

As Finanças do BNDES: Evolução Recente e Tendências

FABIO GIAMBIAGI
FERNANDO RIECHE
MANOEL AMORIM*

RESUMO Este artigo analisa a evolução das finanças do BNDES na atual década e discute suas perspectivas ao longo dos próximos anos. Mostra-se que os resultados do BNDES têm sido associados ao retorno da renda variável e que os recursos líquidos do FAT estão escasseando. O artigo discute as incertezas associadas à continuidade do financiamento por parte do Tesouro na próxima década e conclui que, se o BNDES quiser continuar sua expansão, terá de se engajar em um intenso programa de novas captações, na década de 2010.

ABSTRACT *This article analyzes the evolution of the BNDES finances during the current decade and discusses its prospects for the following years. It is shown that the BNDES results have been related to the stock market returns and that the net resources of FAT (Worker's Assistance Fund) are diminishing. The paper discusses the uncertainties associated with the continuity of Treasury financing in the next decade and concludes that BNDES will have to engage in a strong fund-raising program in the 2010 decade, if it wants to continue expanding its budget.*

* Respectivamente, economistas e engenheiro do BNDES.

Os autores agradecem os comentários feitos a uma versão preliminar por Gil Bernardo Borges Leal, João Carlos Ferraz, Lavinia Barros de Castro, Selmo Aronovich e Vivian Machado. Como de praxe, porém, assumem integralmente a responsabilidade pelo conteúdo final do texto.

1. Introdução.

O BNDES passou por transformações expressivas ao longo do tempo. Depois de ter sido um agente importante do financiamento da infraestrutura brasileira nas primeiras décadas da sua existência, foi responsável pelo amadurecimento da indústria de bens de capital nos anos 1970; agiu no sentido de salvar diversas empresas na crise dos anos 1980; atuou operacionalizando e financiando a privatização nos anos 1990; colaborou no esforço exportador dos primeiros anos da década atual, além de ter se voltado novamente para a ampliação do financiamento à infraestrutura, nos últimos anos; e foi chamado para exercer um importante papel anticíclico na crise de 2008/2009. Paralelamente a essas mudanças na sua atuação, o Banco foi também experimentando modificações na estrutura do seu financiamento. Ao longo das décadas, seu *funding* teve diferentes desenhos, indo desde o recebimento de impostos até o apelo a fontes externas, passando também pelo aumento da importância do retorno das suas operações.

O presente trabalho é uma tentativa de apresentar as principais tendências desse movimento associado às mudanças na composição do financiamento do Sistema BNDES ao longo do tempo. Ele se insere no esforço interno de reflexão acerca dos destinos da instituição, exposto tanto em textos como os de Torres (2006, 2007) quanto no planejamento estratégico para os próximos anos, recentemente empreendido pela instituição. Ao mesmo tempo, o texto deve ser visto como um esforço, ampliado com outras informações, complementar ao da excelente recopilação de dados históricos do BNDES feita nos trabalhos de Prochnik (1995) e Prochnik e Machado (2008).

O leitor notará que o texto não trata em forma detalhada o desenvolvimento de propostas para dar conta dos desafios suscitados pelas tendências financeiras aqui expostas. Entretanto, isso é proposital, uma vez que o objetivo é apenas apresentar os traços fundamentais da evolução dos grandes números das finanças do BNDES na década atual e destacar as questões que algumas tendências suscitam acerca do futuro de médio e longo prazos da instituição. A discussão das propostas relacionadas com esse assunto é um desdobramento natural do debate que o texto pode alimentar, mas o aprofundamento disso vai além dos limites do presente trabalho.

O artigo divide-se em cinco seções. Depois desta breve introdução, apresentam-se os fatos estilizados referentes à evolução das finanças do

BNDES nos últimos anos. Na terceira seção, expõe-se de forma mais pormenorizada o amadurecimento do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e como isso afeta a dinâmica dos recursos recebidos pelo BNDES. Na quarta, discute-se que peso o BNDES deveria ter no financiamento do investimento, tema central no debate acerca dos rumos futuros da instituição, e também abordam-se as perspectivas de evolução nos próximos anos das variáveis antes apresentadas. Finalmente, há uma seção de conclusões.

2. As Finanças do BNDES nos Últimos Anos: Fatos Estilizados

O BNDES foi se consolidando ao longo dos últimos anos como uma das maiores instituições financeiras do país. Atualmente, conta com um ativo equivalente a cerca de US\$ 120 bilhões e um patrimônio líquido de mais de US\$ 10 bilhões, números esses bastante expressivos (Tabela 1).

TABELA 1

Indicadores Financeiros Consolidados do BNDES

(Em R\$ Milhões Constantes – Dezembro de 2008)*

ANO	ATIVO TOTAL	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
2000	172.747	21.825
2001	179.081	19.475
2002	214.059	17.513
2003	197.348	16.679
2004	197.767	17.026
2005	199.557	17.919
2006	207.387	21.120
2007	214.608	26.393
2008	277.294	25.267

Fonte: BNDES.

* Deflator: IPCA.

O ativo de 2008 é decomposto na Tabela 2, na posição de 31 de dezembro, mostrando uma carteira de empréstimos de R\$ 221 bilhões e R\$ 8 bilhões em debêntures. O ativo permanente é composto basicamente do valor contábil das ações na carteira da BNDESPAR.

TABELA 2

Ativo Consolidado do BNDES em 31 de Dezembro de 2008

COMPOSIÇÃO	R\$ MILHÕES
Disponibilidades, Aplicações,	
Títulos e Valores Mobiliários*	21.732
Debêntures	8.224
Relações Interfinanceiras	101.714
Recursos do Fundo PIS-Pasep	23.295
Recursos Livres	78.419
Operações de Crédito	118.835
Recursos do Fundo PIS-Pasep	6.167
Recursos do Fundo da Marinha Mercante (FMM)	4.318
Recursos Livres	108.350
Outros Créditos	5.979
Outros Valores e Bens	173
Ativo Permanente	25.403
(-) Provisão para Risco de Crédito	4.766
Ativo Total	277.294

Fonte: BNDES.

* Exceto debêntures.

Com a marcação a mercado estabelecida pela Lei 11.638, de 2007, o ativo e o patrimônio líquido do BNDES devem passar a incorporar o valor de mercado da carteira de ações da BNDESPAR, até então valorizada apenas pelo seu valor contábil.¹

A diferença entre ambos os valores, em vários anos, foi expressiva. Na posição de dezembro de 2007, o valor de mercado da carteira era de R\$ 85 bilhões, enquanto o contábil, lançado no balanço, era de R\$ 19 bilhões. Já em dezembro de 2008, a posição acionária a preços de mercado absorveu o efeito da queda dos índices em virtude da crise internacional. A carteira de ações, apesar da queda recente, continua responsável pela maior parte da carteira total da BNDESPAR (Tabela 3).

1 A Lei 11.638, sancionada em 28.12.2007, determinou que as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) fossem elaboradas em consonância com os padrões internacionais do International Financial Reporting Standards (IFRS). As novas regras passam a vigorar em 2009. A referida lei alterou e revogou dispositivos da Lei 6.404, de 15.12.1976 (Lei das Sociedades Anônimas) e da Lei 6.385, de 7.12.1976.

TABELA 3

Carteira da BNDESPAR

(Em R\$ Milhões Correntes)

ANO	AÇÕES			DEBÊNTURES	FUNDOS E BÔNUS	TOTAL
	Negociadas	Não Negociadas	Total			
2001	7.877	7.972	15.849	4.828	452	21.129
2002	8.189	8.040	16.229	5.084	417	21.730
2003	16.377	13.321	29.698	6.689	549	36.936
2004	19.515	15.283	34.798	6.281	473	41.552
2005	26.411	15.255	41.666	6.084	402	48.152
2006	34.025	20.680	54.705	4.089	234	59.028
2007	70.834	13.982	84.816	2.633	409	87.858
2008	38.462	14.273	52.735	5.181	1.040	58.956

Fonte: BNDES.

Como a determinação legal anterior permitia lançar como valor contábil o valor do custo histórico de aquisição das ações mantidas na carteira do Banco, à medida que o tempo passava e com a valorização do mercado de ações, a proporção do valor de mercado representada pelo valor contábil tendia a diminuir.² No fim de 2007, o valor contábil das ações registrado no balanço do BNDES correspondia a apenas 22% do valor de mercado da carteira (Tabela 4). Como já salientado, a mudança abrupta do mercado acionário em 2008, naturalmente, mudou esse panorama e, por causa da queda do valor de mercado das ações, tal percentual aumentou.

O BNDES beneficiou-se do processo de alta do mercado acionário ocorrido nos últimos anos, até meados de 2008, entre outras coisas, por ter uma carteira relativamente concentrada em algumas das ações que mais subiram no período, com destaque para a Petrobras e a Vale do Rio Doce (Tabela 5). Mesmo computando os efeitos da queda das bolsas em 2008, com o mesmo valor histórico que no começo da década, entre 2001 e 2008 o valor da carteira da Petrobras multiplicou-se por 3,5. Só isso já acrescentou mais R\$ 11 bilhões do aumento da ordem de R\$ 37 bilhões da carteira do BNDES entre essas mesmas datas. Como essa é uma carteira antiga do Banco, em 2008 o valor histórico correspondia a apenas 7% do valor de mercado, no caso das ações da Petrobras. Atualmente, a soma das ações de

2 Se, por exemplo, uma ação de valor de R\$ 10 era registrada pelo valor histórico e anos depois valia R\$ 100, a relação valor contábil/valor de mercado passava a ser de 10%.

