá implicar um potencial de desembolsos importante, dependendo das decisões que forem tomadas.

4. Um exercício macroeconômico prospectivo

Como sabemos, o investimento colapsou no Brasil entre 2014 e 2017, encolhendo ao longo de quatro anos consecutivos, experimentando uma redução real acumulada de 29% (Gráfico 1).⁸ Nesse período, a taxa de investimento cedeu de quase 21% para menos de 15% do PIB, não só em função da queda real do investimento, como também da redução do preço relativo dos bens de investimento, de 6% acumulados no período, concentrada em 2016/2017. Mesmo que depois tenha havido uma recuperação relativa importante do investimento, ela se deu a partir de níveis extremamente deprimidos. Depois de 2017, a expansão do investimento foi maior que a do PIB, mas em um contexto de crescimento acumulado muito baixo deste.

No exercício a ser explicado nesta seção, que considera 2023 como ano-base, assumimos uma taxa de investimento de 18,5% do PIB, a partir da qual consideramos que o desempenho do investimento se dará num contexto de referência de crescimento do PIB a uma taxa média de 2,3% nos 7 anos seguintes.⁹ A essas hipóteses, adicionamos uma premissa importante: a de que o país deveria trabalhar de tal modo que a taxa de investimento da economia em torno de meados da década, mais precisamente em 2030, no final da projeção, retorne ao patamar de 23,0% do PIB, similar ao observado no final da década de 1970, antes da “década perdida” dos anos 80.

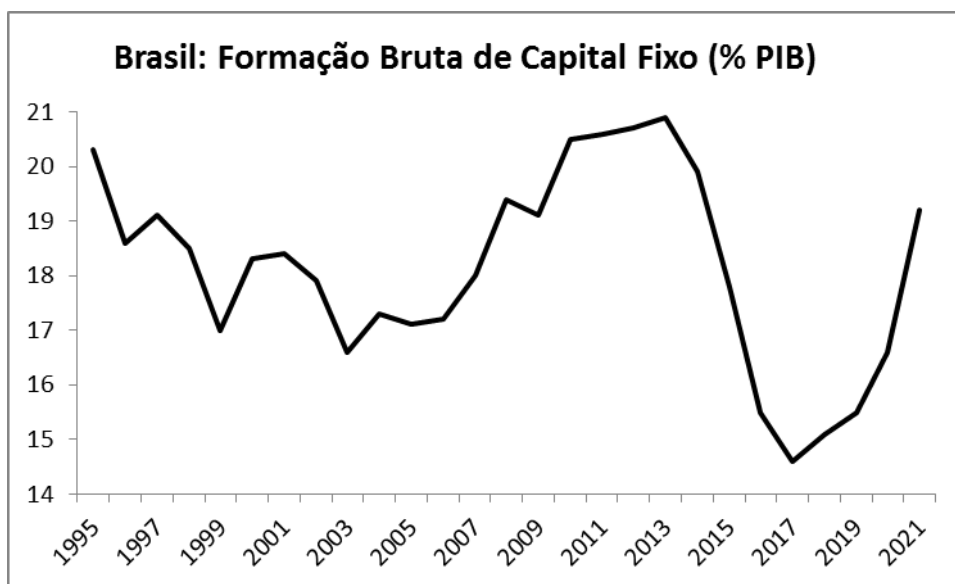
A combinação das premissas de taxa de investimento de 2023 (18,5%) e de 2030 (23%) com a taxa de crescimento de 2,3 % a.a. postulada para o PIB no período entre esses dois anos gera endogenamente, por definição, um resultado predefinido para a taxa de crescimento real do investimento durante 2024/2030. Este número é de 5,53% a.a. durante 7 anos.

Para que se tenha uma ideia da dimensão relativa do resultado, é útil cotejá-lo com outros períodos de 7 anos em que se observou um crescimento da formação bruta de capital fixo, no Brasil, a um bom ritmo. Eles foram entre 1993 e 1999 (3,8% a.a.) e entre 2004 e 2010 (8,0% a.a.).

⁸ Ver o Apêndice 1 para os dados anuais detalhados desta e de outras variáveis expostas nos demais gráficos do artigo. A queda foi comparável à de outro período similar, no quadriênio 1981/1984, em que se observou fenômeno similar e pela mesma duração, com queda acumulada de 31%.

⁹ Este é um número intermediário entre as hipóteses de crescimento de 2,0% a.a., em geral considerada muito baixa e cenários de crescimento em *steady state* de 2,5% a.a., para os quais consideramos que o país ainda não está preparado. Nesse período, o IBGE estima que a população cresça 0,56% a.a., o que implicaria uma variação do PIB *per capita* de 1,73% a.a. Registre-se que esta última taxa seria maior que a taxa média de 1,58% a.a. observada no pós-redemocratização, entre 1984 e 2010, antes da *debacle* da década passada.

Gráfico 1



Fonte: IBGE, www.ibge.gov.br (Contas Nacionais trimestrais).

Nesse sentido, a taxa média de 5,5% se situa entre esses dois pontos, mais próxima do primeiro. A razão é que o período que vai de 2004 a 2010 envolve dois extremos: 2004, quando após três anos de crise o investimento iniciou uma recuperação; e 2010, quando a variável experimentou um crescimento de quase 18% em termos reais, num ano excepcional. Agora, o crescimento do investimento se daria num contexto em que a variável já começou a se recuperar depois de 2017.

Isto posto, cabe especular acerca de como isso se refletiria sobre a demanda de recursos do BNDES. O raciocínio é que os desembolsos podem ser restritos pela demanda ou pela oferta:

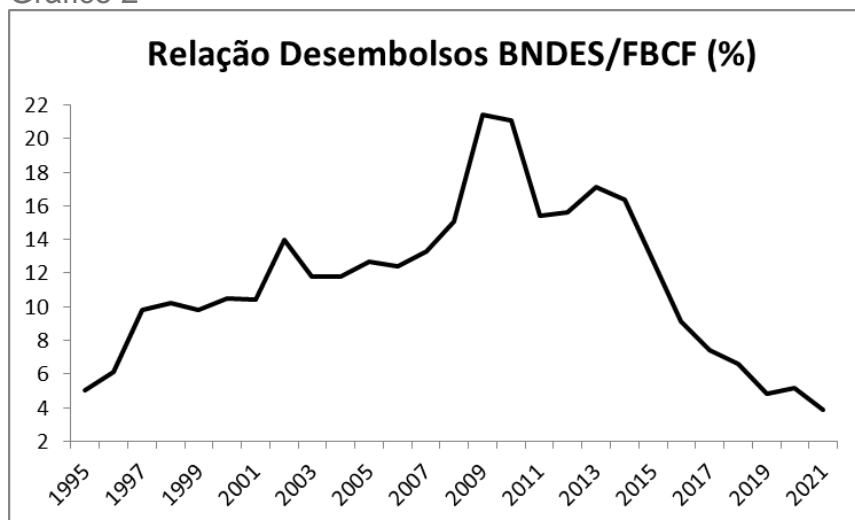
$$\text{Desembolsos BNDES} = \min(\text{Demanda}, \text{Oferta})$$

Isto é, se houver muita oferta de recursos, mas pouca demanda, é esta que determinará quanto o BNDES irá desembolsar. Analogamente, se houver muita demanda, mas escassez de recursos, terá que haver algum racionamento e parte da demanda não poderá ser atendida.

O raciocínio que se segue estima a demanda por recursos do BNDES, no contexto de uma recuperação da economia, que ganhe tração nos próximos anos. Parte-se de um nível de referência hipotético de desembolsos suposto para 2023 (R\$ 75 bilhões), no contexto de um PIB de R\$ 10,3 trilhões, em ambos casos a valores correntes (0,73% do PIB). Um indicador importante para a reflexão que estamos fazendo aqui é a relação entre os desembolsos do BNDES e a FBCF (Gráfico 2). Como se pode ver na tabela, em 2021 esse indicador alcançou o mínimo histórico em 27 anos desde a estabilização de meados de 1994, com 3,9% de participação, menor que a participação registrada no primeiro ano dessa série (1995) e muito abaixo da média de 27 anos da ordem de 11% de

participação relativa. A premissa adotada aqui é de um pequeno crescimento do peso dos desembolsos do BNDES em relação à FBCF, assumindo que o grosso do efeito da convergência das taxas de juros do BNDES em relação às de mercado já tenha sido observado nessa perda de market share de importância relativa do Banco vis a vis outros mecanismos de financiamento – basicamente, crédito externo e mercado de capitais. Especificamente, partindo de desembolsos de 3,94% da FBCF em 2023, postula-se uma expansão até 5% da FBCF em 2030, ou seja, nível relativo idêntico ao do começo da série pós-estabilização, em 1995.¹⁰

Gráfico 2



Fontes: BNDES, Notas para a Imprensa (WWW.bndes.gov.br), IBGE (WWW.ibge.gov.br). Comparação dos dados de desembolso com os da Formação Bruta de Capital Fixo (Contas Nacionais).

