BNDES O banco nacional do desenvolvimento

textos para discussão

137 | Abril de 2019

Financiamento amplo às empresas: crédito bancário, mercado de capitais e setor externo

Leticia Magalhães
Gilberto Borça Jr.

Presidente do BNDES
Joaquim Levy

Diretoria de Transformação Estratégica e Digital
Roberto Marucco

Área de Planejamento Estratégico
Mauricio dos Santos Neves

textos para discussão

137 | Abril de 2019

Financiamento amplo às empresas: crédito bancário, mercado de capitais e setor externo

Leticia Magalhães
Gilberto Borça Jr.

Resumo

A ampliação da divulgação das informações sobre as fontes de financiamento às empresas brasileiras é um esforço importante, pois permite melhor compreensão da dinâmica da tomada de financiamento no Brasil, expandindo o escopo das análises. O somatório dos recursos de instrumentos de mercado de capitais e do setor externo ao crédito bancário é denominado de financiamento ampliado às empresas. Enquanto o crédito bancário corporativo mostra contração em bases reais desde 2015, explicada, em maior medida, pelo desempenho do BNDES, a incorporação de recursos advindos do mercado de capitais doméstico e do setor externo tende a modificar esse panorama no período mais recente. Diagnósticos mais convencionais tendem a atribuir essa dinâmica integralmente à menor atuação do BNDES. No entanto, sem descartar por completo tal explicação, é necessário maior aprofundamento sobre o tema para verificar quais são os determinantes adicionais que influenciam a *performance* das demais fontes de recursos. É importante ter em mente que tanto as condições de liquidez internacional quanto o nível das taxas de juros domésticas são elementos fundamentais para o bom desempenho das fontes alternativas. Contudo, o BNDES ainda é a principal fonte de *funding* de longo prazo das empresas brasileiras. E como o país apresenta enormes necessidades de investimentos, torna-se fundamental que haja esforços de sinergia por meio da complementaridade entre o sistema de crédito – privado e público –, recursos externos e os mercados de capitais. Trata-se de condição essencial para a retomada do investimento e do crescimento econômico.

Palavras-chave: Financiamento ampliado. Crédito corporativo. BNDES. Mercado de capitais.

Abstract

Increasing the dissemination of information about sources of financing to Brazilian companies is an important effort, since it allows a better understanding of the dynamics of financing in Brazil and expands the scope of the analysis. The sum of resources from capital market and from the external sector to bank credit is denominated as 'extended financing to companies'. While corporate bank credit shows a contraction in real terms since 2015, explained by the performance of BNDES, the incorporation of resources from domestic and foreign capital markets tends to modify this scenario in the most recent period. The most conventional diagnosis tends to attribute this dynamic fully to the lower performance of BNDES. However, without fully discarding such an explanation, further studies are necessary to determine the additional determinants that influence the performance of other sources of resources. It is important to keep in mind that both international liquidity conditions and the level of domestic interest rates are key elements for the good performance of alternative sources. Nevertheless, BNDES is still the main source of long-term funding for Brazilian companies. Since the country has huge investment needs, synergy efforts through complementarity between the private and public credit system, external resources and the capital markets are a must-have. This is essential for the resumption of investment and economic growth.

Keywords: Extended financing to companies. BNDES. Corporate credit. Capital markets.

Sumário

1. Introdução 9

2. O estoque de financiamento amplo às empresas 11

2.1 SFN 14

2.2 Crédito com recursos externos 20

2.3 Mercado de capitais 25

3. O fluxo de financiamento amplo às empresas 28

3.1 SFN 31

3.2 Setor externo 34

3.3 Mercado de capitais 36

4. O posicionamento relativo do BNDES 41

4.1 A evolução da carteira de crédito 42

4.1.1 Participação do BNDES no PIB e no mercado de crédito bancário (SFN) 42

4.1.2 BNDES e o crédito total PJ 44

4.1.3 Participação do BNDES no crédito de longo prazo 46

4.2 A dinâmica dos fluxos – concessões de crédito 47

4.3 Taxas de juros e prazos das novas concessões 50

5. Conclusões 52

Referências 54

Leticia Magalhães e Guilherme Borça Jr. são economistas e atuam no Departamento de Pesquisa Econômica da Área de Planejamento Estratégico do BNDES. Este texto é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

1. Introdução

O desenvolvimento econômico guarda forte relação com o tamanho e com a profundidade do mercado de crédito (BID, 2005). A maior disponibilidade de recursos permite, em certas circunstâncias, a ampliação da demanda efetiva da economia e, consequentemente, a aceleração do ritmo de crescimento da renda e do emprego. Em razão do acesso a fontes alternativas de financiamento, as famílias podem aumentar a demanda por bens de consumo duráveis ou por unidades habitacionais, transferindo, dessa forma, renda do ponto de vista intertemporal, além de suavizar seus padrões de consumo ao longo do tempo (SANT'ANNA *et al.*, 2007).

Os financiamentos corporativos de longo prazo, por sua vez, permitem que as empresas se lancem a empreendimentos de maior escala, o que realimenta o processo de crescimento econômico. A experiência internacional mostra que os mecanismos dominantes de financiamento de longo prazo podem variar muito entre países. Nos países anglo-saxônicos, Estados Unidos da América (EUA) e Inglaterra, esse papel é basicamente cumprido pelo mercado de capitais, com a emissão de ações e títulos de dívidas das empresas diretamente ao público, o chamado financiamento direto. Em outros países, como Alemanha, Japão e Brasil, o crédito bancário tem um papel mais importante nesse processo, por meio do financiamento indireto (DEMIRGUÇ-KUNT; LEVINE, 2004).

Outra diferença importante entre os países é a forma como os Estados nacionais intervêm na alocação de recursos nos mercados de crédito de longo prazo. Segundo Torres Filho (2007), nos países em que o financiamento direto é dominante, essa ação é feita predominantemente por meio de garantias públicas. Nos mercados em que o financiamento indireto é mais importante, os Estados agem por meio de bancos públicos ou fundos fiscais.

A atuação das instituições oficiais vem sendo, nos últimos anos, objeto de grande controvérsia. A ideia central é que essas instituições substituem ou inibem o desenvolvimento de fontes privadas de financiamento. Isso ocorre em razão de dois fatores que asseguraram ao Estado acesso relativamente mais barato a fontes de recursos. O primeiro é sua capacidade única de tributar a sociedade. O segundo é o fato de seu risco de crédito ser normalmente mais baixo do que o do setor privado. Desse ponto de vista, a atuação dos bancos públicos inibe o desenvolvimento do setor financeiro privado e, em consequência, o crescimento econômico (PINHEIRO, 2007).

Em oposição, há uma visão que defende a complementaridade entre bancos privados e públicos, em especial, aqueles voltados a empréstimos de longo prazo. Nesse caso, o Estado, em particular por meio de seus bancos de desen-

volvimento, atua no financiamento a projetos de investimento que, por motivos de prazo e risco elevados, o setor privado não se interessa em financiar em condições compatíveis com os retornos esperados (TORRES FILHO, 2007). Ademais, como apontam Além e Madeira (2015), as instituições financeiras de desenvolvimento são historicamente relevantes para a promoção de financiamento de projetos de longo prazo, seja em países avançados, seja em países em desenvolvimento.

Nesse contexto, atualmente, há grandes transformações em curso no mercado de crédito brasileiro. Ao longo dos últimos dez anos, o sistema público de crédito foi bastante utilizado no ambiente pós-crise financeira internacional de 2008.[1] A atuação das instituições financeiras oficiais foi fundamental para evitar uma contração ainda mais aguda da liquidez doméstica a partir da falência do banco de investimento norte-americano Lehman Brothers (SANT'ANNA; BORÇA JR.; ARAÚJO, 2009). Todavia, a posterior desaceleração e forte contração da atividade econômica no biênio 2015-2016, associada à crise fiscal ora em curso, tornou questionável a atuação do sistema público de crédito via direcionamento de recursos.

A reorientação da atuação dos bancos oficiais, em geral, e do BNDES, em particular, tem por objetivo reduzir o diferencial relativo entre os custos de mercado e do direcionamento de crédito, visando, de um lado, a eliminação de subsídios e, de outro, a melhor alocação de recursos. A existência de novas fontes de financiamento de longo prazo, nesse sentido, passa a ser vital.

Dessa forma, o objetivo deste texto é analisar o conceito de financiamento ampliado às empresas, mencionado pelo Banco Central do Brasil (BCB) desde 2017 em suas análises com base nos *Relatórios Trimestrais de Inflação*.[2] Tal conceito abrange a evolução das dívidas corporativas no Brasil em sua integralidade, o que permite analisar o volume de financiamento às companhias de maneira mais completa. Considera-se, assim, não apenas o crédito proveniente do sistema bancário tradicional, mas também as operações de mercado de capitais e as operações via setor externo.

O texto divide-se em cinco seções, além desta breve introdução. Na segunda seção, analisa-se o "saldo" das operações de financiamento ampliado, ou seja, como evoluiu o estoque de dívidas corporativas no período, segmentado por esses três canais supracitados. Na terceira seção, a análise direciona-se para as informações de "fluxo" do conceito de "financiamento ampliado", visando analisar como está

1 Ferraz, Além e Madeira (2013) e Além e Madeira (2015) mostraram que, no momento mais agudo da crise internacional de 2008-2009, diversos países, avançados e em desenvolvimento, fizeram uso em larga escala de suas instituições financeiras de desenvolvimento.

2 Ver BCB (2017b; 2018b; 2018c; 2018d).

o comportamento das novas operações de tomada de recursos das companhias. Na quarta seção, enfoca especificamente o BNDES e a análise do saldo de sua carteira e de seu volume de concessão em algumas métricas relativas. Por fim, expõem-se as conclusões.

2. O estoque de financiamento amplo às empresas

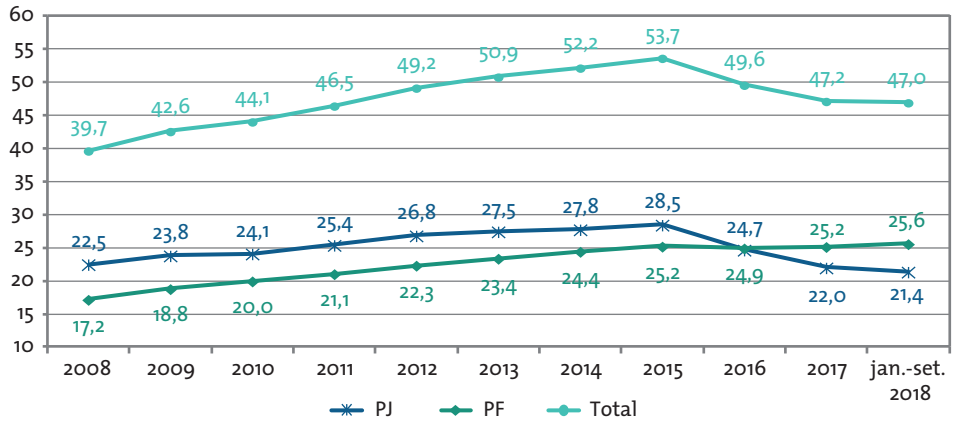
Desde 2017, o BCB introduziu em suas análises uma nova narrativa a respeito da evolução das dívidas corporativas no Brasil, com o intuito de analisar o volume de financiamento às companhias. Ao somar às operações de crédito do sistema financeiro os saldos dos instrumentos de mercado de capitais e do setor externo, a autoridade monetária brasileira chamou a atenção para o conceito de "financiamento ampliado às empresas". Nas palavras de BCB (2018c, p. 32), "o conjunto das operações oriundas dessas três fontes [Sistema Financeiro Nacional, mercado de capitais doméstico e mercado externo] é referido aqui como financiamento amplo das empresas".

Tradicionalmente, as análises de crédito avaliam somente os dados do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Seguindo esse foco, verificou-se forte contração do saldo das operações de financiamento para as empresas da economia desde 2015. Se, de um lado, tal comportamento pode ter sido decorrência da retração da atividade econômica no Brasil no biênio 2015-2016, reduzindo a demanda global por crédito na economia; de outro, o comportamento tipicamente pró-cíclico das instituições financeiras em resposta ao aumento do risco de inadimplência retroalimentou e reforçou a dinâmica do crédito para a atividade.

A relação crédito/produto interno bruto (PIB) teve trajetória expressiva entre 2008 e 2015, passando de 39,7% para 53,7%.[3] A expansão anual média das operações de financiamento da economia nesse período foi de 14,2% ao ano em termos nominais. No entanto, desde então, há forte trajetória de queda acumulada. O dado do BCB referente a setembro de 2018 mostra que essa relação atingiu 47%, patamar semelhante ao do ano de 2011. Enquanto o segmento de pessoas físicas (PF) tem registrado desempenho mais consistente, a retração concentrou-se integralmente na carteira de pessoas jurídicas (PJ), que apresentou redução de participação superior a 7 pontos percentuais (p.p.) do PIB, passando de 28,5% em 2015 para 21,4%, conforme mostra o Gráfico 1.

[3] A expansão da relação crédito/PIB teve o início de sua trajetória de alta a partir de 2004, sendo liderada, em particular, pelo crédito às pessoas físicas (PF). Para mais detalhes, ver Borça Jr. e Guimarães (2015). Contudo, a referência temporal mais longínqua como escopo do presente artigo é 2008.

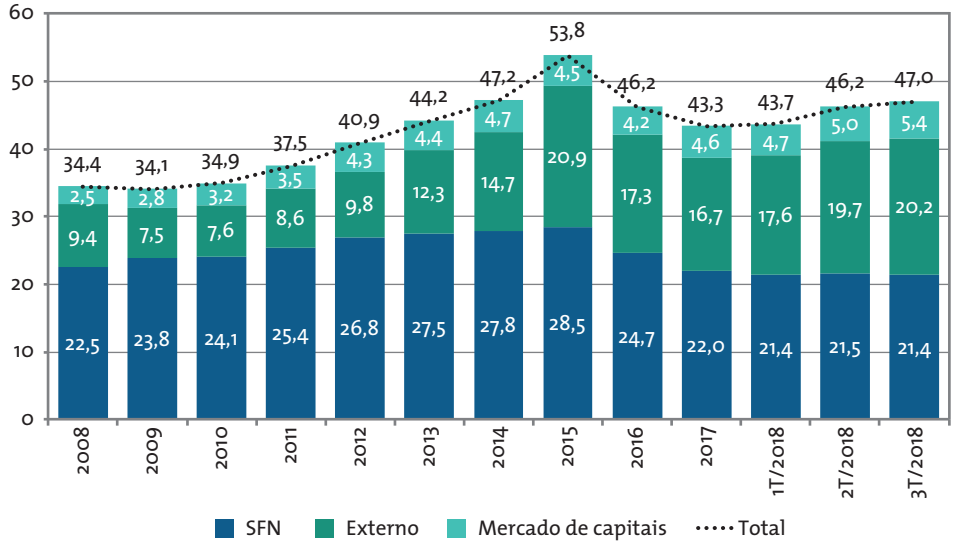
Gráfico 1. Relação crédito/PIB, 2008-2018: total, PF e PJ (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

A fim de acompanhar o conceito de crédito ampliado utilizado pelo BCB e identificar os aspectos centrais da dinâmica do crédito para PJ, foram adicionadas à carteira PJ as seguintes fontes de recursos: (i) crédito com recursos externos internalizados pelas empresas não financeiras, considerando o saldo das operações intercompanhias e a dívida externa bruta, oriundos do balanço de pagamentos fornecidos pelo BCB; e (ii) mercado de capitais doméstico, por meio do estoque de debêntures e de notas promissórias, com dados oriundos da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, [1994?]) e Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP, 2011). A evolução está apresentada no Gráfico 2.

Gráfico 2. Relação crédito ampliado/PIB para PJ, 2008-2018: SFN, setor externo e mercado de capitais (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]) para SFN, BCB (2001?) para mercado externo e Anbima ([1994?]) e Cetip (2011) para mercado de capitais.

Nessa métrica, a relação crédito ampliado/PIB para PJ também cresceu até 2015, atingindo 53,8%, quando passou a apresentar uma trajetória declinante até 2017. Contudo, ao contrário do que se verificou, considerando apenas o crédito bancário do SFN, que permaneceu em queda no conceito de crédito ampliado, observou-se uma expansão recente, que alcançou 47,0% do PIB em setembro de 2018.

Tal movimento concentrou-se no aumento da participação dos saldos das operações com recursos externos e de mercado de capitais. Conforme exposto na Tabela 1, o SFN encolheu sua participação no crédito ampliado de 69,8% em 2009, seu máximo, para 45,5% no 3T/2018. Enquanto isso, o endividamento contraído no exterior passou de 22,1%, também em 2009, para 43,0% recentemente, quase dobrando de tamanho. O mercado de capitais, apesar de apresentar ganho de participação, saindo de 8,1% em 2009 para 11,6% do total em setembro de 2018, continua a representar uma parcela tímida no saldo total de crédito ampliado.

Tabela 1. Variação, participação e contribuição do estoque de crédito ampliado para PJ, 2009-2018: setor externo, SFN e mercado de capitais (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA)

Ano	Variação real				Participação				Contribuição (p.p.)			
	Externo	Crédito bancário (SFN)	Mercado de capitais	Total	Externo	Crédito bancário (SFN)	Mercado de capitais	Total	Externo	Crédito bancário (SFN)	Mercado de capitais	Total
2008					27,4	65,4	7,3	100				
2009	(17,8)	8,8	13,1	1,8	22,1	69,8	8,1	100	(4,9)	5,7	1,0	1,8
2010	11,0	11,4	27,9	12,7	21,8	69,1	9,2	100	2,4	8,0	2,3	12,7
2011	19,9	11,5	15,2	13,6	23,0	67,7	9,3	100	4,3	7,9	1,4	13,6
2012	17,7	9,8	28,1	13,3	23,8	65,6	10,5	100	4,1	6,6	2,6	13,3
2013	32,3	6,9	6,0	12,9	27,9	62,2	9,9	100	7,7	4,6	0,6	12,9
2014	21,4	3,0	10,0	8,9	31,2	58,8	10,0	100	6,0	1,9	1,0	8,9
2015	33,2	(3,9)	(11,4)	6,9	38,8	52,9	8,3	100	10,3	(2,3)	(1,1)	6,9
2016	(18,6)	(14,8)	(8,3)	(15,8)	37,5	53,5	9,0	100	(7,2)	(7,8)	(0,7)	(15,8)
2017	(1,9)	(9,3)	13,1	(4,5)	38,6	50,8	10,7	100	(0,7)	(5,0)	1,2	(4,5)
1T/2018	5,7	(8,3)	15,9	(0,8)	40,3	49,0	10,7	100	2,1	(4,4)	1,5	(0,8)
2T/2018	14,3	(7,2)	23,0	3,9	42,6	46,5	10,9	100	5,5	(3,7)	2,1	3,9
3T/2018	22,5	(3,9)	27,0	9,3	43,0	45,5	11,6	100	8,6	(2,0)	2,7	9,3

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]) para SFN, BCB (2001?) para mercado externo e Anbima ([1994?]) e Cetip (2011) para mercado de capitais.

Entre os componentes do conceito de crédito ampliado, o crédito bancário corporativo apresentou contração em bases reais desde 2015. Ao fim do 3T/2018, no acumulado em 12 meses, o saldo dos financiamentos às empresas via SFN apresentava queda real de 3,9%. Já os créditos contraídos no exterior e no mercado de capitais mostravam crescimento expressivo de 22,5% e 27,0% respectivamente. Com isso, a medida de crédito ampliado expandia-se, em termos reais, 9,3%. Ao longo do ano de 2018, a principal contribuição positiva adveio dos financiamentos externos (8,6 p.p.), seguidos do mercado de capitais (2,7 p.p.). O crédito para empresas via SFN, por sua vez, contribuiu negativamente com 2,0 p.p.

