FEBRABAN

Federação Brasileira de Bancos

FEBRABAN

Diretoria de Regulação Prudencial,
Riscos e Economia

UNICAMP

Instituto de Economia

Financiamento de Longo Prazo no Brasil no Período Recente

Julho/2015

Giuliano Contento de Oliveira

Este estudo foi realizado no âmbito do Convênio Febraban - Unicamp, que tem por objetivo estimular a produção de trabalhos e estudos na área de economia.

O conteúdo foi desenvolvido pelos autores de forma independente. As opiniões, hipóteses e conclusões / recomendações contidas neste material são de responsabilidade exclusiva dos mesmos, não refletindo, necessariamente, a visão da FEBRABAN.

1. Introdução

A retomada do crescimento econômico sustentado da economia brasileira requer, entre outras iniciativas, o aumento da taxa de investimento, atualmente em torno de 18% do PIB. Além de expandir a capacidade física de produção de bens e serviços, a ampliação do investimento concorre para elevar a produtividade da economia, com efeitos positivos e dinâmicos sobre o crescimento da renda, da produção e do emprego.

Embora as medidas necessárias para que isso aconteça não sejam consensuais, não há dúvidas de que a existência de um sistema de financiamento de longo prazo dinâmico, competitivo e sustentável, capaz de acomodar as necessidades de recursos para a ampliação das decisões de inversão, se faz necessária. Diversos estudos mostram a importância de um sistema financeiro dinâmico e competitivo para o crescimento econômico[1]. Sobretudo, vale salientar, em um ambiente globalizado, em que os diferenciais relativos de custos e de produtividade são cada vez mais relevantes.

De fato, existem diversos arranjos institucionais possíveis para a estruturação de um sistema de financiamento de longo prazo com as características mencionadas. Não obstante, as tendências mais recentes apontam para a importância de uma articulação entre os mercados de capitais e de crédito, sobretudo por meio dos investidores institucionais e do processo de securitização - uma conjugação capaz de potencializar e retroalimentar o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*. Isto é, fundos de pensão, seguradoras, fundos de investimento e bancos podem, em conjunto, contribuir para o financiamento de longo prazo das economias.

A experiência internacional revela que os investidores institucionais possuem grande potencial de contribuição para esse processo, além de mostrar, ainda, que a existência de um sistema bancário sólido e capaz de acomodar as demandas por liquidez, com prazos e taxas adequados, é também fundamental para potencializar o investimento.

Neste sentido, torna-se fundamental analisar a atual estrutura de financiamento de longo prazo da economia brasileira, de modo que, a partir disso,

[1] Ver, por exemplo, Goldsmith (1969), Gerschenkron (1973), Zysman (1983), Khan e Senhadji (2000) e Christopoulos e Tsionas (2004).

subsequentemente se possa vislumbrar possibilidades de aperfeiçoamentos orientadas para a ampliação do investimento e a retomada do crescimento econômico em bases sustentadas. Essa discussão se torna ainda mais importante na medida em que, de um lado, a ampliação do investimento na economia brasileira é indispensável para a retomada do crescimento, e, de outro, tem havido cada vez maiores dificuldades para o arranjo institucional atual, altamente concentrado no BNDES, acomodar as necessidades financiamento de longo prazo. Por isso, objetivo central deste trabalho consiste em analisar o sistema de financiamento de longo prazo no Brasil, com ênfase no período recente. Investiga-se como os mercados de crédito e de capitais têm atuado no âmbito do financiamento de longo prazo na economia brasileira e quais são os principais obstáculos que têm se colocado para a viabilização de um sistema de financiamento privado de longo prazo no Brasil.

No período mais recente, inegavelmente houve avanços importantes no que diz respeito à criação de instrumentos voltados para a captação de recursos de prazos mais alongados via mercado de capitais. No mercado de títulos bancários, por exemplo, foram criadas as Letras Financeiras (LF). No mercado de títulos corporativos, por sua vez, foram criados os incentivos às emissões associadas a projetos de investimento, com destaque para os projetos de investimento em infraestrutura. Deve ser destacado, ainda, o novo modelo de crédito do BNDES, que associa os empréstimos subsidiado à emissão de debêntures pela empresa tomadora. Finalmente, no mercado de títulos de cessão de crédito, foi notória a expansão das Letras de Crédito Agrícola (LCA) e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), além do desenvolvimento dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

No entanto, a existência de restrições macroestruturais dificulta, quando não inviabiliza, a constituição de um sistema financeiro privado de longo prazo no Brasil, associado ao atual arranjo de financiamento prevalecente na economia brasileira. Nesse sentido, além de sustentar que o envolvimento do setor privado no financiamento de longo prazo constitui, considerando-se o contexto da economia brasileira e as tendências verificadas nos sistemas de financiamento de outros países, condição fundamental para viabilizar a agenda de vultosos investimentos que o Brasil necessita, este trabalho indica que esse pro-

cesso requer avanços sem os quais se torna muito difícil esse referido envolvimento, com destaque às seguintes frentes: i) redução do patamar da taxa básica de juros, com a manutenção da inflação baixa e estável; ii) desenvolvimento e aprofundamento do mercado de capitais, bem como do processo de securitização – incluindo as carteiras de crédito dos bancos -, de sorte a possibilitar o entrelaçamento virtuoso entre bancos e investidores institucionais, vale dizer, entre o mercado de crédito e o mercado de capitais; iii) diminuição da atratividade dos títulos da dívida pública na composição dos portfólios dos agentes privados – seja decorrente do juro elevado seja da institucionalidade da indexação financeira –, para que a poupança tanto existente como gerada pelo investimento, via circuito *finance-funding*, seja orientada para a consolidação financeira das dívidas assumidas pelos empresários, via mercado de capitais; iv) criação de instrumentos e mecanismos de incentivo para a conformação de uma estrutura de passivos mais alongada, tanto do sistema bancário como dos investidores institucionais; e v) diminuição do *spread* bancário.

Portanto, argumenta-se que medidas focalizadas que não ataquem essas frentes macroestruturais, embora possam contribuir para o sistema de financiamento de longo prazo na economia brasileira, tendem a ser insuficientes para modificar estruturalmente esse sistema.

O trabalho está dividido em três seções, além desta introdução e da conclusão. Inicialmente, realiza-se uma breve discussão sobre o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*, bem como sobre a possibilidade de articulação entre o sistema bancário e o mercado de capitais para a viabilização de um sistema de financiamento de longo prazo virtuoso. Com isso, objetiva-se estabelecer o referencial a partir do qual será realizada a reflexão sobre o sistema financeiro brasileiro. A partir disso, apresenta-se a atual estrutura do sistema de financiamento da economia brasileira, destacando-se o seu caráter dual: de um lado, o crédito de prazo mais curto concentrado nos bancos com carteira comercial; de outro, o crédito de longo prazo altamente concentrado no BNDES, com um papel apenas modesto dos mercados de títulos privados e de ações. Donde a existência de ativos que coadunam alta liquidez e rentabilidade, os títulos da dívida pública, concorre para atrofiar o mercado de títulos privados

e, assim, torná-lo pouco dinâmico[2]. Depois disso, na seção seguinte, realiza-se a análise do mercado de capitais na economia brasileira, envolvendo tanto o mercado de ações como o mercado de títulos – com destaque aos papeis privados. Busca-se, com isso, avaliar a dimensão e a funcionalidade desse mercado para o financiamento de longo prazo no Brasil, além de identificar as principais restrições que se colocam para o seu maior desenvolvimento e a sua melhor funcionalidade para o crescimento econômico. Finalmente, na última seção, discute-se o papel e a dinâmica recente da alocação da riqueza financeira dos investidores institucionais, procurando-se identificar a estrutura de portfólio de um conjunto de atores responsável pela mobilização e administração de parcela representativa da massa de riqueza financeira na economia brasileira.

2. Financiamento de longo prazo: teoria e panorama recente da economia brasileira

Esta seção discute a questão recente do financiamento de longo prazo na economia brasileira. Para isso, inicialmente é apresentada a matriz teórica a partir da qual o financiamento de longo prazo será refletido ao longo do trabalho. Trata-se do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*, capaz de incorporar os atores e mercados relevantes no processo de financiamento do investimento, a saber, bancos (mercado de crédito) e investidores institucionais (mercado de capitais).

Depois disso, analisa-se o atual panorama do financiamento de longo prazo na economia brasileira. Parte-se da análise do mercado de crédito para, então, discutir o papel do principal ator viabilizador do financiamento de longo prazo no Brasil, a saber, o BNDES.

2.1. Teoria: o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*

Em uma economia capitalista, o crescimento econômico depende das decisões de investimento dos empresários. Para que sejam efetivadas, essas decisões refletem não apenas das expectativas dos proprietários de riqueza a respeito de um futuro incognoscível, mas também as condições de financiamento vigentes no país, em termos de volume, custos e prazos. Ao contrário do que

[2] Sobre a relação entre liquidez e rentabilidade de um ativo, ver Box 1, ao final deste trabalho.

sustenta a visão convencional, o sistema financeiro não é um intermediário neutro de recursos na economia, mas exerce um papel fundamental nos processos de expansão e contração da atividade que caracterizam uma economia empresarial, uma vez que ele pode validar ou não as decisões que mantêm em pleno funcionamento as forças propulsoras do sistema (Belluzzo e Almeida, 2002). Desde logo, deve-se registrar, tal como propôs Keynes (1936; 1937), que o financiamento do investimento pressupõe dois processos distintos e indissociáveis entre si, quais sejam, o *finance* e o *funding*.

O *finance* consiste em um motivo de demanda por liquidez, por parte do empresário, para a realização do investimento. Em geral, os bancos são capazes de atender essa demanda, na medida em que não apenas podem utilizar o fluxo de recursos decorrente de investimentos já realizados para a concessão de novos empréstimos (fundo rotativo), como também são capazes de criar moeda por meio de uma mera operação contábil. De fato, uma vez realizado o gasto com recursos adiantados pelos bancos, esses recursos retornam ao sistema e podem ser utilizados para financiar outras decisões de gasto, conformando, assim, um "fundo rotativo". Isso não significa que os devedores originais tenham liquidado as suas dívidas, mas que o investimento desencadeia um fluxo monetário que ressurge sob a forma de depósitos bancários, ou seja, o processo que recompõe a liquidez momentaneamente demandada é o de produção e geração da renda. Assim, se o investimento presente é igual ao investimento pregresso, o estoque de moeda existente pode financiá-lo. Entretanto, se o investimento presente é maior que o investimento anterior (estado não estacionário), os bancos podem acomodar a demanda suplementar por moeda por meio da criação de crédito e, consequentemente, de novos depósitos – mudando, assim, a sua posição de liquidez. Isso faz dos bancos atores fundamentais na transição de uma escala mais baixa para uma mais elevada de atividade (Keynes, 1937).

Do princípio de que os bancos podem atender a demanda por moeda para a realização do investimento por meio da utilização do estoque de moeda existente ou da criação de moeda nova deriva o entendimento de que o investimento pode ser realizado sem a existência de poupança prévia[3]. A poupança é

[3] Como analisa Chick (1986; 1993), a criação de moeda pelos bancos a partir do sistema de reservas fracionárias decorreu de um processo histórico de desenvolvimento do sistema bancário. Na medida em que os depósitos bancários foram se consolidando como meios de pagamento, essas instituições passaram a emprestar cada vez mais "dinheiro que não possuem" (moeda escritural). Por isso, segundo a autora, a inversão

o resultado do processo de multiplicação da renda gerada pela efetivação da decisão de gasto, tal como determina o princípio da demanda efetiva[4]. Ela representa a renda não consumida, sendo inexistente antes da realização do investimento. O essencial, portanto, é que as decisões de investimento sejam validadas pelo sistema bancário, que ao criar novos depósitos sanciona a aposta dos empresários na aquisição de novos ativos produtivos. A autoridade monetária pode buscar influenciar a capacidade dos bancos de criar crédito alterando o volume e o custo de obtenção das reservas bancárias, por exemplo. Entretanto, a criação de novos depósitos depende, em última instância, do grau de preferência pela liquidez dessas instituições. Em momentos de expectativas otimistas, empresta-se mais e toma-se mais emprestado, de modo que os agentes envolvidos nas operações de crédito assumem posturas mais arriscadas, com o inverso ocorrente em conxtos marcados pela deterioração do estado geral de expectativas. (Almeida, Cintra e Avanian, 2009). Revela-se, desse modo, o comportamento tipicamente prociclico do sistema bancário.

O *funding*, por seu turno, consiste na compatibilização dos fluxos de rendimento e dos fluxos de compromissos decorrentes do investimento realizado, no que se refere aos seus volumes e prazos. Trata-se do processo por meio do qual a poupança resultante da multiplicação da renda é utilizada para consolidar financeiramente as dívidas dos empresários que realizaram o investimento. Com efeito, o *funding* viabiliza o investimento a partir de bases sustentáveis, propiciando o crescimento econômico a partir de estruturas financeiras menos frágeis (Oliveira, 2010).

A Figura 1 apresenta o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*. O processo tem início com a demanda por liquidez por parte das empresas, para realizar os seus projetos de investimento (motivo *finance* de demanda por moeda). Essa demanda por recursos pode ser atendida pelos bancos seja a partir dos fluxos de recebimentos de empréstimos concedidos no passado (fundo rotativo), seja mediante a criação de moeda escritural. Realizado o investimento, a renda aumenta em um múltiplo do valor investido, na medida em que o gasto de uma unidade econômica se transforma em renda de outra. Por isso, a renda

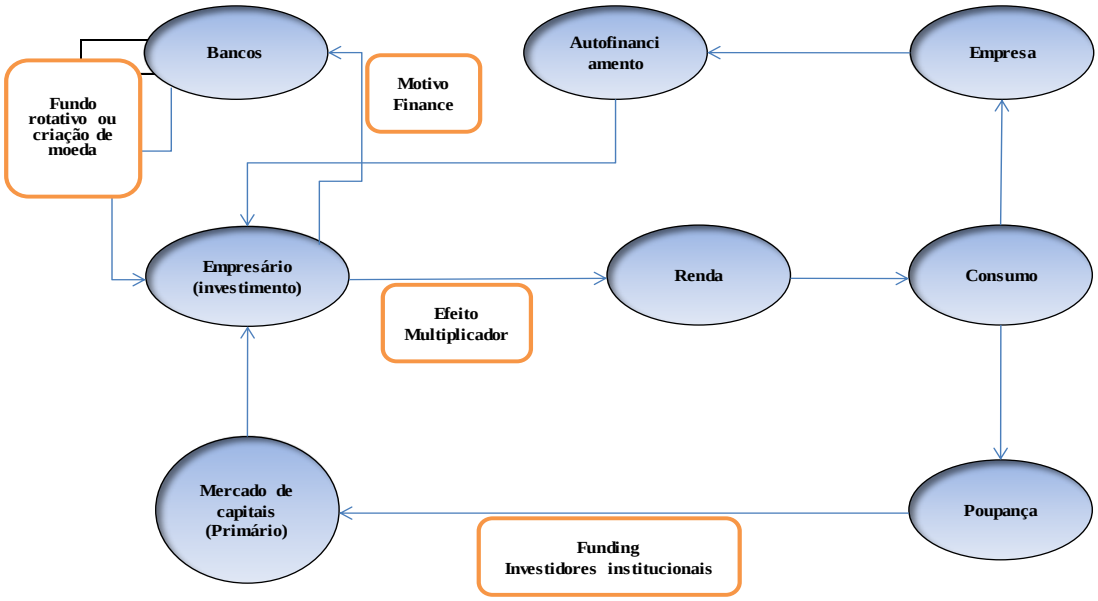
---

da causalidade entre poupança e investimento não pode ser entendida sem considerar o processo de desenvolvimento do sistema bancário.

[4] Grosso modo, o princípio da demanda efetiva diz respeito à ideia de que, em uma economia capitalista, são das decisões de gasto dos empresários que determinam os níves de renda e emprego (Keynes, 1936).

sobe em um montante k vezes a elevação do investimento, sendo maior o multiplicador do investimento quão mais elevada for a propensão marginal a consumir da coletividade. Parte dessa renda gerada é consumida, retornando para o setor produtivo sob a forma de lucros, sendo a parcela restante poupada. Ocorre, contudo, que essa poupança criada pelo investimento será efetivamente transformada em poupança no sentido macroeconômico se e quando ela for destinada para a captação de recursos por aquelas empresas que realizaram os seus investimentos mediante contratação de empréstimos de curto prazo ou que pretendem realizar os seus gastos em ampliação de capacidade instalada a partir da emissão de papeis no mercado de capitais. Nesse sentido, o papel dos investidores institucionais é muito importante para direcionar a poupança financeira da economia tanto para a consolidação financeira das dívidas emitidas pelas empresas que já investiram como para a alocação dos recursos administrados para ativos menos líquidos, destinados ao investimento.

Figura 1: Circuito *Finance*-Investimento-Poupança-*Funding*



Fonte: Keynes (1937a; 1937b). Elaboração própria.