Petrobras e Vale + Valepar representa 50% da carteira de ações do BNDES (Tabela 5).

TABELA 4

Carteira de Ações da BNDESPAR: Valor Contábil e Valor de Mercado

ANO	VALOR CONTÁBIL (A)	VALOR DE MERCADO (B)	A/B
2001	9.505	15.849	0,60
2002	10.747	16.229	0,66
2003	14.079	29.698	0,47
2004	14.515	34.798	0,42
2005	14.566	41.666	0,35
2006	14.922	54.705	0,27
2007	18.840	84.816	0,22
2008	25.165	52.735	0,48

Fonte: BNDES.

Além dessas ações, o Banco tem uma carteira em que se destacam:

- a) ações da Eletrobrás em poder do Banco há muitos anos, que como as da Petrobras e da Vale/Valepar respondem a decisões de governo, em que o BNDES atua como braço executor de determinações superiores;
- b) ações de empresas/instituições com certo peso na carteira, com destaque para os papéis da CSN, da Brasileira e do Banco do Brasil; e
- c) um conjunto variado de ações de diversas empresas nas quais o BNDES tem participação, por meio de sua subsidiária BNDESPAR e em relação às quais o Banco realiza certa movimentação da carteira. Tal movimentação atende às características tradicionais de atuação da BNDESPAR, que costuma ser sócia minoritária de empresas vistas como potencialmente interessantes, seja pela perspectiva de rentabilidade e/ou pela sua relevância estratégica, à luz do papel do BNDES como banco de desenvolvimento.³

O comportamento do mercado acionário foi um fator fundamental para explicar o resultado financeiro do BNDES, retratado em detalhes no

³ Uma vez atingidos os objetivos do aporte de capital, a BNDESPAR costuma vender sua participação, ganhando fôlego financeiro para participar de novas iniciativas.

Apêndice 1. A Tabela 6 apresenta um resumo das informações do citado Apêndice 1, agregadas de forma que torne mais visível a evolução dos principais determinantes do lucro. Nota-se que o resultado da renda variável, que respondia por valores da ordem de grandeza de R\$ 1 bilhão/ano nos primeiros anos da década, tem aumentado a ponto de chegar a mais de R\$ 6 bilhões em 2007 e 2008, neste último caso em virtude de eventos ocorridos antes da crise que eclodiu no fim do ano.

TABELA 5

Composição da Carteira de Ações da BNDESPAR: Valor de Mercado

(Em R\$ Milhões)

Ano	Petrobras	Vale + Valepar	Eletróbrás	3+	Demais	Total
2001	4.429	1.262	2.157	29	7.972	15.849
2002	4.136	2.073	1.539	441	8.040	16.229
2003	6.777	5.295	3.234	2.832	11.560	29.698
2004	8.387	6.944	2.597	3.348	13.522	34.798
2005	12.656	8.406	2.530	4.580	13.494	41.666
2006	16.807	11.197	3.397	5.242	18.062	54.705
2007	29.685	21.012	3.245	7.646	23.228	84.816
2008	15.646	10.607	3.478	4.374	18.630	52.735
VALOR CONTÁBIL (% DO VALOR DE MERCADO)						
	Petrobras	Vale + Valepar	Eletróbrás	3+	Demais	Total
2001	23,2	44,5	101,4	72,4	71,6	60,0
2002	25,7	40,9	143,6	63,3	79,0	66,2
2003	15,7	44,4	70,7	72,0	54,9	47,4
2004	12,4	33,4	87,4	61,9	50,4	41,7
2005	8,1	26,8	88,5	50,4	50,0	35,0
2006	6,1	20,1	65,9	41,4	40,1	27,3
2007	3,4	10,8	69,0	44,0	42,8	22,2
2008	6,5	39,0	64,4	61,9	80,9	47,7
% DO VALOR DE MERCADO DA CARTEIRA						
	Petrobras	Vale + Valepar	Eletróbrás	3+	Demais	Total
2001	27,9	8,0	13,6	0,2	50,3	100,0
2002	25,5	12,8	9,5	2,7	49,5	100,0
2003	22,8	17,8	10,9	9,5	39,0	100,0
2004	24,1	20,0	7,5	9,6	38,8	100,0
2005	30,4	20,2	6,1	10,9	32,4	100,0
2006	30,7	20,5	6,2	9,6	33,0	100,0
2007	35,0	24,8	3,8	9,1	27,3	100,0
2008	29,7	20,1	6,6	8,3	35,3	100,0

Fonte: BNDES.

3+ = CSN, Brasileira e Banco do Brasil.

A rigor, a contribuição da venda de ações pode continuar a ser positiva, mesmo em caso de queda do mercado.⁴ É evidente que, com o mercado em ascensão, como foi o caso do processo observado até meados/final de 2008, as possibilidades de ganho se ampliaram bastante. Com isso, o lucro do BNDES se situou, depois de meados da década, acima de R\$ 5 bilhões/ano. Em 2007, isso chegou a corresponder a um retorno sobre o ativo total médio de 3,5% e sobre o patrimônio líquido médio, de 33,2% [BNDES (2008)].

Ao mesmo tempo, as informações do Apêndice 1, resumidas na Tabela 6, revelam outras duas tendências importantes:⁵

a) a perda de importância relativa, nos últimos anos, do resultado líquido (receitas - despesas) da intermediação financeira, algo particularmente relevante dado o aumento dos desembolsos ocorrido no período. O resultado da intermediação financeira inicialmente estagnou em R\$ 5 bilhões depois de 2005, com uma queda importante posterior em 2008; e

b) as mudanças ocorridas na provisão para o risco de crédito, provisão que impactou negativamente o balanço do BNDES até 2005 e, em contrapartida, gerou impactos favoráveis nos anos 2006–2008, por causa do desprovisionamento líquido de recursos, graças à política de recuperação de créditos. Cabe ressaltar, porém, que, como o provisionamento, por definição, tem de ser no mínimo igual a zero, o valor do desprovisionamento está naturalmente limitado no tempo e não pode ser expressivo indefinidamente.⁶

⁴ Isso porque uma ação adquirida originalmente por R\$ 100, por exemplo, pode gerar lucro para efeitos da apuração do resultado da renda variável, se for vendida em determinado ano a R\$ 200, mesmo que em 31 de dezembro do ano anterior tenha sido cotada a R\$ 250, já que o relevante para efeitos do cálculo do lucro é se houve ganho em relação ao momento da aquisição do papel.

⁵ No Apêndice 1, o valor elevado da rubrica "Atualização monetária do passivo" em 2008 capta o efeito da atualização do pagamento de dividendos referentes a 2006 e 2007.

⁶ A rigor, a curto prazo, esse efeito sobre o resultado poderá ser negativo se, por conta da crise atual, em 2009 ou 2010, houver necessidade de elevar o nível de provisionamento para possíveis perdas.

TABELA 6

Resultados Consolidados do Sistema BNDES: Resumo

(Em R\$ Milhões)

COMPOSIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Renda Variável ¹	1.149	1.394	1.152	1.517	2.573	3.520	6.105	6.024
Resultado da Intermediação Financeira	2,931	4,187	3,411	3,469	4,947	4,844	4,804	3.118
Op. Crédito e Repasses Financeiros	855	- 602	- 563	- 75	1.339	475	1.997	121
Moeda Nacional	374	220	- 453	328	- 46	77	1.212	829
Moeda Estrangeira	481	- 822	- 110	- 403	1.385	398	785	- 708
Resultado da Aplicação de Títulos e Valores Mobiliários	1.491	3.571	3.133	2.652	3.085	3.282	1.824	2.183
Outras Operações	585	1.218	841	892	523	1.087	983	814
Reversão do Risco de Crédito	-1.709	-2.641	-1.880	-1.638	- 845	1.052	1.383	445
Despesas Pessoal/ Administrativas ²	- 423	- 485	- 603	- 860	- 763	- 775	- 804	- 984
Outras Receitas/ Despesas ³	269	- 194	139	- 335	- 466	320	-1.015	- 865
Tributos ⁴	-1.415	-1.711	-1.181	- 655	-2.244	-2.630	-3.159	-2.425
Lucro Líquido	802	550	1.038	1.498	3.202	6.331	7.314	5.313

Fonte: BNDES.

¹ Resultado de participações societárias.² Inclui participação dos empregados no lucro.³ Resultado líquido da carteira de câmbio, reversão/provisão de contingenciamentos trabalhistas e cíveis e resultado líquido de outras receitas e despesas operacionais e não operacionais.⁴ Despesas tributárias, pagamento de Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro e resultado líquido do diferimento de impostos.

O que foi dito anteriormente pode ser observado na Tabela 7, que apresenta a posição de balanço do estoque da provisão para risco de crédito. Em linhas gerais, o saldo provisionado cresceu até 2005 e diminuiu ligeiramente depois, o que é consistente com o dado do fluxo do resultado da Tabela 6.⁷

⁷ Da observação da tabela, pode-se inferir a existência, até certo ponto, de um caráter procíclico da variável. É razoável que situações de prosperidade impliquem baixo grau de inadimplência e, em contraste, conjunturas adversas gerem pressão de aumento das provisões.