Parte importante desse desempenho negativo da carteira de PJ do SFN está relacionada com o desempenho do BNDES nos últimos anos.[4] Por sua vez, um dos argumentos utilizados pelo BCB para explicar a boa *performance* das outras fontes de financiamento às empresas – mercado de capitais doméstico e mercado externo – reside na redução relativa de custos entre as fontes de mercado e o direcionamento de recursos. De acordo com BCB (2018c, p. 33): "(...) a alteração nos custos relativos dos empréstimos do BNDES comparativamente às outras fontes de financiamento constitui fator relevante para explicar o desempenho recente da carteira do banco".

Para compreender o que está por trás desses movimentos, no entanto, é preciso analisar com mais detalhes cada uma das categorias que compõem o saldo do conceito de crédito bancário ampliado às empresas: SFN, crédito externo e mercado de capitais.

2.1 SFN

Iniciando a análise pelo SFN, que pelo quarto ano consecutivo – entre 2015 e 2018 – apresentou queda real da carteira de PJ, há algumas dualidades que merecem ser destacadas. A primeira delas é entre o porte de empresas. As micro, pequenas e médias empresas (MPME) – que representavam 34,5% do saldo devedor das empresas em setembro de 2018 – vêm sofrendo contração de suas operações de forma mais intensa. A Tabela 2 mostra que a carteira de financiamentos às MPMEs vem liderando a contração total do crédito às companhias desde 2015. Esse processo aprofundou-se em 2016 e 2017 e, mesmo que em menor grau, manteve-se em 2018. Entre 2015 e setembro de 2018, a contração real acumulada da carteira de crédito total às empresas era da ordem de 30%. Para as MPMEs, essa retração acumulada era de quase 50%, enquanto para as grandes atingia algo próximo a 10%.

Tabela 2. Carteira de crédito de PJ do SFN por porte das empresas: micro, pequenas e médias *versus* grandes (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA)

Ano	MPMEs	Grandes	Total PJ
2013	2,0	11,8	6,9
2014	3,1	2,9	3,0
2015	(8,7)	0,4	(3,9)
2016	(17,4)	(12,8)	(14,8)
2017	(24,6)	2,5	(9,3)
2018*	(10,7)	0,2	(3,9)
Δ Acumulado 2015-2018	(49,2)	(10,2)	(28,7)

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

* Dados até setembro de 2018.

[4] O detalhamento do desempenho recente do BNDES será objeto de análise da quarta seção do trabalho.

Outra dualidade importante é entre o desempenho da carteira com recursos livres e aquela com direcionamento de recursos (Tabela 3). Enquanto a parcela do crédito livre destinada às empresas encerrou o 3T/2018 com expansão real de 5,7%, a carteira de recursos direcionados mostrava contração real significativa de seu saldo de operações, influenciada, particularmente, pelo encolhimento das operações do BNDES, que apresentou queda real de 14,4% no período. A contração acumulada do saldo das operações de crédito do BNDES entre 2015 e setembro de 2018 atingiu algo da ordem de 40%.

Tabela 3. Variação real, participação e contribuição do estoque de crédito à PJ (SFN): crédito livre x crédito direcionado (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA)

Ano	Variação real				Participação				Contribuição (p.p.)			
	Livres PJ	BNDES PJ	Direc. exc. BNDES	Total	Livres PJ	BNDES PJ	Direc. exc. BNDES	Total	Livres PJ	BNDES PJ	Direc. exc. BNDES	Total
2008					62,5	27,0	10,5	100,0				
2009	(2,6)	33,9	11,9	8,8	56,0	33,2	10,8	100,0	(1,6)	9,1	1,3	8,8
2010	6,9	19,4	10,5	11,4	53,7	35,6	10,7	100,0	3,8	6,4	1,1	11,4
2011	12,8	10,8	7,2	11,5	54,3	35,4	10,3	100,0	6,9	3,8	0,8	11,5
2012	10,4	7,3	15,2	9,8	54,6	34,6	10,8	100,0	5,7	2,6	1,6	9,8
2013	2,0	8,7	26,3	6,9	52,1	35,1	12,8	100,0	1,1	3,0	2,9	6,9
2014	(2,2)	8,7	8,4	3,0	49,4	37,1	13,5	100,0	(1,1)	3,1	1,1	3,0
2015	(5,3)	(3,9)	1,0	(3,9)	48,7	37,1	14,2	100,0	(2,6)	(1,4)	0,1	(3,9)
2016	(15,5)	(18,0)	(4,5)	(14,8)	48,4	35,7	15,9	100,0	(7,5)	(6,7)	(0,6)	(14,8)
2017	(4,7)	(14,3)	(12,3)	(9,3)	50,8	33,8	15,4	100,0	(2,3)	(5,1)	(2,0)	(9,3)
1T/2018	(2,2)	(15,1)	(11,7)	(8,3)	51,5	33,0	15,5	100,0	(1,1)	(5,4)	(1,9)	(8,3)
2T/2018	1,7	(16,7)	(12,6)	(7,2)	52,8	31,9	15,3	100,0	0,8	(6,0)	(2,1)	(7,2)
3T/2018	5,7	(14,4)	(10,0)	(3,9)	53,7	31,3	15,0	100,0	2,8	(5,1)	(1,6)	(3,9)

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

O comportamento mais restritivo do crédito para as empresas ocorreu no âmbito do forte processo recessivo vivenciado pela economia brasileira no biênio 2015-2016. O processo de desalavancagem das companhias, ainda em curso, é um dos possíveis fatores explicativos para o baixo ritmo de recuperação da atividade (BORÇA JR.; MAGALHÃES, 2018; GOLDFAJN, 2019). O ciclo de afrouxamento monetário, iniciado ainda em fins de 2016, proporcionou uma melhoria das condições de mercado e levou uma parcela das empresas a realizar pagamentos antecipados do saldo de dívidas contraídas no passado em ritmo superior ao fluxo de novas concessões.

Essa dinâmica vem ocorrendo, em particular, pela elevação das operações com recursos livres. Uma parte da explicação para a recuperação da carteira livre

encontra-se na melhoria dos indicadores de inadimplência. Enquanto, em meados de 2017, o volume de inadimplência superior a noventa dias totalizava 6,0% da carteira de PJ, em setembro de 2018, este havia caído pela metade, situando-se em 3,1%. A recuperação da carteira livre é, de fato, uma tendência que deve ser observada nos próximos anos.

A Tabela 3 ainda mostra a evolução da participação das carteiras livres, direcionada (excluído o BNDES) e BNDES no crédito bancário corporativo do SFN. No período de 2008 a 2014, o Banco apresentou ganho de participação de 10 p.p., passando de 27,0% para 37,1%, ao passo que houve redução na participação do estoque de recursos livres, que sai de 62,5% para 49,4%.

Esse período compreende os esforços anticíclicos do BNDES como instrumento do Governo Federal no combate aos efeitos da crise internacional de 2008-2009, bem como as sucessivas rodadas de renovação do Programa de Sustentação do Investimento (PSI).[5] Já no período de 2015 a setembro de 2018, com o fim do PSI, observa-se contração da participação do BNDES de 5,8 p.p. no mercado de crédito bancário, com parcial recuperação das operações de mercado. No que diz respeito aos recursos direcionados, excluído o BNDES, pode-se perceber ganho de participação ao longo do tempo, com estabilização em cerca de 15% da carteira PJ total.

A recuperação da carteira com recursos livres – cujo crescimento real era de 5,7% no acumulado em 12 meses até setembro de 2018 – foi impulsionada, sobretudo, pelas linhas bancárias lastreadas em recursos externos (adiantamento de contrato de câmbio – ACC, financiamento ao comércio internacional e repasses externos). Os saldos de tais modalidades, analisados em conjunto, apresentam expansão real no período de 11,9%. Esse valor é muito superior ao ritmo de crescimento das linhas domésticas, cuja alta era de 3,5% nesse mesmo interregno (Gráfico 3). Contudo, ao se desconsiderar o efeito da taxa de câmbio no saldo das operações das linhas externas, estas passam a apresentar contração significativa da ordem de 11,5%.

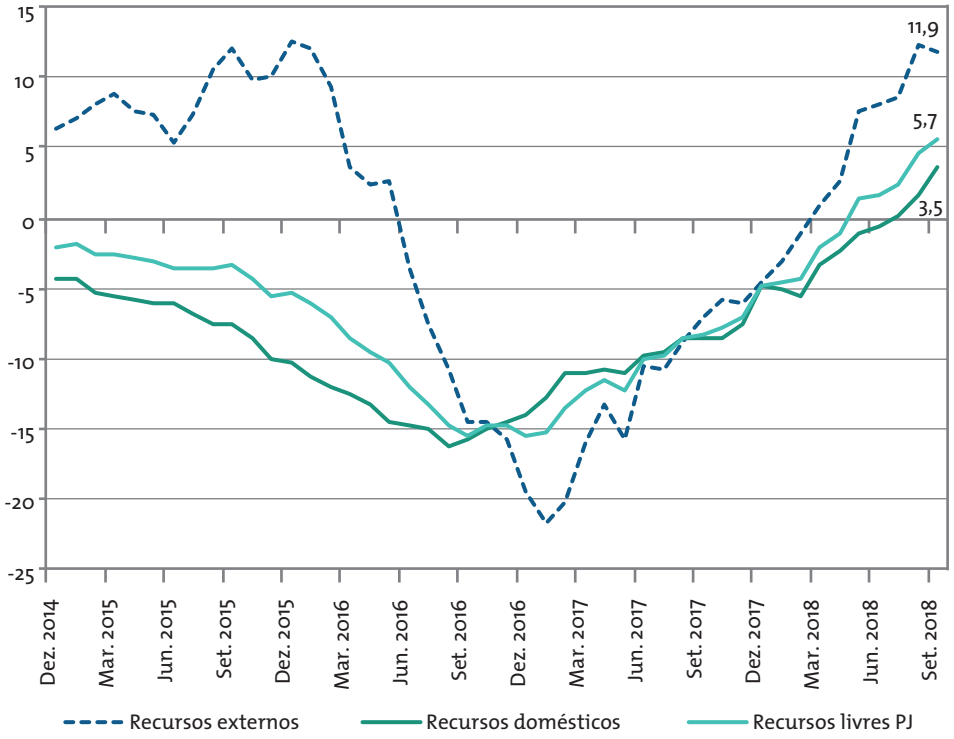
Os movimentos de câmbio, portanto, exercem papel fundamental na dinâmica do saldo das linhas de crédito lastreadas em recursos externos e, consequentemente, no saldo total da carteira com recursos livres. Momentos de depreciação cambial elevam os saldos dessas modalidades quando mensurados em moeda doméstica, assim como apreciações causam variações em direção contrária.[6]

---

[5] Uma análise mais detalhada pode ser encontrada em Barboza *et al.* (2017).

[6] Esse efeito ocorre também no saldo devedor das dívidas contraídas no setor externo – operações intercompanhias e dívida externa. Esse ponto será explorado na subseção 2.2.

Gráfico 3. Variação real do estoque de crédito da carteira livre do SFN para PJ, 2004-2018: recursos domésticos *versus* recursos externos (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

Detalhando-se um pouco mais as linhas domésticas, é possível constatar que há movimentos antagônicos entre suas modalidades. Algumas delas, como o desconto de duplicatas e antecipação de recebíveis de cartão de crédito, vêm apresentando taxas de crescimento expressivas, enquanto as linhas de capital de giro (modalidade de maior participação na carteira de crédito livre de PJ) e outras modalidades seguem o movimento de contração (Gráfico 4).

Alguma substituição pode estar ocorrendo entre essas modalidades, já que em momentos de maior incerteza, os recebíveis (duplicatas, cheques e recebíveis de cartões) parecem contar com algumas vantagens, pois suas garantias de pagamento são mais sólidas. Dessa forma, há maior segurança no retorno da operação. Pelo lado da instituição financeira, isso se reflete na redução dos riscos de inadimplência, além de simplificação da operação (FERNANDES, 2018). Já para as empresas, especialmente as de pequeno e médio porte, tal fato permite que elas continuem a ter acesso a crédito. Outra questão é como se dá a compensação do crédito. No caso de antecipação de recebíveis, não há comprometimento do caixa da empresa com parcelas mensais, já que o valor será descontado no futuro com uma única prestação. Finalmente, nessa modalidade, o limite de crédito é estabelecido pelo próprio título do recebível. É, portanto, uma forma mais simples e segura de conceder crédito.

Gráfico 4. Carteira de crédito livre PJ

Gráfico 4A. Crescimento real da carteira doméstica PJ livre
(var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA)

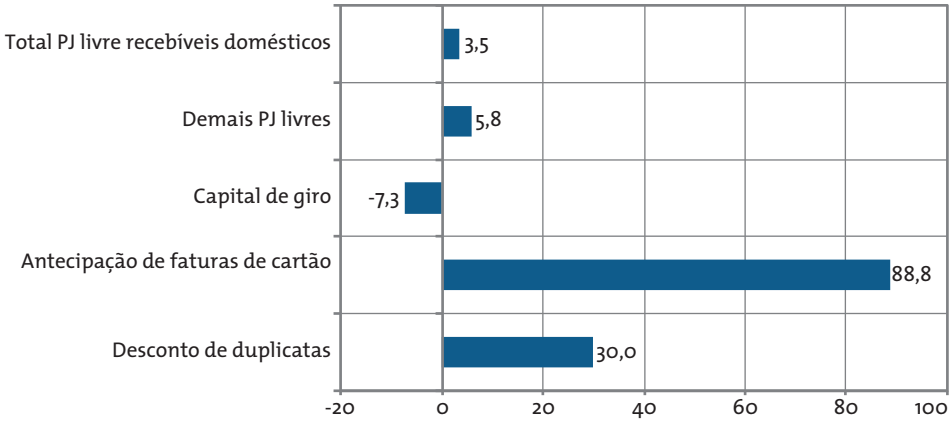
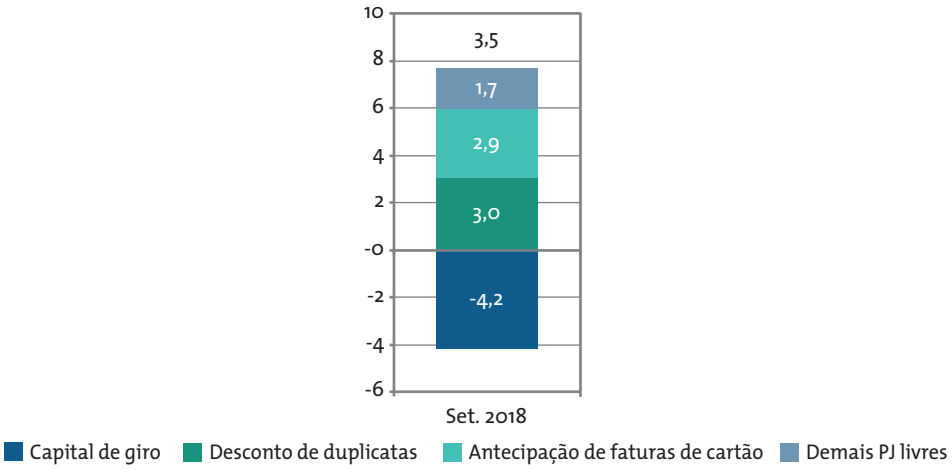


Gráfico 4B. Contribuição ao crescimento real da carteira PJ doméstica livre (p.p.)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

Ademais, mudanças institucionais recentes também podem impulsionar ainda mais essas modalidades de crédito. A promulgação da Lei 13.476 (BRASIL, [2017a]) permitiu que entidades registradoras pudessem atuar não somente no registro e na constituição de ônus e gravames de operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos, mas também em operações realizadas entre as instituições financeiras e seus clientes. Dessa forma, a exclusividade na constituição de ônus e gravames sobre registros, antes conferida aos depositários centrais, foi estendida aos registradores, aumentando a eficiência do mercado de antecipação de recebíveis.

Outro avanço institucional está relacionado à promulgação da Lei 13.775 (BRASIL, [2018]), que regulamenta a emissão de duplicata sob a forma escritural, para circulação com efeito comercial, mediante o lançamento em sistema eletrônico (duplicata eletrônica). A duplicata é um título de crédito emitido por ocasião de

uma transação mercantil e representa o crédito que uma empresa tem em relação a seus clientes pela venda de mercadorias ou pela prestação de serviços. Essa é uma importante fonte de financiamento de capital de giro para pequenas e médias empresas, que podem obter crédito com os bancos oferecendo os recebíveis como garantia. A intenção é aumentar a transparência e a segurança no uso da duplicata, ao torná-la um título emitido em meio eletrônico e registrado nas instituições autorizadas pelo BCB. Mediante a confirmação das partes envolvidas, todas as informações referentes aos títulos passarão a ser registradas eletronicamente, reduzindo os custos de transação e o risco de fraudes.

De acordo com Veloso (2018), em países da Europa, como Alemanha, França, Reino Unido e Itália, os descontos de duplicatas alcançam cerca de 9% do PIB. No Brasil, eles representam apenas 3,7% do PIB. Existe, portanto, um potencial expressivo de aumento dos empréstimos com o uso mais abrangente desse instrumento de crédito.

Por último, no fim de 2018, o BCB publicou a Resolução 4.707 (BCB, [2018g]), normatizando a utilização de recebíveis de cartão de crédito. Tal medida busca, simultaneamente, oferecer mais flexibilidade aos comerciantes e mais segurança às instituições financeiras que concedem linhas de crédito. Duas medidas merecem atenção: (i) a definição de o limite máximo da garantia não poder exceder o total da operação em aberto; e (ii) a obrigatoriedade de os valores dos recebíveis de cartão de crédito dos comerciantes serem direcionados pelas credenciadoras de cartões para a instituição financeira que emprestou os recursos, de modo a garantir a segurança da operação.

Com todas essas medidas, há mais chances de evitar fraudes, aumenta-se a transparência das transações e aprimora-se o sistema de garantias. Isso tende a resultar também em uma redução nos juros bancários cobrados das empresas.[7]

De acordo com relatório de Oliver Wyman (2018), ainda há uma série de entraves institucionais que, caso resolvidos, podem alavancar, de forma mais saudável e sustentável, o mercado de crédito bancário, como:

- acesso limitado à informação;
- precificação descasada do risco de crédito do cliente;
- recuperação de crédito morosa e cara;
- elevada insegurança jurídica;
- altos custos regulatórios de intermediação financeira;
- escassez de fontes alternativas de financiamento; e
- distorções do crédito direcionado.

[7] Para mais detalhes, ver Versiani e Moreira (2018).

Esse relatório ainda aponta a necessidade de continuação de uma agenda de reformas microeconômicas focando em pontos, como:

- ampliação do cadastro positivo;
- melhora no sistema de garantias;
- melhora nos processos de retomada extrajudicial de garantias;
- fomento ao uso de fundos garantidores de crédito;
- regulação do mercado imobiliário;
- redução dos depósitos compulsórios;
- fomento à competição; e
- desenvolvimento do mercado de capitais (o projeto do BCB, intitulado Agenda BC+,[8] vem atuando nessa direção).

