

O custo invisível da espera

O Brasil celebra o crédito aprovado, mas raramente mede o intervalo até a contratação e o desembolso. Em projetos intensivos em capital, esse tempo pode transformar financiamento barato em investimento caro, destruindo valor antes mesmo de a obra terminar.

Leandro de Carvalho Henrique

Mestrando em Administração de Empresas pelo Ibmecc Rio | Head de Tesouraria na Camorim Serviços Marítimos S/A.

Existe uma distorção persistente no debate brasileiro sobre política de crédito. Quando um governo anuncia bilhões de reais para investimento, a aprovação costuma ser tratada como resultado final. A cifra ganha manchetes, os projetos são apresentados e a política pública parece concluída. Mas, entre a decisão de priorizar um empreendimento e o dinheiro efetivamente disponível para pagar estaleiros, equipamentos e fornecedores, existe uma etapa menos visível, e economicamente decisiva.

Aprovação não é contratação. Contratação não é desembolso. E desembolso tardio pode significar que o investimento, embora formalmente apoiado por capital de longo prazo, seja executado durante meses ou anos com recursos de curto prazo e custo muito superior.

Talvez, portanto, estejamos medindo sucesso pela variável errada.

Uma política de crédito não deve ser avaliada apenas pelo preço do dinheiro, mas também pela previsibilidade de sua entrega.

O intervalo entre a prioridade e o caixa

O Fundo da Marinha Mercante (FMM) é um dos principais instrumentos de financiamento da indústria naval e da infraestrutura aquaviária brasileira. Administrado pelo Ministério de Portos e Aeroportos por intermédio do Conselho Diretor do Fundo da Marinha Mercante, ele oferece recursos para construção, modernização e reparo de embarcações, estaleiros e projetos portuários.

A arquitetura faz sentido. Projetos navais exigem grandes volumes de capital, possuem longa maturação e geram externalidades que o crédito comercial de curto prazo dificilmente remunera. Em junho de 2026, as condições divulgadas pelo BNDES, um dos agentes financeiros que operam o fundo, previam, conforme o tipo de projeto e o conteúdo nacional, participações que podiam chegar

a 90%, carência de até quatro anos e amortização de até vinte anos. Outros agentes financeiros habilitados a operar recursos do FMM podem fixar condições distintas dentro dos limites definidos pelo CDFMM. O custo financeiro pode estar associado à TLP ou à variação do dólar, acrescido das remunerações aplicáveis ao agente e à operação.

O problema não está na existência do fundo nem na legitimidade das análises de crédito. Está na ausência de uma métrica pública simples que acompanhe cada etapa: data da prioridade concedida pelo CDFMM, entrada no agente financeiro, aprovação de crédito, assinatura contratual, cumprimento das condições precedentes e primeiro desembolso.

Os próprios números oficiais mostram por que essa distinção importa. Em março de 2026, o Ministério informou que, no ciclo de 2023 a 2026, os projetos aprovados alcançaram R\$ 87,7 bilhões, enquanto a carteira contratada somava R\$ 14,2 bilhões. Os valores não formam, necessariamente, uma coorte perfeitamente comparável e a diferença não pode ser atribuída integralmente a atrasos: parte dos projetos ainda estava em análise, parte dependia de documentação, garantias ou maturação técnica. Ainda assim, o contraste revela algo fundamental: aprovação e execução são grandezas diferentes.

Quando o cronograma financeiro se rompe

Construção naval, energia, mineração, infraestrutura logística e óleo e gás dependem de sincronização. O contrato do fornecedor tem data. A obra física tem marcos de pagamento. Equipamentos importados carregam risco cambial. O estaleiro mantém mão de obra mobilizada. Nenhuma dessas obrigações fica suspensa porque o financiamento de longo prazo ainda não chegou ao caixa.

Quando surge um intervalo relevante, a empresa tem três alternativas: reduzir o ritmo do projeto, renegociar contratos ou contratar uma operação-ponte. Em muitos casos, parar a obra é a opção mais cara. O crédito-ponte passa, então, a cumprir uma função legítima: preservar o investimento até a chegada do funding definitivo.

O problema surge quando a ponte deixa de ser breve e começa a se comportar como uma estrada permanente.

Em abril de 2026, a taxa média do crédito livre para pessoas jurídicas estava em 25,3% ao ano, segundo o Banco Central. Essa média reúne modalidades diferentes e não representa automaticamente o preço de toda operação estruturada. Ainda assim, ajuda a dimensionar o ambiente de custo em que empresas procuram liquidez enquanto aguardam financiamentos de prazo mais longo.