Faz sentido esperar que, num processo de recuperação da economia liderado pelo investimento, haja um crescimento intenso da infraestrutura em relação à velocidade de expansão da economia e do investimento como um todo. A Tabela 13 mostra que o investimento nos setores que compõem aquela está em níveis particularmente deprimidos, abaixo inclusive da média de 2,1% do PIB de 2001/2020. Muitos analistas coincidem no objetivo de dobrar a importância relativa desses investimentos como proporção do PIB até a década de 2030. Daí a considerarmos que o desembolso do BNDES poderia ter uma expansão algo superior ao crescimento do investimento.

Assim sendo, a hipótese de que a participação dos desembolsos do BNDES em relação à Formação Bruta de Capital Fixo aumente de 3,94% para 5,0% entre 2023 e 2030, combinada com o resultado antes calculado de crescimento do investimento de 5,53% a.a. antes explicado, levaria os

¹⁰ O coeficiente citado decorre da comparação dos desembolsos de R\$ 75 bilhões com uma FBCF de 1.906 bilhões (18,5% do PIB), face a um PIB de R\$ 10,3 trilhões.

desembolsos reais do BNDES a crescer a um ritmo real de 9,2% a.a. entre 2023 e 2030.¹¹

Isso, junto com a hipótese de expansão do PIB em 2,3% a.a. a partir de 2023, implicaria o desembolso do BNDES aumentar de 0,7% para 1,1% do PIB entre 2023 e 2030, nesse cenário. Note-se que este percentual é similar ao registrado no imediato pós-estabilização, na altura de meados da década de 1990, em torno de 1,0/1,1% do PIB (Gráfico 3).

Tabela 13
Investimento em infraestrutura (% PIB)

Setor	2001	2021
Energia elétrica	0,67	0,61
Telecomunicações	1,67	0,37
Transporte	0,66	0,55
Rodoviário	0,46	0,33
Ferroviário	0,07	0,11
Mobilidade urbana	0,04	0,05
Aeroportos	0,04	0,01
Portos	0,03	0,04
Hidrovias	0,02	0,01
Saneamento	0,18	0,19
Total	3,18	1,72

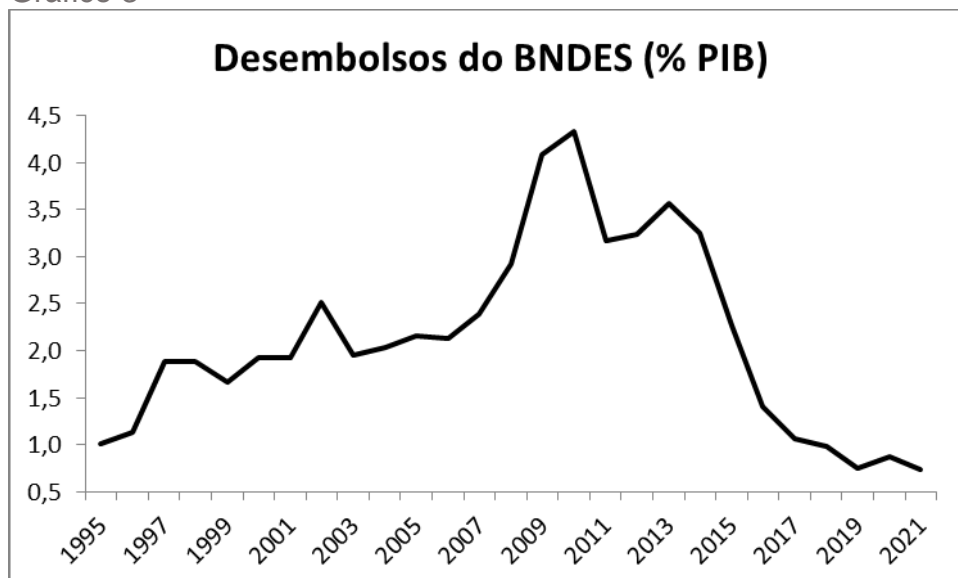
Fonte: InterB. Comunicação pessoal de Cláudio Frischtak, consultor da empresa, em resposta aos autores.

Isso significa que não se trataria de uma expansão da importância relativa do BNDES *vis a vis* o mercado de capitais, como a observada no final da primeira década do século, sendo consistente com uma estratégia de *crowding in* em que aquele e o BNDES se expandissem concomitantemente, no contexto de uma economia mais pujante e com juros em queda.¹²

¹¹ Este é, obviamente, um mero exercício macroeconômico. A compatibilização com a realidade específica do BNDES dependerá do cenário efetivo de crescimento da economia, da disponibilidade de recursos e da existência de projetos de investimento adequados para mobilizar esse montante de recursos. Realisticamente, considerando as dificuldades para retomar o crescimento a um ritmo sustentado mais forte, as restrições fiscais e o problema crônico da insuficiência de bons projetos na área chave de infraestrutura, essa taxa de 9,2% deveria ser considerada um teto.

¹² Ressalta-se que existe um grande desafio para que a parcela remanescente não coberta pelo BNDES e assumida pelo mercado, trabalhe com maior assunção de risco de projetos de envergadura e longos prazos de execução (*completion*). Nesses projetos, os riscos de engenharia e construção e, por vezes, o risco de demanda, não costumam ser assumidos pelo mercado. Isso se aplica bastante a setores como ferrovias, mobilidade e rodovias sem histórico de tráfego. Para ilustrar, entre 2010 e 2020, as emissões incentivadas (Lei 12.431) de mercado de saneamento, logística ou mobilidade foram concentradas em refinanciamento de passivo, emissões com risco corporativo ou para projetos com a execução já realizada, ou prestes a serem consumadas. Ou seja, há baixo apetite para assunção de “risco projeto”. Contudo, isso não se trata de algo específico do Brasil – o mesmo ocorre no mundo. Riscos de engenharia e construção e longos prazos de *completion* trazem muita incerteza e sobrecustos – mesmo onde há projetos básicos e executivos. O mesmo ocorre para riscos de demanda elevados, como é o caso da maioria dos projetos de mobilidade de alta capacidade e ferrovias *greenfield*.

Gráfico 3



Fontes: BNDES, Notas para a Imprensa (WWW.bndes.gov.br), IBGE (WWW.ibge.gov.br). Comparação dos dados de desembolso com os do PIB (Contas Nacionais).

5. O esforço de financiamento da infraestrutura: um exercício de planejamento

A necessidade de investir fortemente na infraestrutura é reconhecida por todos os analistas como um dos grandes pilares para uma recuperação consistente da economia.¹³ Investimentos em infraestrutura contribuem para o aumento do potencial de crescimento econômico, através da maior competitividade e aumento de produtividade. Desde o início dos anos 1990, o Brasil tem investido números próximos a 2% do PIB em infraestrutura,¹⁴ cerca da metade do que seria necessário para suprir seus gargalos (ver Tabela 14). Diversos são os estudos que tentam mapear a necessidade de investimentos em infraestrutura e indicam que o país teria que atingir taxas próximas a 4% do PIB para alcançar um patamar mais elevado e ser mais competitivo no cenário internacional.¹⁵

Tabela 14

Investimentos necessários no Brasil na infraestrutura (% PIB)

Setor	% PIB
Transportes/Logística	2,3
Energia elétrica	0,8
Telecomunicações	0,8
Saneamento	0,4
Total	4,3

¹³ Ver, por exemplo, Frischtak e Mourão (2017). Para um detalhamento dos avanços regulatórios recentes, ver Camacho e Ambrózio (2022).