Portanto, o crédito bancário doméstico vem enfrentando dificuldades desde 2015. As MPMEs sofrem de maneira mais que proporcional às grandes empresas. Uma parte não desprezível do encolhimento global da carteira de crédito às empresas deve-se à reorientação do papel do BNDES. Mais recentemente, a partir de meados de 2018, observou-se alguma recuperação das operações com recursos livres (de mercado) destinadas às companhias. Todavia, tal recuperação concentra-se em linhas lastreadas em recursos externos – as quais sofrem bastante influência do comportamento da taxa de câmbio – e de modalidades domésticas específicas, como desconto de duplicatas e antecipação de recebíveis de cartões de crédito. Com a consolidação da queda da inadimplência das empresas, a tendência é de que as operações de financiamento de mercado às empresas fiquem mais dinâmicas, proporcionando um suporte à recuperação mais consistente da economia a partir de 2019. Em paralelo, o aprimoramento institucional que está em curso também é um fator importante para um maior crescimento do crédito nos próximos anos.

2.2 Crédito com recursos externos

Para fins de tomada de recursos no exterior, são consideradas duas variáveis por parte do BCB para a composição do estoque de crédito externo:

- **Operações intercompanhias** – compreendem créditos concedidos a empresas residentes no Brasil por empresas não residentes pertencentes ao mesmo grupo econômico.[9] São considerados os empréstimos diretos e a colocação

[8] Para mais detalhes da Agenda BC+, ver BCB ([2017a?]).

[9] Rigorosamente, em termos metodológicos, não basta que as empresas pertençam ao mesmo grupo econômico, mas, sim, que pertençam à cadeia de investimento direto. Ver parágrafo 6.14 de IMF (2009).

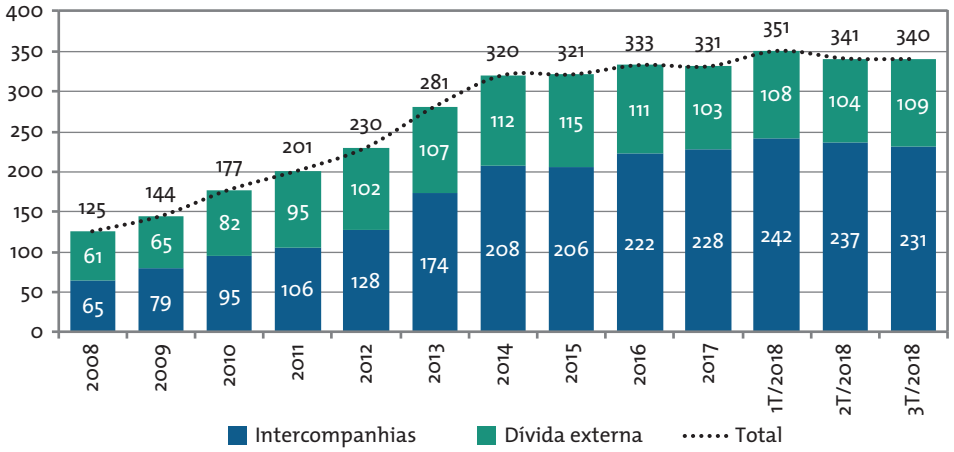
de títulos, sem distinção de prazo. Os empréstimos efetuados entre bancos ligados não são considerados empréstimos intercompanhias.

- **Dívida externa** – dados de dívida externa para o setor privado corporativo não bancário, abertos por prazo de vencimento original (curto prazo e longo prazo) e por instrumento:[10]

  - direitos especiais de saque (DES);
  - títulos de dívida;
  - empréstimos;
  - créditos comerciais; e
  - outros passivos de dívida.

O Gráfico 5 mostra a evolução dos saldos das operações no mercado externo oriundos desses dois componentes. Nota-se amplo crescimento das dívidas em moeda estrangeira entre 2008-2014, sobretudo na parcela advinda das operações intercompanhias. Depois de 2014, o estoque dessas dívidas passa a ser relativamente constante.

Gráfico 5. Saldo das operações de dívida com recursos do mercado externo: operações intercompanhias *versus* dívida externa (US$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

[10] (i) Direitos especiais de saque (DES): os DES alocados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) a um membro participante do Departamento de SDR (Special Drawing Rights, na sigla em inglês) são um passivo de longo prazo desse membro, pois, depois do término da participação ou da liquidação, ele será obrigado a reembolsar essas atribuições. (ii) Títulos de dívida: operações baseadas em emissão de títulos tais como bônus, *notes* e *commercial papers*, excluindo-se as operações dessa categoria classificadas como operações intercompanhias. (iii) Empréstimos: operações diretas de empréstimos em moeda, inclusive empréstimos concedidos pelo FMI, Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Banco Mundial e outros organismos multilaterais e agências bilaterais. Excluem-se operações classificadas como intercompanhias. (iv) Créditos comerciais: operações de financiamentos de importação e de serviços concedidos por fornecedores (*supplier's credit*) e por bancos estrangeiros e brasileiros no exterior (*buyer's credit*). (v) Outros passivos de dívida: financiamentos obtidos com organismos multilaterais e agências bilaterais e outras operações de dívida externa.

As operações intercompanhias compõem parcela do estoque de investimento direto no país (IDP). O crescimento ocorrido entre 2010 e 2014 reflete o expressivo volume desses investimentos na forma de empréstimos intercompanhias proveniente, principalmente, dos Países Baixos. De acordo com dados do *Relatório de Investimento Direto* (BCB, 2018e), os Países Baixos possuíam, no ano de 2010, apenas 8% do estoque de operações intercompanhias (US$ 8,1 bilhões), percentual que passou para 41,3% em 2017 (US$ 94,1 bilhões). Do ponto de vista setorial, o segmento de coque, derivados de petróleo e biocombustíveis foi o que apresentou crescimento mais expressivo, passando de 3% do estoque de operações intercompanhias (US$ 2,9 bilhões) em 2010 para 23% (US$ 52,6 bilhões) em 2017. O setor de extração de minerais metálicos é o segundo mais representativo, responsável por 10% (US$ 22,7 bilhões) do estoque de operações intercompanhias em 2017.

Ao se analisar a dívida externa por prazo, conforme mostra a Tabela 4, nota-se que a maior parte do saldo, mais de 90%, é composta por dívidas de longo prazo, isto é, com prazo de vencimento superior a um ano.

Tabela 4. Saldo das operações com recursos do mercado externo destinado ao setor corporativo não financeiro classificado como dívida externa de longo e curto prazo (US$ bilhões)

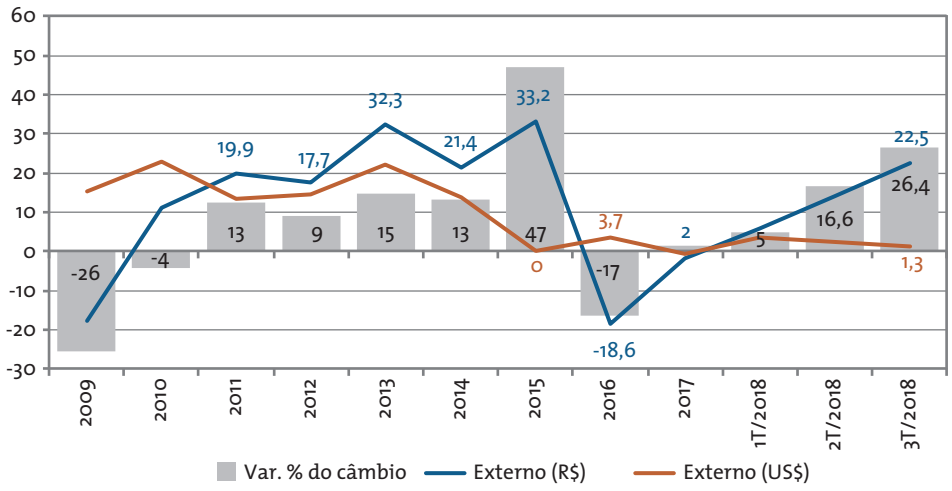
	Dívida externa		
Ano	Longo prazo	Curto prazo	Total
2008	59,4	1,4	60,8
2009	62,6	2,4	64,9
2010	76,0	6,1	82,1
2011	93,1	2,0	95,2
2012	102,1	0,2	102,2
2013	106,9	0,0	106,9
2014	109,8	2,7	112,5
2015	111,9	3,4	115,4
2016	106,5	4,0	110,6
2017	99,2	4,3	103,4
1T/2018	100,0	8,4	108,4
2T/2018	95,7	8,6	104,4
3T/2018	101,3	8,0	109,3

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

O saldo das operações com recursos externos tem uma peculiaridade. As transações são realizadas em moeda estrangeira (US$) e convertidas para moeda nacional (R$) para serem somadas ao estoque das operações realizadas em moeda nacional. Portanto, assim como ocorre nas linhas externas de crédito bancário concedidas pelo SFN, não podem ser desconsiderados o movimento da taxa de câmbio ao longo do tempo e seus impactos no saldo devedor de recursos em moeda estrangeira das companhias.

Depois de um longo período de ganho de valor da moeda nacional (apreciação cambial), que vigorou entre 2003 e 2010, a partir de 2011 teve início um processo de depreciação cambial no Brasil, que se intensificou em 2015. A taxa de câmbio partiu do patamar nominal de R$ 1,66/US$ no fim de 2010, e alcançou R$ 3,96/US$ em 2015. Somente em 2015, a depreciação foi de 47% e fez com que o saldo de crédito externo, quando mensurado em moeda nacional (R$), apresentasse crescimento real expressivo de 33,2%. Por outro lado, quando mensurado em dólares, tal variação foi nula (Gráfico 6).

Gráfico 6. Variação real do estoque de recursos externos: R$ *versus* US$ (var. % real, acumulada em 12 meses até junho de 2018, deflacionado pelo IPCA, e var. % em US$)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([2001?]) para mercado externo e BCB ([199-?]) para câmbio.

Já no ano de 2016, com a reorientação da política econômica, ocorreu o fortalecimento de 17% do real em relação ao dólar. Nesse mesmo ano, enquanto o saldo das dívidas oriundas do setor externo cresceu 3,7% em dólar, quando convertido em real, houve contração de 18,6%.

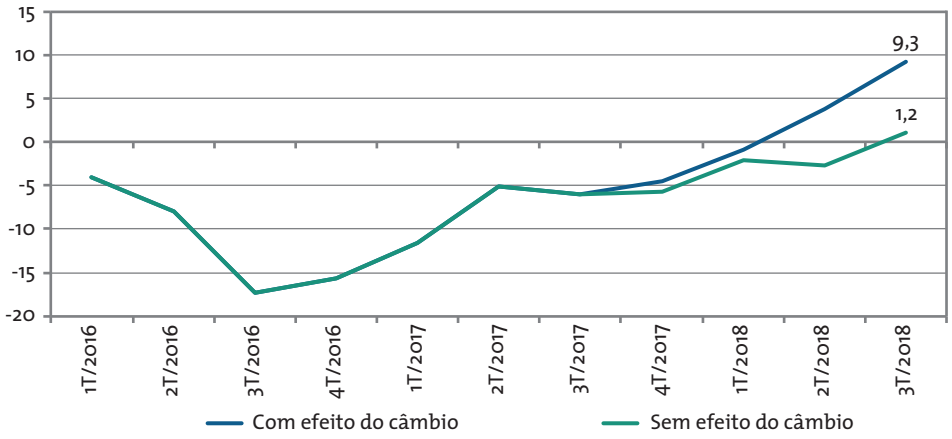
Desde então, o saldo em moeda estrangeira das operações realizadas com o exterior manteve-se praticamente constante, com um crescimento baixo. Porém, se mensurado em moeda nacional, a expansão real acumulada do saldo nos últimos 12 meses é de 22,5%, reflexo da forte depreciação do real em relação ao dólar ocorrida desde abril de 2018. BCB (2018a), em outubro de 2018, chama a atenção para esse movimento.

Portanto, é importante estar atento aos movimentos da taxa de câmbio para avaliar de maneira mais fidedigna a dinâmica da tomada de recursos por parte das empresas. Nos períodos em que a taxa de câmbio apresenta depreciação, o saldo devedor das dívidas em moeda estrangeira tende a se expandir quando mensura-

do em moeda nacional, o que impactará positivamente a dinâmica do conceito de crédito ampliado. Por outro lado, em períodos de apreciação cambial, haverá redução do saldo devedor das dívidas em moeda estrangeira na conversão para moeda nacional, reduzindo o ritmo de crescimento do crédito ampliado.

Com o intuito de fornecer uma ideia do efeito que os movimentos do câmbio podem acarretar, é importante observar o Gráfico 7. Caso o câmbio do fim do 4T/2017 de R$ 3,30/US$ fosse mantido constante, a variação real positiva do crédito ampliado teria sido apenas de 1,2%, contra a expansão observada de 9,3% na metodologia do BCB. Dessa forma, pode-se atribuir grande peso da expansão do conceito de crédito ampliado às empresas à variação cambial do período.

Gráfico 7. Variação real do estoque de crédito ampliado a PJ com e sem efeito do câmbio (var. % real, acumulada em 12 meses até julho de 2018, deflacionado pelo IPCA)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([2001?]) para mercado externo e BCB ([199-?]) para câmbio.

Sendo assim, a expansão da carteira de crédito pode estar pouco associada à atividade econômica no caso de mudanças importantes no câmbio. Nesse caso, o saldo da carteira de crédito pode ser mais bem compreendido como uma avaliação dos passivos das empresas e de sua sustentabilidade financeira.

O aumento da participação do endividamento das empresas em moeda estrangeira causa uma preocupação, haja vista que, em um passado não tão distante, muitas companhias brasileiras foram fortemente afetadas por variações acentuadas na taxa de câmbio. Os passivos em moeda estrangeira são magnificados em tais momentos de estresse, e podem gerar problemas de balanço patrimonial às empresas. A busca por proteção financeira e melhora no perfil de gestão de risco das companhias brasileiras é, portanto, fundamental.

Esse ponto foi abordado em BCB (2018a), divulgado em outubro de 2018. Segundo a análise da autoridade monetária, atualmente não haveria motivos para

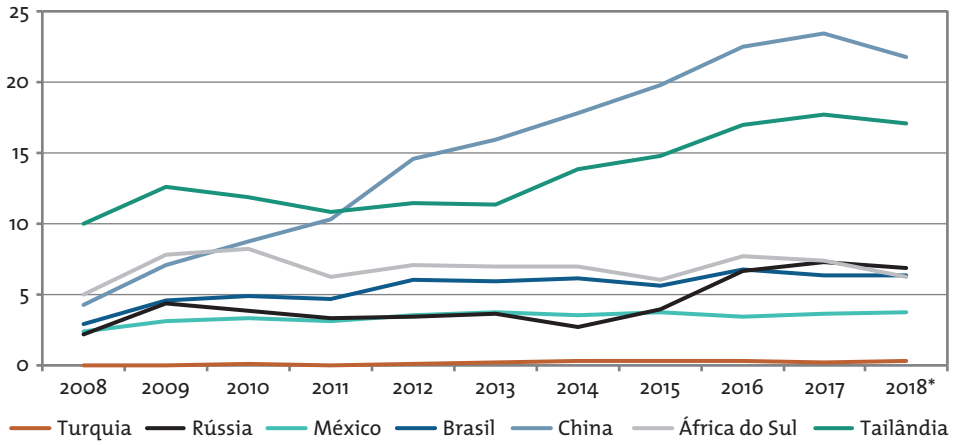
grandes preocupações quanto ao descasamento de balanço, do ponto de vista agregado para a economia: "Não obstante, quando se considera proteções cambiais financeiras[11] e operacionais,[12] o estoque da dívida em moeda estrangeira das empresas que não possuem nenhum tipo de proteção cambial[13] restringe-se a apenas 3,0% do PIB" (BCB, 2018a, p. 48).

Logo, a grande maioria das empresas estaria *hedgeada* em caso de variações bruscas na taxa de câmbio. No entanto, é fundamental salientar que operações de *hedge* são simultaneamente imperfeitas e custosas. O incremento de moeda estrangeira no passivo das empresas deve, portanto, ser monitorado a todo o momento, uma vez que pode ter impactos macroeconômicos não desprezíveis.

2.3 Mercado de capitais

Um mercado de capitais sólido e bem desenvolvido é uma importante ferramenta para incentivar o investimento e complementar o mercado de crédito. Apesar de ter evoluído nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro ainda tem bastante espaço para crescer quando comparado a alguns países emergentes com grau de desenvolvimento semelhante (Gráfico 8). De acordo com dados do Bank for International Settlements (BIS), o estoque de títulos corporativos brasileiros *vis-à-vis* ao tamanho do PIB é inferior ao existente em países como China, Tailândia e Rússia.

Gráfico 8. Estoque de títulos corporativos no mercado doméstico (% do PIB)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BIS (2018) para estoque de títulos e FMI ([1980?]) para o PIB.

* Consideram-se a projeção do FMI para o PIB e os dados até o 2T/2018 de estoque de títulos corporativos no mercado doméstico do BIS.

11 Posições compradas em opções e contratos de dólar a termo.

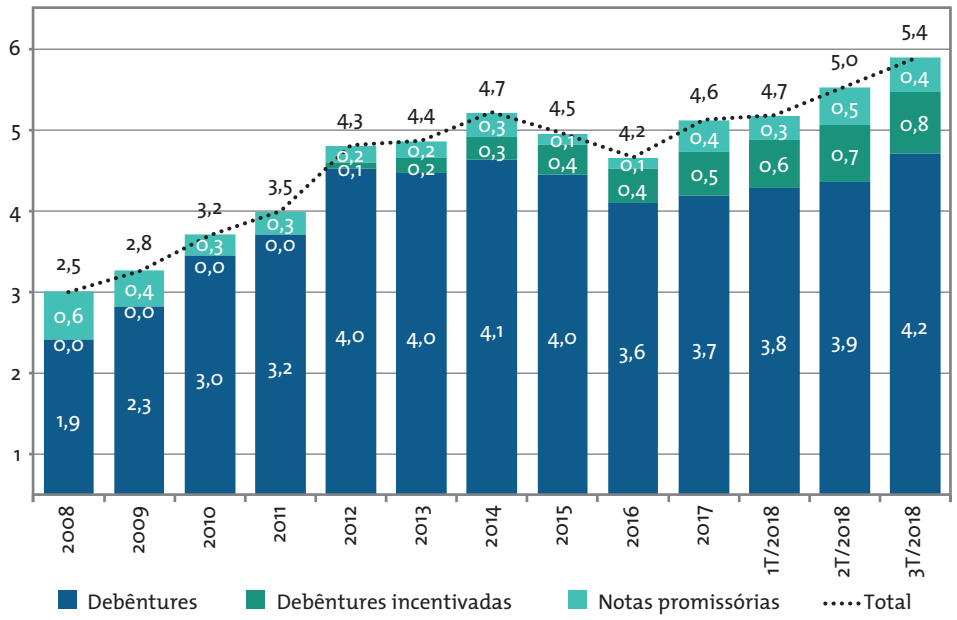
12 Exportação, suporte financeiro de matrizes, ativos no exterior.

13 Para mais detalhes sobre a metodologia, ver BCB (2014, p. 27-30), boxe Evolução do Endividamento das Empresas não Financeiras após a Crise Internacional de 2008.

Como pode ser observado no Gráfico 9, a participação do mercado de capitais no PIB passou de 2,5% em 2008 para 5,4% em setembro de 2018. Apesar da participação tímida, o crescimento foi expressivo, principalmente quando se trata das debêntures beneficiadas pela Lei 12.431 (BRASIL, [2011b]), destinadas a projetos de investimento e infraestrutura (Tabela 5).