TABELA 7

Provisão para Risco de Crédito do Balanço Consolidado do BNDES

ANO	PROVISÃO (R\$ MILHÕES)
2001	2.775
2002	5.177
2003	6.383
2004	5.785
2005	6.551
2006	5.077
2007	4.766
2008	4.766

Fonte: BNDES.

O Apêndice 2 complementa as informações anteriores, apresentando a evolução do passivo do BNDES (correspondente à diferença entre o ativo e o patrimônio líquido) ao longo da presente década. As principais tendências na evolução da composição da estrutura de endividamento do Banco, expostas no Apêndice 2 e sintetizadas na Tabela 8, são as seguintes:

- houve um claro aumento da participação dos recursos do FAT no total do passivo ao longo da década até 2006, embora no período mais recente tenha se verificado uma redução relativa;
- o FAT e o Fundo PIS-Pasep respondem ainda por quase 60% do passivo consolidado do Sistema BNDES;⁸
- houve uma queda relativa do financiamento externo: a soma de instituições multilaterais e bônus representou mais de um quinto do passivo consolidado em 2002, e em 2008 caiu a 7% do total; e
- recentemente, passou a haver um aumento expressivo da parcela do *funding* associada ao Tesouro Nacional.

A capacidade de desembolso do BNDES está relacionada com a diferença entre os fluxos de entradas e saídas. As principais variáveis estão explici-

⁸ O FAT é um fundo que recebe a arrecadação do PIS-Pasep desde 1988. Antes de 1988, tal arrecadação era destinada a outro fundo, separado, denominado PIS-Pasep.

tadas na Tabela 9, que é importante para discutir o tema da capacidade de desembolso da instituição nos próximos anos.

A diferença entre entradas e saídas foi de R\$ 51 bilhões em 2006, R\$ 62 bilhões em 2007 e R\$ 94 bilhões em 2008, o que correspondeu, *grossa modo*, ao volume de desembolsos, ajustado por pequenas variações do saldo disponível no fim do ano.

No caso das entradas, destacam-se os retornos, de mais de R\$ 50 bilhões nos últimos anos. O tema do FAT será objeto de comentários específicos posteriormente. A importância da renda variável para a capacidade de desembolso da instituição pode ser aferida pela contribuição de mais de R\$ 8 bilhões dessa rubrica na média do volume de entradas do último biênio. Chama a atenção, em 2008, especificamente, a magnitude de itens pouco relevantes ou inexistentes no passado, como as captações no FGTS e no Tesouro Nacional – no caso deste, elas assumirão valores notáveis em 2009 e 2010, conforme já anunciado – ou as captações de curto prazo.

TABELA 8

Sistema BNDES (Consolidado): Composição do Passivo Total¹
(Em %)

COMPOSIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
FAT	49,2	45,6	47,6	50,7	55,5	59,7	59,6	46,3
Constitucional	40,8	37,1	39,0	41,0	42,5	44,4	44,9	36,3
Depósitos Especiais	8,4	8,5	8,6	9,7	13,0	15,3	14,7	10,0
PIS-Pasep	19,9	14,1	14,7	14,4	14,9	15,3	15,7	11,7
Tesouro Nacional ²	5,7	11,7	13,6	14,2	12,7	8,9	8,4	17,3
Passivo Externo ³	18,4	21,0	17,9	14,0	10,0	8,4	6,8	6,9
Outros	6,8	7,6	6,2	6,7	6,9	7,7	9,5	17,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: BNDES.

¹ Passivo circulante e exigível a longo prazo.

² Inclui empréstimos e repasses, instrumentos híbridos de capital e dívida e outras vinculações.

³ Instituições multilaterais e bônus externos.

TABELA 9

Fluxo de Recursos do BNDES

(Em R\$ Milhões)

COMPOSIÇÃO	2006	2007	2008
A. Saldo inicial	7.382	6.264	4.544
B. Entradas	80.751	84.578	146.552
Retorno	47.124	53.377	55.344
FAT (Constitucional e Depósitos Especiais)	13.745	10.906	11.838
FND	1.248	745	635
Captação Externa – Organismos internacionais	1.805	1.606	934
Captação Externa – Bônus e Empréstimos	0	0	1.614
Captação Interna-Mercado	539	1.347	0
Carteira de Renda Variável	4.786	9.296	7.073
Carteira de Renda Fixa	3.721	3.847	10.231
Captação de Curto Prazo ¹	0	0	15.340
Rolagem de Operações Compromissadas	0	0	7.107
Captação TN, Receitas Financeiras e Outras	7.783	3.454	23.436
FGTS	0	0	13.000
C. Saídas	29.837	22.250	52.420
Serviço da Dívida: FAT Constitucional e Depósitos Especiais	7.077	8.784	8.575
Serviço da Dívida: PIS-Pasep	1.217	1.260	1.410
Serviço da Dívida: Outros	10.335	7.771	7.642
Aquisição de Títulos	0	0	16.000
Liquidação de Operações Compromissadas	0	0	8.207
Despesas Tributárias, Administr. e Outras Saídas	9.446	3.511	4.569
Dividendos Pagos à União	1.762	924	6.017
D. Desembolsos ²	52.032	64.048	90.214
E. Saldo Final (A+B-C-D)	6.264	4.544	8.462

Fonte: *BNDES*.¹ *CDB, CDI e compromissadas.*² *Exclui recursos vinculados (Banco da Terra, FMM etc.).*

Por último, um aspecto para o qual cabe chamar a atenção é o valor dos dividendos pagos à União no conjunto de itens do quadro de “saídas”, uma vez que, se a variável aumentar – como costuma ser reivindicado pelas autoridades fazendárias –, a capacidade de desembolso da instituição passa, automaticamente, na ausência de compensações, a ser menor. Para que se

tenha uma ideia da importância disso, basta dizer que, nas estatísticas da Receita Federal, o pagamento de dividendos ao Tesouro por todas as estatais – Petrobras, Eletrobrás e instituições financeiras e não financeiras federais, incluindo o BNDES – foi de 0,38% do PIB na média de 2006–2008. Nesse montante, com uma contabilização de caixa em alguns anos diferente da do BNDES, na média do triênio os dividendos do BNDES foram responsáveis por uma receita do Tesouro de 0,13% do PIB – maior que a dos dividendos da Petrobras no período, de 0,09% do PIB.⁹

3. O Amadurecimento do FAT

Desde a Constituição de 1988, o BNDES tem recebido um volume de recursos expressivo por conta da sua ligação com o FAT. A receita do PIS-Pasep, nos termos do art. 239 da Constituição, tem sido destinada na proporção de 40% ao BNDES (“FAT constitucional”) e de 60% para o seguro-desemprego. Tradicionalmente, o que se gastava com seguro-desemprego era um valor menor do que aquele que o Ministério do Trabalho recebia a título de 60% do PIS-Pasep, o que gerava uma sobra que se adicionava ao saldo do FAT aplicado pelo BNDES. Esse adicional compõe o que se denomina “Depósitos Especiais do FAT”.¹⁰ O estoque do FAT total crescia então duplamente, pelo acréscimo dos novos fluxos da parcela do BNDES que iam se incorporando ao FAT constitucional e pela adição do estoque dos depósitos especiais.

Depois de 2003, porém, a despesa do FAT com seguro-desemprego, apesar da queda da taxa de desemprego, aumentou de forma expressiva, pela combinação de aumentos do salário mínimo – que afeta uma proporção importante desses benefícios – e da maior formalização da economia.¹¹ Com isso e apesar da maior arrecadação propiciada pelo aumento da receita tributária nos últimos anos, a despesa do FAT com seguro-desemprego

⁹ É possível que, em alguns anos, se verifique uma diferença entre os valores de caixa e contábil no registro dos dividendos. Do ponto de vista do BNDES, para maximizar a capacidade de empréstimos da instituição, o que interessa é como o pagamento de dividendos afetará o seu caixa. Em alguns casos, pode haver mecanismos contábeis que permitam pagar dividendos para satisfazer a intenção das autoridades de contribuir para o resultado primário, mas sem que isso afete o caixa do BNDES.

¹⁰ Para aspectos específicos acerca do funcionamento do FAT, sugere-se ver a descrição pormenorizada dos detalhes sobre o tema em Machado (2006).

¹¹ Ver Meirelles (2008). Entre 2003 e 2008, a população empregada com carteira aumentou 28%, enquanto o salário mínimo, deflacionado pelo IPCA, teve um incremento real acumulado de 33%. Como resultado dessa combinação de tendências, somadas à rotatividade da mão de obra, a despesa com seguro-desemprego do FAT, em termos reais, deflacionada pelo deflator implícito do PIB, aumentou em cinco anos nada menos que 83% entre esses dois anos.

vem sendo superior ao valor que ingressa nos cofres do Tesouro na forma de 60% da receita do PIS-Pasep (Tabela 10). Dessa forma, a contribuição positiva que o fluxo líquido associado aos depósitos especiais vinha representando até meados da década sofreu uma mudança de sinal.