A questão fundamental, portanto, é assegurar a efetivação das decisões de investimento uma vez que elas tenham sido tomadas e que a poupança gerada por esse processo seja canalizada para consolidar as dívidas das empresas. Esses processos não são de forma alguma automáticos em uma economia movida por agentes orientados pela lógica da acumulação de riqueza em sua forma mais geral e abstrata, sobretudo em um contexto de incerteza. Nesse sentido, não

FEBRABAN
Federação Brasileira de Bancos

apenas o mercado de crédito, mas também o mercado de capitais possui um importante papel a cumprir, diante da necessidade de se assegurar o financiamento de maturidade compatível com o investimento em ativos operacionais, vale dizer, de deter riqueza realizável lucrativamente em prazo dilatado

Um sistema financeiro funcional ao crescimento econômico, portanto, é aquele capaz de validar as decisões empresariais sem, entretanto, aumentar consideravelmente o grau de fragilidade financeira do sistema, o que pode interromper o processo de expansão e, no limite, desencadear crises. Isso significa que o sistema financeiro não exerce uma função passiva, funcionando apenas intermediários neutros entre os agentes superavitários e deficitários de uma economia. Isso porque o seu funcionamento afeta os motivos e as decisões de atores relevantes do sistema, podendo ou não viabilizar a transformação do do impulso competitivo das empresas em prol de empreendimentos concretos que criem as condições materiais para o crescimento (Paula, 2013; Oliveira, 2009).

Não obstante, inexiste um consenso a respeito de que tipo arranjo institucional corresponde ao mais funcional ao processo de desenvolvimento. Diversos países optaram por diferentes arranjos de acordo com as suas especificidades históricas, sendo historicamente alguns baseados fundamentalmente no mercado de crédito (*credit market-based financial system*) e outros no mercado de capitais (*capital market-based financial system*). No primeiro caso, uma proporção significativa da necessidade de recursos é satisfeita por meio de empréstimos dos bancos, ao passo que, no segundo, uma proporção significativa das necessidades de recursos é atendida mediante colocação de papeis no mercado (Zysman, 1983; Almeida, Cintra e Avanian, 2009).

Contudo, ao longo das últimas três décadas verificou-se uma tendência à crescente interpenetração entre os sistemas de crédito e de mercado, sob a preponderância deste último – o chamado *Market Based Banking* (Hardie et al., 2013). Isso significa que tanto os bancos como os mercados monetário e de capitais têm atuado em conjunto no processo de financiamento do investimento e de expansão das economias, reforçando-se mutuamente. Entretanto, não há razões para supor que isso possa ser feito espontaneamente, por meio do livre funcionamento das forças de mercado. Nesse sistema, as decisões de empréstimos dos bancos são bastante influenciadas pelas condições prevalecentes nos

mercados monetário e de capitais, na medida em que as carteiras de crédito são securitizadas. Para isso, torna-se fundamental o aprofundamento do mercado de capitais e do processo de securitização. Esse entrelaçamento, desde que devidamente regulado e supervisionado pelas autoridades competentes, tente a contribuir para a constituição do circuito *finance-funding*, com a maior participação do setor privado[5].

Dessa forma, o investimento pode ocorrer sem a existência de poupança prévia, mas desde que haja um sistema financeiro capaz de acomodar as demandas por *finance* e *funding* das empresas. O fato de a inexistência de poupança prévia não inviabilizar a realização do investimento não significa que a poupança e, não menos importante, o seu destino, não sejam importantes nesse processo – na medida em que ela propicia (ou não) o *funding*.

Os mercados de capitais e seus principais atores, assim, são cada vez mais fundamentais nas economias modernas, pois não apenas possibilitam a consolidação financeira das dívidas, como também contribuem para recompor, permanentemente, a capacidade de acomodação da demanda por *finance* pelo sistema bancário, via processo de secutirização. Embora, em tese, os bancos detêm capacidade ilimitada de ampliação dos empréstimos, considerando-se uma economia de crédito puro e baseada tão somente na moeda escritural, na realidade essas instituições são sujeitas a regras macroprudenciais estabelecidas pelas autoridades monetárias, com a existência de limites à sua capacidade de alavancagem. A despeito de os bancos terem uma capacidade excepcional de driblar o conjunto de regras estabelecido pelas autoridades monetárias, as limitações que lhe são impostas muitas vezes são capazes de influenciar a administração estratégica de seus balanços. A securitização das carteiras de crédito dos bancos, assim, constitui um mecanismo de diluição de riscos e de recomposição da capacidade de ampliação do crédito por essas instituições. Esse

[5] De fato, as evidências internacionais apontam para a predominância do mercado de capitais para a viabilização da consolidação das dívidas assumidas pelas empresas para a realização de seus projetos de investimento. A existência de um sistema bancário capaz de acomodar a demanda por finance mediante taxas e prazos razoáveis, de um lado, e de um mercado de capitais capaz de direcionar a poupança gerada pelo investimento para a consolidação financeira das dívidas, por outro, seguramente constitui um caminho necessário para a viabilização de um sistema financeiro mais funcional ao desenvolvimento.

sistema, se devidamente regulado e supervisionado, pode contribuir para o crescimento das economias[6].

2.2. O financiamento de longo prazo no Brasil: mercado de crédito e papel do BNDES

As empresas buscam um *mix* de capitais de terceiros e de capital próprio que viabilize o alcance de seus resultados esperados[7]. Em tese, não existem limites para a utilização de capital de terceiros relativamente ao capital próprio por parte de um empresa, desde que o arranjo escolhido assegure a sua sustentabilidade financeira ao longo do tempo, mesmo diante de mudanças nas circunstâncias internas e externas em que ela está inserida.

Estudos realizados sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras apontam, em linha com a realidade internacional, para a preponderância de fontes internas de recursos. Em relação às fontes externas, eles mostram que o mercado de crédito é preponderante em relação ao mercado de capitais, sendo que o acesso às fontes externas é maior para as grandes empresas[8].

Embora a elevada importância do autofinanciamento não constitua uma especificidade brasileira, decerto as condições inadequadas de financiamento externo em termos de volumes, custos e prazos constituem uma restrição ao crescimento das empresas no Brasil. De fato, as restrições impostas pelos mercados de crédito e de capitais no Brasil dificultam a expansão das empresas,

---

[6] A dimensão regulatória, de fato, não deve ser menosprezada. Ainda que a securitização permita que o risco associado a uma transação específica seja diluido, há a possibilidade de que o risco sistêmico se amplie à medida em que as relações financeiras entre os agentes se tornem mais densas e complexas. Para maiores detalhes, ver, por exemplo, Battaglia e Gallo (2013).

[7] Ao contrário do sugere o conjunto de abordagens convencionais, com destaque ao teorema de Modigliani-Miller (1958), a estrutura de capital não é neutra em relação à capacidade de crescimento das empresas e, consequentemente, da economia. O padrão de financiamento não constitui uma variável passiva, que somente facilita o nível de atividade da empresa, mas sem condicioná-la.

[8] A análise das demonstrações financeiras de 104 grandes empresas industriais brasileiras de capital aberto, realizada por Almeida, Cintra e Avanian (2009), entre 2004 a 2007, apontou que 50,9% do financiamento das empresas correspondia a lucros retidos. A contribuição da emissão de dívidas de longo prazo foi de 41,4%, sendo 16,9% de financiamento de longo prazo, dos quais 4,5% provêm do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e 1,1% de debêntures de longo prazo, e 7,6% de emissão ações, sendo 5,0% de ofertas privadas e 2,6% de ofertas públicas. Nesse mesmo estudo, buscou-se apurar as fontes de financiamento que as empresas pretendiam utilizar no futuro próximo por meio da entrevista com representantes de 24 grandes empresas do país. Constatou-se que 39,7% das fontes de financiamento seriam de lucros retidos, 31,4% do BNDES, 11,8% de dívidas no mercado internacional e 4,9% de ações. Outros estudos, usando distintas metodologias e contemplando períodos anteriores, chegaram a conclusões semelhantes. Ver, por exemplo, Moreira e Puga (2000) e Singh (1995).

sobretudo as nacionais e, entre elas, as de pequeno e médio porte (Unctad, 2008; Oliveira, 2010).

A Tabela 1 apresenta as fontes de financiamento dos investimentos na indústria e em infraestrutura no Brasil, entre 2003 e 2014. Pode-se observar que os recursos para o financiamento dos investimentos das empresas provêm de recursos internos oriundos principalmente de lucros retidos, seguidos pelo mercado de crédito, pelo mercado de capitais e pelas captações externas. Entre 2003 e 2009, houve forte aumento da importância do BNDES, o qual foi acompanhado por uma elevação moderada das debêntures e das ações no financiamento do investimento na indústria e em infraestrutura. Esses aumentos compensaram a expressiva queda da importância do autofinanciamento e das captações externas no período. A partir de 2009, o autofinanciamento e as debêntures aumentaram de forma relevante no financiamento do investimento. Esse movimento compensou a queda da importância do BNDES no período, uma vez que a parcela correspondente às captações externas e às ações permaneceram relativamente inalteradas.

Tabela 1: Financiamento do investimento na indústria e em infraestrutura - % do total

Fontes	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Lucros retidos	49,0	57,0	58,0	42,0	49,0	45,0	31,0	31,0	48,0	43,0	44,0	46,0
BNDES	16,0	19,0	20,0	21,0	28,0	31,0	53,0	31,0	27,0	25,0	25,0	23,0
Captações externas	30,0	13,0	10,0	17,0	9,0	6,0	9,0	17,0	7,0	12,0	11,0	11,0
Debêntures	5,0	9,0	10,0	15,0	7,0	3,0	4,0	11,0	17,0	18,0	18,0	18,0
Ações	0,0	2,0	2,0	5,0	7,0	16,0	4,0	11,0	1,0	2,0	1,0	2,0

Fonte: Torres e Macahyba (2012) e BNDES. Elaboração própria.

2.2.1. Mercado de crédito

O mercado de crédito no Brasil é altamente segmentado, com as operações de longo prazo fortemente concentradas no BNDES. Trata-se de um sistema dual, pois, de um lado, os bancos com carteira comercial realizam fundamentalmente as operações de prazos mais curtos, com taxas de juros altas, de outro, o BNDES realiza as operações de longo prazo, com taxa de juros relativamente baixa. A possibilidade de poder contar com os recursos do sistema de poupança compulsória prevalecente no país, como o FAT e o PIS-PASEP, além dos recursos do Tesouro Nacional, permite que o BNDES pratique uma taxa de

juros nos empréstimos realizados, a TJLP, abaixo da taxa Selic. A elevada divergência entre essas duas taxas, inegavelmente, constitui um importante fator de segmentação do mercado de crédito brasileiro. Segundo Torres Filho e Macahyba (2012, p.31):

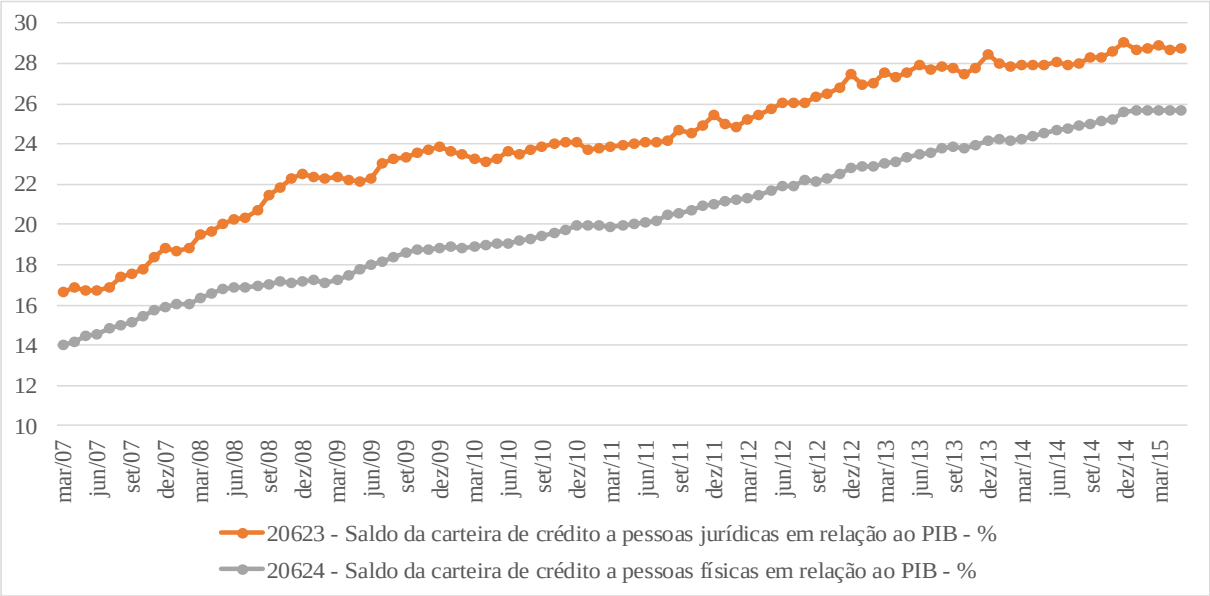
> [...] o elevado porte do BNDES no sistema financeiro brasileiro é, em certa medida, a outra face de um mercado de crédito privado de longo prazo ainda muito incipiente, tolhido pelas taxas de juros muito elevadas e pelos prazos curtos e que tem além disso que disputar com outros tipos de instrumentos de captação absolutamente líquidos.

Houve um crescimento bastante acentuado do mercado de crédito na economia brasileira a partir de meados de 2003 (Oliveira, 2009; PRATES, 2010). A relação crédito / PIB, atualmente em torno de 55%, era de aproximadamente 25% em 2003. Mas enquanto entre 2003 e 2008 a expansão do crédito foi capitaneada pelos bancos privados, o crescimento verificado depois da deflagração da crise global em 2008 foi liderada pelos bancos públicos.

Considerando-se as novas séries temporais de crédito calculadas e disponibilizadas pelo BCB[9], iniciadas em 2007, entre março de 2007 e maio de 2015 o saldo da carteira de crédito destinado às pessoas físicas aumentou de 14% para 25,7% do PIB, enquanto o destinado às empresas subiu de 16,6% para 28,7% do PIB (Gráfico 1). No período mais recente, essa relação tanto para as famílias como para as empresas deixou de aumentar, diante do cenário macroeconômico adverso.

[9] Foram diversas as mudanças realizadas pelo Banco Central no Brasil nas séries temporais de crédito, permitindo uma análise mais detalhada dessas operações no país, com destaque às seguintes: i) maior abrangência e detalhamento das modalidades de crédito; ii) incorporação, nos dados de crédito com recursos direcionados, dos financiamentos imobiliários e rurais baseados em exigibilidades (depósitos de poupança e à vista), ainda que as taxas das operações sejam pactuadas livremente; iii) o prazo médio das operações passaram a se referir às operações contratadas no mês, ao invés de todo o saldo das operações ativas; e iv) aumento da abrangência das modalidades de crédito para o cálculo da taxa de juros e das concessões. Contudo, as séries foram substancialmente encurtadas, tendo início apenas em março de 2007. Para maiores detalhes, ver BCB (2013b, p.29-33).

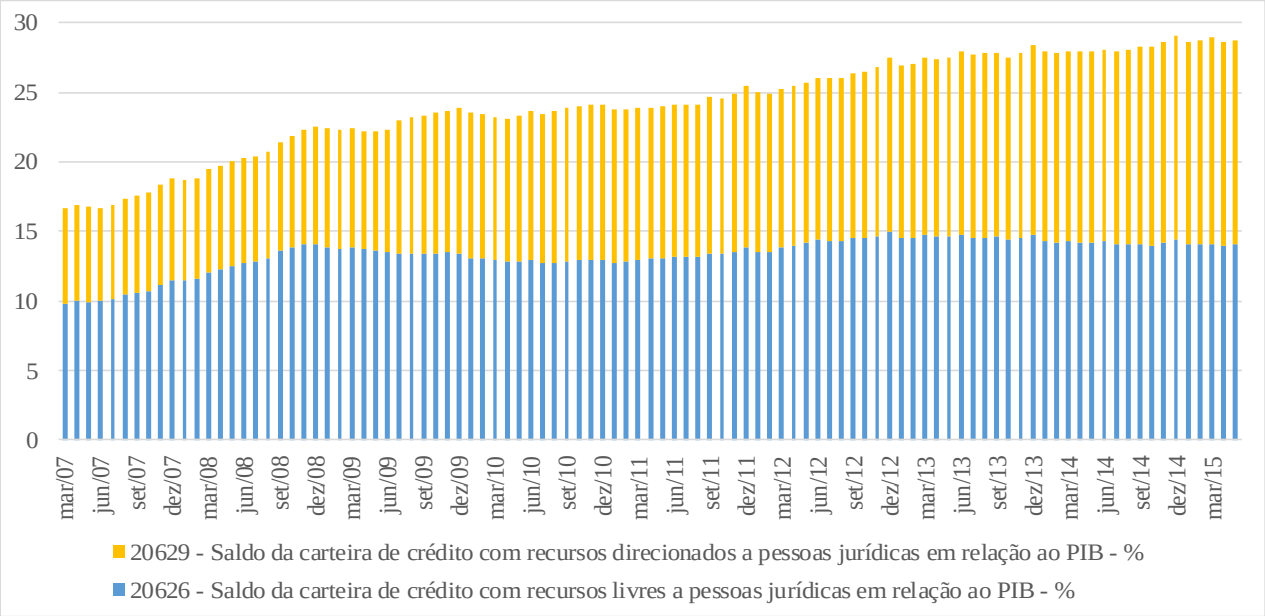
Gráfico 1: Carteira de crédito PF e PJ, em % do PIB (mar/07 – mai/15)



Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

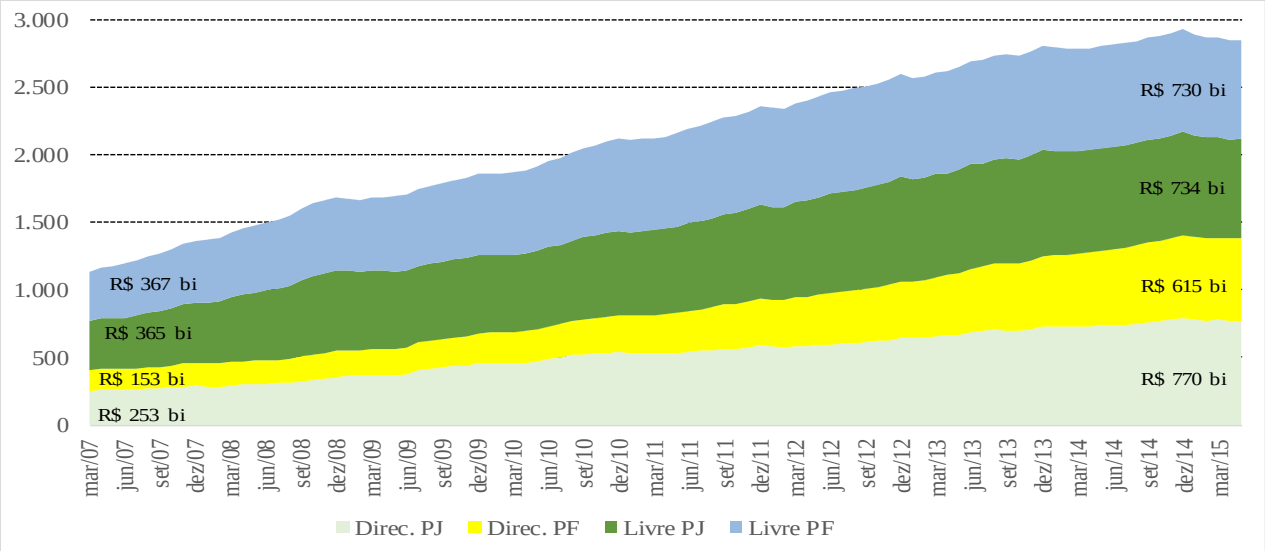
No crédito destinado às empresas, pouco mais da metade do crédito bancário total na economia brasileira, o Gráfico 2 mostra que, embora as operações com recursos livres tenham aumentado, entre o início e o fim do intervalo considerado, de 9,8% para 14% do PIB, as operações com recursos direcionados aumentaram ainda mais, tendo passado de 6,8% para 14,7% do PIB. Levando-se em conta os valores a preços constantes de 2014, como mostra o Gráfico 3, as operações com recursos livres dobraram, em termos reais, entre março de 2007 e maio de 2015, subindo de R$ 732 bilhões para R$ 1.464 trilhão, com crescimento equivalente do crédito às empresas e às pessoas físicas. As operações com recursos direcionados, por seu turno, registraram aumento real de 241% no interregno, de R$ 406 bilhões para R$ 1.384 trilhão, sendo que o saldo das carteiras destinado às famílias apresentou crescimento real maior do que às empresas, 301,3% ante 204,5%.