¹⁴ Publicação recente da Inter. B Consultoria (2022) informa que para 2022 são projetados investimentos de 1,7% do PIB.

¹⁵ Para maiores informações, ver o relatório do Projeto Infra 2038 (2021), onde são estimados os investimentos necessários para o país estar no top 20 dos países com melhor infraestrutura, de acordo com ranking do *World Economic Forum* até 2038 e ABDIB (2021).

Fonte: Rocha (2022), Tabela 1, com base na ABDIB.

A Infraestrutura foi definida como uma das missões do Mapa Estratégico do BNDES 2022-2031¹⁶, cujo objetivo é desenvolver e apoiar projetos para aumentar a produtividade, ampliar acesso e promover infraestrutura integrada, sustentável e resiliente. Sendo assim, foram estabelecidos seis focos estratégicos: Logística, Mobilidade Urbana, Saneamento, Telecomunicações, Energia Elétrica e Gás Natural¹⁷. Para cada um dos setores, foram mapeados os investimentos em dois cenários, traçadas trajetórias de desembolsos e estabelecidas ações prioritárias em quatro vertentes:

- **Advocacy:** Difundir o conhecimento setorial e boas práticas, bem como articular avanços em políticas públicas, regulação e parcerias para investimentos.
- **Estruturação e Modelagem:** Estruturar *pipeline* de projetos de qualidade, aumentando a atratividade de concessões, PPPs e privatizações, de forma a alavancar a mobilização de capital privado local e internacional.
- **Pre Completion:** Estruturar operações com maior assunção a riscos, utilizando instrumentos para mitigação e melhor alocação de riscos e impulsionando a participação do mercado privado e de capitais.
- **Post Completion:** Viabilizar instrumentos de apoio mais aderentes às práticas de mercado, contribuindo para o cofinanciamento, securitização de papéis e desenvolvimento do mercado de capitais.

Ao longo do ano de 2021, juntamente com a Secretaria de Desenvolvimento de Infraestrutura do Ministério da Economia (SDI/ME) e Ministérios Setoriais, o BNDES construiu, pela primeira vez para um horizonte mais longo, de 10 anos (2022-2031),¹⁸ cenários para investimento em Infraestrutura, alinhando diagnósticos e ações futuras¹⁹.

Para cada setor, foram construídos dois cenários, denominados no Planejamento Estratégico do BNDES de “Cenário Conservador” e “Cenário Alvo”.²⁰

¹⁶ BNDES (2022c).

¹⁷ Para alguns destes setores, ver os capítulos setoriais correspondentes da coletânea de Giambiagi e Barboza (2022), com participação de diversos técnicos do BNDES entre os autores.

¹⁸ O BNDES já publicava anteriormente o documento “Perspectivas do Investimento”, onde era projetado o cenário de investimentos da indústria e infraestrutura para os quatro anos posteriores.

¹⁹ Contribuição do BNDES para o PILPI 2021-2050 (2021) e para o Observatório de Infraestrutura. O Decreto nº 10.526, de 20 de outubro de 2020 instituiu o Comitê Interministerial de Planejamento da Infraestrutura (CIP-Infra) e o Plano Integrado de Longo Prazo da Infraestrutura (PILPI), cujo objetivo estabelecido foi: fomentar investimentos em infraestrutura para aumentar a qualidade e o estoque de infraestrutura do país; contribuir para o aumento da produtividade da economia e para a geração de empregos qualificados; fornecer uma visão de longo prazo para orientar os investimentos em infraestrutura que envolva os seus diversos setores, de forma a aumentar a atratividade à participação privada e a qualidade do gasto público; enfatizar as qualidades ambientais, sociais e de governança dos projetos dos setores de infraestrutura; harmonizar as premissas e os cenários de longo prazo utilizados como base para o planejamento dos setores de infraestrutura elaborado pelo Governo Federal; e promover a compatibilidade entre os diversos planos setoriais que compõem a infraestrutura do Governo Federal, inclusive quanto à inter-relação e à complementariedade entre setores e projetos. É importante destacar que o PILPI trabalha com um cenário até 2050, ao passo que o planejamento estratégico do BNDES em 2021 olhou para um cenário de 10 anos, até 2031.

²⁰ O PILPI trabalha também com dois cenários, denominados “Cenário Transformador” (semelhante ao “Cenário Alvo” do Planejamento Estratégico do BNDES) e o “Cenário Referencial” (similar ao “Cenário Conservador” do citado planejamento).

O Cenário Conservador adotou a carteira de operações do BNDES como principal insumo para as projeções de investimento, incluindo as carteiras de crédito e de serviços, outros projetos em perspectiva e alguns planos de governo. Ainda teve como premissas a aprovação de reformas para alcançar o equilíbrio fiscal de longo prazo e para a estabilidade macroeconômica; e um avanço modesto nas reformas microeconômicas. O Cenário Conservador pressupõe também a manutenção da trajetória de produtividade e de crescimento do Brasil no longo prazo e traz ainda premissas setoriais específicas.

Já o Cenário Alvo busca quantificar os investimentos necessários para o fechamento dos hiatos identificados em cada setor, utilizando como ponto de partida os planos setoriais.²¹ Em termos macroeconômicos pressupôs, além da aprovação das reformas para alcançar o equilíbrio fiscal de longo prazo, a implementação de um conjunto amplo de medidas voltadas para o aumento da produtividade e do investimento na economia brasileira. Isso representa a obtenção de uma taxa de crescimento de longo prazo mais elevada. Até 2025, não há grande divergência entre os dois cenários, que passam a seguir trajetórias distintas principalmente a partir de então.

A seguir serão apresentados o diagnóstico de cada setor e as ações propostas para a atuação do BNDES.

Logística

Em logística, são considerados os segmentos de rodovias, aeroportos, portos e ferrovias. Para os próximos anos, é prevista uma elevação significativa nos investimentos, decorrente principalmente de concessões e licitações já em andamento. Contudo, apesar dos investimentos em curso e em perspectiva, ainda deveremos observar um elevado *gap*, que exige iniciar a estruturação de novos projetos.

O BNDES tem, portanto, como orientação estratégica promover uma matriz integrada, sustentável e resiliente, reduzindo os custos logísticos e elevando o investimento privado. Para tais fins, foram estabelecidas as seguintes ações:

- 1) Participar da promoção da regulação, de forma a mitigar inseguranças jurídicas e atrair novos investidores, em especial em relação à mitigação de riscos, indenizações, reequilíbrios e hipóteses de caducidade;
- 2) Participar da discussão do arcabouço regulatório para a retomada e relicitação de ativos;
- 3) Estruturar projetos de concessão de rodovias e gestão privada portos públicos;

²¹ Os principais planos considerados foram: Plano Nacional de Energia 2050 - PNE 2050 (Empresa de Pesquisa Energética - EPE e Ministério de Minas e Energia - MME); Plano Decenal de Energia 2030 - PDE 2030 (Empresa de Pesquisa Energética - EPE e Ministério de Minas e Energia - MME); Plano Estrutural de Redes de Telecomunicações - PERT 2019-2024 (Agência Nacional de Telecomunicações - Anatel); Plano Nacional de Segurança Hídrica 2035 - PNSH 2035 (Ministério do Desenvolvimento Regional - MDR e Agência Nacional de Águas - ANA); Plano Nacional de Saneamento Básico 2033 - Plansab 2033 (Ministério do Desenvolvimento Regional - MDR); e Plano Nacional de Logística 2035 - PNL 2035 (Ministério da Infraestrutura - MInfra e Empresa de Planejamento Logístico - EPL).

- 4) Apoiar a expansão da rede de ferrovias com integração das malhas e a recuperação de malhas subutilizadas, incluindo novos projetos sob regime de autorização;
- 5) Aumentar a utilização de instrumentos de mercado; e
- 6) Apoiar a logística de baixo carbono.

Mobilidade urbana

O *gap* de Mobilidade Urbana no Brasil ainda é enorme. São necessários vultuosos investimentos ao longo dos próximos anos para que possamos reduzir este hiato.

Para contribuir com este desafio, o BNDES tem como orientação estratégica promover o uso de fontes limpas e a integração dos modais, além de melhorar a capacidade dos gestores públicos. Também foram elencadas diversas ações:

- 1) Articular, com esferas de governo para promover o planejamento integrado do sistema, arranjos operacionais eficientes e a priorização de modais e serviços de mobilidade;
- 2) Colaborar com o desenvolvimento de mecanismo de mitigação de riscos;
- 3) Apoiar o desenvolvimento de gestão pública com independência e qualificação técnica, que garanta transparência e auditorias;
- 4) Incentivar soluções sustentáveis e inovadoras para transporte com foco em cidades médias;
- 5) Apoiar modelos de prestação de serviço inovadores com incentivos ao aumento da qualidade; e
- 6) Aumentar a atratividade do segmento para maior número de investidores.

Saneamento

Saneamento é outro setor onde o país possui grandes carências. Todavia, já é possível observar uma elevação nas perspectivas dos investimentos, em função dos novos projetos de concessões e PPPs, feitos em consonância com os princípios e diretrizes do Novo Marco do Saneamento. Contudo, para que as metas do novo marco e do Plansab sejam atendidas até 2033, serão necessários vultuosos investimentos, além dos já programados.

O BNDES, dado seu histórico e atuação no desenvolvimento econômico-social, tem um papel chave no setor. Foram definidas, como orientação estratégica, i) elevar e desconcentrar investimentos; ii) ampliar o acesso aos serviços; e iii) reduzir desigualdades sociais e regionais. Para este fim, foram definidas as seguintes ações:

- 1) Colaborar para a construção da regulação e das normas de referência da ANA, de forma a mitigar inseguranças jurídicas, em especial em modelos de regulação, indicadores de qualidade e eficiência, regras de indenização, revisões tarifárias e hipóteses de caducidade;

- 2) Atuar junto ao governo federal e entes subnacionais para criar mecanismos e canalizar recursos (públicos/privados) para investir em saneamento em áreas com baixa ou nula viabilidade;
- 3) Ampliar estruturas com prioridade a estruturas regionalizadas, em articulação com governos estaduais e municipais, buscando incluir a expansão da cobertura dos serviços em áreas rurais ou irregulares;
- 4) Desenvolver oportunidades comerciais para a estruturação de projetos RSU (Resíduos Sólidos Urbanos);
- 5) Financiar a ampliação das redes de água e tratamento esgoto, em conjunto com o mercado, para viabilizar investimentos dos projetos estruturados por meio de concessões ou PPPs;
- 6) Desenvolver novos instrumentos (debêntures) para financiar o setor;
- 7) Prover *funding* para viabilizar a oferta de insumos para atendimento aos projetos de Saneamento; e
- 8) Prover *funding* para viabilizar projetos de biogás e geração de energia – captura e uso do metano.

Telecomunicações

De forma diferente dos segmentos anteriores, o setor de telecomunicação não possui um elevado déficit estrutural e a maior parte dos investimentos já é realizada pelo setor privado, de fato. Para os próximos anos, deveremos observar uma elevação nos investimentos decorrentes principalmente do leilão de 5G.

Como orientação estratégica ao BNDES definiu-se ampliar o acesso à conectividade (massificação) e apoiar o desenvolvimento do ecossistema de inovação na cadeia de telecomunicações. Foram também estabelecidas as seguintes ações:

- 1) Apoiar a regulamentação e estruturar soluções reembolsáveis, garantidora e não reembolsável para o Fundo de Universalização dos Serviços de Telecomunicações (FUST);
- 2) Apoiar a elaboração e implementação de políticas de inovação em conectividade, incluindo 5G, *Open Radio Access Networks (Open RAN²²)* e Internet das Coisas (IoT²³);
- 3) Atuar ativamente na articulação de atores para acelerar iniciativas de redução do *gap* de conectividade, com ênfase nas regiões Norte e Nordeste, bem como na área rural e na educação;
- 4) Promover inovação via recursos FUNTTEL (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDCs, apoio direto e indireto) e Não Reembolsáveis;

²² O Open-RAN é um movimento que tenta democratizar partes da rede de telecomunicações e, assim, não depender de grandes fabricantes de equipamentos de telecomunicações. Ele combina o *software* de estação base modular com *hardware* comercial, atribuindo componentes de banda base e unidade de rádio de fornecedores isolados para operação conjunta perfeita, quer haja elementos RAN virtualizados / desagregados ou não.

²³ IoT permite que objetos sejam detectados e controlados remotamente através de infraestrutura de rede existente, criando oportunidades para a integração direta entre os mundos físico e digital, resultando em maior eficiência, precisão e benefícios econômicos.

- 5) Apoiar Telcos/Infracos²⁴ priorizando instrumentos de mercado (debêntures sustentáveis, FIDCs);
- 6) Provedores regionais: aprimorar apoio direto e indireto, incluindo fundos (garantia/crédito) com ênfase N e NE; e
- 7) Revisar a Política de Crédito e Garantia para maior o apoio financeiro ao setor.

Energia elétrica

Assim como em telecomunicações, em energia elétrica, não há um *gap* tão significativo como nos outros setores. Desta forma, o volume de investimentos tende a crescer, mas neste caso não haveria um aumento expressivo.

As orientações estratégicas definidas no Planejamento Estratégico vão no sentido de modernizar, descentralizar e descarbonizar a matriz. Foram estabelecidas as agendas de digitalização, eficiência, difusão das renováveis, modernização de ativos, resiliência à disponibilidade de recursos naturais. As ações prioritárias que cabem ao BNDES seriam:

- 1) Maior divulgação da qualidade da matriz energética brasileira;
- 2) Condução do debate sobre a retomada do aproveitamento hidrelétrico com reservatórios;
- 3) Coordenação da agenda do hidrogênio e eólica *offshore*;
- 4) Colaboração na reforma do setor elétrico no Congresso;
- 5) Elaboração, com participação da sociedade, de diretrizes para principais pontos da reforma: separação de energia e confiabilidade, abertura do mercado de comercialização a todos os consumidores, remuneração das distribuidoras pelo fio, revisão do MRE, revisão de garantias físicas, tratamento de contratos legados, despacho por oferta de preços, etc;
- 6) Geração: Novos produtos para apoio à geração distribuída e eficiência energética;
- 7) Distribuição: Desenvolver metodologia de *rating* para comercializadoras de energia; e
- 8) Transmissão: Adotar políticas de incentivo ao Cofinanciamento e Sindicalização.

Gás natural

No setor de gás natural, a orientação estratégica é promover a transição energética, ampliar a oferta e demanda de gás natural e expandir a infraestrutura associada do setor.

Para isso, foram estabelecidas as seguintes ações prioritárias:

- 1) Participar do Comitê de Monitoramento do Gás Natural para acompanhar: (i) a transição para o Novo Mercado de Gás; (ii) a evolução da implementação das regulações federal e estaduais; e (iii) o cumprimento do Termo de Compromisso de Cessação (TCC) Petrobras – Cade;

²⁴ Infracos são empresas que constroem infraestrutura de telecomunicações em espaços grandes ou pequenos. Depois elas podem vender ou alugar para quem for efetivamente utilizar essa infraestrutura.

- 2) Estruturar privatizações das distribuidoras de gás natural;
- 3) Apoiar projetos de expansão da malha de gasodutos, unidades de processamento e terminais de regaseificação;
- 4) Apoiar a expansão das redes de distribuição de gás canalizado nos estados;
- 5) Apoiar projetos âncoras industriais/termelétrico, intensivos em gás natural;
- 6) Apoiar a implementação da infraestrutura (gás canalizado ou gasoduto virtual);
- 7) Promover sinergia entre gás natural e biogás; e
- 8) Apoiar projetos de captura e estocagem de carbono (CCUS).

6. Aspectos estratégico-organizacionais para a atuação futura

Esta seção trata dos aspectos estratégicos que o BNDES deveria levar em conta na sua atuação nos próximos 10 a 20 anos. Ela inclui três subseções, que abordam a definição de prioridades, a governança do financiamento ao desenvolvimento e as implicações para a organização interna do BNDES.

6.1 Definição de Prioridades

As especulações sobre "novos focos" ou "prioridades" para o BNDES se renovam a cada troca de presidente da instituição. Apesar das expectativas, o fato é que, até hoje, não houve redução significativa de escopo de atividades, com duas marcantes exceções: i) a atuação no mercado de capitais esteve limitada nos últimos quatro anos a investimentos via fundos, sem aportes diretos a empresas; e ii) o financiamento a operações no exterior perdeu boa parte do fôlego, pela desarticulação dos mecanismos governamentais de apoio. No geral, é possível dizer que cada nova administração adicionou tarefas, setores e instrumentos. A conhecida linha do tempo da apresentação institucional evidencia graficamente essa característica de contínua acumulação de formas de atuação.

No período 2019/2022, houve muita ênfase no desinvestimento de participações acionárias e na antecipação da devolução dos recursos do Tesouro Nacional. Foi dado grande destaque à agenda de privatização e de estruturação de concessões de serviços públicos (neste caso, com muito sucesso tanto em termos de quantidade de operações como de valores). O rótulo "Banco de Serviços" procurava comunicar uma nova era para o BNDES, menos voltado aos desembolsos e mais à prestação de serviços a serem executados por operadores de mercado. A agenda ESG (*Environment, Social & Governance*) ganhou destaque também, sobretudo com o uso de recursos não-reembolsáveis, quase sempre na

modalidade de compartilhamento com empresas privadas (*matchfunding*).²⁵

As consequências estruturais dessas escolhas foram claras. As unidades ligadas à concessão do crédito e participações foram reduzidas em número e em quantidade de pessoal, enquanto as unidades de relacionamento e serviços foram priorizadas. Isso poderá ser naturalmente alterado se, em função das diretrizes estratégicas do próximo Governo, na gestão 2023/2026 houver uma recuperação maior da atividade creditícia.

6.2 Macrogovernança do financiamento do desenvolvimento

O artigo terceiro do estatuto do Banco diz que ele é o principal instrumento da política de investimentos do Governo Federal. *In verbis*: "O BNDES é o principal instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal e tem por objetivo primordial apoiar programas, projetos, obras e serviços que se relacionem com o desenvolvimento econômico e social do País". O desenvolvimento, por sua vez, é definido de maneira vaga, permitindo interpretações distintas, conforme a aliança no poder a cada época. O resultado é que os instrumentos normativos não são capazes de dar plena clareza de propósitos à atuação do Banco. Mais ainda: eventuais alterações bruscas a cada ciclo eleitoral são, por definição, incompatíveis com uma perseverança na implementação da agenda do desenvolvimento. Mudanças de orientação são também contraditórias com a duração dos projetos de investimento – quanto mais relevante é o projeto, infraestrutura sendo o caso mais evidente, menos desejável é uma mudança de prioridades, em virtude da maioria no poder. Certas áreas de investimento, cujo prazo de maturação é medido em décadas de planejamento, estruturação e investimentos, não deveriam estar sujeitas a nuances de política de curto prazo.

Em outros termos, é necessário pensar uma nova macrogovernança do financiamento do desenvolvimento. Colocando a questão em termos muito práticos: é muito difícil – para não dizer impossível – para uma instituição financeira funcionar bem se numa gestão de Governo ela recebe empréstimos de R\$ 500 bilhões para serem repassados para, na gestão posterior, ter que devolver esse mesmo montante em poucos anos... É preciso definir uma moldura político-institucional que estabilize as expectativas dos atores políticos e econômicos sobre a atuação do Banco e sobre os objetivos do desenvolvimento, ao menos aqueles centrais. Adiantamos aqui uma hipótese de trabalho: por que não pensar em uma espécie de "lei geral do financiamento do desenvolvimento"?

²⁵ O *Matchfunding* BNDES tem alavancado o poder transformador das parcerias e da sociedade pelo desenvolvimento do Brasil. A experiência com o Salvando Vidas, que mobilizou mais de R\$ 140 milhões para apoio à linha de frente contra a Covid-19, abriu portas interessantes para novas ações.

Tal lei poderia definir os marcos de longo prazo (dez ou vinte anos, por exemplo) que balizariam as prioridades operacionais do BNDES. Por iniciativa do Poder Executivo, a partir de proposta encaminhada às autoridades pelo Banco, o Congresso Nacional discutiria e aprovaria as prioridades, áreas centrais de atuação, objetivos a serem alcançados, métricas de acompanhamento de efetividade, etc. Caso considere meritório, o Congresso alocaria recursos orçamentários sob a forma de subsídios explícitos. O Banco então deveria perseguir os objetivos definidos e avaliar seu desempenho segundo parâmetros preestabelecidos. Isso permitiria conciliar prioridades e negociações políticas (geralmente voláteis) com instrumentos de planejamento, respeitando a natureza estrutural da missão de um banco de desenvolvimento.

A proposta, que fique claro, não é uma invenção que surge do nada. Instituições de financiamento ao desenvolvimento no Canadá (*Export Development Canada*), EUA (*Eximbank*) e Alemanha (*KfW*), dentre outras, realizam regularmente esse tipo de procedimento político-institucional, dele obtendo apoio político, clareza de prioridades e, eventualmente, recursos orçamentários.

Em qualquer formato que se adote, o fundamental é criar um marco institucional estável para os investimentos em infraestrutura e seu financiamento. Isso decorre da natureza do setor, pois o capital é imobilizado durante décadas e, mesmo que a taxa de retorno não seja alta, a instabilidade afeta muito a tomada de decisão. Se os investimentos precisam ser realizados ao longo de uma ou duas décadas, as decisões não podem ser modificadas a cada quatro anos com a troca de comando no Governo.

Outro desafio do planejamento de longo prazo na infraestrutura que vale destacar é a coexistência de atores relevantes nos planos federal e subnacional como, por exemplo, nos setores de mobilidade e saneamento. Em ambos, o *funding* público federal (BNDES e Caixa Econômica Federal - CEF) desempenha um papel fundamental, associado à atuação do Banco na estruturação de projetos (e, em menor escala, da CEF). Entretanto, a titularidade dos serviços, no primeiro caso, é estadual e, no segundo, municipal. Agrava-se, portanto, a questão da coordenação, via governança apropriada e o impacto da alternância de ciclos políticos na implementação das soluções.

6.3 Eixos de atuação e implicações organizacionais

A recuperação de funções clássicas do BNDES é necessária para apoiar os investimentos em infraestrutura. Novos instrumentos e formas de atuação são sempre bem-vindas e fazem parte da sua história, na qual ele foi pioneiro em várias iniciativas. O crescimento dos fundos privados locais e internacionais para infraestrutura não deve ser motivo para paralisar ou limitar o uso de fundos tradicionais como os do BNDES. Se, em determinadas operações, os agentes privados não tiverem apetite suficiente, aquele deveria ser capaz de assumir a maior parte do risco, exatamente porque seu balanço permite (tendo passivos de muito longo prazo).

Para viabilizar a expansão das atividades de crédito para infraestrutura, será provavelmente necessário remanejar equipes. Por óbvio, não se trata de descontinuar atividades meritórias, mas apenas de adequar elas em escala face à identificação de outras prioridades. Mais do que isso, parte significativa das iniciativas ESG pode e deve estar espalhada pela organização, como elemento necessário de todas as equipes.

No que diz respeito à **estruturação de concessões**, o sucesso do período recente trouxe em si a reversão cíclica pelo esgotamento das áreas mais rentáveis e simples para o investimento privado. Como decorrência, seguir investindo em estruturação irá requerer mais esforço e conhecimento para lidar com segmentos menos rentáveis, como, por exemplo, as áreas de saúde e educação e infraestrutura social, mas também no setor de mobilidade urbana e saneamento, onde, geralmente, é necessário conciliar investimentos públicos e privados. Note-se, ainda, que em vários tipos de PPPs, como as de iluminação pública, prisões, educação e saúde, o equacionamento das contraprestações, valores a serem pagos pelo poder concedente a concessionárias durante do contrato, tem impacto nos Orçamentos públicos. Isso se dá seja pela via de contribuições específicas (como, por exemplo, a Contribuição de Iluminação Pública-CIP), seja pela criação de contas dedicadas, à margem das demais despesas.