Promulgada em junho de 2011, a Lei 12.431 (BRASIL, [2011b]) criou incentivos tributários para investidores de títulos privados de renda fixa, em especial para investimentos em debêntures simples.[14] Os incentivos tributários incluíram, primeiramente, alíquota zero de Imposto de Renda (IR) para rendimentos de debêntures simples adquiridas por investidores estrangeiros, cujos recursos tenham sido captados para serem alocados em projetos de investimento (art. 1º da lei). Adicionalmente, a lei criou as debêntures de infraestrutura, debêntures simples emitidas com vistas a implementar projetos em setores de infraestrutura considerados prioritários[15] pelo governo (art. 2º da lei) (WAJNBERG, 2014). Para se enquadrarem na lei e estarem aptas ao benefício fiscal, as debêntures de infraestrutura precisam atender a alguns requisitos, entre os quais: ter prazo médio ponderado superior a quatro anos; e ter remuneração baseada em taxa de juros prefixada, vinculada ao índice de preços ou à taxa referencial.

Gráfico 9. Relação crédito/PIB no mercado de capitais, 2008-2018: debêntures, debêntures incentivadas e notas promissórias (%)



Fonte: Elaboração própria com base em dados de estoque de Anbima ([1994?]) e Cetip (2011) para mercado de capitais e BCB ([199-?]).

[14] A lei foi alterada posteriormente, expandindo o benefício fiscal a outros valores mobiliários, como certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e os fundos de direitos creditórios (FDIC).

[15] Os setores prioritários foram definidos pelo Decreto 7.603, de 2011, da Presidência da República (BRASIL, [2011a]), revogado pelo Decreto 8.874, de 2016 (BRASIL, [2016]). São eles: setores de logística e transporte, mobilidade urbana, energia, telecomunicações, radiodifusão, saneamento básico e irrigação.

Em setembro de 2018, o estoque de debêntures, inexistentes antes de 2011, emitidas por meio da Lei 12.431 (BRASIL, [2011b]) somava R$ 51,8 bilhões, 55% superior, em termos reais, ao verificado um ano antes, e representava 15% do total do estoque de debêntures. Destaca-se também que o estoque dessas debêntures é bastante concentrado em alguns setores, como energia elétrica e logística.

Wajnberg e Capistrano (2016) colocam ainda que se, no cenário doméstico, o histórico é curto, no âmbito internacional, o mercado de *project bonds* se estabeleceu no início de 1990, como uma fonte alternativa de recursos para projetos de infraestrutura na América do Norte e em países em desenvolvimento. Ainda de acordo com os autores, as debêntures de projetos têm especial importância no contexto doméstico atual por se tratar de instrumento de financiamento de mercado que, em cenário de ajuste fiscal, pode viabilizar maior canalização de recursos privados de investidores do mercado de capitais para financiar o amplo *pipeline* de projetos de infraestrutura, reduzindo a dependência dos recursos dos bancos públicos.

A conclusão do estudo aponta que, em relação ao mercado internacional,[16] as debêntures de projetos no Brasil:

- foram emitidas por setores similares aos que emitem nos mercados internacionais, embora nestes últimos seja observada maior diversificação setorial;
- têm volume emitido por projeto inferior;
- demonstraram prazos consideravelmente mais curtos;
- desempenharam papel igualmente complementar, porém, com parcela menor do *funding*;
- têm como os principais investidores no cenário doméstico, de forma predominante, os bancos (incluindo o BNDES) e investidores PF, enquanto no cenário internacional figuram os investidores institucionais, principalmente seguradoras, seguidos dos gestores de recursos (*asset managers*) e, por fim, dos fundos de pensão; e
- diferentemente do contexto internacional, não foram acompanhadas de mecanismos de reforço de crédito.

Já as debêntures corporativas convencionais, depois de terem apresentado forte expansão entre 2008 e 2012, mantiveram sua participação em relação ao PIB relativamente constante desde então, tendo apresentado novo crescimento recentemente. As notas promissórias, que são títulos de dívida de curto prazo utilizados, em larga

[16] Foi utilizado como período de análise o intervalo entre janeiro de 2012 e junho de 2016.

medida, para o financiamento de capital de giro das empresas, também tiveram algum crescimento a partir de 2016, mas seu estoque ainda flutua em torno de 0,5% do PIB.

Tabela 5. Variação real, participação e contribuição do estoque de crédito do mercado de capitais: debêntures não incentivadas, incentivadas e notas promissórias (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA)

Ano	Variação real				Participação				Contribuição (p.p.)			
	Deb. não incent.	Deb. incent.	Notas promissórias	Total	Deb. não incent.	Deb. incent.	Notas promissórias	Total	Deb. não incent.	Deb. incent.	Notas promissórias	Total
2008					76,4		23,6	100,0				
2009	25,1		(25,8)	13,1	84,5		15,5	100,0	19,2		(6,1)	13,1
2010	39,2		(33,8)	27,9	92,0		8,0	100,0	33,1		(5,2)	27,9
2011	15,3		12,9	15,2	92,1		7,9	100,0	14,1		1,0	15,2
2012	30,1		(23,1)	28,1	93,6	1,7	4,7	100,0	27,7		(1,8)	28,1
2013	3,0	168,6	5,9	6,0	90,9	4,4	4,7	100,0	2,8	2,9	0,3	6,0
2014	6,4	39,4	51,7	10,0	87,9	5,5	6,5	100,0	5,9	1,7	2,4	10,0
2015	(10,5)	32,5	(60,9)	(11,4)	88,8	8,3	2,9	100,0	(9,2)	1,8	(4,0)	(11,4)
2016	(10,7)	13,3	1,7	(8,3)	86,6	10,3	3,2	100,0	(9,5)	1,1	0,0	(8,3)
2017	4,5	29,0	193,8	13,1	80,0	11,7	8,3	100,0	3,9	3,0	6,2	13,1
1T/2018	9,3	34,4	127,4	15,9	81,1	12,4	6,4	100,0	8,0	3,7	4,2	15,9
2T/2018	11,5	52,4	184,8	23,0	77,0	13,8	9,3	100,0	9,7	5,8	7,4	23,0
3T/2018	19,9	55,0	70,5	27,0	78,0	14,1	7,9	100,0	16,5	6,4	4,1	27,0

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Anbima ([1994?]) e Cetip (2011) para mercado de capitais.

A melhoria das perspectivas de emissão de instrumentos domésticos privados de mercado de capitais ocorreu com as expectativas de uma retomada (mesmo que gradual) da atividade econômica a partir de 2017, as quais vieram acompanhadas da queda acentuada da inflação e, principalmente, do forte ciclo de redução da taxa básica de juros. Ressalta-se que grande parte das debêntures corporativas tem a taxa DI como indexador. Esses fatores criaram condições favoráveis à volta do financiamento por meio do mercado de capitais doméstico.

Contudo, é importante destacar que a maior parte dos volumes emitidos por intermédio do mercado de capitais foi destinada à melhoria de gestão de passivo das companhias, com os recursos sendo utilizados para refinanciamento de passivos, capital de giro e recompra/resgate de emissão anterior. O financiamento ao investimento ainda é pouco significativo, ficando restrito, basicamente, às emissões de debêntures incentivadas. Esse tema será objeto de análise na subseção 3.3 acerca dos fluxos de recursos para o mercado de capitais.

3. O fluxo de financiamento amplo às empresas

A análise da evolução das novas concessões e captações também é um aspecto relevante a ser considerado e reflete o ambiente econômico de um dado momento. Os movimentos observados nos fluxos irão resultar posteriormente na composição de estoque de crédito.

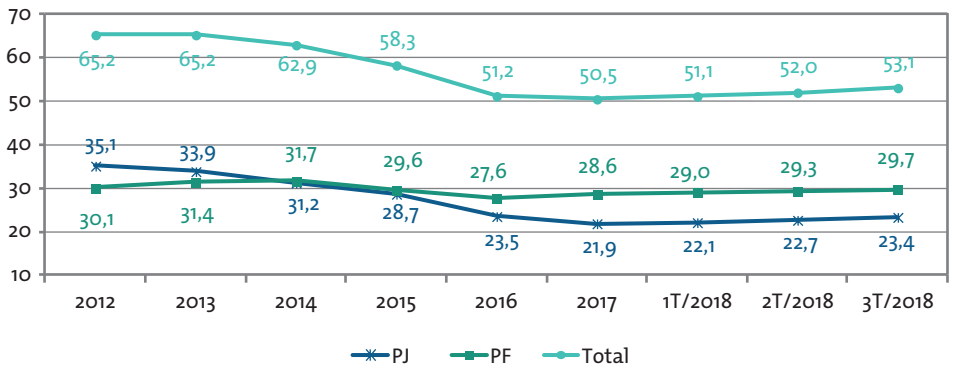
De acordo com análise apresentada em BCB (2017b, p. 40-42), "a retração do mercado de crédito está sendo compensada pelo maior dinamismo no mercado de capitais".

Assim como na análise de estoque ampliado, esta seção segue a metodologia utilizada pelo BCB em seus *Relatórios Trimestrais de Inflação* (BCB, 2017b; 2018b; 2018c; 2018d) para o cálculo do fluxo ampliado de financiamento às empresas.

Da mesma maneira que o observado para o estoque de crédito do SFN, também se verifica, desde 2013 até o fim de 2017, uma forte contração em novas concessões de crédito bancário para as empresas da economia.

A relação de novas concessões/PIB, que chegou a ser 65,2% ao fim de 2012, reduziu-se para 50,5% ao fim de 2017. Essa retração novamente esteve fortemente concentrada na carteira de PJ, cuja participação se reduziu mais que 12 p.p. do PIB, passando de 35,1% em 2012 para 21,9% em 2017, conforme o Gráfico 10. Contudo, verifica-se que ao longo de 2018 a dinâmica de concessões já apresentava trajetória mais favorável, tanto para PF como para PJ.

Gráfico 10. Relação concessões de crédito/PIB, 2012-2018: total, PF e PJ (%)

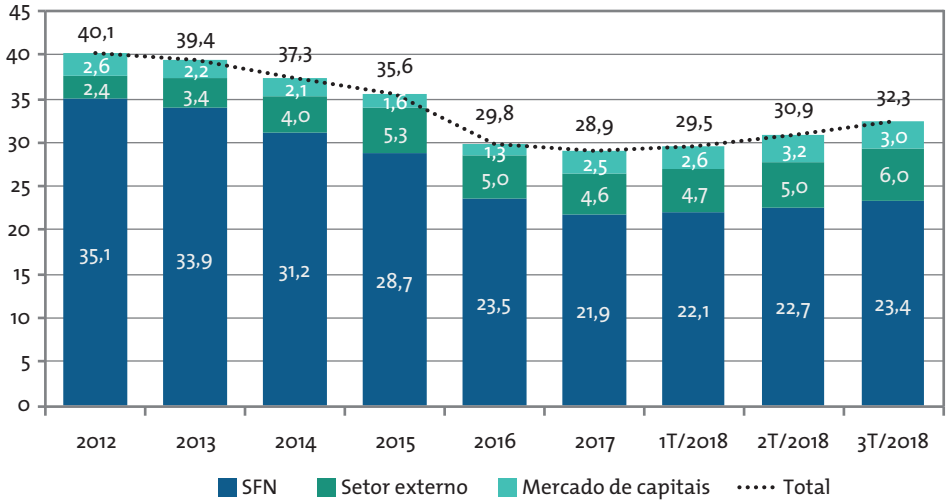


Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

Para o cálculo do conceito de financiamento amplo utilizado pelo BCB, foram adicionadas às concessões para PJs do SFN as seguintes fontes de recursos: (i) financiamentos com recursos externos, incluindo empréstimos contraídos pelo setor privado corporativo não financeiro, emissão de títulos privados e operações

intercompanhias, considerando, assim, os recursos captados no exterior que efetivamente foram internalizados no país, oriundos do balanço de pagamentos fornecidos pelo BCB em suas notas econômico-financeiras para o setor externo (BCB, [1995?]); e (ii) emissões realizadas no mercado de capitais doméstico, abrangendo os instrumentos de debêntures, notas promissórias e ações (IPOs e *follow-on*),[17] com dados oriundos de Anbima (2012-2018). A evolução está apresentada no Gráfico 11.

Gráfico 11. Relação concessões de crédito ampliado/PIB para PJ, 2012-2018: SFN, setor externo e mercado de capitais (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]) para SFN e mercado externo e Anbima (2012-2018) para mercado de capitais.

Ao longo do ano de 2018, com a retomada mesmo que gradual da economia e queda da inadimplência, já foi possível verificar uma melhora nas concessões de crédito para as empresas. Em 2017, o fluxo total de concessões como percentual do PIB havia encerrado o ano em 28,9%, 11,2 p.p. inferior ao do ano de 2012. O número para o 3T/2018 já era de 32,3%. Essa melhora ocorreu em todas as dimensões, mercado bancário doméstico, mercado externo e mercado de capitais.

Contudo, ao analisar a participação de cada modalidade nas concessões totais, constata-se que o mercado de crédito bancário continua perdendo espaço, mesmo tendo avançado ao longo de 2018. Em 2012, o SFN era responsável por 87,6% do fluxo de crédito, enquanto o setor externo e o mercado de capitais representavam 5,9% e 6,6%, respectivamente. Já no 3T/2018, a participação do SFN reduziu-se mais de 15 p.p., passando para 72,3%. Por sua vez, o setor externo passou de 5,9%

[17] Quando uma empresa faz sua primeira oferta pública de ações, essa operação recebe o nome de IPO. Mas se ela já tem o capital aberto e já realizou IPO, as novas ofertas são denominadas subsequentes (*follow-on*).

em 2012 para 18,6% até setembro de 2018, e o mercado de capitais de 6,6% para 9,1% (Tabela 6).

Tabela 6. Variação, participação e contribuição da concessão no crédito ampliado para PJ, 2012-2018: setor externo, SFN e mercado de capitais (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA)

Ano	Variação real				Participação				Contribuição (p.p.)			
	Externo	Crédito bancário (SFN)	Mercado de capitais	Total	Externo	Crédito bancário (SFN)	Mercado de capitais	Total	Externo	Crédito bancário (SFN)	Mercado de capitais	Total
2012					5,9	87,6	6,6	100				
2013	51,7	0,5	(14,3)	2,5	8,7	85,8	5,5	100	3,03	0,44	(0,94)	2,5
2014	18,2	(5,9)	(0,7)	(3,5)	10,6	83,7	5,7	100	1,58	(5,07)	(0,04)	(3,5)
2015	26,8	(12,7)	(27,6)	(9,3)	14,9	80,6	4,5	100	2,85	(10,60)	(1,56)	(9,3)
2016	(9,8)	(21,1)	(23,3)	(19,5)	16,7	79,0	4,3	100	(1,46)	(17,02)	(1,05)	(19,5)
2017	(6,9)	(6,0)	96,5	(1,7)	15,8	75,6	8,6	100	(1,15)	(4,71)	4,17	(1,7)
1T/2018	(0,9)	(2,0)	82,7	2,4	16,1	75,2	8,8	100	(0,14)	(1,54)	4,06	2,4
2T/2018	8,7	3,0	103,6	9,6	16,2	73,4	10,3	100	1,42	2,37	5,76	9,6
3T/2018	26,3	7,6	45,3	13,4	18,6	72,3	9,1	100	4,38	5,82	3,24	13,4

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]) para SFN e mercado externo e Anbima (2012-2018) para mercado de capitais.

Depois de quatro anos de contração no fluxo de crédito ampliado, ocorrido entre 2014 e 2017, foi possível verificar uma alta real desde o 1T/2018, atingindo 13,4% no acumulado em 12 meses até setembro de 2018.

O mercado de capitais foi um dos grandes responsáveis por essa expansão. Em 2017, o setor apresentou crescimento real expressivo, aproximando-se de 100%, patamar que vem permanecendo elevado, apesar da recente desaceleração no 3T/2018. O setor externo também demonstrou bom desempenho, atingindo 26,3% de crescimento real até setembro de 2018 e contribuindo com 4,4 p.p. para o crescimento do último trimestre.

Por fim, o setor bancário, apesar da melhora recente, ainda é o segmento com crescimento mais tímido, registrando 7,6% de variação real no acumulado dos últimos 12 meses até setembro de 2018.

Novamente, a análise vai se concentrar no detalhamento de cada uma das categorias que compõem o conceito de crédito ampliado às empresas – SFN, crédito externo e mercado de capitais – para entender seus movimentos mais recentes.

3.1 SFN

O comportamento das concessões de crédito bancário, assim como o observado no estoque, também apresenta algumas dualidades. Enquanto as concessões de crédito livre cresceram 10% em termos reais no acumulado em 12 meses

até setembro, as concessões de crédito direcionado continuaram a apresentar contração. O BNDES em especial ainda mostrava queda de 20,9% nos novos fluxos de financiamento a PJ. Do crescimento de 7,6% real, o BNDES contribuía negativamente com -0,9 p.p.

Tabela 7. Variação, participação e contribuição da concessão no crédito ampliado para PJ, 2012-2018: setor externo, SFN e mercado de capitais (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA)

Ano	Variação real				Participação				Contribuição (p.p)			
	Livres PJ	BNDES PJ	Direc. exc. BNDES	Total	Livres PJ	BNDES PJ	Direc. exc. BNDES	Total	Livres PJ	BNDES PJ	Direc. exc. BNDES	Total
2012					86,5	8,2	5,4	100				
2013	(2,5)	16,2	25,8	0,5	83,9	9,4	6,7	100	(2,2)	1,3	1,4	0,5
2014	(6,2)	(6,3)	(1,4)	(5,9)	83,6	9,4	7,0	100	(5,2)	(0,6)	(0,1)	(5,9)
2015	(10,1)	(32,7)	(16,6)	(12,7)	86,1	7,2	6,7	100	(8,4)	(3,1)	(1,2)	(12,7)
2016	(19,1)	(45,4)	(21,5)	(21,1)	88,3	5,0	6,7	100	(16,4)	(3,3)	(1,4)	(21,1)
2017	(4,0)	(25,6)	(16,7)	(6,0)	90,1	3,9	5,9	100	(3,6)	(1,3)	(1,1)	(6,0)
1T/2018	0,2	(26,2)	(13,0)	(2,0)	90,6	3,6	5,8	100	0,2	(1,3)	(0,9)	(2,0)
2T/2018	5,8	(26,0)	(14,0)	3,0	91,3	3,4	5,4	100	5,1	(1,2)	(0,9)	3,0
3T/2018	10,0	(20,9)	(6,9)	7,6	91,5	3,1	5,3	100	9,0	(0,9)	(0,4)	7,6

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

É interessante também ressaltar a participação de cada uma das modalidades. Apesar de o crédito direcionado ter uma participação de quase 50% no estoque de crédito bancário, quando se trata de fluxo, esse percentual se reduz significativamente e, hoje, resume-se a 8,4% (com o BNDES representando 3,1% e direcionado, excluindo o Banco, o montante de 5,3%), contra 16,4% em 2014 (9,4% do BNDES e 7,0% do direcionado, excluindo o Banco), o máximo no período analisado. Destaca-se a perda de participação do BNDES nos fluxos totais de concessão de crédito da economia, que atingiu 6,3 p.p. entre 2014 e o 3T/2018.