Gráfico 2: Saldo da carteira de crédito com recursos livres e direcionados, PF e PJ, % do PIB (mar/07 – mai/15)



Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

Gráfico 3: Carteiras de crédito, recursos livres e direcionados, R$ bi de 2014 (mar/07 – mai/15)

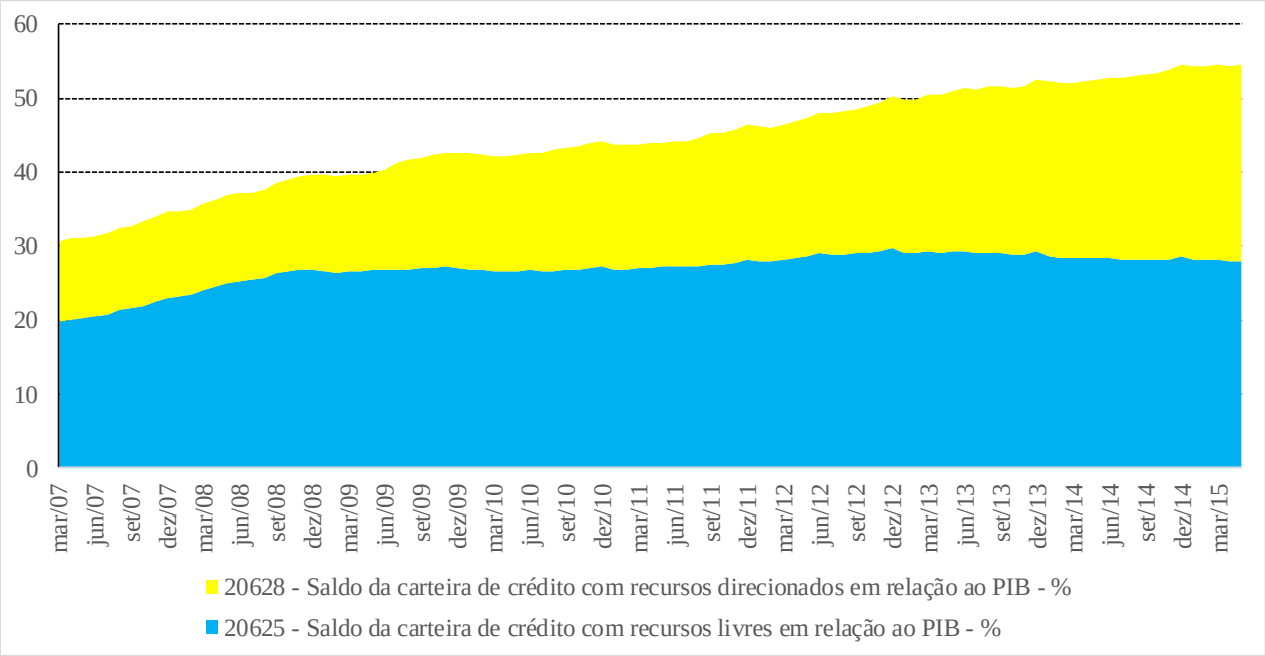


Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

Esse processo decorreu da política anticíclica realizada pelo governo brasileiro para evitar o aprofundamento dos efeitos adversos causados pela crise iniciada no final do terceiro trimestre de 2008. Considerando as operações totais de crédito (livres e direcionados), pode-se verificar, a partir do Gráfico 4,

que o crescimento do crédito direcionado foi o principal responsável pela ampliação dessas operações no Brasil, em relação ao PIB, depois de 2008.

Gráfico 4: Saldo da carteira com recursos livres e direcionados, % PIB (mar/07 – mai/15)



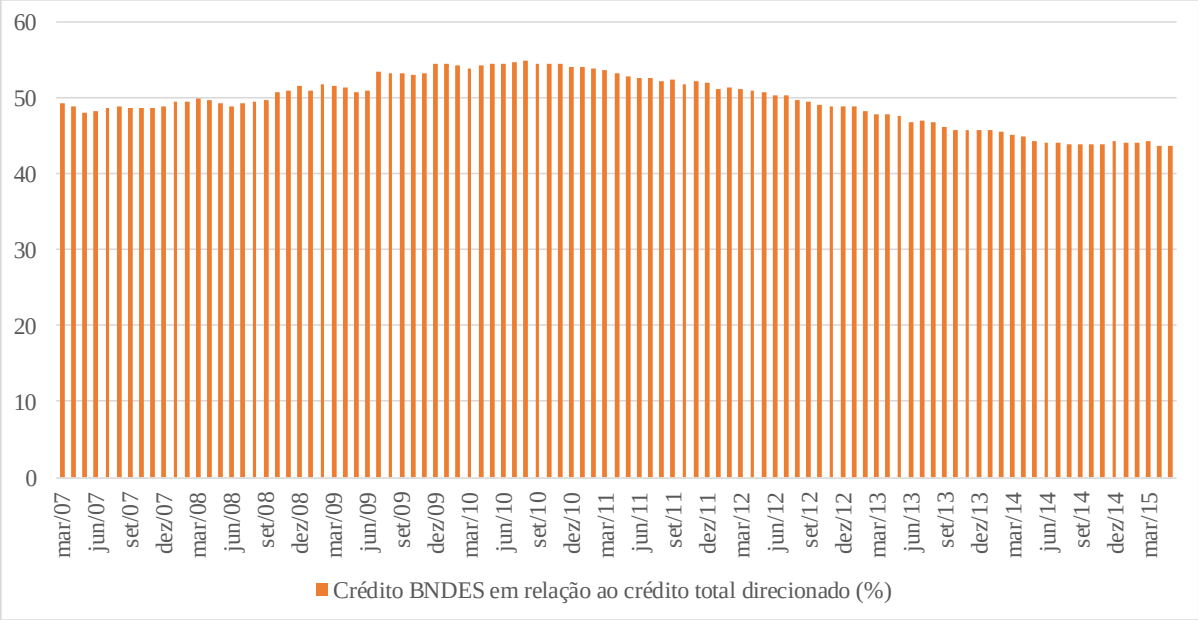
Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

Depois da crise deflagrada em 2008, observou-se aumento importante dos empréstimos realizados pelo BNDES, como mostra o Gráfico 5. Entre março de 2007 e maio de 2014, as operações da carteira própria do banco subiram de 16,6% do para 21,9% do PIB, enquanto os repasses aumentaram de 11,3% para 15,6% do PIB. Vale notar, contudo, que depois de a parcela dos empréstimos do BNDES em relação ao crédito direcionado total ter crescido de 49% para 55% entre março de 2007 e meados de 2010, a partir de então essa fração apresentou recuo, tendo atingido 44% em maio de 2015 (Gráfico 6). Isto é, outras operações com recursos direcionados cresceram em ritmo mais acelerado do que os desembolsos realizados pelo BNDES. Não obstante, aumentou a participação do crédito do BNDES no total do crédito destinado às empresas, de aproximadamente 20% em meados de 2008 para cerca de 32,5% no primeiro semestre de 2015 (Gráfico 6).

O Gráfico 7, por sua vez, apresenta os prazos médios das carteiras de crédito total, pessoas físicas e empresas no Brasil, entre março de 2011 e maio de 2015. O cálculo do prazo médio, frise-se, considera a maturidade de cada modalidade de crédito ponderada por sua importância relativa no crédito total

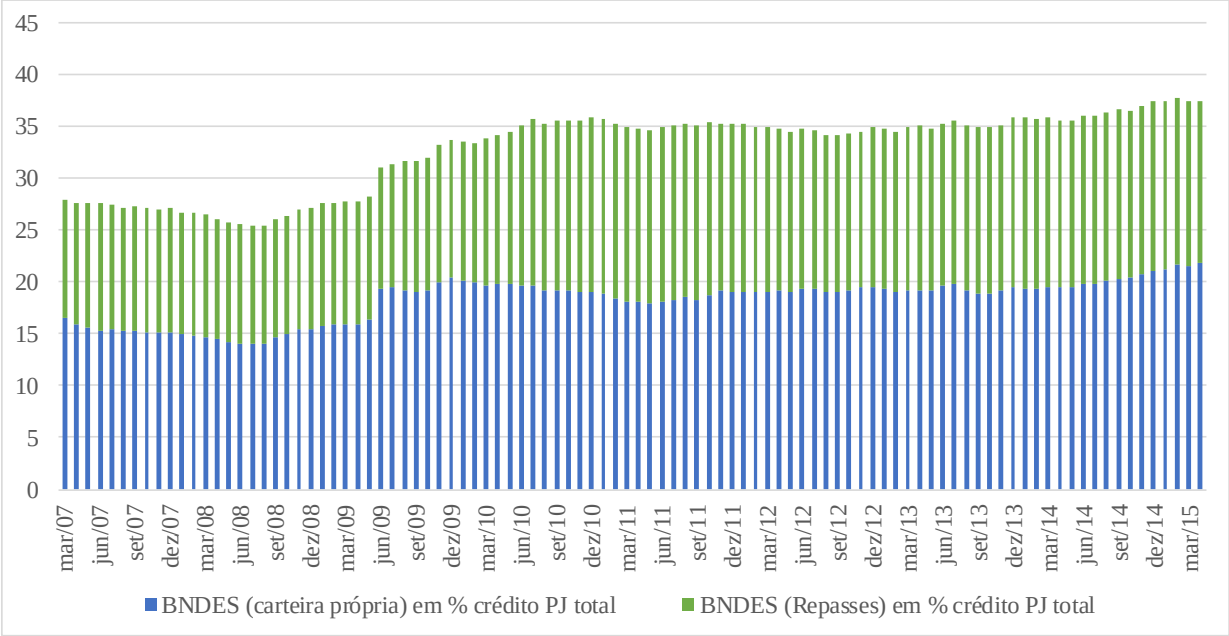
da economia. Verifica-se que o prazo médio da carteira total aumentou bastante no período em questão, de 32 meses para 47 meses. Esse movimento foi puxado, preponderantemente, pela ampliação do prazo médio das operações destinadas às pessoas físicas, de 36 meses para 60 meses. Por seu turno, esse aumento decorreu, fundamentalmente, da dilatação dos prazos do financiamento imobiliário destinado às famílias (recursos direcionados) - especialmente do pactuado com taxas de mercado, que subiu de 52 meses para 110 meses no intervalo mencionado. Oportuno notar, ainda, que o prazo médio da carteira de crédito relacionada às famílias é bastante superior ao das empresas, mesmo considerando os empréstimos do BNDES. Em maio de 2015, enquanto a carteira de crédito destinada às pessoas físicas tinha prazo médio de 60 meses, como já mencionado, no caso das empresas essa maturidade era de 37 meses.

Gráfico 5: Crédito do BNDES em % do crédito total direcionado (mar/07 – mai/15)



Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

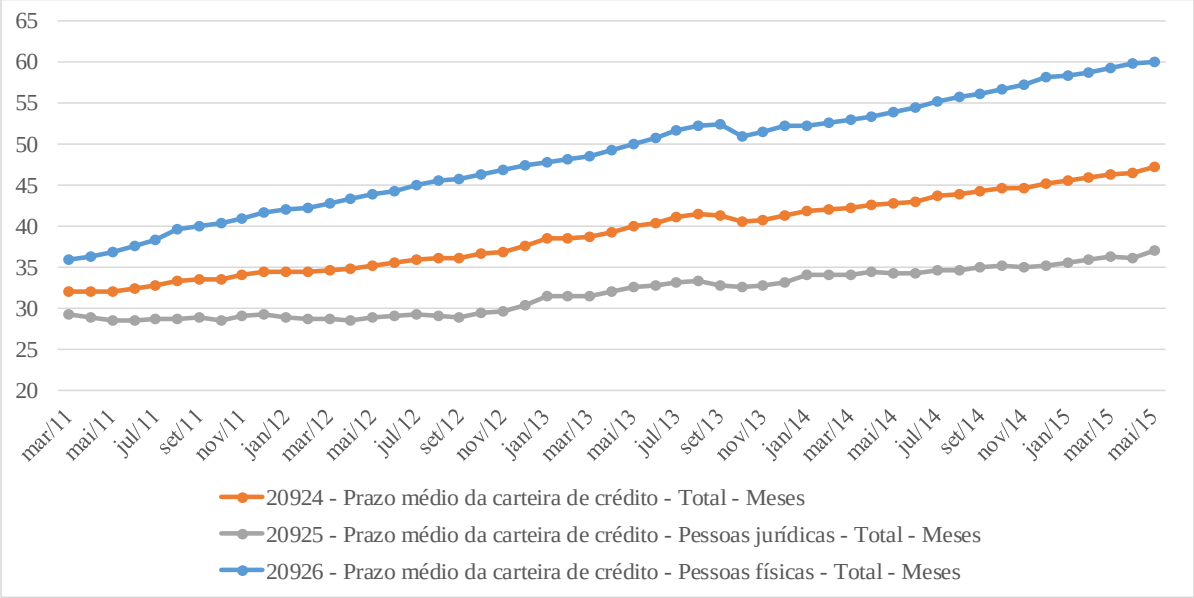
Gráfico 6: Crédito do BNDES, em % da carteira de crédito PJ total (mar/07 – mai/15)



Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

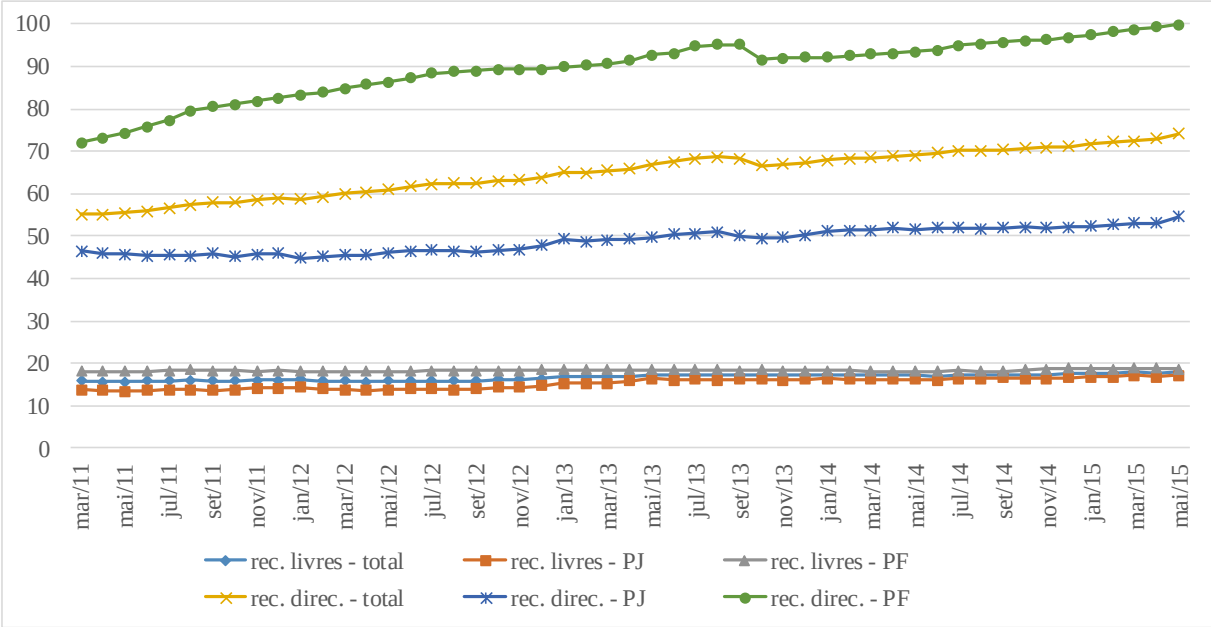
A desagregação do prazo médio das carteiras a partir da segmentação do crédito entre operações com recursos livres e direcionados, conforme apresentado no Gráfico 8, permite entender essa questão de maneira mais detalhada. Verifica-se uma grande diferença entre os prazos médios das carteiras com recursos direcionados comparativamente às carteiras com recursos livres. Em maio de 2015, por exemplo, o prazo médio das primeiras era de 74 meses, sendo de aproximadamente 100 meses das PF e 54,6 meses das PJ, enquanto os prazos respectivos das carteiras com recursos livres eram de 17,8 meses, 17,2 meses e 18,6 meses.