Não obstante, se tais iniciativas forem adiante com os governos estaduais, abre-se uma janela de oportunidade para o uso combinado de três instrumentos fundamentais de um banco de desenvolvimento: a) serviços de estruturação; b) assistência técnica; e c) crédito. No conjunto, constituiriam um poderoso “tripé” de apoio a diversos setores e atividades. De certa maneira, os projetos de concessão apoiados pelo BNDES nos últimos anos trazem em si um componente de assistência técnica, ao ajudar na capacitação dos atores públicos relacionados. Porém, a licitação dos serviços é apenas o início de uma longa jornada. Há enormes desafios associados à longa implementação e gestão dos serviços terceirizados para o setor privado. É preciso capacitar os atores públicos locais para essas atividades, o que requer o uso de recursos não-reembolsáveis e de competências técnicas sob a forma de assistência técnica. Cabe destacar o papel dos agentes reguladores, já que este é o ator que equilibra o tripé com o público e o privado nas concessões. Hoje a regulação, muito heterogênea entre os diferentes setores de infraestrutura, requer estrutura, formação e capacitação para lidar com a gestão dos contratos de longo prazo. No setor de saneamento, por exemplo, temos a atuação de mais de 80 reguladores, o que traz falta de padrões regulatórios e altos custos de transação. Esta é a vertente que precisa dar um salto nos próximos anos, sob pena de comprometer os ganhos do período recente.

A mobilização de diversos instrumentos de apoio ao desenvolvimento é fundamental para uma mudança de qualidade na abordagem do **financiamento da infraestrutura**. A tradição setorial no conhecimento e

na concessão do crédito fez muito sentido quando o paradigma de desenvolvimento parecia estável e acessível mediante passos apropriados. Nas últimas décadas, tem se consolidado a noção de que desenvolvimento é, por definição, um processo complexo, não acessível por métodos em etapas nem segmentados. Cada vez mais, as ações dos atores são organizadas por “missões” baseadas em problemas complexos, que requerem ações coerentes de atores autônomos ao longo do tempo.

Em particular, o BNDES pode ter um papel chave tanto na concepção, como na coordenação e no financiamento de um grande plano de apoio à **mobilidade urbana**, entendido como um elemento central associado às necessidades mais urgentes da população, que gasta uma parcela relevante do seu tempo em deslocamentos de casa para o trabalho e viceversa, em condições muitas vezes bastante precárias. As cidades de Rio de Janeiro, São Paulo e Belo Horizonte são responsáveis por 60% das necessidades de investimento em mobilidade urbana nos próximos anos, mas são também aquelas que estão em melhores condições financeiras de obter financiamento privado. O BNDES poderia participar como parte minoritária de um *pool* de agentes desse esforço e ser o agente principal do financiamento do investimento das outras 24 capitais do país, numa iniciativa que se estendesse ao longo dos próximos 5 anos, por exemplo. Trata-se de uma iniciativa para a qual convergiriam três elementos consistentes entre si, pois os investimentos representariam ao mesmo tempo, em termos macroeconômicos, um fator de demanda, simultaneamente com a ampliação da oferta e, o que é mais importante, com impacto imediato no bem-estar da maioria da população.

Se a instituição, como banco de desenvolvimento, organizar a sua estratégia, ao menos parcialmente, em torno de grandes missões, uma que nos parece evidente – ainda que pouco cuidada até o momento – é o tema das **idades**. O desenvolvimento urbano é essencial em todos os aspectos, pois é nas cidades que a maioria dos habitantes vive, se locomove, trabalha, se diverte e adocece. Se as cidades brasileiras permanecerem descuidadas, sem obras arquitetônicas relevantes, com verde nas regiões ricas e sem água e esgoto nas regiões mais pobres, com boa educação nos bairros abastados e ruim nas favelas, as desigualdades sociais serão perpetuadas e as divisões sociais e políticas tendem a se manter. “Cidade boa para todos” é uma agenda que requer uma conjugação de instrumentos de intervenção das três esferas de Governo e dos atores privados, aí incluídos os habitantes enquanto agentes exercendo a sua cidadania. Se bem-organizada, tal agenda pode destravar bilhões de R\$ em investimentos dos setores público e privado, incluindo impactos positivos sobre a construção residencial. Tal dinâmica favoreceria impactos positivos sobre indústrias fornecedoras de insumos, com repercussão apenas marginal nas importações.

Tal reflexão remete ao tema da importância crucial do **saneamento**, assunto no qual a instituição já vem assumindo um papel chave nos últimos anos, a partir da aprovação do novo marco legal do setor. Trata-

se de uma agenda essencial ao desenvolvimento, com benefícios inequívocos tanto em termos de bem-estar social, como pela repercussão positiva sobre os indicadores de saúde. Há também impactos positivos ao longo da cadeia de fornecedores de bens, equipamentos e serviços, muitos dos quais são locais ou nacionais, com pouca repercussão sobre o nível das importações.

Tal como no caso das cidades, a abordagem baseada em problemas pode e deve ser aplicada a outros temas, com destaque para a **mudança climática e sustentabilidade ambiental**. O BNDES é um candidato natural a ser o financiador por excelência de investimentos transformadores, na linha de avançar no que vem sendo crescentemente chamado de “economia verde”. A preparação para a mudança climática exigirá investimentos expressivos em suas dimensões de adaptação e mitigação. Além de financiar despesas de retorno longo e incerto, é necessário articular ações conjuntas com múltiplos atores, capacidade que o BNDES sempre mostrou ter e que vem aprimorando em suas atuações recentes nas agendas ESG, de concessões e de estruturação de PPPs.

Na mesma linha da preocupação com a sustentabilidade, no tema da **Amazônia** o BNDES tem um potencial enorme para fazer parte de uma aliança de atores diversos, que aporte não apenas recursos financeiros reembolsáveis e não-reembolsáveis, como também assistência técnica e capacidade de coordenação e articulação. Consequentemente, tal operação em rede, no contexto externo da organização, irá requerer maior agilidade interna, com equipes multidisciplinares organizadas também por desafios diversos, substituindo ou complementando a estrutura hierárquico-funcional tradicional.

No que diz respeito à **atuação com MPMEs**, o modelo operacional da Área de Operações e Canais Digitais é hoje um grande diferencial positivo, que pode ser ainda aprimorado. Através desse canal, o BNDES exerce um papel importante na desconcentração bancária e na pulverização do crédito às MPMEs. A instituição tem trabalhado para ampliar a rede de distribuição, e desenvolver instrumentos alternativos e fundos garantidores. Existe a possibilidade de o canal ser usado para dinamizar ainda mais a atuação com este grupo de empresas, fomentando o empreendedorismo.

Por último, parece-nos chave – e aqui também a iniciativa marcaria uma continuidade em relação a ações já em curso – estreitar as atividades de **apoio à modernização dos Estados**. A partir do momento em que estes forem diminuindo a sua dívida com o Tesouro Nacional com o pagamento da dívida negociada no final da década de 1990, abre-se um espaço de endividamento para que essas unidades da Federação se envolvam em investimentos transformadores, que demandem grande mobilização de recursos, mas com retornos de longo prazo. Isso envolve desde mudanças administrativas, até investimentos em infraestrutura, passando pela melhora nos setores sociais, com destaque para as áreas de saúde,

educação e segurança pública. Em todos esses casos, dada a natureza do seu *funding* e sua característica de banco de desenvolvimento, o BNDES pode ter um papel relevante a desempenhar.