Quanto custa esperar: uma simulação auditável

Considere um projeto hipotético de R\$ 100 milhões. Para acompanhar o cronograma físico, a empresa capta quatro parcelas de R\$ 25 milhões: julho de 2023, janeiro de 2024, abril de 2024 e julho de 2024. Até a entrada do financiamento definitivo, cada parcela permanece integralmente em aberto.

Para evitar a falsa precisão de reconstruir uma operação específica sem todos os seus contratos, a simulação adota uma taxa efetiva fixa de 18% ao ano para o crédito-ponte. O percentual é meramente ilustrativo: fica abaixo da taxa média do crédito livre para empresas observada em abril de 2026 e pode ser superior ou inferior ao custo efetivo de uma operação concreta. Não estão incluídos IOF, comissões de estruturação, despesas jurídicas, custo de garantias ou eventual hedge.

Comparam-se dois cenários. No primeiro, o financiamento de longo prazo entra em julho de 2024. No segundo, entra apenas em junho de 2026. Os juros são calculados individualmente para cada desembolso, por capitalização composta, conforme o número de meses em aberto.

Parcela	Data da captação	Meses no cenário 1	Juros cenário 1	Meses no cenário 2	Juros cenário 2
R\$ 25 milhões	jul/2023	12	R\$ 4,50 milhões	35	R\$ 15,51 milhões
R\$ 25 milhões	jan/2024	6	R\$ 2,16 milhões	29	R\$ 12,30 milhões
R\$ 25 milhões	abr/2024	3	R\$ 1,06 milhão	26	R\$ 10,78 milhões
R\$ 25 milhões	jul/2024	0	R\$ 0,00	23	R\$ 9,33 milhões
TOTAL			R\$ 7,72 milhões		R\$ 47,92 milhões

Fórmula: juros de cada parcela = R\$ 25 milhões $\times [(1 + 18\%)^{(meses/12)} - 1]$. Valores arredondados. Elaboração própria.

O resultado é direto. Se o funding definitivo entra em julho de 2024, o custo acumulado da ponte é de aproximadamente R\$ 7,7 milhões. Se chega em junho de 2026, sobe para R\$ 47,9 milhões. O tempo adicional acrescenta cerca de R\$ 40,2 milhões ao custo financeiro do mesmo projeto.

Essa diferença não representa o custo total do empreendimento. Ela mede somente os juros incrementais da operação-ponte dentro das premissas adotadas. Não inclui inflação dos equipamentos, variação do orçamento da obra, custos tributários, comissões ou risco cambial. Em

outras palavras, é uma estimativa conservadora do custo da espera, não uma tentativa de resumir toda a economia do projeto em um único número.

O câmbio não desaparece por identidade matemática

Quando o financiamento definitivo é indexado ao dólar, não é correto afirmar que a variação cambial se anula automaticamente. A dívida será convertida ou atualizada pelas cotações vigentes ao longo do tempo. O custo em reais dependerá da trajetória do câmbio, da moeda das receitas do tomador e da existência de hedge.

Uma empresa com contratos integralmente dolarizados pode possuir proteção natural relevante. Outra, com receitas em reais e dívida em dólar, ficará exposta. Por isso, a simulação isola o custo da ponte e não soma o serviço futuro da dívida subsidiada. Misturar as duas dimensões sem modelar receitas, amortizações e câmbio produziria uma precisão apenas aparente.

Nem todo atraso é culpa do Estado

Uma análise séria precisa reconhecer que nem toda demora nasce na administração pública ou no agente financeiro. Projetos complexos podem chegar à fase de contratação com alterações de escopo, orçamento incompleto, licenças pendentes, garantias ainda não constituídas, registros marítimos em andamento ou documentos societários insuficientes. Bancos têm o dever de avaliar risco, capacidade de pagamento e regularidade jurídica.

Mas essa constatação não elimina o problema institucional. Ao contrário: reforça a necessidade de separar responsabilidades e medir cada etapa. Sem dados sobre onde o processo para e por quanto tempo, empresas atribuem tudo à burocracia, agentes financeiros atribuem tudo à qualidade dos projetos e o poder público comemora aprovações sem saber quanto delas se converteu, de fato, em investimento.

Douglass North definiu as instituições como estruturas destinadas a reduzir a incerteza. Quando um sistema de fomento não torna previsível o caminho entre a prioridade e o desembolso, ele perde parte de sua capacidade de coordenar expectativas. O capital pode continuar barato no contrato final, mas a execução se torna cara no percurso.

Uma agenda possível

O primeiro passo não exige nova linha de crédito. Exige transparência. O país deveria publicar, para cada projeto, indicadores agregados e anonimizados de tempo entre prioridade, protocolo no agente, contratação e primeiro desembolso. O painel deveria distinguir atrasos ligados ao beneficiário, ao agente financeiro e a órgãos externos.