Gráfico 7: Prazo médio das carteiras de crédito, em meses (mar/07 – mai/15)



Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

Gráfico 8: Prazo médio das carteiras de crédito com recursos livres e direcionados, em meses – total, PF e PJ (mar/07 – mai/15)

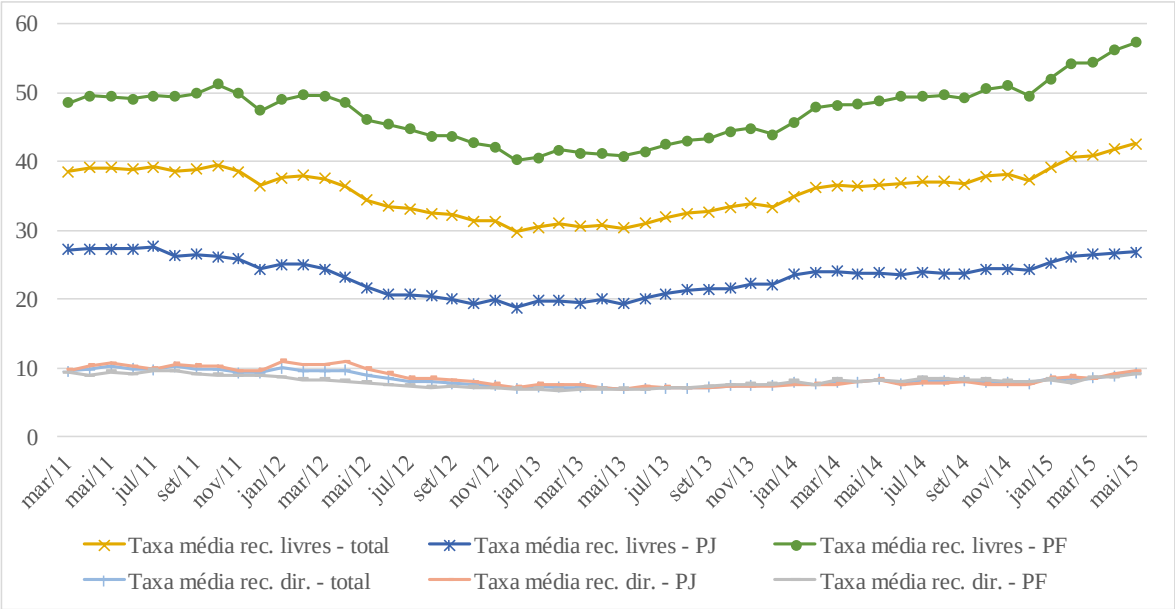


Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

Não apenas os prazos médios das carteiras com recursos direcionados são bem mais elevados do que os prevalecentes nas carteiras com recursos livres, mas também as taxas de juros prevalecentes nesses dois segmentos do mercado de crédito são muito diferentes umas das outras. Como mostra o Gráfico 9, as

taxas médias de juros com recursos livres são muito superiores àquelas estabelecidas nas operações com recursos direcionados. Enquanto a taxa média de juros total da carteira com recursos livres era de 42,5% ao ano em maio de 2015, a da carteira com recursos direcionados era de 9,3% ao ano, uma diferença de 33,3 pontos percentuais (p.p.).

Gráfico 9: Taxa média de juros com recursos livres e direcionados, % a.a. (mar/07 – mai/15)



Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

Evidentemente, esse diferencial entre as taxas de juros envolvidas nas operações com recursos direcionados e livres concorre para instituir um sistema de subsídios cruzados: para compensar a menor taxa de juros e, consequentemente, o ganho mais baixo nas primeiras, os bancos praticam spreads mais altos nas segundas (recursos livres), de modo a viabilizar uma compensação. Todavia, como mostra a Tabela 2, a parcela do spread bancário relacionada ao subsídio cruzado[10], que aparece juntamente com recolhimento compulsório e encargos fiscais e FGC, correspondia menos de 10% do spread bancário no Brasil no interregno 2004-2010, de 27,9%. Em 2010, essa participação era inferior a 5%. De acordo com desagregação apresentada pelo BCB (2008), em 2008 a parcela referente ao compulsório mais o subsídio cruzado, denominada "custo de direcionamento", equivalia a apenas 1,86% do spread total praticado pelos bancos em suas operações de crédito prefixadas. Os principais componentes do spread

[10] Os subsídios cruzados são calculados pelo BCB a partir do direcionamento obrigatório de parcela dos depósitos à vista e de poupança para as operações de crédito rural e habitacional, respectivamente (BCB, 2008, p.27).

bancário são a margem líquida, erros e omissões (calculada por resíduo)[11], a inadimplência, , os impostos diretos e o custo administrativo, respectivamente (Tabela 2).

Tabela 2: Decomposição contábil do *spread* bancário prefixado no Brasil (2004-2010)

Discriminação	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1. Taxa de aplicação	53,1	53,3	47,3	40,2	52,9	40,3	39,7
2. Taxa de captação	17,6	16,9	12,6	11,8	12,9	10,5	11,8
3. Spread total (p.p.) (1-2)	**35,6**	**36,4**	**34,8**	**28,4**	**40,0**	**29,8**	**27,9**
4. Custo administrativo	7,3	7,1	6,2	5,2	4,1	4,3	3,5
5. Inadimplência	8,6	10,0	10,6	8,1	10,7	9,1	8,0
6. Compulsório + subsídio cruzado + encargos fiscais e FGC	3,3	2,9	2,1	1,8	2,1	1,6	1,1
7. Margem bruta, erros e omissões (3-4-5-6)	16,3	16,4	15,8	13,3	23,2	14,9	15,2
8. Impostos diretos	5,6	5,6	5,4	4,6	9,3	6,0	6,1
9. Margem líquida, erros e omissões	10,8	10,8	10,4	8,8	13,9	8,9	9,1
Em % do spread total (3)							
4. Custo administrativo	20,4	19,4	17,9	18,1	10,2	14,3	12,6
5. Inadimplência	24,3	27,6	30,5	28,4	26,7	30,6	28,7
6. Compulsório + subsídio cruzado + encargos fiscais e FGC	9,4	8,1	6,1	6,4	5,2	5,3	4,1
7. Margem bruta, erros e omissões (3-4-5-6)	45,9	44,9	45,5	47,0	57,9	49,9	54,6
8. Impostos diretos	15,6	15,3	15,5	16,0	23,2	20,0	21,9
9. Margem líquida, erros e omissões	30,3	29,6	30,0	31,0	34,7	30,0	32,7

Fonte: BCB (2010, p.17-18).

A partir do trabalho publicado pelo BCB (2011), a instituição passou a apresentar a decomposição contábil do spread bancário a partir da chamada Taxa Preferencia Brasileira – taxa média das operações de crédito praticada pelas instituições financeiras junto aos seus clientes preferenciais (pessoas jurídicas)[12] – operações estas, portanto, de risco muito baixo –, a partir dos dados disponibilizados pelo Sistema de Informações de Crédito do BCB. Esses dados são apresentados na Tabela 3. Naturalmente, por se tratar de um grupo altamente seleto de tomadores de recursos, os spreads praticados são expressiva-

[11] De acordo com o BCB (2003, p.64): "Pela metodologia adotada pelo Banco Central para efetuar a decomposição do spread bancário, o componente identificado como margem líquida do banco é obtida por resíduo. Isto implica que, além do elemento de lucro propriamento dito, ele também acabe capturando todos os outros fatores não incluídos na decomposição bem como os erros de medida dos fatores incluídos nesta decomposição."

[12] De acordo com o BCB (2013a, p.12): São considerados clientes preferenciais aqueles que apresentam, simultaneamente, as seguintes características: (i) ser pessoa jurídica; (ii) possuir operações de crédito com três ou mais instituições financeiras; (iii) ter, pelo menos, uma operação em curso normal com valor maior ou igual a R$5 milhões; (iv) possuir, pelo menos, uma operação com classificação de risco "AA"; (v) possuir operações classificadas nos riscos "AA" e "A", cuja soma corresponda a, no mínimo, 90% (noventa por cento) do total de seu endividamento perante o Sistema Financeiro Nacional (SFN); e (vi) não possuir operações com atraso superior a noventa dias que representem mais que 1% do total de seu endividamento junto ao SFN.

mente menores comparativamente àquele obtido pela taxa média de juros prefixada praticada nas operações de crédito do SFN. De qualquer modo, ainda assim, pode-se verificar que, em 2013, a parcela correspondente ao subsídio cruzado, compulsório e encargos fiscais mais FGC correspondia a somente 6,8% do spread total.

Para além da decomposição contábil do spread bancário, a decomposição comportamental ou econométrica revela que a própria taxa básica de juros cumpre papel importante para a determinação do diferencial entre as taxas de aplicação e captação de recursos aplicado pelos bancos em suas operações de crédito (Oreiro et al., 2012; Manhiça e Jorge, 2012). Isso porque, conforme argumentam Oliveira e Carvalho (2007), a taxa básica de juro constitui o custo de oportunidade das operações de crédito, de modo que ela afeta não apenas a taxa de juros de aplicação praticada pelo banco – em razão do aumento do custo de captação –, mas também a margem praticada pelos bancos entre as taxas de captação e aplicação de recursos. Um aumento na taxa básica de juros, assim, concorre para aumentar o spread bancário não apenas em razão da elevação do risco de inadimplência, mas também por aumentar o custo alternativo de aplicar recursos em operações de crédito, custo esse representado pela rentabilidade e liquidez dos títulos públicos. Assim como, vale salientar, o patamar elevado da taxa básica de juros contribui para explicar os altos spreads bancários.

Tabela 3: Decomposição contábil do *spread* bancário prefixado TPB (2007-2013)

Discriminação	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1. Taxa de aplicação	13,8	21,8	13,9	15,5	15,6	11,0	14,3
2. Taxa de captação	10,9	13,3	8,5	10,2	9,8	7,2	8,8
3. Spread total (p.p.) (1-2)	**2,9**	**8,4**	**5,4**	**5,4**	**5,8**	**3,8**	**5,5**
4. Custo administrativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
5. Inadimplência	1,0	1,1	1,8	1,3	1,2	1,3	1,6
6. Compulsório + subsídio cruzado + encargos fiscais e FGC	0,3	1,2	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4
7. Margem bruta, erros e omissões (3-4-5-6)	1,7	6,1	2,9	3,5	4,0	2,2	3,5
8. Impostos diretos	0,7	2,4	1,2	1,4	1,6	0,9	1,4
9. Margem líquida, erros e omissões	1,0	3,7	1,7	2,1	2,4	1,3	2,1
Em % do spread total (3)							
4. Custo administrativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
5. Inadimplência	33,9	13,2	33,5	24,4	21,3	33,6	28,5
6. Compulsório + subsídio cruzado + encargos fiscais e FGC	9,4	14,5	12,7	11,4	9,5	9,4	6,8
7. Margem bruta, erros e omissões (3-4-5-6)	56,7	72,3	53,8	64,2	69,3	57,0	64,7
8. Impostos diretos	22,7	28,9	21,5	25,7	27,7	22,8	25,9
9. Margem líquida, erros e omissões	34,0	43,4	32,3	38,5	41,6	34,2	38,8

Fonte: BCB (2013a, p.14).

A margem líquida do banco, parte da qual diz respeito ao lucro, mais a inadimplência, calculada a partir da provisão realizada pelas instituições financeiras com base na classificação de risco de suas carteiras de crédito, explicam mais da metade do spread bancário no Brasil a partir da decomposição contábil. Quando somados os impostos diretos, tem-se entre 80% e 90% da margem cobrada pelos bancos em suas operações. O spread elevado praticado por essas instituições em suas operações com recursos livres, combinado com uma taxa de juros de captação alta, concorre para tornar o custo médio do financiamento muito alto no Brasil, problematizando a acomodação da demanda por finance por parte dos bancos a partir de taxas e prazos compatíveis, muitas vezes, com os termos envolvidos nos projetos de investimento realizados pelas firmas.

Além disso, o crédito de longo prazo, além de altamente concentrado no BNDES, pelas razões já apresentadas, torna-se, suplementarmente, difícil de viabilização pelos bancos com carteira comercial no Brasil em razão da concentração dos passivos no curto prazo. Como mostra a Tabela 4, parcela representativa do passivo de quatro dos cinco maiores bancos do Brasil correspondia ao passivo circulante. No Bradesco, por exemplo, essa fração era de 72% em 2014. Essa estrutura de obrigações concentrada no curto prazo inviabiliza a realização operações ativas mais representativas de longo prazo, contribuindo ainda mais para a segmentação do mercado de crédito no Brasil. Isso explica a elevada participação do ativo circulante no ativo total dessas instituições. Isto é, além de terem um custo de captação bem maior do que o BNDES, no mercado interno, os bancos com carteira comercial apresentam uma estrutura de passivos fortemente baseada no curto prazo – sob a influência da existência de ativos que combinam alta liquidez e rentabilidade, os títulos públicos, condição que impõe a generalização de instrumentos de captação altamente líquidos[13].

Dessa forma, os dados e indicadores do mercado de crédito no Brasil apresentados nesta subseção ratificam a dualidade existente nesse sistema, tanto no que diz respeito às taxas médias de juros praticadas como no que tange aos prazos médios envolvidos nas operações de crédito.

[13] Vale observar que a co-determinação mencionada possui uma dimensão estrutural, relacionada à condicionalidade engendrada pelo próprio caráter da industrialização no Brasil, no sentido de que a participação das empresas transnacionais na estrutura produtiva tornou secundárias quaisquer das formas de articulação entre bancos e indústrias, vigentes nas economias desenvolvidas. Desse modo, como se sabe, o padrão de financiamento da economia brasileira estruturou-se com base em dívida externa privada e bancos públicos para atender metas de política econômica. Os bancos privados, por sua vez, atuaram, como até hoje, fundamentalmente financiamento de curto prazo.

A estrutura de passivos bastante concentrada no curto prazo do sistema bancário, juntamente com a prevalência de spreads e taxas de juros mais altos nas operações com recursos livres, certamente torna muito difícil o financiamento de longo prazo por parte dos bancos. Medidas orientadas para o alongamento dos passivos e para a redução dos spreads – como visto, também bastante influenciado pela alta taxa básica de juros da economia –, tendem a contribuir para o alongamento de prazo das operações de crédito realizados por essas instituições.

Tabela 4: Ativo e passivo circulantes em relação ao ativo total – bancos selecionados (2000-14)

Ativo circ. / ativo total	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2000
Bradesco	67,3	66,1	71,3	73,9	70,3	36,0	75,8	76,2	74,3	75,4	71,5
Brasil	58,8	57,5	54,4	59,4	58,8	27,2	57,5	57,9	52,3	51,8	38,6
ItauUnibanco	71,0	72,3	73,2	73,1	75,3	35,0	76,0	77,3	75,8	75,4	70,1
Santander BR	64,0	57,4	57,3	56,8	57,0	31,6	57,0	68,7	64,1	39,6	-
Passivo circ. / passivo total											
Bradesco	72,0	69,1	67,3	61,3	62,3	71,9	54,7	62,6	60,7	59,8	67,1
Brasil	64,8	62,3	63,1	63,3	65,7	64,7	72,5	78,3	75,5	73,2	71,9
ItauUnibanco	53,8	54,7	53,7	49,5	53,5	56,5	55,6	58,7	56,5	56,7	76,0
Santander BR	60,5	56,4	55,4	54,9	55,7	58,3	52,0	65,6	65,1	50,9	-

Fonte: Economática. Elaboração própria.

Contudo, embora o alongamento de prazos e a redução dos juros e spreads bancários sejam fundamentais, dificilmente essas instituições tendem a ser capazes de sozinhas viabilizar a constituição de um sistema de financiamento privado de longo prazo. De fato, considerando o circuito finance-investimento-poupança-funding e o sistema market based banking apresentados anteriormente e que podem servir de matriz referencial para a estruturação de um sistema financeiro privado de longo prazo no Brasil, aos bancos caberia acomodar a demanda por financiamento para o investimento no curto prazo, sendo a consolidação financeira das dívidas devendo ser realizada no âmbito do mercado de capitais. Este, aliás, deve cumprir um papel fundamental não apenas para a viabilização do funding, mas também para a securitização das carteiras de crédito dos bancos. Essa, contudo, não constitui a realidade da economia brasileira, cujo arranjo institucional de financiamento se encontra fundamentalmente ancorado no BNDES.