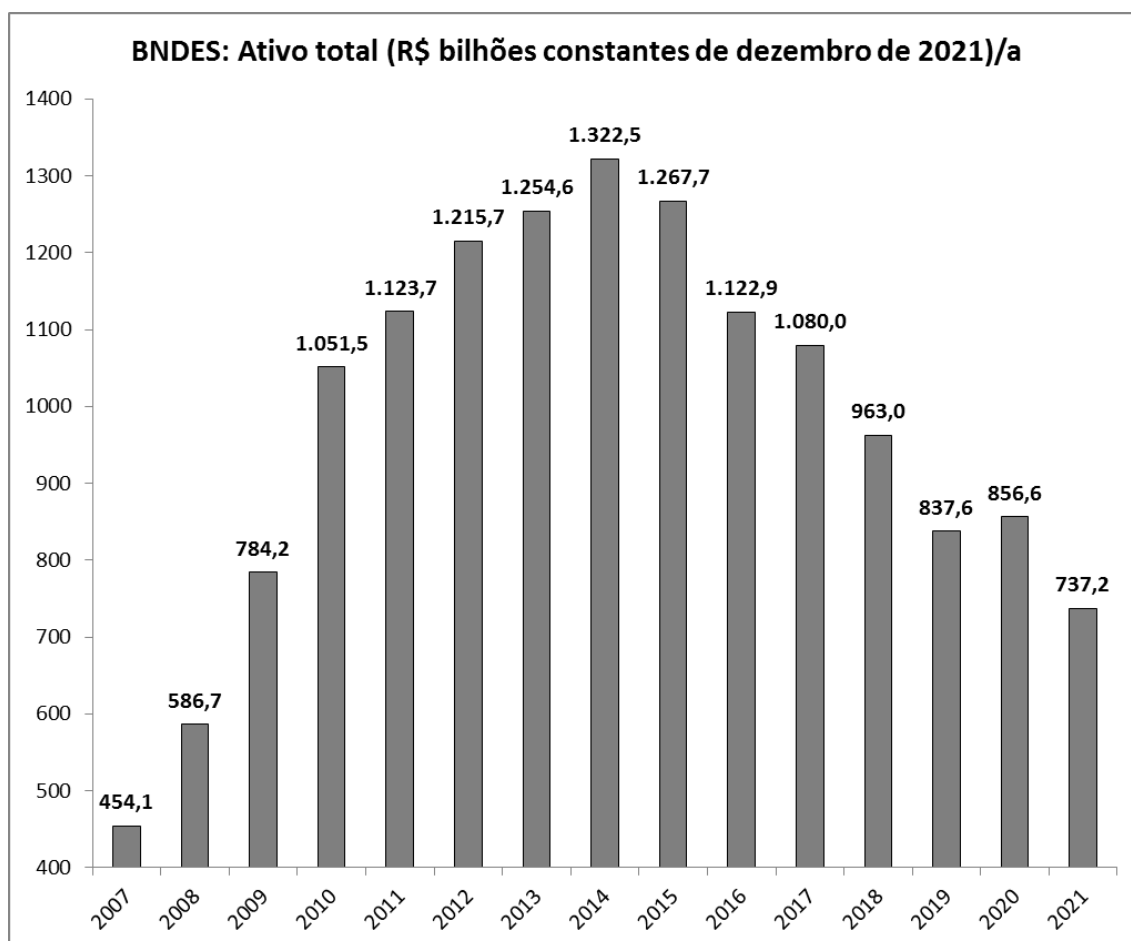
7. Conclusões

Nos 7 anos de 2008 a 2014, o Tesouro Nacional emprestou ao BNDES um montante total, a valores correntes originais, de mais de R\$ 440 bilhões. Tais recursos começaram a ser devolvidos ainda na gestão da Presidente Dilma Rousseff, sendo Joaquim Levy Ministro da Fazenda e tiveram a devolução acentuada na gestão de Michel Temer e, posteriormente, de Jair Bolsonaro. Inicialmente, no final de 2018, o Tesouro Nacional e o BNDES repactuaram os contratos originais, antecipando o prazo final da sua vigência e, nos anos seguintes, esse prazo foi novamente encurtado, entre outras coisas por determinação formal do Tribunal de Contas da União (TCU).

A combinação desses movimentos levou a uma trajetória acentuada de crescimento e declínio do volume total de ativos do BNDES. A preços constantes de dezembro de 2021, o ativo total da instituição, que em dezembro de 2007, antes da expansão, era da ordem de R\$ 450 bilhões, escalou a mais de R\$ 1,3 trilhões 7 anos depois, para encolher de forma praticamente contínua deste então, até menos de R\$ 750 bilhões em 2021 (Gráfico 4). Em termos reais, provavelmente o tamanho do ativo do BNDES no final de 2022 será da ordem de metade do que era 8 anos antes.

Cumprе ressaltar que no acumulado do período 2010/2021 o BNDES foi o maior pagador de dividendos ao Tesouro Nacional, sendo responsável por quase 40% dos dividendos recebidos pelo Tesouro em função da propriedade estatal das empresas sob seu domínio, proporção essa que foi de mais de duas vezes a contribuição da segunda empresa nessa rubrica (Tabela 15). No acumulado a valores correntes desses 12 anos, o BNDES gerou um lucro líquido de R\$ 142 bilhões e pagou R\$ 79 bilhões de dividendos ao Tesouro Nacional (Tabela 16). Não só a posição financeira do BNDES nunca chegou a ser comprometida, como inclusive o seu patrimônio líquido, em que pese a redução do tamanho dos ativos, cresceu de R\$ 31 bilhões em 2015, para o nível de R\$ 127 bilhões no final de 2021. Sob qualquer ângulo que se olhe, a posição financeira atual do BNDES é extremamente sólida.

Gráfico 4



/a Deflator: IPCA.

Fonte: BNDES (balanço, vários anos).

Tabela 15

Participação das diferentes empresas estatais no valor acumulado de dividendos pagos ao Tesouro Nacional no período 2010/2021 (%)

Empresa	Participação (%)
BNDES	38,6
Caixa Econômica	19,1
Petrobras	17,6
Banco do Brasil	15,4
Outros	9,3
Total	100,0

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (www.gov.br/tesouronacional/pt-br).

Tabela 16

BNDES: Variáveis selecionadas (R\$ bilhões correntes)

Ano	Lucro líquido	Pagamento de dividendos ao TN	Patrimônio líquido
2010	9,9	10,1	65,9
2011	9,0	6,9	61,0
2012	8,1	12,9	50,0
2013	8,2	7,0	45,6
2014	8,6	9,1	30,7
2015	6,2	5,0	31,0
2016	6,4	0,2	55,2
2017	6,2	3,4	62,8
2018	6,7	1,5	79,6
2019	17,7	9,5	104,8
2020	20,7	0,0	113,0
2021	34,1	13,6	127,0
Soma	141,8	79,2	n.c.

n.c. Não considerado.

Fonte: BNDES (balanço, vários anos) e Secretaria do Tesouro Nacional (www.gov.br/tesouronacional/pt-br).

Mais ainda: nos últimos anos, revertendo a situação que tinha sido observada até alguns anos antes – quando os custos dos financiamentos concedidos pelo BNDES eram inferiores ao custo marginal de endividamento público – o BNDES se tornou um provedor líquido de ganho patrimonial em favor do Tesouro Nacional (Tabela 17). Isto porque o custo pago pelo BNDES ao Tesouro se tornou muito superior ao custo que o Tesouro pagou, na margem, para se endividar junto ao mercado nas suas novas emissões de papéis da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna em poder do público (DPMFi).²⁶

Tabela 17 Custo médio da dívida pública x TLP (% , janeiro/dezembro)

Ano	Custo médio emissões oferta pública DPMFi	SELIC	TLP nominal
2019	6,94	5,95	6,85
2020	4,44	2,76	6,44
2021	8,49	4,42	13,26
2022/a	11,88	10,22	13,62

/a 12 meses até agosto.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (www.gov.br/tesouronacional/pt-br) e elaboração própria, com base na divulgação mensal do valor do componente real da TLP e do IPCA.

²⁶ Na Tabela 17, o custo nominal da TLP foi obtido pela combinação do componente real da TLP, mês a mês, com a inflação anual. Como a TLP começou a vigorar em janeiro de 2018, o primeiro aniversário anual dos novos empréstimos foi em janeiro de 2019. Por isso, a tabela, que se refere ao acumulado anual, só começa em 2019, para poder comparar as variáveis com o custo da TLP.

Em 2019, o custo marginal do Governo se endividar junto ao mercado foi similar ao da TLP nominal, mas em 2020 aquele foi de 4,4%, quando o Tesouro foi remunerado pelo BNDES pelos empréstimos (inclusive FAT) a 6,4%, taxas essas que em 2021 passaram a ser de 8,5% e 13,3%, respectivamente, diferencial esse mantido ainda fortemente positivo em 2022. Objetivamente, a situação configura uma espécie de “subsídio ao contrário”: o BNDES cobra mais dos seus clientes e paga ao Tesouro mais do que este pagou, na margem, para se endividar frente ao mercado.

O país conta com enormes desafios para os próximos anos. É preciso retomar uma trajetória de crescimento sustentado da economia. Os investimentos em infraestrutura precisam praticamente dobrar para que possamos fechar o *gap* atual existente. O BNDES, como principal instrumento do Governo Federal para financiamento de longo prazo e investimento nos diversos segmentos da economia brasileira, tem um papel relevante para essa transformação.

Ao mesmo tempo, não há razões para restabelecer a dinâmica de desembolsos observada em épocas anteriores. Adotando uma hipótese de variação do deflator do PIB de 9 % em 2022, conclui-se que os desembolsos do BNDES, na média dos 6 anos 2009/2014, a preços médios de 2022, foram de R\$ 328 bilhões/ano. Independentemente da opinião que cada analista tiver acerca das políticas adotadas naqueles anos, essa é uma realidade que ficou para atrás, incompatível com a situação fiscal e os condicionantes atuais da economia brasileira.

Em 2021, o Planejamento Estratégico do BNDES definiu a infraestrutura como uma das missões do Mapa Estratégico do BNDES 2022-2031, cujo objetivo é desenvolver e apoiar projetos para aumentar a produtividade, ampliar acesso e promover infraestrutura integrada, sustentável e resiliente. Estabeleceram-se seis focos estratégicos: Logística, Mobilidade Urbana, Saneamento, Telecomunicações, Energia Elétrica e Gás Natural. Houve uma intensa articulação entre as equipes do BNDES e as do Ministério de Economia, em especial, com a Secretaria de Desenvolvimento da Infraestrutura (SDI), para estimar as necessidades de investimento e os desafios e oportunidades associados a elas. Foram traçados dois cenários de investimento para o horizonte de 10 anos e mapeadas ações prioritárias para que o BNDES contribua para a redução do *gap* de infraestrutura.

Além do financiamento à infraestrutura, já mencionado anteriormente, outras áreas possíveis de atuação do BNDES seriam:

- estruturação de concessões: tendo sido um sucesso no período recente, elas irão requerer mais esforço e conhecimento para lidar com segmentos menos rentáveis, como, por exemplo, as áreas de saúde e educação na infraestrutura social, mas também em mobilidade urbana e saneamento, onde geralmente é necessário conciliar investimentos públicos e privados. É, contudo, uma janela de oportunidade para o uso combinado de três

- instrumentos fundamentais de um banco de desenvolvimento: a) serviços de estruturação; b) assistência técnica; e c) crédito;
- mobilidade urbana: o BNDES pode ter um papel chave tanto na concepção, como na coordenação e no financiamento de um grande plano de apoio à mobilidade urbana, entendido como um elemento central associado às necessidades mais urgentes da população, que gasta uma parcela relevante do seu tempo em deslocamentos de casa para o trabalho e viceversa, em condições muitas vezes bastante precárias;
 - cidades: o desenvolvimento urbano é essencial em todos os aspectos, pois é nas cidades que a maioria dos habitantes vive, se locomove, trabalha, se diverte e adocece. Se bem organizada, tal agenda pode destravar bilhões de R\$ em investimentos dos setores público e privado;
 - saneamento: o BNDES já vem assumindo um papel chave no setor nos últimos anos. Trata-se de uma agenda essencial ao desenvolvimento, com benefícios inequívocos em termos de bem-estar social, bem como pela repercussão positiva sobre os indicadores de saúde;
 - mudança climática e sustentabilidade ambiental: BNDES é um candidato natural a ser, nos próximos anos, o financiador por excelência de investimentos transformadores, na linha de avançar no que vem sendo crescentemente chamado de “economia verde”;
 - Amazônia: BNDES tem um potencial enorme para fazer parte de uma aliança de atores que aporte não apenas recursos financeiros reembolsáveis e não-reembolsáveis, como também assistência técnica e capacidade de coordenação e articulação;
 - atuação com MPMEs: o BNDES exerce importante papel na desconcentração bancária e na pulverização do crédito às MPMEs; e
 - apoio à modernização dos Estados: ao reduzir sua dívida com o Tesouro Nacional, abre-se um espaço de endividamento para que estes se envolvam em investimentos transformadores, que demandem grande mobilização de recursos, com retornos de longo prazo.

É importante destacar que, nos últimos anos, o Banco se organizou melhor internamente, do ponto de vista de processos, instrumentos, tecnologias e maturidade, para ser mais ágil nas respostas às demandas da sociedade. Contudo, novas alterações e avanços serão necessários para que, no decorrer do restante da década, o BNDES atenda aos novos desafios associados às necessidades do desenvolvimento do país.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aronovich, S. e Rigolon, F.; “Cenários comparados da disponibilidade de recursos e alternativas de políticas para o futuro”; in Além, A. C. e Giambiagi, F., organizadores, “O BNDES em um Brasil em transição”, BNDES, Rio de Janeiro, 2010.

Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base-ABDIB. Relatório Anual 2021. Em <https://www.abdib.org.br/wp-content/uploads/2021/02/Relat%C3%B3rio-Anual-2021.pdf>

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social-BNDES; “Resultados do BNDES no 2º trimestre de 2022” (agosto/2022); BNDES, 2022a.

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social-BNDES; “Recursos financeiros captados junto ao Tesouro Nacional: Devoluções”; www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/recursos-do-tesouro-nacional, BNDES, 2022b (acesso em 27/09/2022).

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social-BNDES; “Estratégia de Longo Prazo do BNDES” (versão 2022); BNDES, 2022c.

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social-BNDES; “Plano Trienal – 2020/2022”; BNDES, 2019.

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social-BNDES; “Livro Verde – 65 anos: Nossa história tal como ela é”; BNDES, 2017.

Camacho, F. e Ambrózio, A.M.; “Regulação da infraestrutura no Brasil: avanços recentes a perspectivas futuras”; in Giambiagi, F. e Barboza, R. (organizadores), “O Labirinto Visto de Cima: Saídas para o Desenvolvimento do Brasil”, Editora Luz, São Paulo, 2022.

Frischtak, C. e Mourão, J.; “Uma estimativa do estoque de capital de infraestrutura no Brasil”; trabalho preparado para o IPEA, 2017, disponível em <https://epge.fgv.br/conferencia/modernizacao-da-infraestrutura-brasileira-2017/files/estoque-de-capital-de-infra-Brasil-22-08-2017.pdf>.

Giambiagi, F. e Barboza, R (organizadores).; “O Labirinto Visto de Cima – Saídas para o Desenvolvimento do Brasil”; Editora Lux, São Paulo, 2022.

Giambiagi, F.; Amorim, M. e Rieche, F.; “As Finanças do BNDES: Evolução Recente e Tendências”; Revista do BNDES, vol. 16, n° 31, junho, 2009.

Giambiagi, F.; Lamenza, G. e Pinheiro, F.; “A Capacidade de Desembolso do BNDES Durante a Década de 2010”; Revista do BNDES, vol. 18, n° 36, dezembro, 2011.

Inter.B Consultoria Internacional de Negócios; Uma análise retrospectiva do estoque e fluxo dos investimentos em infraestrutura e projeções para 2022; Carta de Infraestrutura, Ano 9, nº 21, 06 de maio de 2022.

Plano Integrado de Longo Prazo da Infraestrutura-PILPI; Comitê Interministerial de Planejamento da Infraestrutura; 2021.

Projeto Infra 2038. Relatório 2020. Perspectivas para o Avanço da Infraestrutura Brasileira: Os Desafios da Pandemia e Seus Desdobramentos, 2021. Disponível em: https://159146a3-f37e-4128-a17e-52af8299c800.filesusr.com/ugd/63fe2f_d467f2188ebc45ebb3bf7ba1db0afb7a.pdf

Rocha, I.; “Infraestrutura: Diagnóstico e propostas”; in Salto, F., Villaverde, J. e Karpuska, L. (organizadores), “Reconstrução: O Brasil nos Anos 20”, Editora Saraiva/IDP, São Paulo, 2022.

Apêndice 1

Variáveis selecionadas

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

Fonte: IBGE, www.ibge.gov.br (Contas Nacionais trimestrais) e BNDES, Notas para a Imprensa (www.bndes.gov.br).