A Tabela 11 expõe esse quadro claramente, indicando que o fluxo líquido de recursos dos depósitos especiais, que tinha sido de R\$ 4 bilhões na média de 2005/2006, tornou-se negativo em R\$ 2 bilhões/ano na média de 2007/2008.¹² O fluxo líquido total ainda foi positivo por conta dos ingressos líquidos do FAT constitucional – que cresceram fortemente em 2008, por causa do *boom* da receita. Mesmo assim, quando se consideram os pagamentos relacionados com o Fundo PIS-Pasep (remanescente de épocas mais antigas, separado do FAT e no qual não há entradas, mas apenas saída de recursos, por ser um fundo em extinção), o resultado líquido total (FAT líquido menos a despesa com PIS-Pasep) foi de R\$ 1 bilhão/ano no último biênio, quando tinha sido de R\$ 7 bilhões em 2005.

Como o BNDES paga 6% de juros ao FAT e, além disso, a economia cresceu ao longo do tempo, na prática, apesar do ingresso líquido de novos recursos, a importância relativa do estoque do FAT constitucional tem diminuído com o amadurecimento do fundo. No fim dos anos 1980 e início dos anos 1990, logo depois de ter sido instituído por força da Constituição de 1988, o FAT, por ser um fundo novo, crescia sistematicamente, mas o pagamento de juros sobre um valor crescente passou a diminuir a relevância do ingresso líquido de novos recursos. Com isso, o FAT constitucional, expresso como proporção do PIB, deixou de crescer como fazia até meados da década (Tabela 12). Não dará, portanto, para depender exclusivamente dessa fonte para os planos futuros de expansão do BNDES.¹³

12 *A dinâmica do estoque dos depósitos especiais se assemelha à de uma caderneta de poupança, na qual durante anos são feitos depósitos líquidos e da qual depois passam a ser feitos saques. O fato de os pagamentos com seguro-desemprego crescerem fortemente quando o desemprego estava em queda indica um problema de desenho do programa, cuja análise, porém, excede os limites do presente artigo.*

13 *Sobre essas questões, ainda que em uma perspectiva diferente, ver Lumbreras (2008).*

TABELA 10

Recursos para o Seguro-Desemprego

(% do PIB)

ANO	RECEITA 60% PIS-PASEP	DESPESAS FAT	DIFERENÇA
	(A)	(B)	(A) – (B)
2001	0,53	0,51	0,02
2002	0,52	0,54	- 0,02
2003	0,61	0,50	0,11
2004	0,62	0,51	0,11
2005	0,62	0,55	0,07
2006	0,61	0,65	- 0,04
2007	0,62	0,71	- 0,09
2008	0,65	0,73	- 0,08

Fonte: *Receita Federal, STN.*

Os depósitos especiais do FAT têm uma dinâmica diferente da do FAT constitucional e obedecem a outros determinantes. A amortização de tais depósitos se dá mediante devolução sob a forma de “Reembolso Automático” na proporção de 2% do saldo ao mês, exceto para o Programa FAT Infraestrutura, para o qual a parcela reembolsada é de 1% ao mês do saldo devedor. O estoque é remunerado pela taxa de juros de longo prazo (TJLP) – atualmente em 6,25% ao ano –, do qual depois é subtraída a parcela amortizada. Na ausência de novas entradas significativas e mantida, como perspectiva para a próxima década, a tendência recente do fluxo dos depósitos especiais mostrada na Tabela 11, pode-se esperar uma queda real do valor do estoque, dando continuidade ao fenômeno observado em 2007 e 2008. A natureza desse movimento de caráter duradouro, ligado à demanda por maiores recursos do Ministério do Trabalho, difere do que foi observado em 2003, quando a queda foi apenas esporádica e associada ao elevado volume de saídas daquele ano, logo depois revertida (Tabela 13).

TABELA 11
Recebimento Líquido de Recursos do FAT e PIS-Pasep
 (Em R\$ Milhões)

COMPOSIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Entrada de Recursos FAT	5.487	7.798	7.924	10.025	14.143	13.745	10.906	11.838
FAT Constitucional	3.692	4.198	5.364	6.893	6.823	7.644	7.739	10.138
FAT Dep. Especiais	1.795	3.600	2.560	3.132	7.320	6.101	3.167	1.700
Saída de Recursos FAT	3.222	3.605	5.926	4.685	5.992	7.077	8.784	8.575
FAT Constitucional	2.012	2.309	2.435	2.834	3.196	3.625	3.962	4.466
FAT Dep. Especiais	1.210	1.296	3.491	1.851	2.796	3.452	4.822	4.109
Resultado Líquido FAT	2.265	4.193	1.998	5.340	8.151	6.668	2.122	3.263
FAT Constitucional	1.680	1.889	2.929	4.059	3.627	4.019	3.777	5.672
FAT Dep. Especiais	585	2.304	- 931	1.281	4.524	2.649	- 1.655	- 2.409
Despesas PIS-Pasep	1.017	1.188	1.807	1.759	1.216	1.217	1.260	1.410
FAT Total – PIS-Pasep	1.248	3.005	191	3.581	6.935	5.451	862	1.853
FAT Constit. – PIS-Pasep	663	701	1.122	2.300	2.411	2.802	2.517	4.262

Fonte: BNDES.

TABELA 12

FAT Constitucional

(% do PIB)*

ANO	FAT CONSTITUCIONAL
2000	2,77
2001	2,99
2002	2,95
2003	3,11
2004	3,01
2005	3,14
2006	3,08
2007	2,92
2008	3,07

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados do FAT do BNDES.*

* *Cálculo feito dividindo o estoque do FAT constitucional de 31 de dezembro pelo PIB valorizado a preços de final de dezembro, utilizando a metodologia que o Banco Central utiliza para a relação dívida líquida do setor público/PIB.*

Essas questões são importantes porque irão definir o volume de recursos líquidos que o BNDES terá disponíveis nos próximos anos, nos termos da estrutura de informações da Tabela 9. Com menor ingresso líquido de recursos do FAT – a ponto de o resultado conjunto do FAT constitucional e dos depósitos especiais poder ser negativo em algum momento futuro, se a retirada destes últimos for muito elevada –, o BNDES terá de identificar novas fontes de captação, se quiser continuar a expandir o seu volume de operações.

TABELA 13

Estoque de Depósitos Especiais do FAT

(Em R\$ Milhões Constantes de Dezembro de 2008)*

ANO	FAT DEPÓSITOS ESPECIAIS
2000	10.540
2001	13.506
2002	16.601
2003	15.509
2004	17.567
2005	23.701
2006	28.439
2007	27.640
2008	25.254

Fonte: *BNDES.*

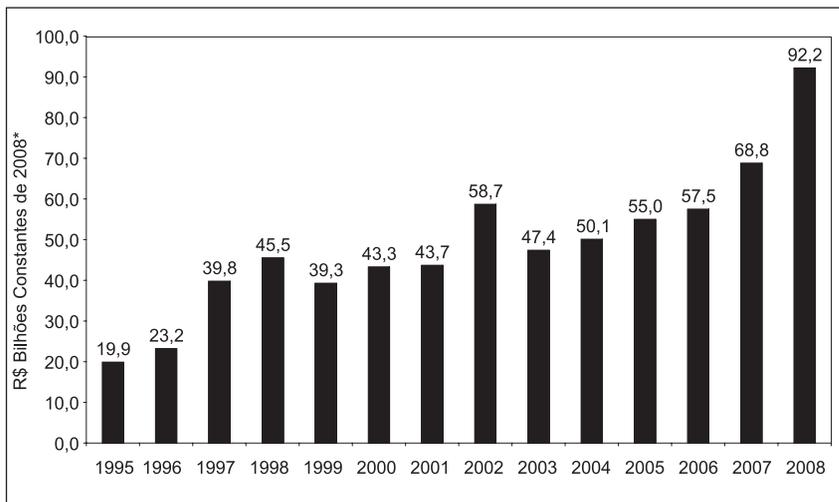
* *Deflator: IPCA.*

4. O BNDES e o Financiamento do Investimento: Notas sobre o Futuro

A evolução, no futuro, da relação desembolsos BNDES/PIB deverá depender de qual for a trajetória de dois indicadores. De um lado, do coeficiente crédito/PIB, e, de outro, da razão entre o crédito do BNDES e o crédito total da economia.

O fluxo de desembolsos do BNDES – que naturalmente se reflete também na importância do estoque da carteira de empréstimos – teve um crescimento expressivo nos últimos anos. Em termos reais, a preços de 2008, o sistema BNDES passou de um volume de desembolsos de R\$ 20 bilhões no primeiro ano completo após a estabilização da economia (1995), usando o deflator implícito do PIB, para os R\$ 92 bilhões de 2008, esperando-se novo aumento para 2009 (Gráfico 1).

GRÁFICO 1
Desembolsos do BNDES



Fonte: BNDES.
* Deflator: Deflator implícito do PIB.

A Tabela 14 dá uma ideia de onde se concentrou a expansão dos desembolsos nos últimos anos. Tomando como referência o ano 2000, quando os desembolsos do BNDES corresponderam a 2,0% do PIB, a variação até

2008 foi importante: os desembolsos atingiram 3,2% do PIB, sendo que a dinâmica é explicada em parte pelo aumento dos desembolsos da infraestrutura, de 0,7% do PIB, em 2000, para 1,2% do PIB, em 2008. Nesse mesmo período de oito anos, a taxa de investimento aumentou um pouco mais de 1% do PIB.

Se a comparação for feita com o “vale” da economia em 2003, as variações são ainda mais marcantes: entre 2003 e 2008, os desembolsos do BNDES passaram de 2,1 para 3,2% do PIB, e mais de metade da variação é explicada pelo incremento dos desembolsos para infraestrutura, de 0,6 para 1,2% do PIB, em um contexto de aumento da taxa de investimento da economia de três pontos percentuais do PIB.

No futuro, apesar da expansão recente do crédito, considerando a ainda relativamente baixa penetração do crédito na economia brasileira em comparação com outros países, é razoável esperar que a relação crédito/PIB tenderia a aumentar no Brasil, paralelamente ao incremento da taxa de investimento, claramente ainda insuficiente para crescer sustentadamente, na próxima década, ao ritmo almejado de 5% a.a. Ao mesmo tempo, em um cenário de expansão de outras fontes de crédito, como o imobiliário, e de fortalecimento de outros instrumentos de apoio ao investimento, é válido imaginar que diminua o coeficiente empréstimos do BNDES/crédito total da economia.¹⁴ Da combinação dessas tendências, resultará a trajetória da relação desembolsos do BNDES/PIB.

Observe-se nos Gráfico 2 e na Tabela 15 que algumas tendências já estão se verificando há anos. O crédito da economia passou de 26% do PIB, em 2000 (e apenas 22% do PIB em 2002), para 41% do PIB, no final de 2008 (Gráfico 2). Isso ocorreu ao mesmo tempo em que o estoque de crédito do BNDES em relação ao PIB também aumentou. Contudo, paralelamente, os empréstimos do BNDES, comparados com o estoque total de crédito da economia, diminuíram em termos relativos (Tabela 15). De fato, nos últimos oito anos o estoque dos empréstimos do BNDES passou de 5 para 7% do PIB, mas a participação dos mesmos no total do crédito da economia caiu progressivamente nos últimos anos e, após atingir um pico de 24% do total em 2003, no final de 2008 caiu para 17% do crédito, por causa da maior expansão de outras modalidades de crédito.

¹⁴ *No auge da crise de 2008/2009, porém, diante da extensão do fechamento de outras fontes de crédito, pode-se esperar um movimento oposto, a ser nesse caso revertido na próxima década, uma vez superada a crise atual.*

TABELA 14
Desembolsos do BNDES
 (% do PIB)

ANO	% DO PIB						MEMO:FBKF (% DO PIB)
	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Com. e Serv.	Outros	Total	
1995	0,10	0,58	0,25	0,08	0,00	1,01	18,32
1996	0,09	0,52	0,35	0,19	0,00	1,15	16,87
1997	0,15	0,72	0,86	0,18	0,00	1,91	17,37
1998	0,14	0,76	0,81	0,23	0,24	2,18	16,97
1999	0,12	0,79	0,58	0,20	0,18	1,87	15,66
2000	0,16	0,88	0,72	0,19	0,03	1,98	16,80
2001	0,21	1,01	0,55	0,17	0,04	1,98	17,03
2002	0,31	1,18	0,86	0,19	0,05	2,59	16,39
2003	0,27	0,95	0,56	0,19	0,09	2,06	15,28
2004	0,36	0,81	0,74	0,15	0,01	2,07	16,10
2005	0,19	1,09	0,74	0,17	0,00	2,19	15,94
2006	0,14	1,14	0,67	0,21	0,05	2,21	16,43
2007	0,19	1,02	0,99	0,30	0,00	2,50	17,52
2008	0,19	1,35	1,21	0,39	0,04	3,18	18,99

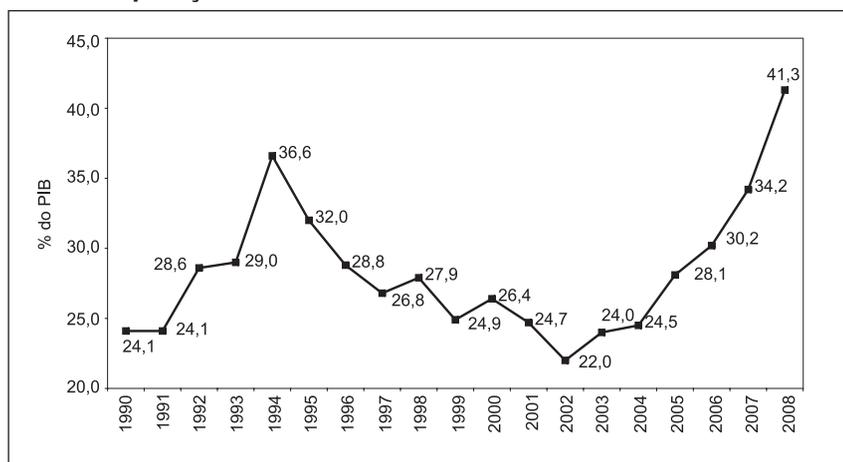
Fonte: *BNDES*.

A Tabela 16 apresenta um exercício simples para indicar qual pode ser a taxa de investimento da economia em meados da próxima década, assumidas certas hipóteses para a evolução do PIB e do investimento. Parte-se de uma formação bruta de capital fixo de 18,5% do PIB em 2009 e supõe-se um crescimento do PIB de 3,5% em 2010 e de 4,5% a.a. a partir de 2011 e uma trajetória de expansão do investimento a um ritmo crescente nos próximos anos, conforme explicitado na tabela. Observe-se que, nesse caso, a taxa de investimento aumentaria em torno de 2,5 pontos percentuais do PIB até 2015, chegando a 21% do PIB.

Em tais circunstâncias, se os desembolsos do BNDES se conservarem entre 3,0 e 3,5% do PIB, o coeficiente desembolsos do BNDES/investimento tenderia a diminuir, com o aumento futuro esperado do investimento. É interessante chamar a atenção para o fato de que, no debate recorrente acerca

do papel do Estado na economia, tal desfecho pode vir a ser uma espécie de “caminho intermediário” entre as visões ditas “liberal” ou “desenvolvimentista”, uma vez que o BNDES continuaria a ter um porte absoluto similar ao atual, ao mesmo tempo em que, em termos relativos, poderia ceder espaço para outras fontes.¹⁵

GRÁFICO 2

Brasil – Operações de Crédito do Sistema Financeiro: Dezembro

Fonte: Banco Central.

Nesse sentido, cabe citar que o mercado de capitais brasileiro cresceu significativamente nos últimos seis anos, conforme pode ser observado nas Tabelas 17 e 18, em que são apresentados os dados relativos ao valor de emissões de ações e debêntures.

15 Note-se que isso daria continuidade à tendência observada entre 2003 e 2008 na última coluna da Tabela 15 – ainda que em 2009, especificamente, o momento atípico associado à atual crise possa gerar um “ponto fora da curva”.

TABELA 15

Empréstimos do BNDES (Dezembro)

ANO	BNDES: OPERAÇÕES DIRETAS	BNDES: REPASSES	TOTAL	EMPRÉSTIMOS TOTAIS BNDES
	(% do PIB)	(% do PIB)	(% do PIB)	(% do Crédito Total da Economia)
2000	2,5	2,5	5,0	18,9
2001	2,6	2,6	5,2	21,1
2002	2,8	2,5	5,3	24,1
2003	3,1	2,7	5,8	24,2
2004	2,9	2,5	5,4	22,0
2005	3,0	2,7	5,7	20,3
2006	2,9	2,8	5,7	19,0
2007	2,8	3,0	5,8	17,1
2008	3,6	3,4	7,0	17,0

Fonte: *Banco Central.*

TABELA 16

Taxa de Investimento, com Hipótese de Crescimento do PIB de 3,5% em 2010 e de 4,5 a.a. a partir de 2011

ANO	CRESCIMENTO DO INVESTIMENTO (%)	INVESTIMENTO (% DO PIB)
2009	n.c.*	18,5
2010	4,0	18,6
2011	5,0	18,7
2012	6,0	18,9
2013	7,0	19,4
2014	8,0	20,0
2015	9,0	20,9

Fonte: *Elaboração própria.*

*n.c.: Não considerado.

Para efeito de mensuração do amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, é válido salientar que, como proporção da soma das emissões primárias de ações e total de debêntures, o volume desembolsado pelo BNDES caiu de 341% para 81%, dessa variável, entre 2002 e 2007.

TABELA 17

Brasil: Total de Emissões de Ações

(Em R\$ Bilhões)

OFERTA DE AÇÕES	PRIMÁRIO	SECUNDÁRIO	TOTAL
2002	1,05	5,09	6,14
2003	0,23	1,85	2,08
2004	4,47	4,68	9,15
2005	4,55	6,58	11,13
2006	14,22	12,76	26,98
2007	33,13	34,12	67,25
2008	32,14	1,85	33,99

Fonte: CVM.

O mercado de capitais é uma possível alternativa para o BNDES, na busca por recursos para fazer frente ao volume de desembolsos pretendidos para os próximos anos. Atualmente, há no mercado uma série de instrumentos financeiros, entre os quais ações, debêntures, bônus e títulos permutáveis, que podem ser utilizados para a captação de novos recursos para o Banco.