2.2.2. O papel do BNDES

É importante enfatizar o papel BNDES na estrutura de capital e nas fontes de financiamento do investimento das empresas brasileiras. De fato, ele é tradicionalmente a principal fonte externa de recursos para as empresas no país em quase todos os grandes setores da economia, com exceção da habitação. O sistema é composto por quatro empresas, isto é, o BNDES e suas subsidiárias integrais, o FINAME, responsável pelas operações do banco no setor de máquinas e equipamentos; o BNDESPar, pelas operações no mercado de capitais interno; e o BNDES PLC, pelas operações no mercado de capitais externo. Atualmente, a maior parte de suas operações é direcionada para o financiamento de investimentos em setores considerados estratégicos.

Entre 2003 e 2014, o banco apresentou uma taxa média de crescimento dos ativos de 18%, passando de R$ 152 bilhões para R$ 782 bilhões. No mesmo período, a carteira de crédito e repasses apresentou crescimento médio de 19%, passando de R$ 113 bilhões para R$ 650 bilhões. Essa taxa média de crescimento dos ativos é maior no período de 2008 a 2014, quando foi de 22%, relativamente ao período de 2003 a 2007, de 13%. O mesmo aconteceu no caso da taxa média de crescimento da carteira de crédito e repasses, que foi de 20% entre 2008 a 2014, ante 17% entre 2003 e 2007. A Tabela 5 apresenta a evolução dos desembolsos do BNDES na última década, bem como as suas principais características.

Com efeito, o BNDES aumentou consideravelmente os seus desembolsos na última década, tanto em termos absolutos quanto em relação ao PIB. Esses desembolsos aumentaram mais rapidamente a partir de 2008/09, quando o BNDES assumiu papel central na política anticíclica implementada pelo governo, diante da retração do crédito das instituições privadas em meio à crise internacional (Torres e Macahyba, 2012).

A maior parte dos desembolsos do BNDES foi tradicionalmente direcionada à indústria de transformação, com destaque para máquinas e equipamentos, metalurgia e siderurgia, veículos e material de transporte, combustíveis, alimentos e bebidas, papel e celulose e borracha e plástico. Em seguida, como mostra a Tabela 5, aparecem os desembolsos para serviços, com destaque para comércio, administração pública, serviços de transporte, serviços financeiros, construção civil, eletricidade e gás e telecomunicações. Por fim, seguem os

desembolsos para a agropecuária e para indústria extrativa. Nota-se, entretanto, uma redução considerável na participação dos desembolsos à indústria na última década, quase que totalmente compensada pelo aumento da participação dos desembolsos destinados ao setor de serviços. A maior parte desses desembolsos se destinou às grandes empresas, ainda que tenham aumentado a participação dos recursos destinados às pequenas e médias empresas a partir de 2009. Eles se concentraram na regiões são Sudeste, seguida pelas regiões Sul, Nordeste, Centro-Oeste e Norte. É notável, entretanto, um processo de desconcentração regional desses desembolsos, com a queda da participação da região Sudeste e o aumento da participação das demais regiões, sobretudo as mais atrasadas, do ponto de vista econômico e social.

Tabela 5: Desembolsos do BNDES – Principais características

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Desembolso (R$ bilhões*)	59,4	65,6	73,3	77,5	98,1	124,2	178,7	208,3	161,3	171,2	197,3	182,9
Desembolso (% do PIB)	1,9	2	2,2	2,1	2,4	2,9	4,1	4,3	3,2	3,3	3,7	3,4
Bens de capital (% do total)	25,5	28,6	25,5	25,1	31,6	29,1	17,7	31,2	37,6	27,8	36,9	34,3
Regiões (% do total)												
Norte	2,1	4,9	3,4	3,2	5,3	5,4	8,2	7,0	7,8	8,6	7,2	7,5
Nordeste	9,3	6,9	8,1	9,4	8,2	8,4	16,2	10,2	13,5	13,5	13,5	13
Sudeste	59,7	53,5	61,2	61,2	57,9	56,1	52,6	58,2	49,1	46,4	45,7	47,6
Sul	20,4	21,8	20,3	19,1	19,7	19,2	15,2	17,9	21,4	18,6	22,6	20,4
Centro Oeste	8,4	13,0	7,0	7,1	8,9	10,9	7,9	6,7	8,2	12,9	11,0	11,5
Empresas (% do total)												
Pequena	22,1	24,1	16,8	13,7	15,4	14,7	12,2	18,9	25,4	23,3	24,9	23,8
Média	7,8	7,5	8,0	8,0	9,4	9,4	5,3	8,1	10,3	8,8	8,5	7,9
Grande	70,1	68,4	75,2	78,3	75,2	76	82,5	72,9	64,2	67,9	66,6	68,4
Setores (% do total)												
Agropecuária	13,7	17,4	8,6	6,7	7,7	6,2	5,0	6,0	7,0	7,3	9,8	8,9
Indústria extrativa	0,5	0,6	0,7	2,8	1,6	3,6	2,4	0,9	2,6	1,2	2,1	1,6
Indústria de transformação	47,5	39,0	49,0	50,0	39,1	39,3	44,2	45,9	29,0	29,4	28,3	25,0
Serviços	38,4	43	41,6	40,5	51,5	50,9	48,4	47,2	61,4	62,1	59,7	64,4

*Preços de 2014.

Fonte: BNDES (Relatórios Anuais). Elaboração própria.

Como já indicado, para viabilizar as suas operações, o BNDES conta com os recursos provenientes do sistema de poupança compulsória e, mais especificamente, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) – formado, em grande medida, pelas contribuições do Programa de Integração Social e do Programa de

Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS-Pasep) –, bem como dos aportes do Tesouro Nacional. Como mostra a Tabela 6, a importância dos recursos do FAT/PIS-Pasep relativamente aos recursos do Tesouro Nacional dentre as fontes de recursos do banco diminuiu gradualmente até ser superada em 2010. Desde então, os recursos do Tesouro Nacional correspondem à principal fonte dos recursos captados pelo BNDES, seguido pelo FAT/PIS-Pasep. As demais fontes de recursos do banco possuem importância apenas marginal, como é o caso das captações externas, via organismos multilaterais e instituições de fomento, e das captações internas, por meio da emissão de títulos de dívida no mercado operacionalizada pelo BNDESPar.

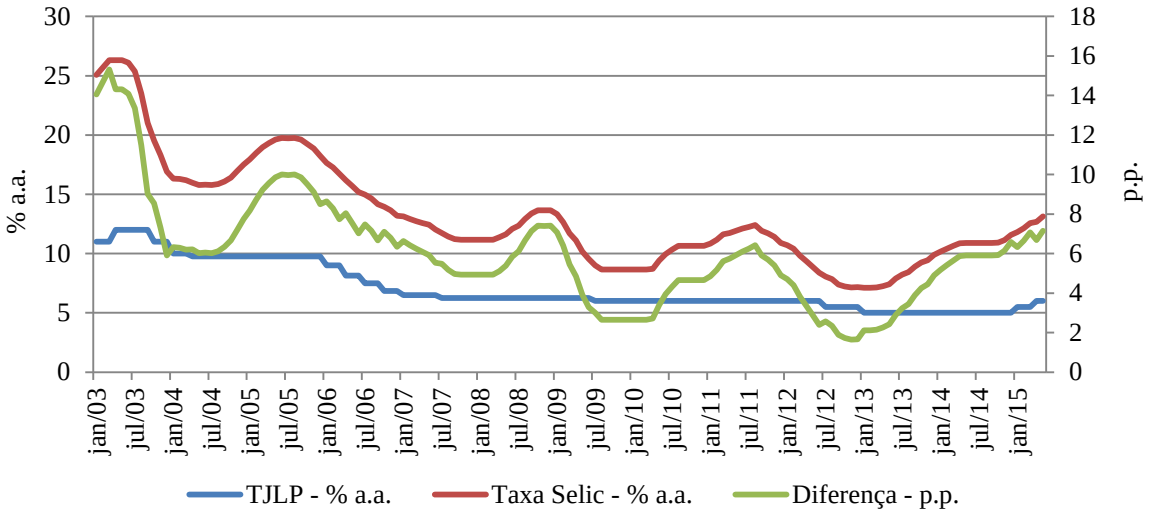
Dentre os recursos captados pelo BNDES, aqueles que são direcionados para o crédito podem ser concedidos ao tomador final diretamente pelo banco ou por meio da sua rede de agentes financeiros credenciados. Eles são emprestados tendo como referência a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), fixada trimestralmente pelo Conselho Monetário Internacional (CMN). Uma vez que a TJLP é inferior às taxas de juros praticadas no mercado interno, pode-se dizer que esses recursos são emprestados a taxas subsidiadas pelo Estado. De fato, na última década, a TJLP permaneceu próxima a 6% a.a., atingindo o valor máximo de 12% a.a. no início de 2003 e o valor mínimo de 5% no início de 2013. Como mostra o Gráfico 10, em qualquer um desses casos, ela se manteve consideravelmente inferior à taxa básica de juros da economia (taxa Selic), referência para as demais taxas de juros praticadas no mercado.

Tabela 6: Fontes de recursos do BNDES - % do total

Fontes	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FAT/PIS-Pasep	66,0	52,7	39,5	29,7	28,5	27,2	26,8
Tesouro Nacional	6,9	15,6	37,3	46,1	49,7	52,6	52,8
Outras fontes governamentais	4,1	8,1	4,8	3,6	3,5	0,0	0,0
Operações compromissadas	0,0	3,0	3,6	0,0	1,2	3,0	2,3
Emissão de debêntures	1,0	0,8	0,9	1,1	1,0	1,0	0,8
Captações no exterior	6,0	6,3	4,3	3,6	3,6	3,3	4,0
Outras obrigações	3,7	4,4	2,6	3,8	2,7	6,0	5,5
Patrimônio líquido	12,3	9,1	7,1	12,0	9,8	7,0	7,8

Fonte: BNDES (Relatórios Anuais). Elaboração própria.

Gráfico 10: Taxa de juros de longo prazo (TJLP) e Taxa Selic - % a.a.



Fonte: BCB (séries temporais). Elaboração própria.

Entretanto, existem limites para a atuação do BNDES como provedor de financiamento de longo prazo, de modo que a participação do setor privado nesse segmento de crédito se mostra fundamental para que os investimentos necessários para a retomada do crescimento sustentado da economia brasileira sejam viabilizados. Além de não serem mais compatíveis com a demanda de recursos recebida pela instituição, suas fontes de financiamento são suscetíveis aos movimentos de expansão e contração da economia. Assim sendo, para que o banco possa expandir as suas operações de crédito, têm sido necessários aportes de recursos do Tesouro Nacional via emissão de títulos de dívida no mercado. O esgotamento das fontes tradicionais de recursos do banco o levou a recorrer a grandes aportes do Tesouro Nacional a partir de 2008, tendo atingido R$ 40 bilhões somente em 2014. Como o custo da dívida pública, atrelado à taxa Selic, é maior do que a remuneração dos empréstimos concedidos pelo BNDES (TJLP), argumenta-se que essa forma de financiamento do banco gera um déficit fiscal relevante. Esse argumento, contudo, desconsidera o efeito positivo sobre a arrecadação induzido pelas operações do BNDES[14].

Não obstante, o governo passou a limitar a concessão de novos aportes de recursos ao BNDES, em vista do diferencial (negativo) entre as taxas envolvidas nas operações de captação e aplicação de recursos do banco. Esse controle foi intensificado diante do ajuste fiscal anunciado pelo governo a partir

[14] As operações realizadas pelo banco concorrem para aumentar a arrecadação do setor público ou atenuar sua queda. Isso ficou particularmente evidente durante a crise internacional. Diante da retração de outros mecanismos de financiamento de longo prazo, o banco assumiu a maior parte da sustentação do investimento na economia brasileira.

do primeiro semestre de 2015. Isso significa que o banco passará a contar com um volume de recursos fiscais consideravelmente menor nos próximos anos. Além disso, tem sido realizada e sinalizada uma gradual majoração da TJLP, de modo a reduzir a magnitude dos subsídios implícitos nas operações do banco[15]. A redução do espaço para a atuação do BNDES como fornecedor de financiamento de longo prazo apenas reforça a importância de fontes alternativas de recursos e, em particular, do mercado de capitais e seus principais segmentos, quais sejam, o mercado de ações e o mercado de títulos de dívida privada, para a viabilização dos investimentos necessários para a retomada do crescimento da economia brasileira nos próximos anos.

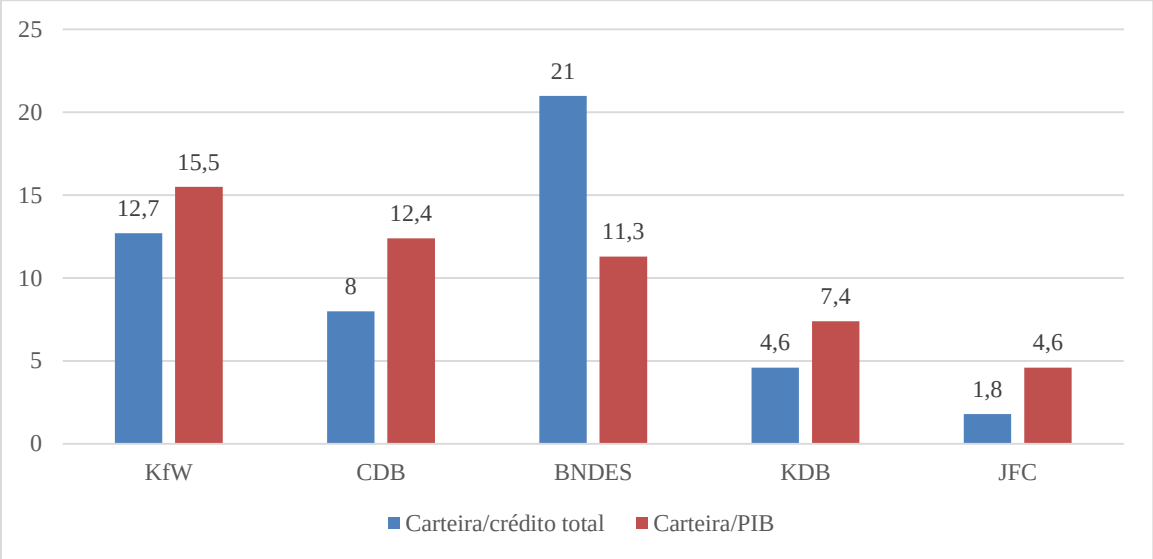
Importante registrar que a institucionalidade de um sistema financeiro que conta com banco de desenvolvimento para viabilizar e/ou suplementar o financiamento de longo prazo não constitui uma particularidade da economia brasileira. Certamente, o caráter diferenciado da institucionalidade brasileira reside no praticamente monopólio do financiamento de longo prazo, comparativamente a outras economias que contam com bancos de desenvolvimento. Como mostram Ferraz, Além e Madeira (2013), diversas economias contam com bancos de desenvolvimento no mundo. Países como Alemanha, Japão, Coreia e China possuem importantes e sofisticados bancos de desenvolvimento[16], os quais desempenham papel fundamental para a viabilização de investimentos em setores econômicos estratégicos e, conseguintemente, para o crescimento econômico, com características muito semelhantes às do BNDES, no sentido de i) serem controlados pelo governo; ii) atuarem amplamente, contemplando diversos setores e clientes; iii) disporem de mecanismos de financiamento direto e indireto; e iv) possuírem conselhos com membros independentes.

O Gráfico 11 mostra a relação entre o crédito dos respectivos bancos de desenvolvimento dos países mencionados, além do BNDES, e o crédito total, bem como em relação ao PIB. Embora a razão crédito BNDES/crédito total seja maior na economia brasileira do que nas demais economias contempladas, a relação crédito BNDES/PIB é menor tanto na comparação com o KfW (Alemanha) como com o CDB (China).

[15] Depois de cair de 12% a.a. para 5% a.a. entre meados de 2003 e o início de 2014, permanecendo neste patamar até o final deste ano, somente em 2015 houve três aumentos na TJLP, todos de 50 pontos base, levando a taxa para 6,5% a.a. em julho de 2015.

[16] Na Alemanha, trata-se do Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW); no Canadá, do Business Development Bank of Canada (BDC); na China, do China Development Bank (CDB); e no Japão, do Japan Finance Corporation (JFC).

Gráfico 11: Crédito dos bancos em desenvolvimento – países selecionados (2012)



Fonte: Relatórios anuais das instituições (2012), FMI, Banco Central do Brasil, The Institute of International Finance (IIF), Banco Mundial e German Council of Economic Experts apud Ferraz, Além e Madeira (2013, p.32). Nota: Korea Development Bank (KDB).

Com a forte expansão do crédito no Brasil a partir de meados de 2003, capitaneada pelos bancos privados – processo que durou até a deflagração da crise global em 2008 –, a participação do crédito do BNDES em relação ao PIB diminuiu, considerando o interregno 2002-2012, embora tenha sido elevada a partir de 2009, em razão da política anticíclica realizada pelo banco de desenvolvimento brasileiro. A atuação anticíclica, contudo, não foi realizada apenas pelo BNDES. Os bancos KfW, da Alemanha, e CDB, da China, também elevaram a referida razão (Ferraz, Além e Madeira, 2013, p.33). Além disso, EUA, via Fed, e Europa, mediante Banco Central Europeu e Banco Europeu de Investimento, também realizaram políticas vultosas de expansão monetária para enfrentar os efeitos da crise financeira global a partir de 2008 – quantitative easing.

Os bancos de desenvolvimento, além de desempenharem papel fundamental no financiamento de longo prazo, cumprem uma função indispensável nas economias capitalistas - inerentemente instáveis, como mostrou Minsky (1982; 1986). Isso porque o sistema financeiro privado possui um comportamento essencialmente procíclico: nas fases de expansão, potenciam o crescimento econômico; nos períodos de revisão das expectativas, por seu turno, intensificam a retração do crédito e, consequentemente, os efeitos deflacionários da crise. Destarte, os bancos públicos, com destaque aos bancos de desenvolvimento, são essenciais não apenas para viabilizar e/ou complementar o financiamento de longo prazo, mas também para evitar processos deflacionários

interativos, capazes de levar às economias a uma situação de depressão profunda. Essas funções são essenciais, em particular, no caso de economias não desenvolvidas, mais sujeitas a reversões do estado geral de expectativas, porque submetidas aos efeitos instabilizadores de um sistema monetário e financeiro internacional hierarquizado e assimétrico, detentoras de moedas inconversíveis[17].

Ademais, os bancos de desenvolvimento podem contribuir para o aprofundamento do mercado de capitais. Mais recentemente, por exemplo, o BNDES tem atuado no sentido de assegurar um estímulo adicional à emissão de debêntures associadas aos projetos de infraestrutura no âmbito do Plano de Investimento em Logística (PIL)[18] (Pinheiro e Lima, 2015).

No que tange à relação custo-benefício dos bancos de desenvolvimento, comparativamente ao desempenho econômico-financeiro do BNDES, os bancos de desenvolvimento de países como China, Alemanha e Coreia apresentam retornos sobre o ativo inferiores ou praticamente equivalentes, como pode ser verificado a partir da Tabela 7. Enquanto o ROA (return on asset) do BNDES em 2012 foi de 0,90%, o do CDB, KfW e JFC foi, respectivamente, 0,92%, 0,47% e -1,13%. O retorno sobre o patrimônio líquido do banco de desenvolvimento brasileiro, por sua vez, foi de 12,5%, ante 13,37% do CDB, 11,52% do KfW e -6,84% do JFC. Vale registar, contudo, que nesses outros países que contam com bancos de desenvolvimento semelhantes ao BNDES, a taxa básica de juros e a inflação são muito mais baixas do que as prevalecentes na economia brasileira.

Não obstante, como visto, tornou-se crescente os aportes do Tesouro Nacional para a viabilização das operações do BNDES. E, nessa operação contábil, há uma discrepância entre as taxas de juros envolvidas, na medida em que a capitalização do BNDES via Tesouro se dá via Taxa Selic e os empréstimos do banco são realizados mediante TJLP, gerando um impacto fiscal importante. Estima-se que em 2012 e 2013 os custos para o Tesouro Nacional, decorrentes dos aportes realizados, foram de, respectivamente, R$ 11,9 bilhões e R$ 10,3

[17] Sobre o caráter hierárquico e assimétrico do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, ver Prates (2005) e Oliveira (2012b).

[18] O banco oferecerá um bônus no financiamento em TJLP desde que a empresa que ganhe a concessão emita de, no mínimo, 10% de debêntures de infraestrutura no caso de rodovias e portos. No caso dos aeroportos, a concessão do bônus depende que a empresa emita, no mínimo, 15% de debêntures. O banco deverá ainda assegurar uma demanda mínima para as debêntures emitidas, por meio do BNDESPar. A participação poderá ser de até 30% do volume da emissão, como uma sinalização de que o banco "compra" o risco do projeto de investimento. A ideia é estimular o mercado e dividir com ele, o banco, a demanda pelos papeis, que deverá ser de até R$ 5 bilhões, segundo estimativas do governo.
A participação do banco nessa demanda dependerá de cada projeto e, caso a demanda do mercado supere a oferta, o banco pode sequer entrar na operação. Atualmente, o BNDES possui debêntures associados a sete projetos de concessão da primeira versão do PIL, sendo dois aeroportos e cinco rodovias federais.

bilhões. Contudo, segundo Ferraz (2014), cálculos estimados dos benefícios decorrentes dos desembolsos do BNDES, realizados por técnicos do banco – que consideram os investimentos que deixariam de ser realizados, os tributos recolhidos pelo banco, os tributos dos beneficiários e o diferencial de rentabilidade entre o patrimônio líquido do BNDES e o custo da dívida do setor público –, foram de, respectivamente, R$ 10,2 bilhões e R$ 12,6 bilhões. Isso, vale salientar, sem considerar os efeitos multiplicadores sobre a renda em um horizonte de médio prazo, dado que os investimentos realizados geram renda em escala ampliada.

Tabela 7: Desempenho econômico-financeiro dos bancos de desenvolvimento de países selecionados (2012)

Indicadores	CDB (China)	KfW (Alemanha)	BNDES (Brasil)	JFC (Japão)
Ativo (US$ mi)	1.191.597	657.347	367.825	318.401
Cart. crédito (US$ mi)	1.016.969	526.401	254.019	272.426
Lucro líq. (US$ mi)	9.995	3.063	3.009	(3.585)
Tx. Inadimplência (%)	0.30	0.21	0.06	2.98
ROA (%)	0.92	0.47	0.90	(1.13)
ROE (%)	13.37	11.52	12.50	(6.84)
Núm. de empregados	8.038	5.190	2.853	7.361

Fonte: Relatórios anuais das instituições (2012) apud Ferraz, Além e Madeira (2013, p.30).

Garcia (2014), contudo, questiona a política de recente de concessão de crédito subsidiado realizado pelo BNDES nos últimos anos. O autor argumenta que os desembolsos do banco não foram suficientes para aumentar o investimento agregado no patamar necessário para o crescimento sustentado da economia brasileira. Além disso, segundo ele, para elevar o investimento para o patamar necessário para viabilizar esse objetivo, seria necessário um volume de aportes do Tesouro que colocaria em xeque a classificação de risco da economia brasileira, atualmente "grau de investimento". Para isso, Garcia (2014) se apoiou no trabalho realizado por Lamenza, Pinheiro e Giambiagi (2011). Estes mesmos autores, contudo, encerram o artigo afirmando que:

> O objetivo de tais simulações, cabe ressaltar, não foi o de estabelecer prescrições normativas associadas aos resultados encontrados. Está claro para nós que a definição de qual papel cabe ao BNDES e que tamanho este deverá ter correspondem a decisões de governo. Nos

> próximos anos, a sociedade brasileira, por meio de representantes e autoridades legitimamente constituídas, vai apontar que rumo o BNDES deverá seguir. O que este artigo propôs-se a mostrar – e espera-se tê-lo conseguido – são apenas alguns dos dilemas envolvidos nas escolhas a serem feitas (Lamenza, Pinheiro e Giambiagi, 2011, p.79).

De todo o modo, fica claro que o envolvimento do setor privado no financiamento de longo prazo na economia brasileira, especialmente via mercado de capitais, se faz necessário para viabilizar a agenda de investimentos necessário para a economia brasileira voltar a crescer de forma sustentada. E, nesse âmbito, tem se colocado um grande dilema, na medida em que há uma grande disparidade entre a taxa básica de juros (Selic) praticada pelo Banco Central para alcançar a meta para a inflação e a taxa de juros de longo prazo (TJLP) aplicada pelo BNDES em suas operações de financiamento. Mas seria a TJLP a razão pela qual a taxa Selic é alta, na medida em que reduz a potência da política monetária para combater os preços, ou seria a TJLP uma condição necessária em razão da elevada taxa Selic, motivada principalmente por razões outras que não a TJLP?

Transcende o escopo deste trabalho discutir os motivos que determinam a elevada taxa básica de juros no Brasil – para uma discussão adicional a respeito dessa questão, ver Box 2, ao final do trabalho. No entanto, cumpre somente registrar que seria simplista explicar esse fenômeno tão somente a partir da existência de crédito subsidiado, especialmente via BNDES, e dos consequentes subsídios cruzados. Se, de um lado, de fato, a existência de uma parcela importante do crédito atrelada à TJLP na economia brasileira concorre para reduzir a efetividade da política monetária, de outro, a sua existência permite evitar o colapso do investimento em contextos marcados por adversidades, assumindo um papel anticíclico fundamental, além de viabilizar investimentos que não ocorreriam sob uma taxa de juros mais alta mesmo em ambientes marcados por menor instabilidade.

Não há qualquer garantia de que o financiamento de longo prazo seria viabilizado, na mesma proporção e nas mesmas condições, se os recursos utilizados pelo BNDES para as suas operações fossem utilizados pelos bancos privados. Além disso, em qualquer economia do mundo, os bancos privados, submetidos à lógica da geração de resultados, assumem um comportamento tipicamente procíclico. Essa condição tende a problematizar o financiamento de longo prazo, especialmente em contextos marcados por instabilidades e/ou crises. Ademais, a lógica privada de concessão de recursos não necessariamente

atende à necessidade de se viabilizar o desenvolvimento de setores estratégicos para o desenvolvimento econômico, condição particularmente importante para economias que não são desenvolvidas, como a brasileira. Mas não há como negar que sem a participação do setor privado no circuito de financiamento da economia, tanto via setor bancário como mercado de capitais, dificilmente se mostra possível a estruturação de um sistema financeiro dinâmico e funcional ao desenvolvimento, nos marcos do capitalismo contemporâneo.

Dessa forma, o grande desafio que tem se colocado para a economia brasileira, considerando a questão do financiamento de longo prazo, tem sido a convergência da taxa Selic em direção à TJLP, mantendo o papel estratégico desempenhado pelo BNDES no financiamento de longo prazo, mas não de forma praticamente isolada, como atualmente. A eliminação da TJLP seguramente não seria suficiente para promover a dinamização do financiamento privado de longo prazo na economia brasileira na mesma magnitude e nas mesmas condições das que atualmente são viabilizadas pelo referido banco, na medida em que a existência do crédito subsidiado constitui apenas um dos fatores, e certamente não o mais importante, para a prática de juros básicos elevados no Brasil[19].

3. Mercado de capitais

O mercado de capitais constitui um mecanismo cada vez mais importante para o financiamento das empresas, compreendendo dois segmentos principais, quais sejam, o mercado de ações e o mercado de títulos de dívida.

O mercado de capitais se desenvolve apenas em contextos em que existem arranjos institucionais suficientemente sofisticados para a realização de transações,contando com instituições responsáveis por registrar, liquidar e compensar os negócios com valores mobiliários. Elas têm como objetivo principal trazer segurança e agilidade aos mercados[20] (CVM, 2014).

[19] Além disso, conforme já frisado, os desembolsos realizados pelo BNDES possuem externalidades positivas diversas, tornando a relação custo-benefício de suas operações bastante razoável do ponto de vista de uma economia não-desenvolvida – embora, como visto, países desenvolvidos também contam com bancos de desenvolvimento.

[20] No Brasil, destacam-se a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), no caso do mercado de ações, a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (Cetip), no mercado de títulos de dívida privada, e o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), no mercado de títulos

No que se refere à oferta de valores mobiliários, as empresas podem emitir diretamente seus papeis ou podem utilizar instituições financeiras que levantem no mercado os recursos em nome delas. Nesse caso, uma vez autorizada a emissão dos papeis pela instituição reguladora e supervisora, as empresas iniciam o processo de oferta dos papeis, os quais podem ser total ou parcialmente adquiridos por essas instituições intermediadoras[21] (BM&FBovespa, 2011).

Os bancos exercem um papel importante no processo de desenvolvimento do mercado de capitais, funcionando como ponte entre as empresas e o mercado no processo colocação de seus papeis, executando, principalmente, a função de *broker*. Essas operações tornaram-se, inclusive, uma importante fonte de receitas para essas instituições nas últimas décadas[22] (Oliveira, 2009b).

Já no que se refere à demanda por valores mobiliários, os investidores podem adquirir os títulos emitidos pelas empresas diretamente ou indiretamente, por meio de estruturas de investimento coletivo, os chamados "investidores institucionais", tais como os fundos de pensão (entidades abertas e fe-

públicos. Elas são regulamentadas e supervisionadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada em 1976, para assegurar o funcionamento adequado desses mercados (CVM, 2014).

[21] São três as situações são possíveis. No *underwriting* puro, a instituição intermediadora adquire todos os papeis emitidos para depois revendê-los no mercado, de modo que ela se responsabiliza pelo pagamento total dos papeis à empresa emissora. Já no *stand-by underwriting*, a instituição intermediadora se compromete a negociar no mercado o maior número de papeis nas melhores condições possíveis em um determinado período de tempo, adquirindo aqueles que sobrarem. Por fim, no *best efforts underwriting*, a instituição intermediadora também se compromete a negociar o maior número de papeis nas melhores condições possíveis em um determinado período de tempo, mas ao invés de adquirir, ela devolve à empresa emissora aqueles que restarem. (BM&FBovespa, 2011).

[22] O fim da ordem de Bretton-Woods, o avanço do processo de liberalização e desregulamentação dos mercados e o aumento da concorrência intercapitalista em âmbito global com início, primeiro, nos países centrais, na década de 1970, e, depois, nos países periféricos, na década de 1990, foram acompanhados pelo desenvolvimento dos instrumentos de captação de recursos diretamente no mercado, por meio da emissão de ações e de títulos de dívida adquiridos pelos grandes investidores institucionais, sobretudo diante da maior seletividade e encarecimento do crédito. Frente à redução da importância do crédito, os bancos passaram a ver as suas margens de lucro pressionadas, sendo, portanto, obrigados a diversificar as suas atividades e a ingressar em áreas antes exclusivas de instituições não bancárias, dentre as quais a intermediação entre ofertantes e demandantes de papeis no mercado de capitais. Dessa forma, verificou-se a queda das barreiras que historicamente separam as atividades de bancos comerciais, dos bancos de investimento e de outros agentes dos mercados financeiros (Raimundo, 2002). Nesse sentido, a expressão "desintermediação financeira" deve ser qualificada, pois não se trata de enfraquecimento dessas instituições no processo de financiamento. Embora o crédito possa ter perdido importância relativamente às demais formas de captação de recursos pelas empresas na era das "finanças diretas", os bancos continuam a exercer um papel central. Na realidade, trata-se de um processo de "universalização" dos bancos, que passaram a diversificar as suas atividades.

chadas de previdência complementar, a depender se são restritos aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas), os fundos de investimento (entidades financeiras que concentram capitais de inúmeros indivíduos para aplicação em carteiras diversificadas por meio da emissão de títulos próprios) e as seguradoras. Esses investidores institucionais passaram a ser demandantes importantes de títulos de maturidade mais longa em função do tamanho de seu patrimônio e da natureza de seus negócios, que pressupõe prazos mais extensos.

O grau de desenvolvimento do mercado de capitais está associado ao desenvolvimento do mercado primário e do mercado secundário de títulos. No mercado primário, ocorre a captação de recursos pela empresa por meio da emissão e venda de títulos. Por sua vez, no mercado secundário, ocorre a negociação dos títulos adquiridos no mercado primário. Deve-se enfatizar que a negociação no mercado secundário envolve apenas a transferência de propriedade dos papeis já emitidos, não gerando, portanto, novos recursos para as empresas a eles associados. De todo o modo, a existência de mercados secundários líquidos e profundos constitui condição indispensável para o crescimento das emissões primárias. A captação de recursos adicionais no mercado de capitais é possível apenas por meio da emissão de novos papeis no mercado primário.

A Tabela 8 apresenta o comportamento do estoque dos títulos de renda variável e dos títulos de renda fixa, públicos e privados, ao longo da última década no Brasil. Verifica-se que ocorreu um aumento considerável da importância de todos os instrumentos de captação de recursos por meio da emissão de valores mobiliários. Esse aumento foi maior até 2013 e foi liderado principalmente pelas ações, seguido pelos títulos de dívida privada, dentre os quais se destacam os títulos de dívida bancária, os títulos de dívida corporativa e os títulos de cessão de crédito. Mais recentemente, entretanto, observa-se que esse processo perdeu dinamismo. De fato, a partir de 2014, o estoque passou a crescer a taxas menores em função da desaceleração da economia e do ambiente de maior incerteza que passou a prevalecer. A seguir, procura-se investigar em detalhes esses processos.

Tabela 8: Estoque dos títulos de renda variável e renda fixa, público e privados – R$ bilhões de 2014*

Mercados	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mercado de renda fixa									
Títulos de dívida pública (a)	1.654	1.773	1.729	1.818	2.029	2.113	2.277	2.038	2.073
Títulos de dívida privada	797	945	1.459	1.610	1.706	1.767	1.812	1.962	1.955
Títulos de dívida corporativa (b)	237	308	365	390	432	476	563	619	676
Debêntures	236	304	339	371	418	461	550	606	657
Outros	2	4	26	20	14	15	13	12	19
Títulos de dívida bancária (c)	523	585	1.006	1.112	1.123	1.082	1.007	1.044	899
CDB	519	575	998	1.087	1.056	875	713	663	525
LF	0	0	0	0	38	173	259	349	347
Outros	5	10	8	25	28	35	35	32	27
Títulos de cessão de crédito (d)	36	52	89	107	151	208	241	299	381
Mercado de renda variável									
Ações (e)	2.336	3.586	1.879	3.059	3.178	2.664	2.770	2.501	2.184
Total (a+b+c+d+e)	4.786	6.304	5.067	6.487	6.912	6.543	6.858	6.502	6.212

Fonte: Anbima (Boletins do Mercado de Capitais e do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria.* Deflator: IPCA.

3.1. Mercado de ações

O mercado de ações é o segmento do mercado privado de capitais no Brasil mais desenvolvido. Enquanto as bolsas de valores são mercados organizados onde ativos financeiros são negociados por membros dessas instituições, geralmente corretoras de valores, no mercado de balcão são negociados os ativos que não possuem autorização para participar da bolsa de valores, sendo negociados não apenas por corretoras de valores, mas também por outras instituições, como bancos de investimento. As regras de registro e negociação no mercado de balcão são menos exigentes do que aquelas existentes nas bolsas de valores[23] (BM&FBovespa, 2011; CVM, 2014).

A emissão de ações pela empresa significa um aumento do seu capital próprio relativamente ao capital de terceiros, contribuindo para a redução do

[23] Tanto no caso da bolsa de valores como no caso do mercado de balcão, é importante lembrar, os intermediários nessas operações não assumem os riscos inerentes aos ativos negociados. Esses riscos são assumidos integralmente ou quase integralmente pelo proprietário dos recursos investidos nesses ativos, sendo que, evidentemente, não existem linhas de crédito de última instância do banco central ou de qualquer outra instituição destinadas a socorrer esses agentes em caso de necessidade (Carvalho et al., 2009b).

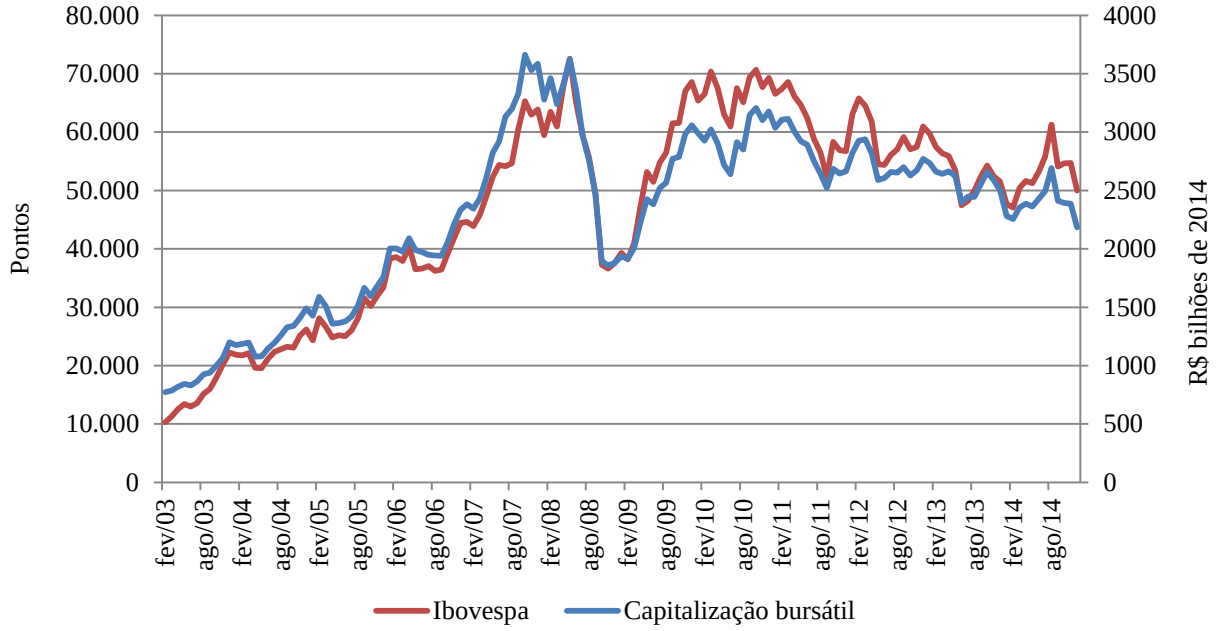
seu grau de alavancagem e, consequentemente, dos riscos inerentes à fase de ampliação dos negócios. Entretanto, é importante observar que os acionistas possuem o poder de influenciar as decisões dos gestores das empresas. Isso é particularmente importante uma vez que muitos acionistas buscam não apenas a apropriação dos dividendos das empresas, mas também – e, sobretudo – a valorização de seus papeis no mercado (Oliveira, 2010).

O mercado de ações brasileiro apresentou um desempenho excepcionalmente favorável na última década. De fato, aumentam as cotações dos ativos negociados na bolsa de valores, o que permitiu que ela se tornasse uma das três maiores do mundo em valor de mercado. Isso pode ser observado pelo aumento da posição de capitalização bursátil, que considera o valor de mercado dos ativos cotados na bolsa, e pelo aumento do Ibovespa, que considera o valor de mercado de uma carteira composta pelos ativos mais importantes cotados na bolsa, como mostra o Gráfico 12.

O movimento de forte alta dos indicadores permaneceu praticamente ininterrupto até meados de 2008. Com a deflagração da crise global em setembro daquele ano, após a falência do banco de investimentos norte-americano *Lehman Brothers*, os preços dos papeis apresentaram expressiva queda. Esse processo foi rapidamente revertido e o nível de capitalização da bolsa e o Ibovespa retornaram ao patamar imediatamente anterior já no início de 2010. A partir de então, tanto a posição de capitalização bursátil como o Ibovespa iniciaram uma trajetória de queda, ainda que não tão acentuada como aquela verificada alguns anos atrás.

É importante observar que os movimentos de expansão e contração da capitalização bursátil e, principalmente, do Ibovespa estão intimamente relacionados ao desempenho de algumas poucas ações que respondem pela maior parte dos negócios realizados na bolsa de valores no Brasil, como as dos setores de *commodities* e financeiro, por exemplo (Sant'anna, 2008). De fato, essas ações responderam pela maior parte das compras e vendas realizadas na última década. Em 2014, a Petrobras, do setor petrolífero, respondeu por 16% do total e a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), do setor minerador, por 8%. Já o Itaú/Unibanco respondeu por 6% do total, o Bradesco por 4% e o BB por 3%, as três empresas do setor bancário.

Gráfico 12: Capitalização bursátil e Ibovespa



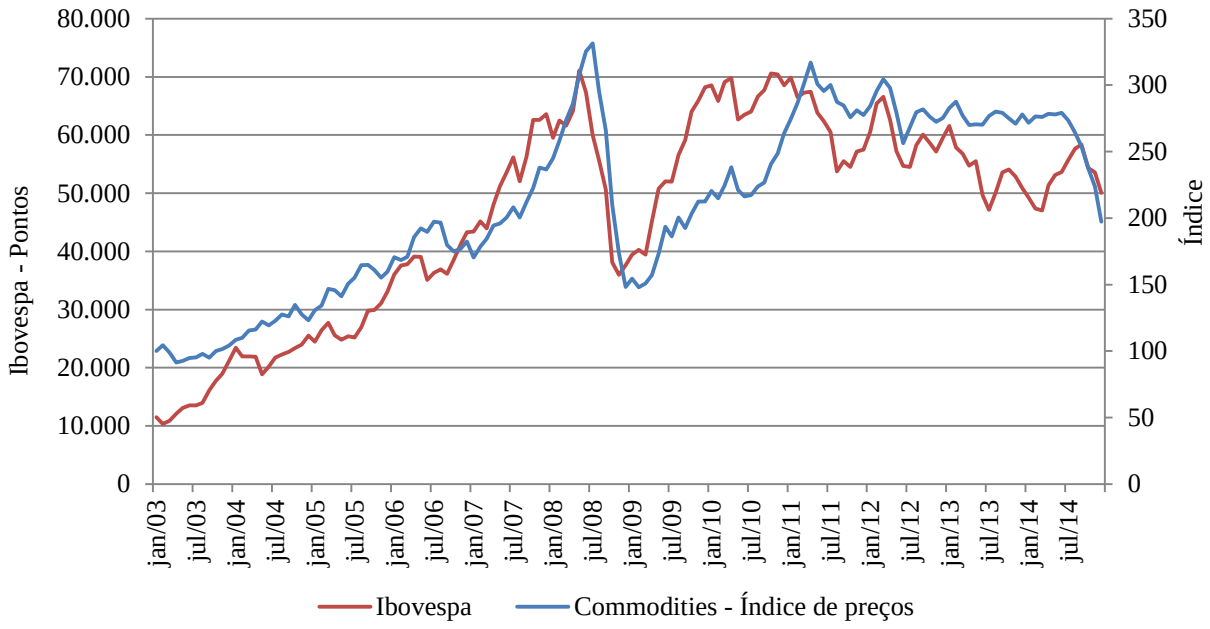
Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria.

O Gráfico 13 ilustra a sensibilidade do Ibovespa ao desempenho das ações de algumas poucas empresas de alguns poucos setores. Ele apresenta o comportamento do Ibovespa e dos índices de preços de *commodities*. Como se pode observar, há uma nítida relação entre essas variáveis, o que é esperado, uma vez que as principais empresas com ações negociadas na bolsa de valores, quais sejam, a Petrobras e CVRD, atuam nos setores petrolífero e minerador. Assim, o índice Ibovespa apresentou forte crescimento durante o período de 2003 até o primeiro semestre de 2008, acompanhando o excepcional aumento dos preços das *commodities* no mercado internacional. Tanto o Ibovespa como os preços das *commodities* caíram rápida e pronunciadamente diante do aprofundamento da crise internacional no segundo semestre de 2008, mas iniciaram uma trajetória de crescimento já no primeiro semestre de 2009, e uma nova trajetória de queda a partir de 2010, diante das incertezas crescentes em relação ao futuro das economias centrais e das economias periféricas.

Deve-se observar, ainda, que essas tendências de alta ao longo da última década e de nova queda nos últimos anos não foram acompanhadas da eliminação do comportamento altamente volátil dos preços das ações no país. Um nível

de capitalização bursátil ou um Ibovespa que apresenta grandes flutuações em torno de uma tendência sinaliza um mercado mais arriscado, já que a maior variabilidade dos preços em questão dificulta a formulação de estimativas sobre o seu preço futuro. Assim, da mesma forma que se pode obter um ganho de capital, pode-se obter também uma perda significativa. Isso tende a inibir investidores mais cautelosos, de um lado, e a estimular aqueles mais arrojados, de comportamento essencialmente especulativo, de outro (Carvalho et al., 2009b).

Gráfico 13: Ibovespa e índices de preços de *commodities* (Jan/03 =100)



Fonte: BM&FBovespa e FMI. Elaboração própria.

Como mostra a Tabela 9, o dinamismo do mercado de ações brasileiro também pode ser observado pelo aumento das emissões primárias e das distribuições secundárias, sendo a primeira de particular importância, uma vez que ela implica a captação de recursos pela empresa. Houve também um aumento do volume de Ofertas Públicas Iniciais (*Initial Public Offering* - IPO), isto é, quando as ações de uma empresa são vendidas ao público pela primeira vez no mercado, e pelo aumento do volume de Ofertas Públicas Subsequentes (*follow on*), ou seja, quando novas ações de uma empresa que já possui capital aberta são vendidos ao público. Importante observar que tanto as IPO como as *follow*

on podem ocorrer no mercado primário e no mercado secundário[24]. O aumento das IPO acompanhou o aumento do número de empresas emissoras registrados na bolsa, que passou de 410 para 471 entre 2003 e 2010, depois recuando para 455 em 2014.

A grande instabilidade dos volumes decorreu de flutuações do mercado, mas também de algumas operações de grande porte, como foi o caso da *follow on* da Petrobras no valor de R$ 120 bilhões em 2010, parte dos quais foi transferida para a União na chamada "cessão onerosa", por meio da qual ela obteve o direito de explorar as então recém-descobertas reservas do pré-sal. Essa megaoperação corresponde à maior oferta pública de ações da história mundial[25].

Tabela 9: Oferta pública de ações – R$ milhões de 2014*

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Primária (a)	408	7.453	7.110	23.939	51.068	44.631	39.295	179.829	16.628	13.216	7.487	14.701
OPI	0	3.152	4.155	12.999	44.806	10.388	1.184	12.701	5.992	3.574	4.584	103
Follow-on	408	4.301	2.955	10.940	6.262	34.242	38.110	167.128	10.636	9.642	2.903	14.598
Secundária (b)	4.420	8.488	16.292	20.765	50.346	2.536	22.447	8.410	5.634	2.473	17.283	304
OPI	0	4.764	3.479	8.465	34.864	0	13.020	2.060	2.681	1.249	13.719	304
Follow-on	4.420	3.724	12.813	12.299	15.482	2.536	9.427	6.350	2.953	1.225	3.564	0
Total (a+b)	4.828	15.942	23.402	44.704	101.414	47.167	61.742	188.239	22.262	15.690	24.770	15.005

Fonte: CVM. Elaboração própria. * Deflator: IPCA.

Diversos aspectos contribuem para explicar o desempenho excepcionalmente favorável do mercado de ações brasileiro na última década, bem como a sua desaceleração nos últimos anos. Houve melhora expressiva das condições macroeconômicas, decorrente de fatores externos e internos intimamente relacionados entre si[26]. Entre 2003 e 2008, o país foi beneficiado pela existência

[24] Por exemplo, a empresa pode, em uma OPI, vender ações que já existiam e estavam sob a propriedade de um único acionista, ao mesmo tempo em que a empresa pode, em um *follow on*, colocar novas ações à venda.

[25] Ela foi mais de seis vezes superior à segunda maior *follow on* do mercado de ações brasileiro, a da Vale, no valor de R$ 19 bilhões em 2008, seguida pela Telefônica, no valor de R$ 16 bilhões em 2015, pela Oi, no valor de R$ 15 bilhões em 2014, do Banco Santander, no valor de R$ 14 bilhões em 2009, do BB Seguridade R$ 11 bilhões em 2013, e do Banco do Brasil, no valor de R$ 9,8 bilhões em 2010. É também superior as maiores OPI do mercado de ações brasileiro, como a da Visanet, no valor de R$ 8,4 bilhões em 2009, da OGX, no valor de R$ 8,4 bilhões em 2008, da Bovespa, no valor de R$ 6,6 bilhões, e da BMF, no valor de R$ 6 bilhões em 2007, da Perdigão, no valor de R$ 5,3 bilhões em 2009, e da Redecard, no valor de R$ 4,6 bilhões em 2007.

[26] Indicadores macroeconômicos selecionados do Brasil são apresentados na Tabela A.1, do Anexo A.

de uma grande massa de recursos em busca de oportunidades de maiores rendimentos, o que, na prática, significou uma alteração dos portfólios de estrangeiros em direção aos ativos de maior risco, entre eles os brasileiros[27].

A melhora das contas externas decorrente do impacto positivo da elevação dos preços das *commodities* entre 2003 e 2008 permitiu a flexibilização da política monetária. Depois do forte aumento da taxa Selic em 2003, quando atingiu 23% a.a., e em 2004 e 2005, quando atingiu 19% a.a., a trajetória de queda da taxa de juros não sofreu reversão significativa até 2008, quando chegou a 11% a.a. Essa redução da taxa de juros, acompanhada pelo aumento do crédito, criou as condições para a retomada do crescimento da economia. Além disso, juntamente com a aceleração do crescimento econômico, o aumento das reservas internacionais concorreu para reduzir substancialmente a relação DLSP/PIB a partir de 2003 (OLIVEIRA e VAZQUEZ, 2012).

A melhora das contas públicas assegurou maior espaço para a política fiscal expansionista, sem a abdicação de resultados fiscais primários positivos. E a principal expressão disso foi o aumento dos investimentos públicos, sobretudo em infraestrutura, no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), o aumento do salário mínimo, além da expansão dos programas de transferência de renda. Juntamente com a redução da taxa de juros e o aumento do crédito, essas medidas reforçaram o estímulo à retomada do crescimento da economia.

Portanto, entre 2004 e 2008, verificou-se um processo de redução da inflação, melhora das contas públicas e das contas externas e retomada do crescimento econômico. Isso foi possível, em grande medida, em razão das condições externas excepcionalmente favoráveis prevalecentes nesse período, sobretudo no que se refere à disposição dos investidores estrangeiros em adquirir ativos de economias da periferia, entre as quais a brasileira (OCAMPO, 2007). Esse processo foi interrompido durante a fase mais aguda da crise e retomado logo depois, diante das políticas monetárias fortemente expansionistas realizadas pelos bancos centrais dos países desenvolvidos, as quais viabilizaram não

[27] É importante ressaltar que esses intensos movimentos de saída e entrada de capitais apenas foram possíveis em função do maior grau de abertura financeira da economia brasileira, um processo que se fortaleceu a partir da década de 1990 (Biancarelli, 2006). Entre 2003 e 2008, ademais, o aumento do ingresso líquido de capital estrangeiro induziu a valorização da taxa de câmbio, o que contribuiu para a redução da inflação e da taxa básica de juros no Brasil.

apenas a redução das taxas de juros, mas também o aumento da liquidez internacionais.

A Tabela 10 apresenta a participação dos principais investidores no mercado de ações brasileiro. Como se pode observar, atualmente, os principais agentes atuando nesse mercado são os investidores estrangeiros, seguidos pelos investidores institucionais, pelas pessoas físicas e pelas instituições financeiras. É importante observar que, dentre todos os ativos negociados no mercado de capitais, as ações são certamente as que mais são influenciadas pelo comportamento dos investidores estrangeiros. A participação desses investidores aumentou consideravelmente ao longo da última década, tomando o espaço antes ocupado pelas pessoas físicas e instituições financeiras, cuja queda na participação nesse mercado foi bastante pronunciada. A maior parte desses investidores estrangeiros é originária dos Estados Unidos, seguidos da Europa e do Japão.

Tabela 10: Principais investidores no mercado de ações brasileiro - % do total

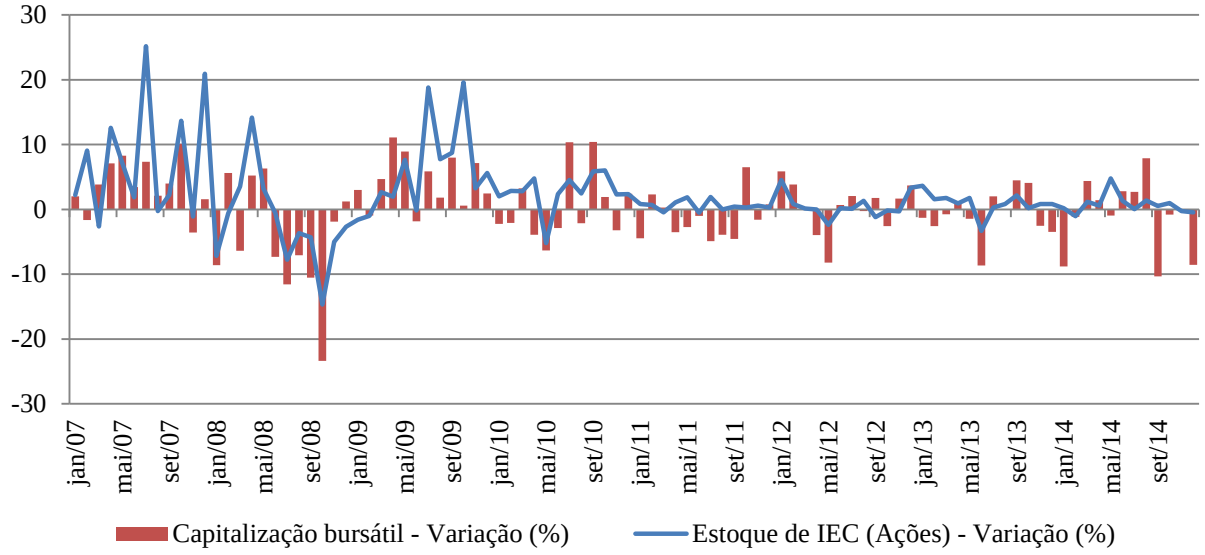
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Investidores institucionais	29,4	28,1	27,5	27,2	29,8	27,2	25,7	33,3	33,3	32,0	32,8	29,0
Investidores estrangeiros	24,1	27,3	32,8	35,5	34,5	35,5	34,2	29,6	34,7	40,4	43,7	51,2
Pessoas físicas	24,4	27,5	25,4	24,6	23,0	26,7	30,5	26,4	21,4	17,9	15,2	13,7
Empresas	3,7	3,0	2,3	2,2	2,2	2,8	2,2	2,3	1,7	1,5	1,0	1,0
Instituições financeiras	18,0	13,8	11,7	10,4	10,4	7,8	7,4	8,4	8,7	8,1	7,4	5,1
Outros	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria.

Essa elevada participação do capital estrangeiro torna esse mercado altamente suscetível às modulações dos fluxos internacionais de capital. Assim, se, por um lado, nos momentos de menor aversão ao risco e elevada liquidez internacional o ingresso de capitais estrangeiros concorre para dinamizar o mercado de ações, por outro, nos contextos de maior aversão ao risco e escassez de liquidez internacional, a saída de capitais acentua o processo inverso (Oliveira, 2010). Isso pode ser verificado no Gráfico 14. É possível perceber uma relação positiva entre a variação do estoque de investimento estrangeiro líquido em ações e a variação da capitalização bursátil. Até 2008, o ingresso de capitais em busca de maior rentabilidade contribuiu significativamente para aumentar os preços das ações. Diante do início da crise, a saída desses capitais em um processo de fuga para a segurança levou a uma redução redução dos

seus preços. Esse processo foi revertido quando os capitais voltaram a entrar no país.[28].

Gráfico 14: Variação mensal da capitalização bursátil e do estoque de IEC em ações - %



Fonte: BM&FBovespa e BCB (séries temporais). Elaboração própria.

Como mostra a Tabela 11, a maior parte do volume negociado na Bovespa na última década foi realizada com papeis de empresas de maior parte, com destaque para Ambev, Itaú, Bradesco, Petrobrás e Vale, que atualmente ocupam o topo do mercado. De fato, embora tenha ocorrido um movimento de desconcentração na última década, atualmente as dez maiores empresas registradas na bolsa continuam a responder por quase metade dos negócios realizados na bolsa de valores. Por um lado, isso significa que as empresas de menor porte ainda não contam com esse mercado para captar recursos. Por outro, isso indica que o mercado é extremamente dependente do desempenho dos papeis de um número seleto de empresas, o que reforça a sua vulnerabilidade às oscilações dos preços de um número pequeno de ações (Sant'anna, 2008; Oliveira, 2010).

[28] Para mais detalhes sobre a participação dos investidores no mercado de ações, ver Box 3, no final deste trabalho.

Tabela 11: Concentração do volume negociado de ações - % do total

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
A maior	17,5	10,0	9,8	13,8	13,9	17,9	13,3	13,2	12,3	10,8	9,5	11,9
5 maiores	38,7	31,6	34,9	33,9	34,8	39,9	36,4	36,0	34,2	31,0	28,9	32,8
10 maiores	53,5	45,3	51,3	46,1	46,5	53,1	50,9	48,8	47,2	43,0	41,3	46,3
20 maiores	73,0	64,5	68,3	62,5	59,7	66,0	67,3	62,1	60,8	57,5	55,3	61,6
30 maiores	82,9	75,5	77,1	72,6	67,9	74,4	75,2	70,8	69,5	66,4	64,4	69,9
40 maiores	88,6	82,6	83,4	79,5	74,4	80,2	81,0	77,6	75,5	72,4	71,7	76,4
50 maiores	92,3	87,3	87,8	84,7	79,8	84,4	86,1	83,0	80,2	77,2	77,4	81,1
100 maiores	98,7	97,6	97,5	96,6	92,4	95,1	97,7	95,8	92,3	91,3	91,9	93,3

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria.

No segundo semestre de 2014, o governo lançou novos incentivos ao mercado de açõesA MP 651 isentou as pessoas físicas de imposto de renda sobre ganhos de qualquer magnitude obtidos com a venda de ações de pequenas e médias empresas. A isenção vale para as ações de empresas com valor de mercado inferior a R$ 700 milhões ou que possuam receita bruta no exercício anterior à IPO inferior a R$ 500 milhões. Além disso, a empresa deve estar registrada em um dos quatro segmentos especiais da bolsa de valores (Novo Mercado, Nível 1 e 2 ou Bovespa Mais)[29]. A isenção vale até 2023 e inclui as negociações realizadas não apenas no mercado primário, mas também no mercado secundário. Além disso, ele se aplica a pessoas físicas que investem em ações ou em fundos de investimento constituídos com no mínimo 67% dessas ações (Torres, 2015).

Vale lembrar que desde a eliminação da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF), em 2007, o principal tributo vigente no mercado de ações é o Imposto de Renda (IR) incidente sobre ganho de capital e cuja alíquota é de 15% desde 2005 (exceto nas operações *day trade*, cuja alíquota é de 20%). Estão isentos do pagamento desse imposto os investidores estrangeiros e as pessoas físicas nacionais que obtenham um ganho de capital mensal de até R$ 20.000. Deve-se observar que todas as operações realizadas na bolsa de valores estão sujeitas ao IR na fonte à alíquota de 0,005% sobre o

[29] Para mais detalhes sobre os diferentes segmentos da bolsa de valores, ver Box 3.

valor de alienação (nas operações *day trade*, ela é de 1%), como antecipação, podendo ser compensado com o IR na apuração do ganho de capital mensal. Já os dividendos pagos pelas empresas às pessoas físicas e jurídicas nacionais e estrangeiras via intermediários não estão sujeitos à cobrança de IR (Anbima, 2011).

Por fim, a Tabela 12 apresenta a destinação dos recursos captados por meio da emissão de ações no mercado primário na última década. É notável a redução gradual da participação do capital de giro, que serve para suprir as necessidades de recursos para operações corriqueiras, e que chegavam a responder por quase metade do total. Essa redução foi acompanhada por um aumento da participação dos recursos destinados ao investimento e à reestruturação do passivo, o que inclui o pagamento de dívidas e a transformação de dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo. Também é notável o crescimento da participação dos recursos destinados à aquisição de participação acionária. Dessa forma, o que se observa no período é uma melhora no perfil da destinação dos recursos captados pela emissão de ações no mercado primário, no sentido de que eles foram mais utilizados para criar as condições para o crescimento das empresas.

É evidente, portanto, que o bom desempenho do mercado de ações na última década foi bastante influenciado por fatores conjunturais. Tão logo as circunstâncias se alteraram, esse mercado passou a ter um desempenho bastante diferente. E foi exatamente isso o que ocorreu diante do agravamento dos efeitos da crise internacional. Além disso, ela se concentra em poucas empresas de poucos setores, ainda que parcela cada vez maior dos recursos tenha sido utilizada pelas empresas para investir ou consolidar as dívidas. Assim, embora tenha apresentado forte dinamismo na última década, o mercado de ações brasileiro ainda requer aprimoramentos consideráveis para que possa se transformar em um instrumento de estímulo ao desenvolvimento.

Tabela 12: Destinação dos recursos captados via emissão de ações - % do total

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aquisição de participação acionária	19,8	-	20,1	12,2	15,9	25,4	-
Investimento	2,7	0,2	4,5	4,6	3,6	10,0	-
Reestruturação do passivo	21,8	56,9	49,2	55,2	39,3	3,3	61,8
Capital de giro	46,7	38,5	18,9	22,4	20,4	6,8	38,2
Outros*	9,0	4,4	7,3	5,6	20,8	54,5	-

* Inclui implementação de projetos, recompra ou resgate de emissão anterior, operações de crédito, e operações com ativos financeiros, entre outros.
Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Capitais). Elaboração própria.

Dentre os obstáculos que devem ser superados para que o mercado de ações no Brasil se desenvolva e seja mais funcional ao crescimento econômico destacam-se, em primeiro lugar, as elevadas taxas de juros e as características dos títulos de dívida pública no país. Como se discutirá adiante, as taxas de juros não apenas desestimulam o investimento das empresas ao exigir taxas de retorno excessivamente elevadas para viabilizar a expansão da capacidade produtiva como reduzem a atratividade de seus papeis relativamente àqueles indexados a esse indicador, com destaque para os títulos públicos. Isso porque, além de elevados rendimentos, esses papeis possuem também alta liquidez e baixo risco. Por essa razão, a redução da taxa de juros e a revisão das características dos títulos públicos constituem condições necessárias para o desenvolvimento desse mercado, estando a efetividade de todas as demais medidas de estímulo a elas subordinadas (Oliveira, 2010).

A redução da taxa de juros pressupõe o aumento da efetividade dos canais de transmissão da política monetária e uma mudança nos mecanismos de formação de preços no país. No Brasil, existem grandes entraves à transmissão de variações na taxa básica de juros para a demanda, a começar pela dificuldade em se estabelecer uma curva de rendimentos que expresse as taxas pagas no mercado por papeis semelhantes de diferentes maturidades – ver Box 2. Além disso, a elevada participação dos preços administrados na composição do índice oficial de inflação no país acaba por torná-lo particularmente menos sensível às variações na demanda. Isso porque esses preços são fixados contratualmente. Assim, tanto a baixa efetividade dos canais de transmissão da política monetária como a elevada presença dos preços administrados no índice de preços oficial contribui de forma relevante para a prática de taxas de juros elevadas no país, a fim de assegurar que a taxa de inflação permaneça próxima à meta estabelecida. Já a revisão das características dos títulos públicos pressupõe, necessariamente, o fim da indexação desses papeis à taxa de juros básica.

Tanto a redução da taxa de juros como a revisão das características dos títulos de dívida pública são fundamentais para aumentar e diversificar a base de investidores nos mercados primário e secundário de ações, os quais, como

visto, são excessivamente concentrados nos investidores estrangeiros. Mais especificamente, espera-se que isso estimule a participação dos investidores institucionais nesse mercado. De fato, os fundos de investimento, as seguradoras e os fundos de pensão, que, em geral, exercem papel importante nesse segmento no resto do mundo, possuem papel bastante modesto no Brasil. Esses investidores ainda se mostram cautelosos em adquirir títulos de renda variável, mesmo tendo a legislação permitido que eles possuam maior participação desses papeis em suas carteiras relativamente aos títulos de renda fixa. É producente para esses investidores que, diante de uma taxa de juros muito acima de suas metas atuariais, eles concentrem os seus investimentos em títulos públicos, que ainda lhes asseguram elevadas liquidez e segurança.

Por sua vez, o aumento e a diversificação da base de investidores no mercado de ações é condição necessária para a redução da elevada volatilidade dos preços, pois, ao assegurar uma maior diversidade de posições, concorre para impedir movimentos rápidos e pronunciados de compra ou de venda nesse mercado. Um grau de volatilidade elevado deve ser evitado, entre outros motivos, porque isso afasta os investidores mais cautelosos e acaba por atribuir a esse mercado um caráter fortemente especulativo, potencializando a instabilidade.

Como visto, a abertura financeira eliminou os obstáculos existentes à entrada e à saída de investidores estrangeiros no mercado de ações brasileiro. Isso assegurou dinamismo do mercado primário e secundário de ações, permitindo que ele se tornasse o principal segmento do mercado de capitais no Brasil, mas também aumentou a sua vulnerabilidade às mudanças abruptas nas expectativas desses investidores. De fato, a elevada flutuação dos preços desse mercado está intimamente relacionada às compras e às vendas realizados pelos investidores estrangeiros. Destarte, qualquer medida que vise reduzir a volatilidade do mercado de ações deve envolver a introdução de medidas orientadas para reduzir as oscilações dos fluxos de capital estrangeiro.

Essas medidas podem ser orientadas, por exemplo, para incentivar a entrada de modalidades de investimento de longo prazo e para administrar os capitais de curto prazo, a fim de evitar oscilações pronunciadas em preços macroeconômicos relevantes decorrentes da lógica de atuação desses investidores

(Oliveira, 2010). Vale lembrar que os investidores estrangeiros usufruem de vantagens tributárias no mercado de ações. Eles estão isentos do pagamento de imposto de renda e IOF. Nesse caso, uma alternativa seria restabelecer o pagamento do imposto de renda e/ou IOF com alíquotas regressivas conforme o tempo de permanência desses investidores no país. Ou seja, quanto maior esse prazo, menores as alíquotas dos impostos.

Esse enrijecimento das condições de acesso dos investidores estrangeiros ao mercado de ações deveria ser acompanhado pelo incentivo aos investidores brasileiros. Dentre esses incentivos, pode-se destacar a concessão de condições tributárias diferenciadas a esses investidores, com uma redução gradual do imposto de renda de acordo com o tempo de manutenção do ativo em carteira, com eliminação da tributação em ações após um período de um ano em dada posição, por exemplo. Deve-se lembrar que os investidores brasileiros estão sujeitos a uma alíquota fixa de imposto de renda independentemente do tempo em que eles permanecerem em posse do ativo (IEDI, 2010).

A redução da volatilidade do mercado de ações também pressupõe a manutenção de um ambiente macroeconômico favorável. Isso significa assegurar não apenas a estabilidade das variáveis nominais, como a taxa de câmbio e de juros, a taxa de inflação, o crescimento e as condições das contas públicas e das contas externas, mas também das variáveis reais, como os níveis de produto, renda e emprego. Isso porque a atratividade das ações também depende do desempenho esperado das empresas e dos setores a que elas pertencem.

A redução da volatilidade do mercado de ações pressupõe ainda a redução da concentração desse mercado. Como visto, poucas empresas de poucos setores concentram a maior parte das emissões no mercado primário e dos negócios no mercado secundário, a despeito da melhora verificada nos últimos anos. Isso acaba por torná-lo bastante vulnerável ao comportamento dos papeis dessas empresas e desses setores. Assim, deve-se estimular o ingresso de novas empresas nesse mercado, sobretudo as de pequeno e médio portes, dado que estas são não apenas as que mais empregam, mas também porque elas não possuem acesso às fontes externas de financiamento nas mesmas condições das grandes empresas, seja no mercado doméstico, seja no mercado externo.

A desconcentração por meio da participação das pequenas e médias empresas no mercado de ações pressupõe uma redução dos custos de abertura e manutenção de companhias abertas e do processo de distribuição pública de ações, os quais incluem despesas com auditoria, relação com investidores, publicações e anuidades da bolsa de valores, por exemplo. Pressupõe, também, o estímulo para que essas empresas ingressem nos segmentos mais sofisticados da bolsa de valores, uma vez que isso contribui decisivamente para a redução dos seus custos e o aumento de sua atratividade frente aos investidores. Embora o Bovespa Mais, o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 respondam hoje pela maior parte das emissões e dos negócios realizados no mercado de ações, é ainda grande a importância do segmento tradicional, que implica menores requisitos de governança.

A participação das pequenas e médias empresas no mercado de ações também requer a redução da informalidade, causada, entre outros motivos, pela elevada burocracia e pela alta carga tributária incidente depois que elas são constituídas. A incapacidade dessas empresas de adotar padrões mínimos de atuação constitui um obstáculo intransponível para que elas participem do mercado de capitais, seja para a abertura de capitais, seja para receber investimentos de fundos de *venture capital* e *private equity* ou viabilizar a emissão de títulos de cessão de crédito. Até mesmo crédito bancário é severamente reduzido, uma vez que essa condição de informalidade dificulta a avaliação do risco de crédito pelos bancos (Rocca, 2001, 2008).

Além disso, mostra-se necessário avançar no aperfeiçoamento dos sistemas de regulação e autorregulação nesse mercado. Isso não se restringe apenas a assegurar o cumprimento das leis e dos contratos. Essas medidas devem buscar, sobretudo, proteger o investidor, especialmente o minoritário, e evitar o risco sistêmico. A despeito dos avanços realizados por meio da criação de segmentos mais sofisticados na bolsa de valores, ainda é uma característica do mercado de ações brasileiro a centralização do controle acionário, o que pode levar a uma incompatibilidade entre os interesses dos acionistas controladores e dos demais. Ainda no que se refere à proteção do investidor, desataca-se também a harmonização contábil, o que permite o acompanhamento das empresas. Já no que se refere a evitar o risco sistêmico, