

## **Análise das exportações de bens e serviços de engenharia financiadas pelo BNDES em obras no exterior**

Apresentamos a seguir estudo das Áreas de Pesquisa e Acompanhamento Econômico, de Exportações e Financeira do BNDES sobre as exportações de bens e serviços de engenharia para obras no exterior. Em particular, tratamos da: i) comparação entre o retorno das operações de financiamento do BNDES com o rendimento se os recursos fossem remunerados pela taxa Selic, mostrando que o retorno dos financiamentos foi superior; ii) operação de *swap* de conversão da taxa fixa em dólar para taxa Libor, concluindo que a taxa média cobrada pelo BNDES em seus financiamentos supera a taxa de captação do Brasil no mercado internacional; iii) comparação entre as taxas do BNDES e das Agências de Crédito à Exportação da OCDE, evidenciando que nossas taxas são semelhantes ou superiores às praticadas pelo bloco;

### **Comparação entre as receitas das operações de financiamento à exportação de serviços e o retorno se os recursos fossem remunerados pela taxa Selic**

Para fazer essa comparação consideramos o fato de que a primeira operação é em US\$ e a segunda em R\$. Nesse sentido, foi necessário considerar a variação da taxa de câmbio nos períodos das operações.

A receita (em R\$) das operações de financiamento à exportação de serviços foi calculada somando a receita de intermediação financeira, convertida de US\$ para R\$, com o resultado da variação cambial. A receita de intermediação financeira (em US\$) foi obtida pela aplicação da taxa de juros (Libor + spread) aos saldos (em US\$) de cada contrato. A conversão de dólares para reais foi feita em base anual, multiplicando-se a receita em US\$ pela cotação média do dólar para cada ano. Finalmente, obteve-se o resultado de variação cambial aplicando-se a variação cambial observada entre o final do período anterior e o final do período corrente ao saldo de cada período.

A estimativa da receita que teria sido obtida caso a remuneração da carteira fosse em SELIC (ao invés de US\$ + Libor + Spread) foi feita através de uma nova série histórica de saldos devedores, construída aplicando-se a variação da taxa SELIC sobre o valor inicialmente desembolsado em cada operação.

Na Tabela abaixo mostramos, ano a ano, as diferenças entre os retornos das duas operações.

**Tabela: Comparação entre os Retornos do Financiamento e de uma Aplicação em Selic**

Ano	Receita do Financiamento às Exportações de Serviços (R\$)	Receita se os Recursos tivessem sido remunerado à SELIC (R\$)	Diferença (R\$)
2007	(6)	31	(37)
2008	842	223	619
2009	(552)	380	(932)
2010	(229)	564	(793)
2011	517	723	(206)
2012	1.515	675	840
2013	2.917	837	2.081
2014	2.081	1.205	876
2015 (até maio)	2.852	543	2.309
<b>De 2007 a 2014</b>	<b>7.085</b>	<b>4.638</b>	<b>2.448</b>

Fonte: BNDES.

### Operação de *swap* de conversão da taxa fixa em dólar para taxa Libor

O cálculo do custo de captação do Tesouro Nacional expresso em spread sobre a Libor, ao invés de taxa fixa, considera o prazo médio ponderado (*duration*) das operações de crédito à exportação, de 7,5 anos. Para tanto, (i) é obtida a taxa de juros “zero-coupon” para a *duration* de 7,5 anos a partir do mercado secundário de títulos emitido pelo Tesouro Nacional no exterior e (ii) a taxa obtida é comparada com o vértice de 7,5 anos da curva “zero-coupon” de swap para a Libor em dólares, sendo a diferença denominada pelo mercado como “Z- spread”. Em 19/06/2015, o custo do Tesouro equivalia a Libor acrescida de spread de 2,24%, para operação de *duration* de 7,5 anos. Em comparação, o custo médio dos créditos à exportação do BNDES é de Libor mais 2,6% ao ano. Ou seja: a remuneração média recebida pelo BNDES nestes créditos está em nível mais elevado do que o custo de captação do Tesouro no mercado internacional.

### Comparação entre as taxas do BNDES e das ACEs da OCDE

A tabela a seguir compara os *spreads* do BNDES com os *spreads* das Agências de Crédito às Exportações da OCDE. O *spread* cobrado pelo BNDES reflete as garantias da operação (CCR, contas-garantia, etc...).

Para os spreads das ACEs, consideramos os mesmos países, o mesmo prazo ponderado médio das operações (*duration*), os prêmios de seguro e a existência de garantias nas operações do BNDES, que mitigam o risco soberano de cada país. Usamos os parâmetros da fórmula da OCDE (Anexo VIII do Arrangement on Officially Supported Export Credits) para calcular o prêmio mínimo que seria obtido nessas operações. Esse prêmio mínimo (flat) foi convertido em spread ao ano (dividindo pela *duration* respectiva). O spread OCDE foi comparado então ao spread BNDES (diferença entre a Libor e o custo total do financiamento concedido, ou seja, no caso de Argentina, Venezuela e Equador, foram adicionados os prêmios de seguro cobrados, nos demais casos, o prêmio cobrado já integrava a taxa de juros).

**Tabela 2: Financiamentos à Exportação de Serviços - spreads BNDES e das ACEs/OCDE**

País	Crédito (US\$ milhão)	Prazo ponderado médio ( <i>Duration</i> , em anos)	Spread BNDES (acima da Libor)	Spread OECD <sup>1</sup> (acima da CIRR <sup>2</sup> )
Angola	3.489	6	2,15	0,98
Argentina <sup>3</sup>	1.872	6	3,19	1,69
Costa Rica	44	7	3,04	0,65
Cuba	847	14,5	3,81	3,01
Equador <sup>3</sup>	227	6,25	2,86	1,24
Gana	216	11,5	1,73	1,03
Guatemala	280	9	3,90	0,99
Honduras	145	8,75	1,60	0,38
Moçambique	445	9,75	3,40	1,65
Rep. Dominicana <sup>3</sup>	2.209	7,25	2,27	0,97
Venezuela <sup>3</sup>	2.251	7,25	2,49	1,64
<b>Carteira de Operações</b>	<b>12.025</b>	<b>7,4</b>	<b>2,60</b>	<b>1,38</b>

1: parâmetros da fórmula da OCDE (Anexo VIII do Arrangement on Officially Supported Export Credits). Considera o *duration*, os prêmios de seguro cobrados e a presença de garantias nas operações do BNDES, que mitigam o risco soberano de cada país.

2: CIRR = 2,36%, para período de amortização de 5 a 8,5 anos, 2,69% para acima de 8,5 anos. Usualmente, a CIRR oscila em torno de Libor + 0,5 ponto percentual.

3: países com CCR (Convênio de Crédito Recíproco).