Nos últimos anos, o BNDES já fez uso de instrumentos do mercado de capitais – ainda que modestamente – por meio da BNDESPAR, nas operações de captação por meio de debêntures indexadas ao IPCA e prefixadas. Em 2006, por exemplo, por intermédio da BNDESPAR, o Banco captou em mercado, por meio de emissão de debêntures simples, o total de R\$ 600 milhões, em série única indexada pelo IPCA e com *spread* adicional de 8,5% a.a. Em 2007, a captação por meio desse instrumento de mercado ocorreu em duas séries: uma no valor de R\$ 800 milhões, indexada pelo IPCA com *spread* adicional de 6,8% a.a.; e uma segunda no valor de R\$ 550 milhões, com taxa de remuneração anual nominal prefixada de 11,2%. Com vistas ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o BNDES realizou em 2004 e 2006 o lançamento do primeiro *Exchange Traded Fund* da Bovespa, o PIBB, em duas ofertas públicas que, conjuntamente, somaram R\$ 2,8 bilhões.

O BNDES pode voltar a captar recursos com a emissão de debêntures no Brasil, sujeito às condições de mercado, para o êxito dessas operações. Em 2008, as emissões de debêntures foram reduzidas, por causa da maior aversão ao risco. Em se tratando de operações de mercado de capitais, utilizando-se ações, os bancos que fizeram uso desse mecanismo nos anos recentes agiram, principalmente, no *middle market*. Seus principais setores de atuação concentram-se no crédito direto ao consumidor, consignado e

outras formas de crédito mais direcionadas à pessoa física. No exterior, bancos similares ao BNDES fizeram ofertas primárias significativas de ações, como o China Construction Bank, que em 2007 fez uma oferta no valor de US\$ 7,6 bilhões, enquanto o Korean Development Bank estuda implementar esse mesmo tipo de operação, entre 2009 e 2011, para aumentar a base de capital.

TABELA 18

Brasil: Total de Emissões de Debêntures

(Em R\$ Bilhões)

OFERTA DE DEBÊNTURES	
2002	14,63
2003	5,28
2004	9,61
2005	41,53
2006	69,46
2007	46,53
2008	37,46

Fonte: CVM.

Alternativamente, no mercado internacional, na próxima década, depois de superada a crise atual, pode-se pensar no lançamento de bônus e títulos de renda fixa, que seriam incrementados com a inclusão de opções, como o direito de conversão em algumas ações específicas, integrantes da carteira da BNDESPAR. Esse tipo de operação também não é novidade para o BNDES, no catálogo de opções de captação, uma vez que o Banco já emitiu, no fim dos anos 1990 e no início desta década, bônus e papéis permutáveis no mercado internacional.

A utilização das ferramentas do mercado de capitais, para provimento de recursos, para fortalecimento da base de capital ou aumento da alavancagem, não significa que o BNDES poderá ter acesso ininterrupto a esses mercados, por prazos e taxas plausíveis, para viabilizar o financiamento de orçamentos crescentes. A alternativa do mercado de capitais, do ponto de vista financeiro – em termos de volume e de custos – é mais restritiva do que aquelas relacionadas aos fundos institucionais.

Investidores institucionais, que representam parcela significativa do público que aplica nos instrumentos de mercado de capitais, demandarão con-

dições exigentes, redução de prazos e expectativa de maior rentabilidade, caso esteja implícita a necessidade do Banco de levantar recursos permanentemente. Em termos concretos, dificilmente o mercado poderá suprir as necessidades de orçamento da ordem de dezenas de bilhões de reais, durante vários anos sucessivos.

O uso da carteira de ações da BNDESPAR, braço de investimentos do Banco, para suprir as necessidades orçamentárias ao longo dos anos, pode ser factível durante algum tempo, mas não é garantia contínua de financiamento para as operações de intermediação financeira. A ocorrência de crises, como a verificada em 2008, pode retardar a alienação de determinadas ações. Portanto, a contribuição para o orçamento do BNDES resultante dessas alienações deverá ser menor do que no passado recente.

Cabe ainda mencionar como possibilidade a injeção de capital por parte do Tesouro Nacional, não na forma de endividamento como nas operações realizadas em 2008/2009, mas de aporte de capital.

A injeção de recursos para fazer frente aos desembolsos deve incorporar a busca de equilíbrio de rentabilidade, ou seja, as operações em que tais recursos serão aplicados deverão exceder o custo médio de captação, para atingir os objetivos de conservar a sustentabilidade e o equilíbrio financeiro do Banco. Além disso, deve ser mencionado que a contrapartida dos maiores empréstimos do Tesouro ao BNDES é que aquele abdica da possibilidade de promover uma redução maior da dívida mobiliária, que é, portanto, pressionada por conta desse endividamento.¹⁶ O problema é que o Tesouro se defronta com uma realidade incômoda, representada pela existência de uma dívida mobiliária – e também de uma dívida bruta – expressiva. A Tabela 19 mostra, no início da estabilização (1994), no fim do governo de Fernando Henrique Cardoso (2002) e em 2009, a estatística da dívida líquida do setor público e sua composição.

Observe-se que o aumento da dívida mobiliária federal é um fenômeno que salta aos olhos. Embora nos últimos anos isso tenha sido a contrapartida, em parte, da acumulação de reservas internacionais, que reduziu a dívida externa pública líquida – atualmente negativa –, o fato é que a dívida mobiliária, sendo o passivo mais caro da estrutura de dívida do governo federal, equivale hoje, em termos relativos, como proporção do PIB, a cerca de 3,5

16 *Como o Tesouro é uma entidade devedora em termos líquidos, essa posição não se altera pelo fato de ele oferecer um empréstimo ao BNDES, mas nas estatísticas fiscais há um aumento simultâneo do ativo – empréstimo a instituições financeiras – e do passivo financeiro do governo – dívida bruta.*

vezes a importância que a variável tinha no ano de lançamento do Plano Real, em 1994. Daí a relevância, na ótica do governo, de que a dívida mobiliária diminua nos próximos anos.

O BNDES, então, terá de estar preparado, na próxima década, para que, em algum momento, a oferta de crédito do Tesouro ao Banco possa vir a se tornar mais restrita, com as maiores dificuldades de *funding* que disso adviriam para a instituição. A isso se soma a perda de graus de liberdade para o BNDES, em relação ao passado, representada pela necessidade de obediência às novas disposições regulatórias adotadas nos últimos anos, tais como a adoção das normas do IFRS e o impacto local associado aos requisitos do Acordo de Basileia, implicando maior necessidade de comprometimento de capital.

TABELA 19

Dívida Líquida do Setor Público – Dezembro

(% do PIB)

COMPOSIÇÃO	1994	2002	2009 (JANEIRO)
Dívida Interna	21,5	37,6	50,0
Base Monetária	3,6	4,2	4,6
Dívida Mobiliária Federal	11,7	34,4	40,3
Operações Compromissadas BC	0,0	4,4	13,6
FAT	- 2,0	- 4,4	- 5,2
Créditos do Tesouro a Inst. Financ. Federais	n.d.*	- 0,7	- 1,6
Outras Dívidas Federais, Estaduais e Munic.	3,0	- 1,4	- 2,0
Dívida Interna de Empresas Estatais	5,2	1,1	0,3
Dívida Externa	8,5	13,0	-13,4
Total	30,0	50,6	36,6

Fonte: Banco Central.

*n.d.: Não disponível.

5. Conclusões

A evolução recente dos principais indicadores financeiros do BNDES tem se caracterizado por uma combinação de circunstâncias, com destaque para os seguintes fatos:

- a) a política de redução dos *spreads* e o aumento dos prazos médios de financiamento;¹⁷
- b) o aumento dos desembolsos;
- c) a redução da contribuição líquida do FAT; e
- d) a relação entre a distribuição de resultados (dividendos) do BNDES e as metas de resultado primário do governo central, combinada com o crescente apelo aos recursos do Tesouro Nacional.

A política de redução dos *spreads* ocorrida nos últimos anos veio acompanhada do aumento nos prazos médios de financiamento. Ainda que isso seja meritório do ponto de vista do desenvolvimento econômico e social do país, os impactos na geração futura de fluxo de caixa do BNDES – pela influência direta sobre os retornos da instituição – não são desprezíveis. A tendência de redução dos *spreads* do BNDES implica também a perda de importância relativa do item “Receita – Despesas da intermediação financeira”, que constitui o *core business* do Banco, rubrica que inicialmente estagnou em R\$ 5 bilhões depois de 2005, com uma queda importante em 2008, a despeito do comportamento dos desembolsos no período.

O aumento dos desembolsos chama a atenção pela sua intensidade. Entre 1995 e 2005, os desembolsos nominais do sistema passaram de R\$ 7 bilhões para R\$ 47 bilhões, correspondendo a um aumento real médio, utilizando como deflator o deflator implícito do PIB, de 10,7% a.a. Já no período do triênio que vai do ano-base 2005 a 2008, o crescimento real nos três anos foi de 18,8% a.a, chegando aos mais de R\$ 90 bilhões de 2008.

Na composição do passivo consolidado do BNDES, é válido supor que o peso do FAT total na estrutura de endividamento do BNDES deverá perder importância relativa no futuro. A redução da contribuição líquida do FAT total é um fenômeno recente, mas que deverá se acentuar nos próximos anos. Ele está, em parte, ligado ao início da devolução da parcela dos depósitos especiais, que contribuíram positivamente para o financiamento do BNDES durante vários anos, mas cuja tendência se inverteu recentemente,

17 O spread básico do BNDES caiu de 2,3%, em 2005, para 1,5%, em 2007, e 1,2%, em 2008. O prazo médio dos empréstimos, por sua vez, aumentou de 74 meses, em 2006, para 80 meses, em 2007, e 88 meses, em 2008, em todos os casos sem contar os empréstimos associados ao Fundo de Marinha Mercante (FMM). Os autores agradecem à equipe técnica da Área Financeira do BNDES pela atualização das informações.

em função dos maiores requerimentos de gastos associados ao pagamento de seguro-desemprego pelo Ministério do Trabalho.

Por sua vez, a importância do pagamento de dividendos e o recurso crescente ao Tesouro Nacional são o corolário natural da combinação de desembolsos maiores e menores recursos do FAT.

Como conciliar os fatos apresentados nos dois primeiros itens mencionados no início destas conclusões, se a intenção for perseguir esses mesmos objetivos no futuro? Para isso, é preciso analisar o comportamento de duas variáveis fundamentais: o custo de captação e o montante de recursos captados.

Se o BNDES libera quantias cada vez maiores de recursos, ao mesmo tempo que sua principal fonte de financiamento nos últimos vinte anos começa a diminuir, a compatibilização entre as tendências de *spreads* menores e prazos e desembolsos maiores requer o uso mais intenso de outras fontes de recursos. Dados os já tradicionais problemas para o desenvolvimento de um mercado voluntário de oferta de recursos de longo prazo no mercado doméstico e as dificuldades de acesso ao crédito externo em 2008, o *gap* acabou sendo preenchido pelos maiores empréstimos do Tesouro, mas não há como garantir que, na próxima década, o Tesouro continuará a emprestar bilhões de reais, de forma estável e ano após ano. Note-se que, do ponto de vista do Tesouro, o empréstimo líquido de recursos adicionais, além daqueles já comprometidos, implicaria ter uma *exposure* crescente em relação ao BNDES, algo que poderá não ser apoiado pelas autoridades fazendárias indefinidamente, ao longo da próxima década.

Por isso, no futuro, o BNDES terá o desafio de identificar alternativas de captação de recursos, capazes de substituir gradualmente o FAT. Algumas alternativas utilizadas recentemente pelo Banco para a geração de resultados podem não se revelar factíveis em um futuro próximo, ou não serem suficientes para atender ao aumento de desembolsos desejado.

A geração de lucros graças à alienação de ações depende de uma recuperação consistente do mercado de capitais, o que pode demorar alguns anos. Cabe citar que, se houver captações realizadas pelo banco no mercado financeiro, elas tenderão não somente a elevar o custo médio de captação, como também a aumentar a probabilidade de ocorrências de descasamentos entre a *duration* de posições ativas e passivas. Um dos grandes desafios para os próximos anos, portanto, é como estar preparado para lidar com um futuro – ainda que distante – no qual o ambiente financeiro será mais

hostil: de um lado, a captação de recursos ocorrerá a custos mais elevados; e, de outro, o montante obtido será incerto e sujeito a descasamentos de custos e de prazos.

Por fim, cabe ressaltar que o valor do *funding* necessário para o BNDES depende de qual será o papel desempenhado pelo Banco, uma vez que metas mais ambiciosas implicam estratégias financeiras igualmente mais ambiciosas. Assim como a função do BNDES evoluiu ao longo dos anos, é importante que, na próxima década, o Estado brasileiro defina o que se espera que o Banco venha a ser daqui a dez anos, em um cenário doméstico no qual, possivelmente, haverá outros ofertantes de crédito de longo prazo.

Este artigo não trata das implicações de política derivadas da análise feita, mas apenas lança algumas questões em aberto, para uma reflexão – que deve ir além das fronteiras do BNDES – que se impõe e que pode ser resumida na seguinte questão: o que a sociedade brasileira quer do BNDES? A resposta a essa questão é chave, porque nem sempre as pressões às quais uma instituição responde no curto prazo, se atendidas, levarão à melhor solução coletiva em prazos mais dilatados.

A propósito dessa questão, é válido refletir acerca da psicologia coletiva, com base nas lições deixadas pela crise recente da economia internacional, que mostram como os incentivos para a ação individual de cada agente específico podem levar a caminhos que se revelem delicados *a posteriori*.

Em instigante e elucidativa análise sobre as raízes profundas da recente crise financeira internacional, publicada na revista *The Economist*, Edward Carr afirma, provocativamente: “People enjoy booms... Politicians like booms too... It is hard to stop booms once they are in full swing” [Carr (2009, p. 6)]. Não há nada parecido a uma crise similar em gestação no Brasil em função da maior utilização do sistema financeiro estatal, mas há um paralelo com esse processo no que diz respeito à psicologia de uma sociedade e do comportamento dos governos. É sintomático que o subtítulo da seção do texto citado de Carr, do qual foi extraído o excerto acima, seja precisamente “Just say no”, palavra essa sempre difícil de pronunciar em qualquer meio – seja ele público ou privado – quando todas as forças agem na mesma direção.

Repare-se que virou lugar-comum, nos últimos meses, criticar duramente aqueles que não abortaram a crise mundial quando ela estava em gestação. Embora, retrospectivamente, as causas da crise pareçam ser muito claras,

no contexto em que as sementes da mesma estavam sendo lançadas, era muito difícil para um analista de risco de bancos de investimento – que na época estavam fazendo grandes lucros com o *subprime* – dar baixa naquilo que parecia ser uma espécie de “galinha dos ovos de ouro”. Da mesma forma, para as autoridades regulatórias, era complicado atacar um problema que, até então, o grande público não percebia como tal. E, obviamente, para qualquer governo, é sempre difícil abortar um processo intenso de crescimento. E, no entanto, a dificuldade de dizer “não” diante de um conjunto de circunstâncias que parece temporariamente deixar a todos satisfeitos acaba, a longo prazo, quase sempre cobrando um preço mais alto.

Fazendo um paralelo com o processo descrito no texto, note-se que, de modo geral, o que se pede do BNDES pode gerar inconsistências importantes de longo prazo. Exige-se do Banco que ele diminua o seu *spread* e aumente o prazo dos seus empréstimos, ao mesmo tempo em que se cobra dele um comprometimento com a contribuição para o resultado fiscal primário, mediante o pagamento de dividendos expressivos, como parte de um lucro que nos últimos anos atingiu valores importantes.

Nos últimos anos, o BNDES foi beneficiado por fatos como o ganho resultante da venda de ações na fase de *boom* do mercado acionário e a “folga” propiciada por eventos excepcionais, como o recebimento do BNDES de fluxos expressivos – mas temporários – de depósitos especiais do FAT. A isso se somou a reversão do risco de crédito em algumas ocasiões, bem como a abundância de liquidez nas fases de prosperidade mundial. Tais fenômenos permitiram ao BNDES, ao longo de vários anos, acomodar pressões antagônicas, sem o surgimento de desequilíbrios significativos.

Porém, a mudança de algumas dessas tendências, como o estreitamento da possibilidade de fazer operações lucrativas com a venda de papéis em Bolsa, o fim previsível da reversão de risco de crédito, o fechamento do mercado internacional ou a inversão do fluxo líquido da parcela de depósitos especiais do FAT, tornou patente a necessidade de fazer escolhas difíceis. Temporariamente, na crise, ainda em 2008 e, conforme já anunciado, também em 2009 e 2010, o BNDES pôde contar com recursos expressivos do Tesouro Nacional. É difícil, porém, imaginar que o acesso a essa janela continuará a se processar da mesma forma nos próximos anos. Uma simples olhada nos dados associados às captações excepcionais de 2008 mostradas na Tabela 9 sugere que a reprodução desse quadro de financiamento na próxima década é, na melhor das hipóteses, pouco provável. É uma questão em aberto o que poderá ocorrer em função de eventuais resistências fazendárias à repetição de novos empréstimos durante anos:

maior acesso ao mercado por parte do BNDES ou, alternativamente, uma redução dos seus desembolsos?

À guisa de comentários finais, cabem quatro observações genéricas, lembrando que, embora seja sempre difícil, às vezes o melhor caminho, parodiando o já citado texto da *The Economist*, é de fato “dizer não”, em que pesem as insatisfações que isso possa gerar:¹⁸

- a sociedade brasileira deve definir que papel pretende que o BNDES tenha no longo prazo, no sentido de precisar que tamanho a instituição deverá ter uma vez superada a crise: o BNDES continuará crescendo; será um banco que estabilizará durante alguns anos seus desembolsos em torno de 100 R\$ bilhões/ano; ou irá regredir parcialmente, aceitando que parte do aumento dos seus desembolsos terá sido de natureza excepcional?;
- da mesma forma, é preciso que haja uma definição acerca de qual é a prioridade a ser perseguida, uma vez que o binômio queda de *spreads*/ aumento de prazo das operações, embora agrade a certos agentes sociais, econômicos e políticos, pode conspirar contra a disponibilidade de caixa para implementar novos aumentos futuros no volume de desembolsos; e
- provavelmente, o *funding* da instituição na próxima década será composto de uma espécie de “mosaico” de alternativas, abrangendo uma combinação de retorno de operações; recursos remanescentes do FAT; fontes externas; contribuição do mercado de capitais; e financiamento do Tesouro Nacional.

¹⁸ Isso significa reconhecer que o atendimento simultâneo das pressões por menores *spreads*, ampliação de prazos e maior compromisso com desembolsos futuros pode implicar a contratação de desequilíbrios futuros.

APÊNDICE 1
Sistema BNDES: Demonstrativo do Resultado Consolidado
 (Em R\$ Milhões)

COMPOSIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Receitas de Intermediação Financeira	14.667	30.940	8.065	12.916	12.348	13.404	9.998	28.592
Operações de Crédito e Repasses Financeiros	12.522	25.757	4.066	9.494	8.343	9.129	7.370	25.716
Moeda Nacional	5.930	7.491	9.590	10.287	10.293	9.792	10.443	12.496
Moeda Estrangeira (- = Receita Negativa)	6.592	18.266	-5.524	-793	-1.950	-663	-3.073	13.220
Resultado de Aplicações em Tít. e Val. Mob.	1.491	3.571	3.133	2.652	3.085	3.282	1.824	2.183
Rendas de Operações Vinculadas ao TN	277	1.223	456	317	391	208	163	210
Resultado Admin. de Fundos e Programas	341	371	403	435	490	565	599	469
Resultado da Alienação de Títulos de Renda Fixa	0	0	0	0	0	164	0	0
Atualização Monetária de Ativos – Selic	36	18	7	18	39	56	42	14
Despesas de Intermediação Financeira	11.736	26.753	4.654	9.447	7.401	8.560	5.194	25.474
Captação no Mercado – Financiamentos e Repasses	11.667	26.359	4.629	9.569	7.004	8.654	5.373	25.595
Moeda Nacional	5.556	7.271	10.043	9.959	10.339	9.715	9.231	11.667
Moeda Estrangeira (- = Despesa Negativa)	6.111	19.088	-5.414	-390	-3.335	-1.061	-3.858	13.928
Resultados com Derivativos	0	0	0	-126	409	-248	-246	-941

Continua

APÊNDICE 1
Sistema BNDES: Demonstrativo do Resultado Consolidado
 (Em R\$ Milhões)

COMPOSIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Despesas de Operações Vinculadas ao TN	44	367	-59	-14	-168	-23	8	72
Atualização Monetária de Passivos – Selic	25	27	84	18	156	177	59	748
Receitas – Despesas de Intermediação Financeira	2.931	4.187	3.411	3.469	4.947	4.844	4.804	3.118
Reversão/Constituição de Provisão de Risco de Crédito	-1.709	-2.641	-1.880	-1.638	-845	1.052	1.383	445
Resultado Bruto de Intermediação Financeira	1.222	1.546	1.531	1.831	4.102	5.896	6.187	3.563
Outras Receitas/Despesas Operacionais	406	417	433	47	896	2.633	4.165	3.773
Resultado de Participações Societárias	1.149	1.394	1.152	1.517	2.573	3.520	6.105	6.024
Alienação de Títulos de Renda Variável	687	1.049	815	349	1.511	1.502	3.730	4.614
Equivalência Patrimonial	-45	-141	275	319	412	679	1.102	6
Receita de Juros de Capital Próprio	639	314	557	796	701	1.173	861	1.170
Outras Rendas sobre Participações Societárias	0	0	0	0	0	49	0	24
Receita de Dividendos	160	201	176	218	376	578	527	888
Amortização de Ágios	-140	-20	-375	-23	-34	-181	-107	0
Reversão/Constituição de Provisão de Ajuste do Investimento	-152	-9	-296	-142	-393	-280	-8	-678

Continua

APÊNDICE 1
Sistema BNDES: Demonstrativo do Resultado Consolidado
 (Em R\$ Milhões)

COMPOSIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Despesas com Pessoal, Administrativas e Tributárias	664	776	876	1.136	1.363	1.216	1.230	1.386
Despesas Tributárias	263	321	314	339	662	515	495	456
Despesas com Pessoal	305	347	450	676	535	554	573	724
Despesas Administrativas	96	108	112	121	166	147	162	206
Resultado da Carteira de Câmbio	-19	8	20	13	90	-7	-40	15
Reversão/Constituição de Provisão de Conting. Trabalh./Cíveis	-80	-47	-67	-32	-459	0	-130	-495
Outras Receitas/Despesas Operacionais	20	-162	204	-315	55	336	-540	-385
Resultado Operacional	1.628	1.963	1.964	1.878	4.998	8.529	10.352	7.336
Resultado Não Operacional	348	7	-18	-1	-152	-9	-305	0
Resultado antes de Impostos	1.976	1.970	1.946	1.877	4.846	8.520	10.047	7.336
Impostos	1.152	1.390	867	316	1.582	2.115	2.664	1.969
Resultado antes de Participação no Lucro	824	580	1.079	1.561	3.264	6.405	7.383	5.367
Participação dos Empregados no Lucro	22	30	41	63	62	74	69	54
Lucro do Período	802	550	1.038	1.498	3.202	6.331	7.314	5.313

Fonte: BNDES.

APÊNDICE 2
Sistema BNDES (Consolidado): Passivo Total¹
 (Em R\$ Milhões)

COMPOSIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)	49.222	63.143	66.259	75.975	88.464	100.464	105.942	116.569
Constitucional	40.759	51.438	54.306	61.407	67.691	74.755	79.842	91.315
Depósitos Especiais	8.463	11.705	11.953	14.568	20.773	25.709	26.100	25.254
Fundo PIS-Pasep	19.895	19.525	20.445	21.527	23.660	25.760	27.907	29.520
Instituições Multilaterais	7.417	12.985	10.764	9.131	9.167	9.805	9.348	13.910
Empréstimos e Repasses do Tesouro Nacional	5.653	16.218	18.060	20.577	19.622	9.622	8.235	37.183
Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (STN)	0	0	0	0	0	5.467	5.661	6.024
Outras Obrigações Vinculadas ao Tesouro Nacional	0	0	816	802	634	32	1.155	392
Repasses do Fundo da Marinha Mercante	0	1.918	2.129	2.373	2.449	2.713	2.913	4.751
Empréstimos Externos: Bônus	10.973	16.083	14.143	11.894	6.734	4.381	2.736	3.576
Debêntures	0	0	0	0	0	542	2.026	9.306
Fapes + FAMS ²	0	338	502	918	920	1.063	1.255	1.643

Continua

APÊNDICE 2
Sistema BNDES (Consolidado): Passivo Total¹
 (Em R\$ Milhões)

COMPOSIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Obrigações por Operações Compromissadas	0	0	0	0	0	0	0	8.447
Provisões ³	556	135	195	226	683	683	1.070	1.448
Outros Passivos	6.293	8.263	5.955	6.421	6.923	7.851	9.481	19.259
Total	100.009	138.608	139.268	149.844	159.256	168.383	177.729	252.028
%	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)	49,2	45,6	47,6	50,7	55,5	59,7	59,6	46,3
Constitucional	40,8	37,1	39,0	41,0	42,5	44,4	44,9	36,2
Depósitos Especiais	8,5	8,4	8,6	9,7	13,0	15,3	14,7	10,0
Fundo PIS-Pasep	19,9	14,1	14,7	14,4	14,9	15,3	15,7	11,7
Instituições Multilaterais	7,4	9,4	7,7	6,1	5,8	5,8	5,3	5,5
Empréstimos e Repasses do Tesouro Nacional	5,7	11,7	13,0	13,7	12,3	5,7	4,6	14,8
Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (STN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	3,2	2,4

Continua

APÊNDICE 2
Sistema BNDES (Consolidado): Passivo Total¹
 (Em R\$ Milhões)

COMPOSIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Outras Obrigações Vinculadas ao Tesouro Nacional	0,0	0,0	0,6	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Repasses do Fundo da Marinha Mercante	0,0	1,4	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,9
Empréstimos Externos: Bônus	11,0	11,6	10,2	7,9	4,2	2,6	1,5	1,4
Debêntures	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	1,1	3,7
Fapes + FAMS ²	0,0	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Obrigações por Operações Compromissadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,4
Provisões ³	0,6	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	0,6	0,6
Outros Passivos	6,3	6,0	4,3	4,3	4,3	4,7	5,3	7,6
Total	100,0							

Fonte: BNDES.

¹ Passivo circulante e exigível a longo prazo.

² Contas a pagar Fapes + Passivo atuarial FAMS.

³ Provisões para contingências trabalhistas e cíveis e para programa de desligamento de funcionários.

Referências

- BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *In-forme Financeiro*, AF/DEPOL, 2008.
- CARR, Edward. “A special report on the future of finance”. *The Economist*, 22.1.2009.
- LUMBRERAS, A. “Descapitalização consentida”. *Jornal Vínculo*, 5.6.2008.
- MACHADO, V. “Por dentro do FAT”. *Revista do BNDES*, n. 26, dez. 2006.
- MEIRELLES, B. “Expansão do emprego formal pressiona recursos do FAT”. *Visão do Desenvolvimento*, n. 49, jul. 2008.
- PROCHNIK, M. “Fontes de recursos do BNDES”. *Revista do BNDES*, n. 2, dez. 1995.
- PROCHNIK, M. & MACHADO, V. “Fontes de recursos do BNDES 1995-2007”. *Revista do BNDES*, n. 29, jun. 2008.
- TORRES, E. “Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES”. In: PINHEIRO, Armando Castelar & CHRYSOSTOMO, Luiz (orgs.). *Mercado de capitais e bancos públicos – análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.
- _____. “Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas”. *Revista do BNDES*, n. 25, jun. 2006.