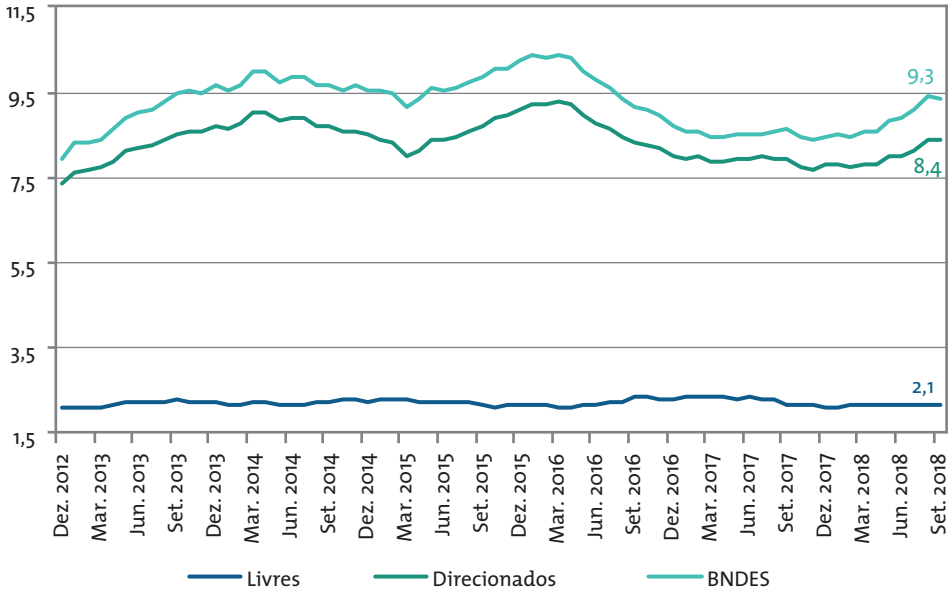
A diferença de participação entre estoque e fluxo ocorre, fundamentalmente, por conta de dois motivos: (i) a forte expansão das operações de crédito direcionado no contexto da crise internacional de 2008-2009;[18] associada à (ii) diferença de prazos das concessões.

Enquanto os prazos de novas concessões com recursos livres giram em torno de dois anos, os prazos de novos empréstimos realizados com recursos

[18] O BCB, no Sistema Gerador de Séries (SGS) (BCB, [199-?]), não divulga informações acerca do fluxo de novas concessões antes de 2011. Mas se os desembolsos do BNDES forem vistos como uma tendência do direcionamento de crédito, as concessões via direcionamento de recursos foram utilizadas de maneira significativa no pós-crise de 2008-2009.

direcionados é de 8,6 anos. No caso de recursos que utilizam o BNDES como fonte, esse prazo é ainda mais extenso, atingindo 9,6 anos. Portanto, a soma de um período de elevados fluxos de desembolsos, com prazos dilatados de vencimento, levou o estoque de crédito direcionado a se manter elevado por um longo período.

Gráfico 12. Prazo médio das novas concessões de créditos para PJ, 2012-2018: livres, BNDES e direcionados (anos)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

Na categoria de crédito livre também é possível verificar comportamentos díspares. A grande contribuição para o crescimento real de 10% advém de poucas modalidades, como desconto de duplicatas (5,8 p.p.), antecipação de recebíveis de cartão de crédito (5,2 p.p) e linhas lastreadas em recursos externos (2,4 p.p). Por outro lado, linhas domésticas importantes, como capital de giro (-0,6 p.p), cheque especial (-0,5 p.p.) e conta garantida (-0,7 p.p) ainda apresentam resultados negativos.

A redução da taxa de juros para as linhas com maior crescimento, combinada com a queda da inadimplência de PJs, que hoje está no menor patamar da série (3,1%), e a retomada (mesmo que incipiente) da economia são fatores que têm favorecido esse bom desempenho nas concessões no mercado livre bancário, que deve continuar a ser observado nos próximos anos.

Já, para o crédito direcionado, a melhora ainda não parece tão próxima. Um novo ciclo de investimentos deve demorar a acontecer, seja pelos elevados níveis de ociosidade da economia, seja pelos elevados níveis de incerteza ainda vigentes.

3.2 Setor externo

As boas condições financeiras internacionais vigentes nos últimos anos foram fundamentais para o bom desempenho do fluxo de financiamento externo corporativo no Brasil desde 2017. Com taxas de juros próximas de zero e elevada liquidez nas economias avançadas em razão dos estímulos monetários dos principais bancos centrais do mundo, elevou-se a demanda por ativos de maior risco. Isso beneficiou, em larga escala, as economias emergentes, entre elas, o Brasil. Dessa forma, diversas empresas brasileiras aproveitaram-se dessa conjuntura benigna para realizar captações no exterior com taxas de juros e prazos favoráveis.

O fluxo de financiamento externo corporativo no Brasil é composto por operações intercompanhias, emissão de títulos privados de renda fixa e contratação de empréstimos, considerando, assim, os recursos captados no exterior que efetivamente foram internalizados no país.

O comportamento de cada um desses componentes variou bastante ao longo dos anos e contribuiu de maneira diferente para a captação de recursos externos, como pode ser observado na Tabela 8.

Tabela 8. Variação, participação e contribuição do fluxo de financiamento de crédito externo, 2012-2018: empréstimos intercompanhias, títulos privados e empréstimos (var. % em US$)

Ano	Variação em US$				Participação				Contribuição (p.p.)			
	Intercomp.	Títulos	Emprést.	Total	Intercomp.	Títulos	Emprést.	Total	Intercomp.	Títulos	Emprést.	Total
2012					61,4	12,9	25,7	100				
2013	59,2	(51,7)	57,4	44,4	67,6	4,3	28,0	100	36,3	(6,7)	14,8	44,4
2014	12,9	7,8	23,8	15,7	66,0	4,0	30,0	100	8,7	0,3	6,7	15,7
2015	(9,3)	8,3	9,2	(3,0)	61,7	4,5	33,8	100	(6,1)	0,3	2,8	(3,0)
2016	7,5	(77,1)	(12,5)	(3,1)	68,4	1,1	30,5	100	4,6	(3,5)	(4,2)	(3,1)
2017	6,7	195,3	(13,8)	2,5	71,3	3,1	25,7	100	4,6	2,1	(4,2)	2,5
1T/2018	0,3	349,2	(1,9)	2,8	69,6	3,9	26,5	100	0,2	3,1	(0,5)	2,8
2T/2018	1,7	163,0	15,7	8,3	68,2	4,5	27,3	100	1,3	3,0	4,0	8,3
3T/2018	6,3	300,5	30,4	17,7	65,4	6,0	28,5	100	4,6	5,3	7,8	17,7

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

Os empréstimos intercompanhias compõem a maior parte do fluxo de financiamento externo, variando sua participação entre 60% e 70% ao longo dos anos. De acordo com Bradesco (2017), as operações entre filiais no exterior e matrizes no Brasil têm sido as mais representativas e ocorrem quando a subsidiária de uma empresa brasileira no exterior remete recursos para a matriz no país, gerando assim um empréstimo intercompanhia. Ainda conforme Bradesco (2017), a queda do risco-país e

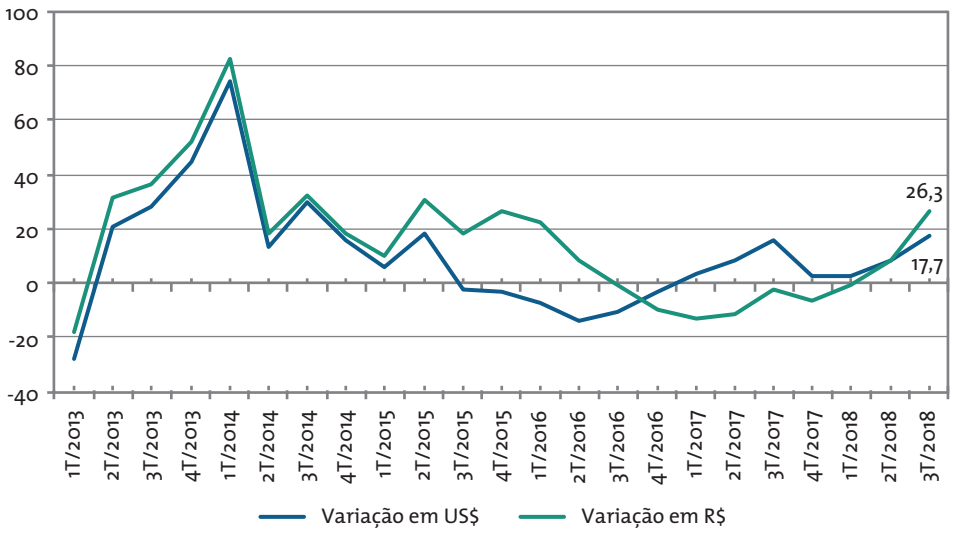
as condições mais favoráveis do mercado financeiro global acabaram impulsionando essas emissões externas. As operações realizadas da matriz no exterior para a filial no país também estão crescendo, mas ainda se encontram em níveis historicamente muito baixos, refletindo provavelmente a desaceleração da economia doméstica.

Ademais, segundo o *Relatório de Investimento Direto* (BCB, 2018e), sabe-se que, no ano de 2017, os setores de derivados de petróleo e biocombustíveis, veículos e produtos químicos lideraram os ingressos de operações intercompanhias, com 18%, 14% e 13% de participação, respectivamente.

Já a emissão de títulos externos revela uma participação tímida, mas com crescimento expressivo no período recente. Como dito anteriormente, as condições vigentes em 2017 foram fundamentais para esse bom comportamento. Por fim, os empréstimos obtidos no exterior representam pouco mais de um quarto do fluxo de financiamento externo e são compostos de empréstimos de organismos multilaterais (Fundo Monetário Internacional – FMI, Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID, Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento – Bird, e outros), agências, operações de comércio intermediadas por bancos (compradores) e empréstimos diretos. Ao longo do 3T/2018, observou-se um forte aumento nessa categoria.

Assim como no caso dos estoques, o câmbio também acaba por exercer forte influência quando se convertem as captações de moeda estrangeira (US$) em moeda nacional (R$), apontando até mesmo movimentos contrários em alguns momentos (Gráfico 13). A depreciação do real observada ao longo do 2T/2018 e do 3T/2018 intensifica a magnitude do crescimento do fluxo ocorrido, sendo 17,7% em dólares e 26,3% quando convertido para reais.

Gráfico 13. Variação real do fluxo de financiamento de crédito externo com e sem efeito do câmbio (var. % real, acumulada em 12 meses até setembro de 2018, deflacionado pelo IPCA)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

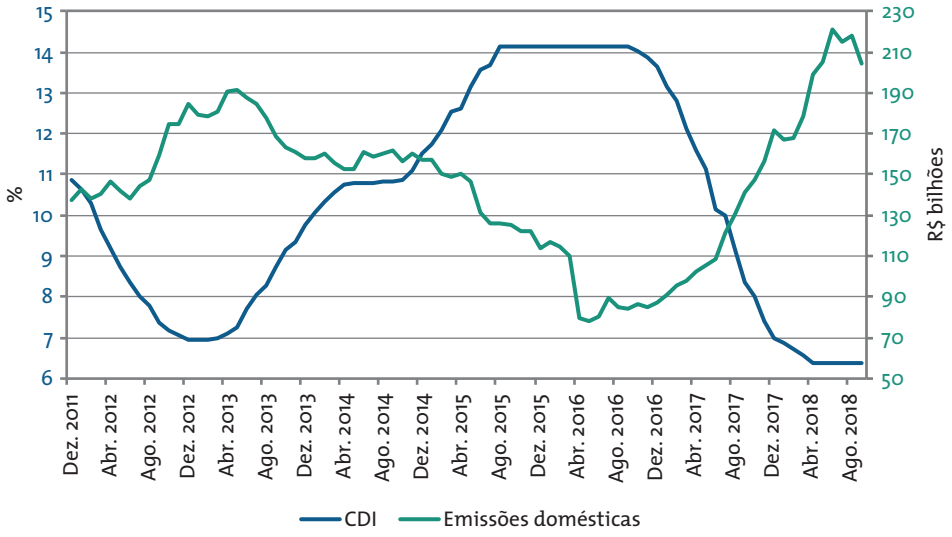
3.3 Mercado de capitais

Depois de dois anos de desempenho fraco em 2015 e 2016, o mercado de capitais no Brasil atravessou um bom momento, sobretudo no ano de 2017. De acordo com os dados de Anbima (2012-2018), em 2017 houve uma expansão nominal das emissões no mercado de capitais doméstico[19] da ordem de 103% em relação ao ano de 2016 (R$ 163,4 bilhões *versus* R$ 80,5 bilhões).

Como visto anteriormente, a melhoria das perspectivas de emissão de instrumentos privados ocorreu com as expectativas de uma retomada (mesmo que gradual) da atividade econômica a partir de 2017, as quais vieram acompanhadas da queda acentuada da inflação e, principalmente, do forte ciclo de redução da taxa básica de juros. Esses fatores criaram as condições favoráveis à volta do financiamento via mercado de capitais. O Gráfico 14 mostra a forte correlação negativa (-0,83) entre a taxa do DI anualizada e o volume de emissões do mercado de capitais doméstico acumulado em 12 meses.

Além disso, muitas empresas também se aproveitaram da percepção de melhoria do cenário econômico ao longo de 2017 para antecipar suas emissões, haja vista a incerteza e a volatilidade típicas de anos eleitorais.

Gráfico 14. Taxa do CDI (% ao mês, anualizada) e emissões no mercado doméstico (R$ bilhões correntes, acumuladas em 12 meses)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]) e Anbima (2012-2018).

O destaque positivo no mercado de capitais doméstico ficou por conta das captações por meio de debêntures, que representaram 75% do volume de emissões totais até setembro de 2018 e somaram R$ 150 bilhões nominais no acumulado nos últimos 12 meses. Tais emissões têm algumas características interessantes:

[19] Foram consideradas as emissões de debêntures não *leasing* – incluindo as debêntures incentivadas via Lei 12.431 (BRASIL, [2011b]), notas promissórias e ações (IPOs e *follow-ons*).

- acima de 80% utilizam o DI como indexador (% do DI ou DI+*spread*);
- o prazo médio está em cerca de seis anos;
- destinam-se, em sua maior parte (acima de 70%), para melhor gestão dos passivos das empresas (refinanciamento de dívidas) e capital de giro;
- quase dois terços concentram-se em apenas seis setores;
- mais de 90% foram realizadas via Instrução CVM 476 ("esforços restritivos") (CVM, 2009), na qual a oferta é realizada para no máximo 75 investidores considerados "profissionais" (com investimentos financeiros acima de R$ 10 milhões); e
- foram adquiridas, em sua maioria (quase 60%), por investidores institucionais, como fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras etc.[20]

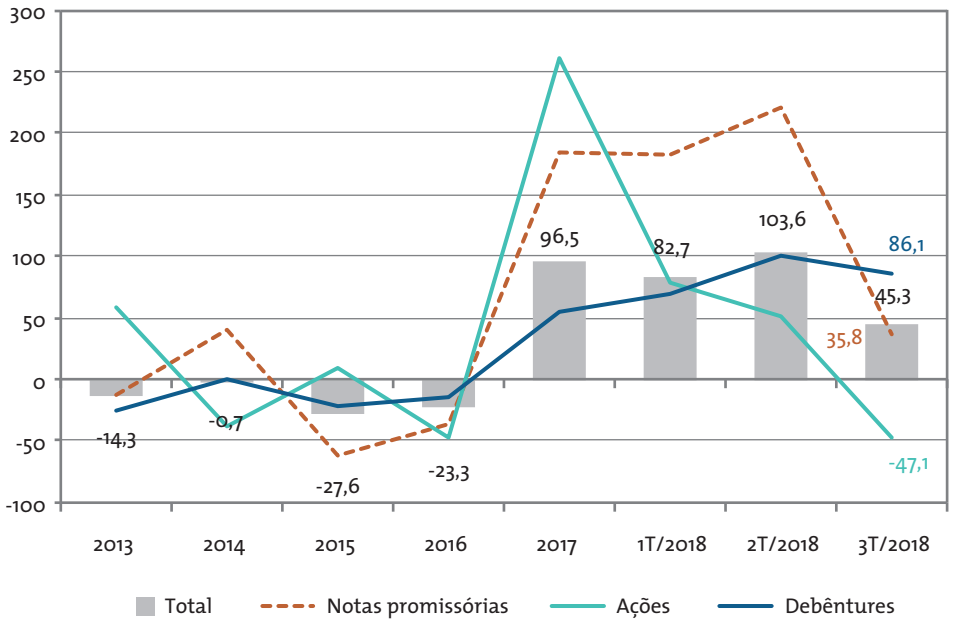
O mercado de ações também apresentou expansão significativa, particularmente no ano de 2017, passando de R$ 10,8 bilhões em 2016 (IPOs e *follow-ons*) para R$ 40,1 bilhões em 2017, em valores nominais. A participação das ações no mercado de capitais doméstico chegou a representar quase um quarto das emissões totais. Tais emissões foram:

- beneficiadas pela ampla liquidez internacional, haja vista que mais de 50% de suas aquisições foram realizadas por investidores estrangeiros, com destaque para os norte-americanos;
- equilibradas entre IPOs e *follow-ons* e entre as instruções CVM 400 (CVM, 2004) e CVM 476 (CVM, 2009);
- destinadas, de maneira majoritária, ao refinanciamento de passivos e às necessidades de capital de giro das empresas;
- quase 80% realizadas por empresas listadas no Novo Mercado da B3, ou seja, no mais elevado nível de governança corporativa; e
- pouco mais de 70% concentradas em três setores.

Se, no ano de 2017, os cenários internacional e doméstico foram impulsionadores do mercado de capitais, o ano de 2018 mostrou modificação desse quadro. A expansão real do volume das emissões até o 3T/2018 teve forte desaceleração, passando de 96,5% no fim de 2017 para 45,3% de crescimento real no acumulado em 12 meses até setembro, ainda bem significativo.

[20] O ano de 2017 caracterizou-se por uma mudança nos compradores das debêntures. Repetidamente, entre 2012 e 2016, cerca de 60% das emissões eram adquiridas pelos intermediários ligados à oferta, isto é, pelas instituições financeiras estruturadoras das operações. Investidores institucionais detinham cerca de 35%, com o residual restante destinando-se a PFs. A mudança de composição nos compradores das debêntures guarda relação direta com a queda da taxa básica de juros da economia.

Gráfico 15. Variação real da concessão de crédito no mercado de capitais (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA)



Fonte: Elaboração própria, com base em Anbima (2012-2018).

A mudança recente do cenário internacional, com a subida da taxa de juros nos EUA, a escalada da guerra comercial entre EUA e China, a valorização global do dólar e o aperto das condições financeiras internacionais, além dos elevados níveis de incerteza no Brasil decorrentes das eleições, impactaram, ao longo do segundo semestre, as decisões de abertura de capital das empresas. Desde abril de 2018, não houve qualquer emissão, o que levou a uma contração de 47,1% em termos reais no acumulado dos últimos 12 meses até setembro de 2018.

Já no caso das debêntures, seguindo a tendência de 2017, as emissões continuam apresentando forte crescimento real, apesar da leve desaceleração observada no último trimestre. Destaque deve ser dado às emissões de debêntures beneficiadas pela Lei 12.431 (BRASIL, [2011b]), as chamadas debêntures incentivadas.

O volume de emissões de debêntures incentivadas realizadas até setembro de 2018 somou R$ 15,8 bilhões, superior ao total realizado durante todo o ano de 2017 (R$ 9 bilhões) e mais do que o dobro do realizado em 2016 (R$ 4,5 bilhões). Embora crescente, a participação destas no total de debêntures emitidas ainda é tímida, de apenas 14,6%. Em 2012, a participação era de apenas 4,5%.