O segundo passo é criar uma trilha documental padronizada, digital e verificável, com alertas de pendência, prazos de resposta e responsáveis identificados. Projetos incompletos não devem avançar artificialmente; projetos completos não deveriam permanecer indefinidamente sem decisão.

O terceiro é ampliar a capacidade de distribuição do FMM. A participação de novos agentes financeiros, inclusive privados e regionais que cumpram requisitos de capital, governança, capacidade técnica e assunção de risco, pode aumentar competição, especialização e velocidade. A abertura, porém, não deve significar socialização automática do risco nem remuneração sem contrapartida: o desenho precisa assegurar que a redução do custo do funding chegue ao tomador e que o agente responda pela análise de crédito.

O quarto é estruturar mecanismos de ponte vinculados ao financiamento definitivo. Uma operação padronizada, com condições previamente conhecidas e possibilidade de substituição após o cumprimento das condições precedentes, reduziria o risco de a empresa permanecer por anos em crédito emergencial. O benefício deveria depender de projeto maduro, marcos físicos comprovados e governança robusta.

A pergunta que falta

O Brasil voltou a formar uma carteira relevante de investimentos navais e portuários. Isso é uma boa notícia. Mas o sucesso de uma política industrial não pode ser medido apenas pelo volume que um conselho priorizou ou que um banco aprovou. Deve ser medido pelo investimento realizado, pelo prazo de execução e pelo custo total suportado até que o ativo comece a produzir.

Keynes mostrou que o investimento depende do estado das expectativas. Celso Furtado insistiu que desenvolvimento é transformação da estrutura produtiva, não simples expansão contábil. As duas ideias convergem em um ponto: capital disponível, sozinho, não gera desenvolvimento. É preciso coordenação capaz de transformar decisão em obra, obra em capacidade produtiva e capacidade produtiva em renda.

A pergunta relevante, portanto, não é apenas quanto crédito o Estado anunciou. É quanto valor o país perde quando o dinheiro destinado ao investimento chega depois do cronograma que deveria financiar.

Em um único projeto de R\$ 100 milhões, uma hipótese conservadora mostra que o tempo adicional pode acrescentar cerca de R\$ 40 milhões aos juros de uma operação-ponte. Multiplicado por uma carteira de dezenas de bilhões de reais, esse intervalo deixa de ser um problema privado de tesouraria. Torna-se uma questão de produtividade, competitividade e política industrial.

O crédito barato é necessário. Mas, quando chega tarde, pode financiar um investimento que já ficou caro.

Fontes e nota metodológica

- Ministério de Portos e Aeroportos. Fundo da Marinha Mercante, página institucional, atualizada em 21 de maio de 2026. Define a natureza do FMM, sua finalidade e a administração pelo CDFMM.
- Ministério de Portos e Aeroportos. “Modais de transportes terão investimentos de R\$ 41,7 bilhões do Fundo da Marinha Mercante”, 24 de março de 2026. Informa R\$ 87,7 bilhões em projetos aprovados e R\$ 14,2 bilhões em carteira contratada no ciclo 2023–2026.
- BNDES. “Recursos do Fundo da Marinha Mercante: financiamento à marinha mercante e à construção naval”, consultado em junho de 2026. Condições de custo financeiro, participação, carência e amortização.
- Banco Central do Brasil. Estatísticas Monetárias e de Crédito, divulgação referente a abril de 2026. Taxa média de 25,3% a.a. no crédito livre para pessoas jurídicas.
- Lei nº 10.893, de 13 de julho de 2004; Portaria nº 1.460, de 25 de outubro de 2022; Resolução CMN nº 5.225, de 26 de junho de 2025; Portaria nº 747, de 19 de dezembro de 2025.
- KEYNES, John Maynard. The General Theory of Employment, Interest and Money. Capítulo 12.
- NORTH, Douglass C. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge University Press, 1990.
- FURTADO, Celso. Desenvolvimento e subdesenvolvimento. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961. A tese de que o desenvolvimento supõe transformação da estrutura produtiva, e não apenas expansão do produto, percorre o argumento central do livro.

Nota metodológica da simulação

A simulação é hipotética e tem finalidade exclusivamente ilustrativa. Foram consideradas quatro captações de R\$ 25 milhões e uma taxa efetiva constante de 18% ao ano, com capitalização composta proporcional ao número de meses. No cenário 1, os prazos de exposição são de 12, 6, 3 e 0 meses; no cenário 2, de 35, 29, 26 e 23 meses. Não foram considerados amortizações intermediárias, IOF, tarifas, garantias, despesas jurídicas, inflação dos ativos, receitas do projeto, hedge ou variação cambial. A diferença de R\$ 40,2 milhões corresponde apenas ao custo incremental de juros do crédito-ponte entre os dois cenários.