No entanto, é interessante observar que as condições para emissões das debêntures incentivadas estão se tornando mais favoráveis. Tanto o prazo médio apresentou forte tendência de alta no acumulado do ano de 2018 (atingindo 10,7 anos), elevando o prazo médio da totalidade das emissões de debêntures, quanto seu custo mantém trajetória de queda *vis-à-vis* à dos últimos anos (Gráfico 16).

Gráfico 16. Prazo e remuneração de debêntures

Gráfico 16A. Prazo médio das emissões de debêntures (anos)

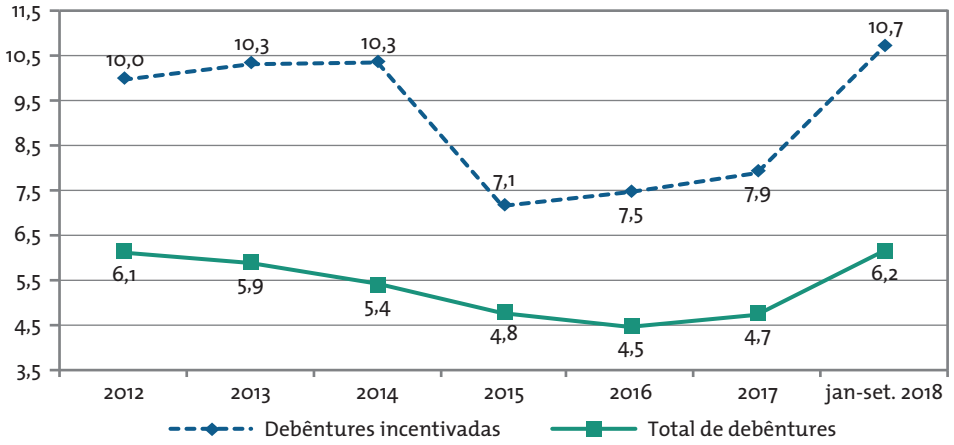
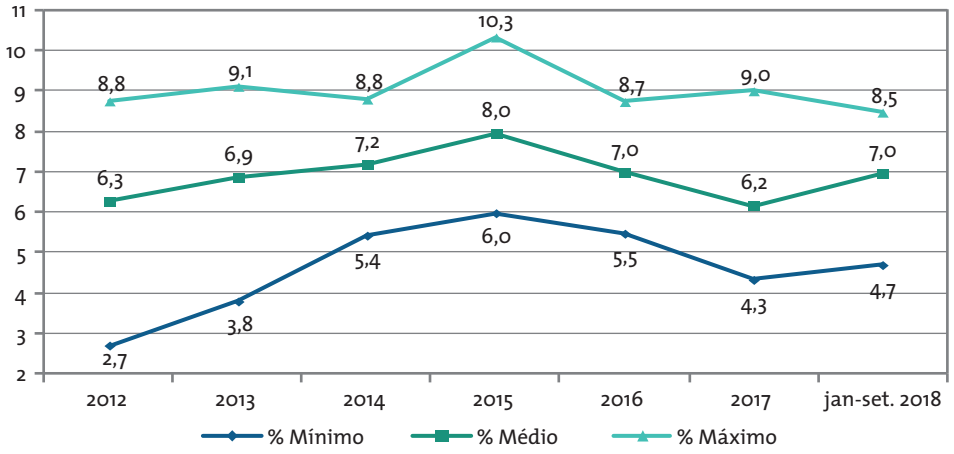


Gráfico 16B. Remuneração média, mínima e máxima das debêntures incentivadas IPCA (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em Anbima (2012-2018).

A despeito de alguns trabalhos recentes[21] apontarem que há certa relação entre a retração do fluxo de desembolsos do BNDES e o crescimento do mercado de capitais, é importante fazer algumas considerações. Grande parte dos recursos captados pelas empresas no mercado de capitais, até o momento, foi utilizada para a melhoria de gestão de passivo das empresas. A queda da taxa básica do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) abriu possibilidade não apenas para a liquidação e refinanciamento de dívidas, mas também para a tomada de novos recursos e efetuação de pré-pagamento de dívidas contraídas no passado a custos mais elevados. De acordo com dados de Anbima (2012-2018), mais de 70% dos recursos captados com debêntures tiveram como destinação "capital de giro", "refinanciamento de passivo" e "recompra/resgate de debêntures de emissão anterior" (Tabela 9).

[21] Para mais informações, ver Rocca (2018) e Velecico e Farath (2018).

Tabela 9. Destinação das emissões de debêntures, 2012-setembro de 2018 (R$ correntes e % do total)

Tipo de destinação	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Jan.-set. 2018
Capital de giro	11.363	9.747	12.274	10.144	9.858	42.523	37.432
Investimento em infraestrutura	7.144	10.367	9.854	9.686	6.188	8.994	24.824
Investimento imobilizado	524	1.290	1.324	760	2.026	104	1.042
Investimento ou aquisição de participação societária	11.848	7.052	13.782	7.573	5.330	2.839	11.749
Não possui/não informado	28.332	5.337	6.687	2.094	530	2.096	2.680
Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior	3.005	9.898	5.002	10.331	16.731	8.532	13.131
Refinanciamento de passivo	27.779	26.781	26.440	24.296	20.026	31.523	48.818
Valor total	**89.996**	**70.473**	**75.362**	**64.884**	**60.690**	**96.611**	**119.119**
Capital de giro	12,6%	13,8%	16,3%	15,6%	16,2%	44,0%	23,4%
Investimento em infraestrutura	7,9%	14,7%	13,1%	14,9%	10,2%	9,3%	15,7%
Investimento imobilizado	0,6%	1,8%	1,8%	1,2%	3,3%	0,1%	0,6%
Investimento ou aquisição de participação societária	13,2%	10,0%	18,3%	11,7%	8,8%	2,9%	10,0%
Não possui/não informado	31,5%	7,6%	8,9%	3,2%	0,9%	2,2%	3,2%
Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior	3,3%	14,0%	6,6%	15,9%	27,6%	8,8%	9,4%
Refinanciamento de passivo	30,9%	38,0%	35,1%	37,4%	33,0%	32,6%	37,6%

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados de Anbima (2012-2018).

Sendo assim, ainda parece distante a utilização do mercado de capitais como uma das principais fontes de recursos para o financiamento de longo prazo, dado que menos de 30% do volume de emissões é destinado a investimentos. Hoje, apenas as debêntures incentivadas parecem atuar nesse sentido. A melhoria nas condições de emissão desse segmento específico de mercado, com alongamento de prazos e tendência de queda das taxas de captação, tende a torná-lo cada vez mais relevante como fonte de *funding* para projetos de longo prazo.

Contudo, devem-se destacar os incentivos tributários dados às debêntures de infraestrutura. Se, por um lado, esse benefício potencializou as emissões, atraindo investidores não convencionais para esse tipo de ativo (PF de maneira direta, ou ainda por meio de fundos de investimento), por outro, tornou pouco atrativa a canalização de recursos tradicionalmente direcionados para o financiamento de longo prazo (é o caso, por exemplo, dos fundos de pensão, que já têm isenção de IR) (ROSA, 2019).

4. O posicionamento relativo do BNDES

A crise financeira global, que atingiu seu ponto mais agudo a partir do fim de 2008, traduziu-se no Brasil em uma profunda contração da liquidez – internacional e doméstica – que teve drásticos impactos no nível de atividade. Por exemplo, em apenas três meses – entre setembro e dezembro de 2008 –, o colapso da demanda doméstica fez a atividade industrial ter uma contração acumulada superior a 18%.

Nesse contexto, à época, a reação do governo brasileiro se deu, sobretudo, pelo mercado de crédito bancário mediante a expansão das operações dos bancos oficiais. O BNDES, como principal fonte de *funding* de recursos de longo prazo para investimentos do sistema bancário brasileiro, foi chamado a atuar. Na ocasião, houve, de maneira inequívoca, aumento de suas operações de financiamento. Programas específicos foram criados e renovados em diversos momentos, por vezes com taxas de juros fixas e muito abaixo das taxas de mercado, sendo objeto de equalização pelo Tesouro Nacional – com destaque para o PSI.[22]

Com o agravamento da crise fiscal brasileira, a partir de 2014, e a forte recessão observada no biênio seguinte, o BNDES passou a ter uma atuação mais comedida, seja na evolução do saldo de suas operações de crédito, seja no fluxo de novas concessões.

Como dito anteriormente, o ano de 2018 em especial foi vital para o BNDES, uma vez que foi marcado por profundas mudanças estruturais que terão impactos relevantes em sua atuação futura. Tais modificações ocorreram em um contexto de deterioração do cenário internacional, elevada incerteza doméstica em razão da corrida eleitoral e de um processo de recuperação econômica muito mais lento do que se esperava.

Uma das principais mudanças para o BNDES foi a edição, em abril de 2017, da Medida Provisória 777, posteriormente convertida na Lei 13.483 (BRASIL, [2017b]), que instituiu a Taxa de Longo Prazo (TLP), em substituição à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), para remunerar os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo da Marinha Mercante (FMM) e os aportes concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES, aplicável aos novos contratos de financiamento do Banco.[23]

---

[22] Conforme já destacado, para uma análise mais detalhada do PSI, ver Barboza *et al*. (2017).

[23] No âmbito da renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional, em meados de 2018, a remuneração do saldo devedor remanescente foi modificada, deixando de ser TJLP e passando a ser TLP, conforme já previsto na Lei 13.483 (BRASIL, [2017b]). Para mais detalhes sobre a renegociação, ver Tinoco *et al.* (2018).

Completando o arcabouço regulatório, a Resolução BCB 4.600, de 25 de setembro de 2017 (BCB, [2017c]) estabeleceu a fórmula de cálculo da TLP como função da inflação observada, das taxas das Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-Bs), para o prazo de cinco anos, e do ano da contratação do empréstimo. Essa alteração vinculou as taxas de juros praticadas pelo BNDES a taxas mais próximas das praticadas pelo mercado. O período de transição completo para esse novo arcabouço acontecerá ao longo dos próximos anos, completando-se integralmente a partir de 2023.[24]

Os objetivos desta seção são analisar a evolução tanto do estoque como do fluxo de crédito do BNDES e identificar sua posição relativa no mercado de crédito bancário brasileiro.

4.1 A evolução da carteira de crédito

4.1.1 Participação do BNDES no PIB e no mercado de crédito bancário (SFN)

O BNDES faz parte do sistema direcionado do crédito bancário brasileiro. De acordo com a definição formal de BCB ([199-?]), trata-se de:

> operações de crédito regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou vinculadas a recursos orçamentários, destinadas, basicamente, à produção e ao investimento de médio e longo prazo aos setores imobiliário, habitacional, rural e de infraestrutura. As fontes de recursos são oriundas de parcelas das captações de depósito à vista e de caderneta de poupança, além de fundos e programas públicos.

Em um horizonte de nove anos, entre 2007 e 2016, a carteira de crédito do BNDES apresentou forte trajetória expansionista. Tal dinâmica ocorreu de maneira praticamente ininterrupta até meados de 2015. Desde então, analisando-se o Gráfico 17A, é possível notar clara tendência de reversão desse processo. No início de 2007, o estoque das operações de financiamento do BNDES para PF e PJ atingia 5,3% do PIB e apresentou alta até dezembro de 2015 – quando chegou a 11,3% do PIB. Essa trajetória guarda relação com a atuação anticíclica da instituição no bojo da crise internacional, assim como com as inúmeras rodadas posteriores de programas de incentivos à economia – particularmente do PSI. Dados até setembro de 2018 mostram que a participação da carteira total de crédito do BNDES como proporção do PIB caiu para 7,4%, redução de quase 4 p.p.

[24] O grau de convergência imediata da TLP, a partir de 2018, em relação às NTN-Bs de cinco anos se dará de maneira gradual, isto é, o valor da NTN-B de cinco anos será multiplicado por um fator "alfa" de amortecimento, o qual foi definido em 0,57 para 2018 e crescerá linearmente até o valor unitário em 2023.

Gráfico 17. Participação da carteira de crédito do BNDES

Gráfico 17A. BNDES/PIB (%)

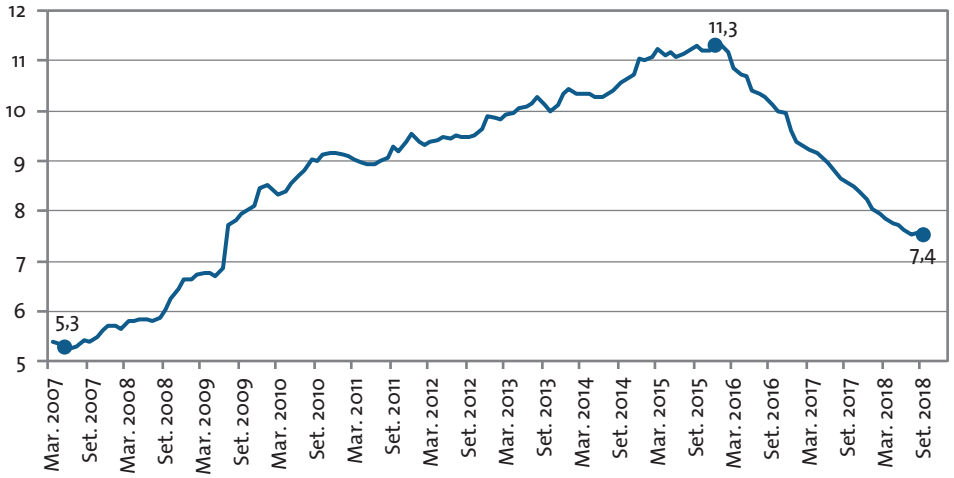
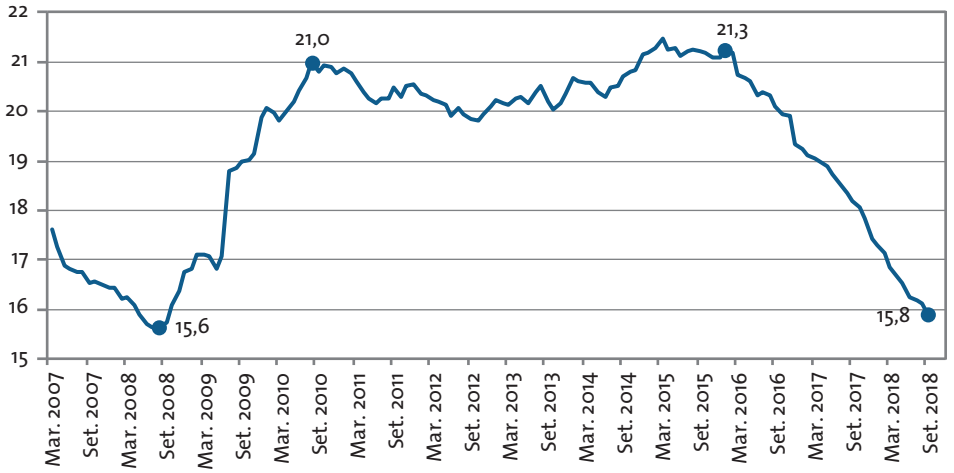


Gráfico 17B. BNDES/crédito bancário total (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

O mesmo processo pode ser visualizado quando se observa a participação do BNDES no saldo das operações totais de crédito do SFN (Gráfico 17B). Até o fim de 2008, o ciclo de crédito na economia brasileira era liderado pelos bancos privados, os quais, mediante a consolidação do processo de crescimento da renda e do emprego formal, expandiam suas operações destinadas às famílias, sobretudo via operações de crédito pessoal por consignação e crédito direto ao consumidor (CDC) à aquisição de veículos. Em outras palavras, o crédito privado crescia de maneira mais intensa que as operações do BNDES. Nesse sentido, a participação do Banco no mercado de crédito chega a declinar e atingir 15,6% em agosto de 2008.

No entanto, com o agravamento da crise e a expansão de sua atuação, a partir de meados de 2010, o BNDES passa a ter uma participação superior a 20% das

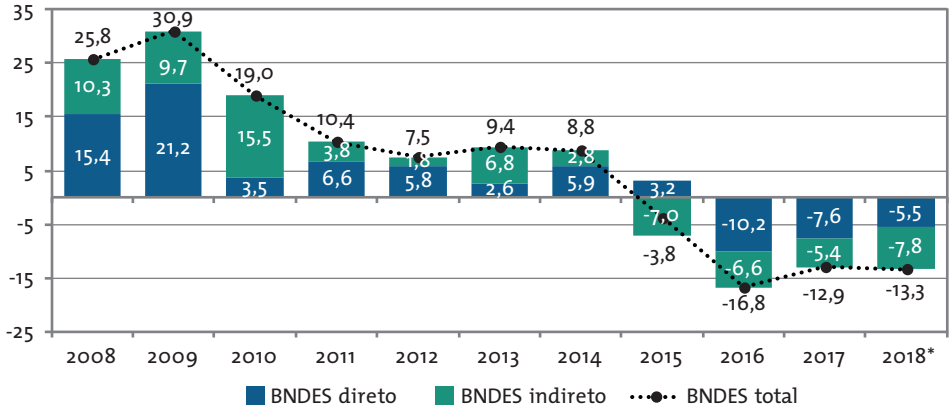
operações totais de crédito do SFN. Esse patamar, relativamente elevado para os padrões históricos, manteve-se praticamente inalterado até meados de 2015. A partir de então, entra em trajetória descendente, atingindo 15,8% em setembro de 2018, patamar semelhante ao observado há dez anos.

4.1.2 BNDES e o crédito total PJ

Esse movimento de expansão e, mais recentemente, de perda de participação relativa do BNDES – no PIB e no mercado de crédito – pode ser bem visualizado mediante análise da taxa de crescimento anualizada de sua carteira.

Nota-se que, no período mais agudo da crise internacional (2008-2009), a carteira de crédito do BNDES apresentou crescimento real de 25,8% e 30,9%, respectivamente, com contribuição positiva tanto das operações diretas quanto das indiretas.[25] Posteriormente, a velocidade de expansão da carteira estabilizou-se em um patamar relativamente menor, porém com desempenho ainda bastante dinâmico (2011-2014). A partir de 2015, é possível perceber claramente o momento de inflexão, com sucessivas contrações da carteira do BNDES. Com dados acumulados em 12 meses até setembro de 2018, a queda real era de 13,3% real (Gráfico 18). A retração real da carteira do Banco, acumulada entre 2015 e setembro de 2018, é da ordem de 40%.

Gráfico 18. Variação real da carteira de crédito do BNDES (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA) e contribuição de operações diretas e indiretas



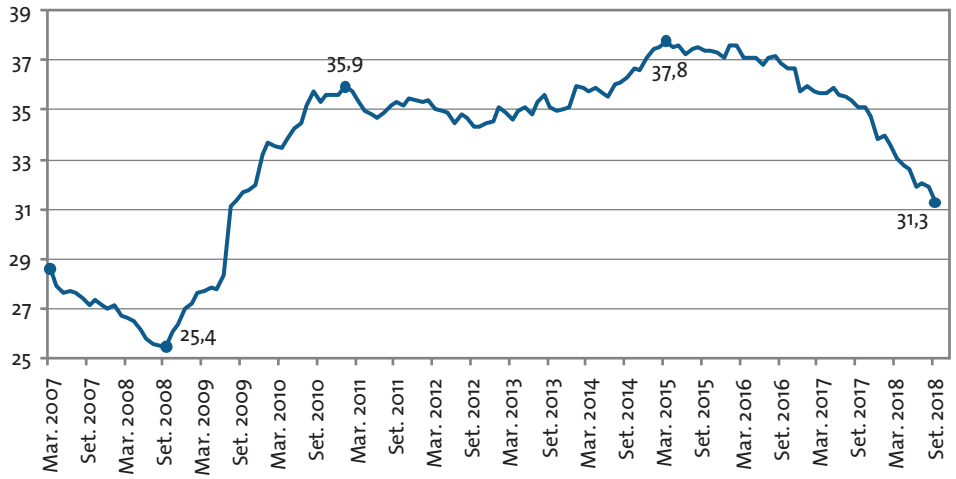
Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

* Até setembro de 2018.

[25] Como o BNDES não possui agências de varejo, sua atuação, via operações indiretas, se dá em parceria com uma rede de instituições financeiras credenciadas. Nessas operações, a análise do financiamento é feita por essas instituições, que assumem o risco de crédito. Cabe ao agente financeiro avaliar o pedido de crédito, assim como a negociação com os clientes acerca de suas condições (como prazos e garantias exigidas), respeitando algumas regras e limites definidos pelo BNDES.

A carteira de crédito do BNDES pode ainda ser dividida entre PF e PJ. Obviamente, o foco de atuação da instituição é o financiamento às empresas, mas há parcela não desprezível também destinada ao financiamento de PFs – basicamente operações agrícolas e parcela de alguns programas específicos –, que, em setembro de 2018, representavam 10,1% da carteira do BNDES. Contudo, a contribuição para a contração da carteira é explicada em quase sua totalidade pela carteira de PJ.

Gráfico 19. Participação da carteira de crédito do BNDES (PJ) na carteira total de crédito a PJ (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

O Gráfico 19 mostra a importância relativa da carteira de crédito do BNDES na totalidade das operações (recursos livres e direcionados) às empresas brasileiras. Atualmente, a carteira do BNDES representa 31,3% do crédito global às PJs. Esse valor já foi de 37,8% em fins de 2015.

Dentro da carteira de PJ do BNDES, é interessante ver a abertura por algumas modalidades. Os recursos destinados a investimentos, que em setembro de 2018 representavam 96% da carteira, ainda apresentavam queda real de 13,8% e contribuíam com 13,1 p.p. para a queda de 14,4% dessa carteira. Chama a atenção também a contração real observada na carteira de capital de giro, com queda superior a 44% até setembro de 2018 (Tabela 10).

Tabela 10. Variação, participação e contribuição da carteira BNDES PJ por modalidades: capital de giro, financiamento de investimentos, financiamento agroindustrial (var. % real acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA)

Ano	Variação real (%)				*Share*				Contribuição (p.p)			
	Capital giro	Financ. invest.	Financ. agroindust.	Total BNDES PJ	Capital giro	Financ. invest.	Financ. agroindust.	Total BNDES PJ	Capital giro	Financ. invest.	Financ. agroindust.	Total BNDES PJ
2008	22,3	29,7	17,3	29,0	5,6	92,5	2,0	100	1,3	27,4	0,4	29,0
2009	14,2	33,6	104,3	33,9	4,8	92,3	3,0	100	0,8	31,1	2,0	33,9
2010	49,6	17,5	31,3	19,4	6,0	90,8	3,3	100	2,4	16,1	0,9	19,4
2011	(8,5)	13,7	(34,6)	10,8	4,9	93,1	1,9	100	(0,5)	12,4	(1,1)	10,8
2012	11,3	7,5	(10,9)	7,3	5,1	93,3	1,6	100	0,6	6,9	(0,2)	7,3
2013	(4,5)	9,4	14,9	8,7	4,5	93,8	1,7	100	(0,2)	8,7	0,2	8,7
2014	(15,4)	9,6	21,9	8,7	3,5	94,6	1,9	100	(0,7)	9,0	0,4	8,7
2015	(38,9)	(2,7)	5,1	(3,9)	2,2	95,7	2,1	100	(1,4)	(2,6)	0,1	(3,9)
2016	5,7	(18,9)	0,5	(18,0)	2,9	94,6	2,6	100	0,1	(18,1)	0,0	(18,0)
2017	(18,1)	(14,1)	(18,6)	(14,3)	2,7	94,8	2,4	100	(0,5)	(13,3)	(0,5)	(14,3)
Set. 2018	(44,2)	(13,8)	(4,8)	(14,4)	1,8	95,6	2,6	100	(1,2)	(13,1)	(0,1)	(14,4)

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

4.1.3 Participação do BNDES no crédito de longo prazo

Analisando os dados trimestrais BCB do IF Data, em que é possível observar, entre outros recortes, o saldo da carteira de crédito PJ por modalidade e prazo das operações, percebe-se que, da totalidade do estoque de crédito a vencer acima de cinco anos, o BNDES (apenas em suas operações diretas) detinha pouco mais de 46% no fim do 3T/2018, ou cerca de R$ 142 bilhões (Gráfico 20A).

Ao se adicionarem os outros dois grandes bancos oficiais nessa estatística – Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF) –, chega-se a 82,7% da carteira de crédito da economia com prazo de vencimento acima de cinco anos (Gráfico 20B).

Gráfico 20. Carteira de crédito a vencer acima de cinco anos

Gráfico 20A. Carteira de crédito a vencer acima de cinco anos por instituição financeira (R$ bilhões)

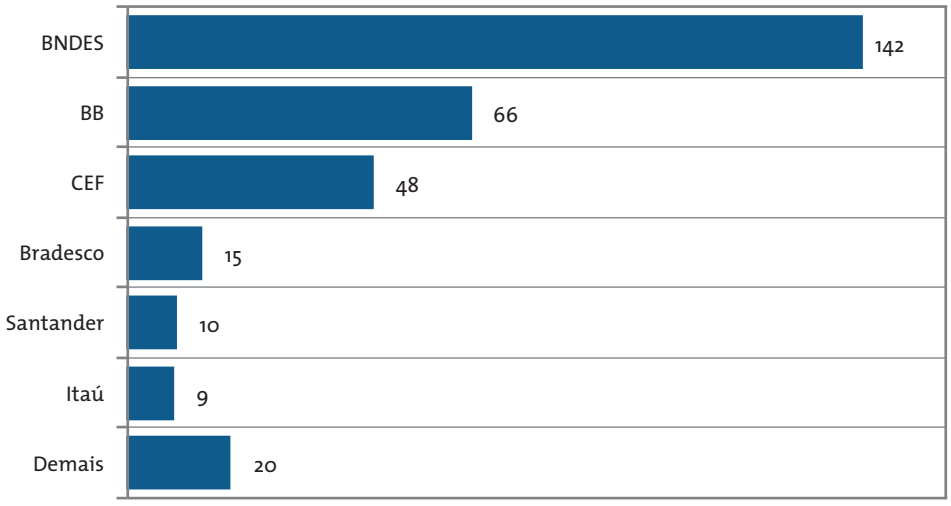
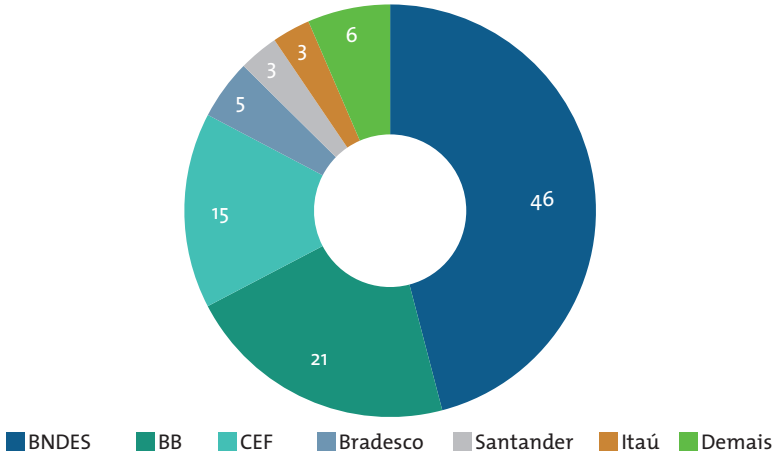


Gráfico 20B. Participação relativa do crédito a vencer acima de cinco anos (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em BCB ([2000?]).

Ainda, ao se realizar o recorte por modalidade de financiamento, em setembro de 2018, o BNDES respondia por 47% do estoque de crédito destinado ao financiamento de investimento, infraestrutura, desenvolvimento e projeto. Novamente, ao se somarem o BB e a CEF, esse montante atinge 76% do estoque de crédito total destinado a essas modalidades.

Conclui-se, portanto, que o crédito de longo prazo da economia brasileira ainda é bastante concentrado no BNDES e em outros bancos públicos.

4.2 A dinâmica dos fluxos – concessões de crédito

Com relação aos fluxos, prazos e taxas de juros, infelizmente o BCB só disponibiliza informações gerais a partir de março de 2011, reduzindo bastante o período de análise.

Com dados acumulados em 12 meses até setembro de 2018, pode-se perceber a mudança do papel do crédito direcionado na dinâmica das novas concessões de crédito à economia a partir de 2014 (Gráfico 21). Tais fluxos, que, ao fim de 2014, representavam 9,3% do PIB e 14,7% do volume global de concessões de crédito, tiveram drástica diminuição. Em setembro de 2018, o fluxo de crédito direcionado representava 4,7% do PIB e 8,8% das concessões totais da economia.

Gráfico 21. Participação das concessões de crédito direcionado

Gráfico 21A. Concessões de crédito direcionado/PIB (%)

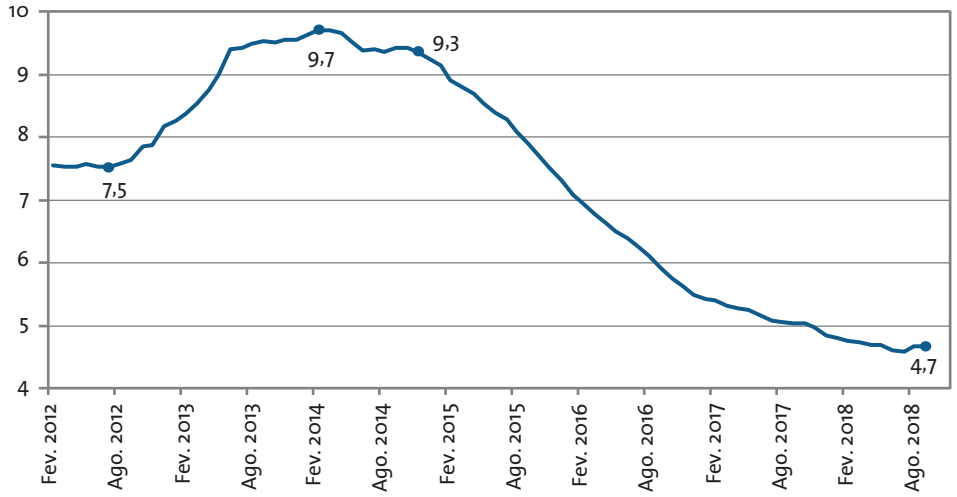
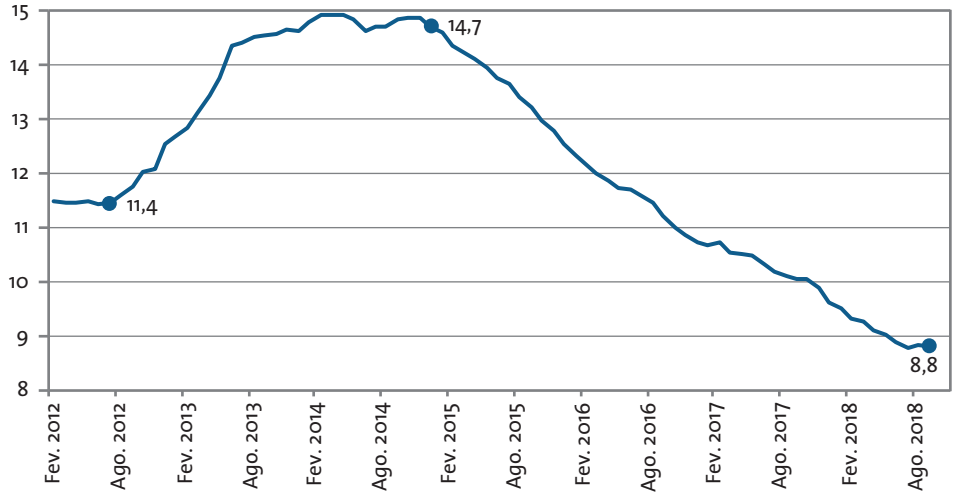


Gráfico 21B. Concessões de crédito direcionado/concessões totais (%)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

O BNDES compõe grande parte do direcionamento de recursos no SFN. Dessa maneira, pode-se notar que, ao longo dos últimos anos, parcela significativa da redução das participações relativas da carteira do Banco, abordada na seção anterior, deveu-se, fundamentalmente, à redução dos fluxos de novas concessões do BNDES.

Os desembolsos do BNDES como percentual da totalidade das concessões direcionadas reduziram-se significativamente desde meados de 2012 (Gráfico 22A). Atualmente, menos de 20% do fluxo de recursos direcionados advém do Banco. Dois movimentos explicam essa dinâmica: (i) o aumento relativo das concessões de crédito habitacional via direcionamento de crédito; e (ii) a queda mais drástica dos fluxos de desembolsos do BNDES em relação ao fluxo total de crédito da economia.

Dessa forma, os desembolsos do BNDES, que atingiram, em 2013, mais de 5% do total de concessões de crédito da economia, vêm sendo reduzidos de maneira significativa, chegando, em setembro de 2018, a 1,6% (Gráfico 22B). Mesma dinâmica pode ser observada na participação dos desembolsos do BNDES em relação ao PIB. Depois de atingir 3,6% em 2013, atualmente a participação do BNDES restringe-se a 0,87% (Gráfico 22C).

Gráfico 22. Participação das concessões do BNDES

Gráfico 22A. BNDES/concessões direcionadas (%)

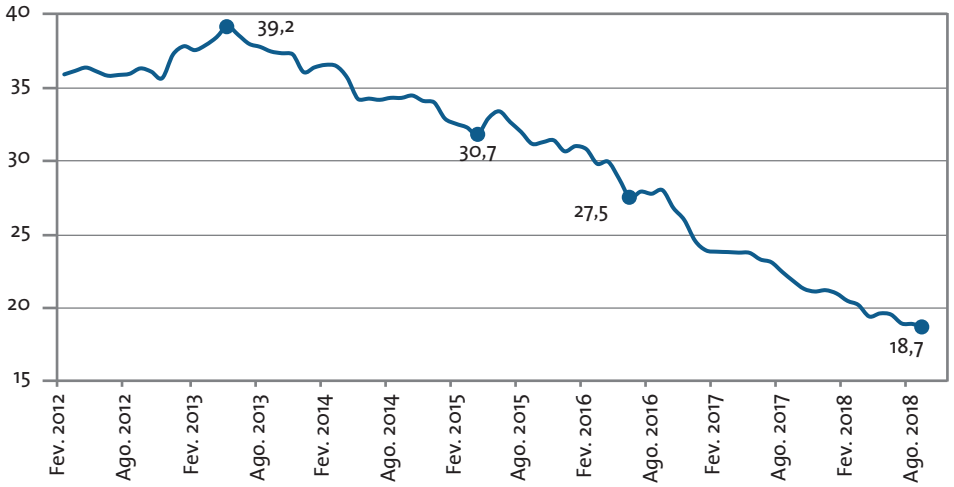


Gráfico 22B. BNDES/concessões totais (%)

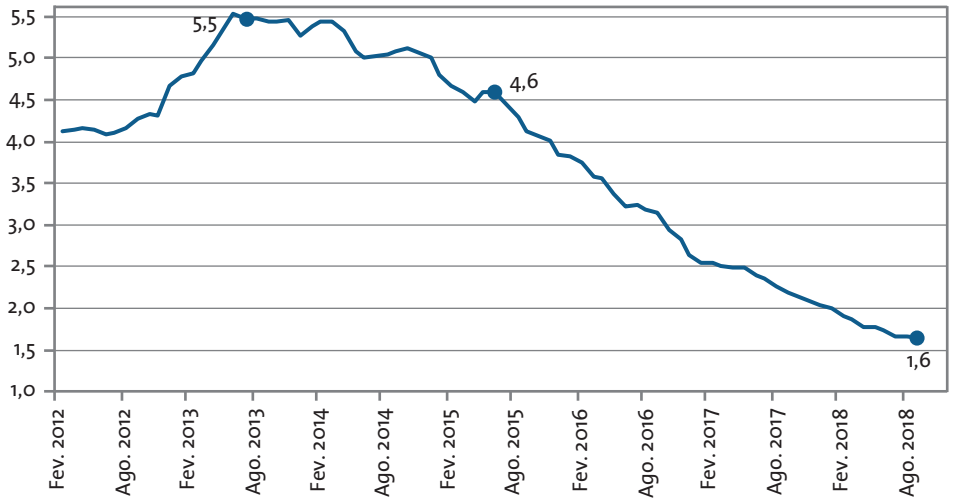
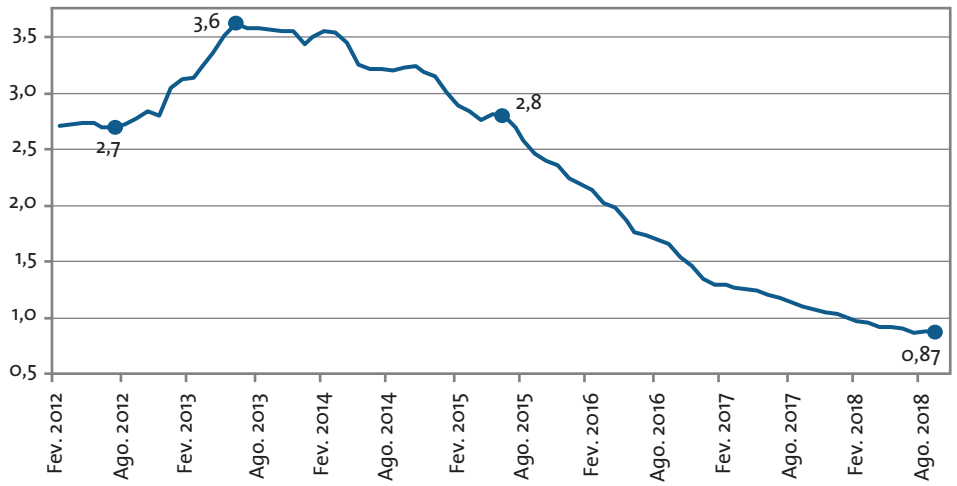


Gráfico 22C. BNDES/PIB (%)



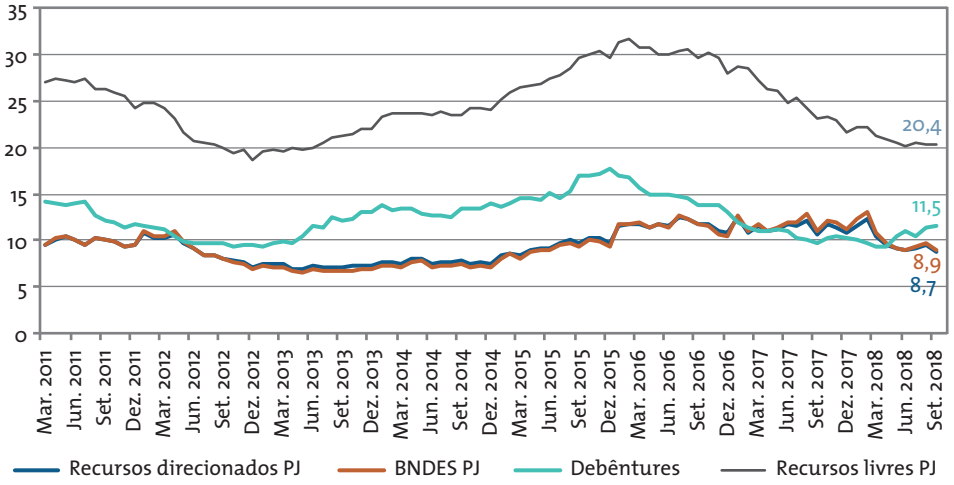
Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]).

4.3 Taxas de juros e prazos das novas concessões

Até 2017, as taxas de juros cobradas pelos empréstimos do BNDES eram, em geral, mais baixas que as taxas de mercado. Embora a TJLP tenha sido a taxa de referência normalmente atribuída aos empréstimos do Banco, ela se constituía em apenas uma das referências. O BNDES também fazia empréstimos tanto a taxas de juros de mercado quanto a taxas fixas (inferiores à TJLP), as quais, acrescidas de seu *spread* de risco, compõem a taxa média final. Essa realidade começou a se modificar em 2018, com a introdução da TLP, muito embora a transição completa para utilização integral das taxas de mercado ocorra somente em 2023.

O Gráfico 23 traz as taxas do sistema bancário nacional divulgadas pelo BCB (recursos livres PJ, recursos direcionados PJ e BNDES total PJ) e a taxa agregada de debêntures calculada pelo Centro de Estudos de Mercados de Capitais da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (CEMEC/FIPE, 2018). Observa-se que a taxas de juros da carteira direcionada – influenciada pela atuação do BNDES – é bastante inferior à taxa de recursos livres. Durante todo período de análise, entre 2011 até o fim de 2016, a taxa do Banco permaneceu inferior à taxa de debêntures, exceto em 2017, quando os comportamentos se inverteram. A queda da taxa de juros básica da economia e as mudanças estruturais ocorridas no BNDES podem explicar esses movimentos. Contudo, recentemente, a partir de abril de 2018, com a piora relativa das condições internacionais e as incertezas no mercado interno, novamente a taxa de juros do BNDES passou a ser inferior à taxa de debêntures.

Gráfico 23. Taxa de juros das novas concessões do crédito livre, direcionado, BNDES e debêntures (var. % ao ano)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]) e Cemec/Fipe (2018).

No que tange aos prazos médios da carteira, nota-se que o crédito de mercado para empresas com recursos livres tem duração de pouco mais de dois anos, ao passo que a carteira do BNDES tem prazo médio superior a nove anos, elevando substancialmente o prazo médio da carteira de recursos direcionados.

Ao comparar com os prazos praticados nas debêntures, observa-se que recentemente houve um alongamento deles, capitaneado principalmente pelas debêntures beneficiadas pela Lei 12.431 (BRASIL, [2011b]), cuja destinação é o financiamento de projetos de investimento e infraestrutura. No ano de 2018, o prazo dessa categoria de debêntures alcançou 10,4 anos, ultrapassando o prazo médio da carteira do BNDES para PJ.

Tabela 11. Prazo médio das novas concessões: crédito livre, direcionado, BNDES e debêntures (anos)

Ano	Recursos livres PJ	Direcionados PJ	BNDES PJ	Lei 12.431	Debêntures total
2012	2,1	7,4	8,0	10,0	6,1
2013	2,2	8,7	9,7	10,3	5,9
2014	2,2	8,5	9,6	10,3	5,4
2015	2,2	9,1	10,3	7,1	4,8
2016	2,3	8,0	8,7	7,5	4,5
2017	2,1	7,8	8,5	7,9	4,7
Set. 2018	2,2	8,6	9,6	10,4	6,2

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BCB ([199-?]) e Anbima (2012-2018).

5. Conclusões

O aprimoramento de métricas de mensuração das fontes de financiamento às empresas brasileiras, com o somatório dos recursos de instrumentos de mercado de capitais e do setor externo ao crédito bancário, é um esforço importante, pois permite melhor compreensão da dinâmica da tomada de financiamento no Brasil, expandindo o escopo das análises. Esse conceito denomina-se financiamento ampliado às empresas.

Enquanto as operações de crédito corporativo via SFN ainda mostram, desde 2015, contração em termos reais, explicada, em maior medida, pelo desempenho do BNDES, a incorporação de recursos advindos do mercado de capitais doméstico e do setor externo tende a modificar esse panorama no período mais recente. Em outras palavras, enquanto o crédito bancário às empresas ainda mostra sinais de fragilidade, fontes alternativas de recursos por meio de instrumentos de mercado de capitais e recursos externos apresentam maior dinamismo.

Diagnósticos mais convencionais e parciais tendem a atribuir essa dinâmica integralmente à menor atuação do BNDES. No entanto, sem descartar por completo tal explicação, é necessário maior aprofundamento sobre o tema para verificar quais são os determinantes adicionais que influenciam a *performance* das demais fontes de recursos.

A maior parte da explicação para esse bom desempenho da medida estoque de crédito ampliado deve-se, fundamentalmente, ao movimento de depreciação cambial recente vivenciado pela economia brasileira. É importante salientar que a análise do estoque de dívidas das companhias é bastante influenciada por variações na taxa de câmbio. Movimentos de depreciação cambial elevam os saldos das dívidas quando convertidas em moeda nacional. Se a taxa de câmbio tivesse, por hipótese, permanecido no mesmo patamar do 4T/2017, isto é, não tivesse sofrido a forte depreciação ao longo de 2018, o estoque ampliado às empresas teria exibido um comportamento bem menos expansionista. Ademais, variações no saldo das dívidas das companhias no conceito ampliado, por estarem sujeitas à variação cambial, são pouco significativas para dinamização do ritmo da atividade econômica. Refletem, contudo, uma informação relevante no que tange ao passivo das empresas e sua sustentabilidade financeira.

Já no mercado de capitais doméstico, a combinação de um cenário internacional benigno entre 2017 até o início de 2018, com condições externas bastante favoráveis em termos de liquidez, e uma conjuntura doméstica que permitiu forte redução das taxas de juros impulsionou as captações de recursos em mercado – aumento da base de capital das empresas (ações e *follow-ons*) e de debêntures.

Contudo, esses recursos destinaram-se, de maneira majoritária, ao refinanciamento de passivos e às necessidades de capital de giro das companhias. Em outras

palavras, a conjugação de um ambiente internacional favorável com queda relevante dos juros domésticos alavancou a tomada de recursos por meio de instrumentos privados e permitiu às empresas melhoria na gestão de seus passivos. Parcela pouco significativa foi destinada ao financiamento de investimentos. A exceção fica por conta do mercado de debêntures incentivadas, que vem elevando seus volumes emitidos com ampliação de prazos e queda das taxas. Não obstante, os valores ainda são pouco significativos.

Assim, mesmo que a redução relativa de custos do direcionamento de crédito *vis-à-vis* às fontes de mercado possa explicar uma parte do melhor desempenho da medida de crédito amplo, não se podem negligenciar outros fatores, já citados ao longo do texto, que também são importantes na análise.

O BNDES, ao longo da última década, em decorrência da crise internacional de 2008, foi amplamente utilizado como instrumento anticíclico, com forte expansão de sua atuação. Se de um lado, esse papel anticíclico da instituição aumentou sua participação tanto na carteira quanto nas concessões de crédito da economia – em relação ao PIB ou ao mercado de crédito total –, de outro lado gerou custo fiscal crescente ao governo ao longo do tempo. Dessa forma, desde 2015, os fluxos de desembolsos vêm apresentando contração expressiva, refletindo tanto o desempenho decepcionante do nível de atividade quanto a nova orientação da instituição. Mesmo assim, as condições de crédito do BNDES – tanto por meio de taxas de juros como no prazo médio da carteira – ainda são mais favoráveis que as praticadas pelo mercado.

Além disso, a despeito das mudanças recentes ocorridas nos últimos anos no BNDES – como sua reorientação em 2016 e a mudança no indexador dos contratos de financiamento a partir de 2018 –, percebe-se a manutenção de sua importância relativa no sistema de crédito nacional. O Banco ainda é, de longe, a maior fonte de *funding* de longo prazo para projetos de investimentos no Brasil. Algo como 45% das operações de financiamento a vencer acima de cinco anos estão na carteira de crédito do BNDES. A junção do BNDES com os demais bancos oficiais mais relevantes – Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal – engloba três quartos da carteira de longo prazo da economia brasileira.

Dessa maneira, como o Brasil é um país com enorme necessidade de investimentos, torna-se fundamental que haja esforços para ampliar o máximo possível as fontes de financiamento de longo prazo, a fim de alavancar as potencialidades do país. O somatório de forças e a busca de sinergia por meio da complementaridade entre o sistema de crédito – privado e público –, recursos externos e os mercados de capitais tornam-se condições essenciais para a retomada do investimento e do crescimento econômico.

Referências

ALÉM, A. C.; MADEIRA, R. F. As instituições financeiras públicas de desenvolvimento e o financiamento de longo prazo. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 43, p. 5-39, jun. 2015.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Dados estatísticos de operações no mercado de capitais com informações consolidadas a partir da coleta junto às instituições associadas. *Boletim de Mercado de Capitais*, [S.l.], 2012-2018. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em: 14 dez. 2018.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Debentures.com.br*. Banco de dados: estoque, [Rio de Janeiro], [1994?]. Disponível em: http://www.debentures.com.br/exploreosnd/exploreosnd.asp#25. Acesso em: 14 dez. 2018.

BARBOZA, R. M. *et al*. *A indústria, o PSI, o BNDES e algumas propostas*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2017. 48 p. (Textos para Discussão, n. 114).

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *BC+*. Brasília, DF, [2017a?]. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *IF.data*. Brasília, DF, [2000?]. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/ifdata/. Acesso em: 14 dez. 2018.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Brasília, DF: BCB, v. 13, n. 2, set. 2014. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2014_09/refP.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Brasília, DF: BCB, v. 17, n. 2, out. 2018a. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/201810/RELESTAB201810-refPub.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inflação*. Brasília, DF: BCB, v. 19, n. 4, p. 1-65, dez. 2017b. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2017/12/ri201712P.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inflação*. Brasília, DF: BCB, v. 20, n. 1, p. 1-83, mar. 2018b. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/03/ri201803P.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inflação*. Brasília, DF: BCB, v. 20, n. 2, p. 1-65, jun. 2018c. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/06/ri201806P.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inflação.* Brasília, DF: BCB, v. 20, n. 3, p. 1-75, set. 2018d. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/09/ri201809P.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Investimento Direto*. Brasília, DF: BCB, 2018e. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioid/RelatorioID2017. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Investimento Direto no País*. Brasília, DF: BCB, 2018f. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/Rex/CensoCE/port/RelatorioIDP2016.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Resolução 4.600, de 25 de setembro de 2017*. Define a metodologia de cálculo da Taxa de Longo Prazo (TLP) e da correspondente taxa de juros prefixada, de que trata a Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017. Brasília, DF: BCB, [2017c]. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50444/Res_4600_v1_O.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Resolução 4.707, de 19 de dezembro de 2018*. Estabelece condições e procedimentos para a realização, por instituições financeiras, de operações de crédito vinculadas a recebíveis de arranjo de pagamento. Brasília, DF: BCB, [2018g]. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50704/Res_4707_v1_O.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Setor externo: balanço de pagamentos. *Tabelas especiais.* Brasília, DF: BCB, [1995?]. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais. Acesso em: 14 dez. 2018.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Setor externo: dívida externa bruta e dívida externa de curto prazo por vencimento residual. *Tabelas especiais*. Brasília, DF: BCB, [2001?]. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais. Acesso em: 14 dez. 2018.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema Gerenciador de Séries (SGS),* v. 2.1. [Brasília, DF], [199-?]. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries. Acesso em: 14 dez. 2018.

BID – BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. *Libertar do crédito*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Debt securities statistics*. [Basel], 2018. Disponível em: https://www.bis.org/statistics/secstats.htm. Acesso em: 14 dez. 2018.

BORÇA JR, G.; GUIMARÃES, D. Impacto do ciclo expansionista de crédito à pessoa física no desempenho da economia brasileira 2004-2013. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 43, p. 119-159, jun. 2015.

BORÇA JR., G.; MAGALHÃES, L. Por que a economia não engrenou? *Valor Econômico*, 10 maio 2018. Disponível em: https://www.valor.com.br/opiniao/5515245/por-que-economia-nao-engrenou. Acesso em: 9 jan. 2019.

BRADESCO. Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos. *Conjuntura Macroeconômica Semanal*. [São Paulo]: Bradesco, 18 ago. 2017. Disponível em: https://www.economiaemdia.com.br/EconomiaEmDia/pdf/CONJUNTURA_18_08_17.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

BRASIL. *Decreto 7.603, de 9 de novembro de 2011.* Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2011a]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2011-2014/2011/Decreto/D7603.htm. Acesso em: 9 jan. 2019.

BRASIL. *Decreto 8.874, de 11 de outubro de 2016.* Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e revoga o Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011. Brasília, DF: Presidência da República, [2016]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2016/Decreto/D8874.htm. Acesso em: 9 jan. 2019.

BRASIL. *Lei 12.431, de 24 de junho de 2011.* Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica [...]. Brasília, DF: Presidência da República, [2011b]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm. Acesso em: 9 jan. 2019.

BRASIL. *Lei 13.476, de 28 de agosto de 2017.* Altera a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, para dispor sobre a constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de registro ou de depósito centralizado, e a Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015; e revoga dispositivo da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004. Brasília, DF: Presidência da

República, [2017a]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13476.htm. Acesso em: 9 jan. 2019.

BRASIL. *Lei 13.483, de 21 de setembro de 2017.* Institui a Taxa de Longo Prazo (TLP); dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo da Marinha Mercante (FMM) e sobre a remuneração dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) [...]. Brasília, DF: Presidência da República, [2017b]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13483.htm. Acesso em: 9 jan. 2019.

BRASIL. *Lei 13.775, de 20 de dezembro de 2018*. Dispõe sobre a emissão de duplicata sob a forma escritural; altera a Lei nº 9.492, de 10 de setembro de 1997; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2018]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Lei/L13775.htm. Acesso em: 9 jan. 2019.

CEMEC/FIPE – CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS DA FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS. *Indicadores* – debêntures. [São Paulo], 2018. Disponível em: http://cemecfipe.org.br/?page_id=62. Acesso em: 14 dez. 2018.

CETIP – CENTRAL DE CUSTÓDIA E LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA DE TÍTULOS PRIVADOS. *Estatísticas:* séries históricas. [S.l.], 2011. Disponível em: http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v05_series_introducao.asp?str_Modulo=Ativo&int_Idioma=1&int_Titulo=6&int_NivelBD=2. Acesso em: 14 dez. 2018.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM 400, de 29 de dezembro de 2003.* Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário [...]. Rio de Janeiro: CVM, 2004. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html. Acesso em: 8 fev. 2019.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM 476, de 16 de janeiro de 2009.* Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Rio de Janeiro: CVM, 2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html. Acesso em: 8 fev. 2019.

DEMIRGURÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons. *In:* DEMIRGURÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. (ed.). *Financial structure and economic growth*. Cambridge, MA: MIT Press, 2004.

FERNANDES, A. Saiba como a duplicata eletrônica pode impactar seu negócio. *Folha de S.Paulo*, São Paulo, out. 2018. Mercado. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/10/saiba-como-a-duplicata-eletronica-pode-impactar-seu-negocio.shtml. Acesso em: 24 out. 2018.

FERRAZ, J. C.; ALÉM, A. C.; MADEIRA, R. F. A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 40, p. 5-42, jun. 2013.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *World economic outlook database*. [Washington, D.C.], [1980?]. Disponível em: https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx. Acesso em: 14 dez. 2018.

GOLDFAJN, I. BC poderá autorizar ingresso de capital externo no sistema financeiro, diz Ilan. [Entrevista cedida a] Claudia Safatle, Alex Ribeiro e Isabel Versiani. *Valor Econômico*, São Paulo, 4 jan. 2019. Finanças. Disponível em: https://www.valor.com.br/financas/6048011/bc-podera-autorizar-ingresso-de-capital-externo-no-sistema-financeiro-diz-ilan. Acesso em: 4 jan. 2019.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Balance of payments and international investment position manual (BPM6)*. Washington, D.C., 2009. Disponível em: https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf. Acesso em: 4 jan. 2019.

OLIVER WYMAN. *Mercado de crédito*. Série Panorama Brasil. [São Paulo], 2018.

PINHEIRO, A. C. Bancos públicos no Brasil: para onde ir? *In:* PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (org.). *Mercado de capitais e bancos públicos*: análise e experiências comparadas. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

ROCCA, C. A. *Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais*. São Paulo: Iedi, 2018. 34 p.

ROSA, S. Revisão de lei para incentivada é positiva, mas insuficiente. *Valor Econômico*, São Paulo, 8 jan. 2019. Disponível em: https://www.valor.com.br/financas/6053715/revisao-de-lei-para-incentivada-e-positiva-mas-insuficiente. Acesso em: 8 jan. 2019.

SANT'ANNA, A.; BORÇA JR., G.; ARAÚJO, P. Mercado de crédito no Brasil: evolução recente e o papel do BNDES 2004-2008. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 31, p. 41-60, jun. 2009.

SANT'ANNA, A. *et al.* Crédito privado pode chegar a 41% do PIB até 2009. *Visão do desenvolvimento*, Rio de Janeiro: BNDES, n. 37, 2007.

TINOCO, G. *et al*. *A renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional:* antecedentes, motivação e desdobramentos. Rio de Janeiro: BNDES, out. 2018. (Textos para Discussão, n. 131).

TORRES FILHO, E. Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. *In:* PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (org.). *Mercado de capitais e bancos públicos:* análise e experiências comparadas. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007. p. 277-304.

VELECICO, I.; FARATH, E. R. S. H. Crédito e mercado de capitais vêm registrando avanço mais consistente. *Destaque DEPEC Bradesco*. [São Paulo], 1º nov. 2018. Disponível em: https://www.economiaemdia.com.br/EconomiaEmDia/pdf/Destaque_Depec_01_nov_18.pdf. Acesso em: 9 jan. 2019.

VELOSO, F. A nova reforma do mercado de crédito. *Blog do IBRE/FGV*, out. 2018. Disponível em: https://blogdoibre.fgv.br/posts/nova-reforma-do-mercado-de-credito. Acesso em: 9 jan. 2019.

VERSIANI, I.; MOREIRA, T. Duplicata eletrônica reduz custo de crédito, afirma BC. *Valor Econômico*, Brasília; São Paulo, 19 out. 2018. Disponível em: https://www.valor.com.br/financas/5935071/duplicata-eletronica-reduz-custo-de-credito-afirma-bc. Acesso em: 19 out. 2018.

WAJNBERG, D. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectiva. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 41, p. 331-378, jun. 2014.

WAJNBERG, D.; CAPISTRANO, E. Debêntures de projetos de infraestrutura: uma comparação entre as experiências brasileiras e internacional. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 46, p. 103-161, dez. 2016.

Coordenação Editorial

Gerência de Editoração e Memória do BNDES

Projeto Gráfico

Fernanda Costa e Silva

Produção Editorial

Expressão Editorial

Editoração Eletrônica

Expressão Editorial

Editado pelo
Departamento de Comunicação
Abril de 2019

BNDES

MINISTÉRIO DA ECONOMIA

PÁTRIA AMADA BRASIL GOVERNO FEDERAL

www.bndes.gov.br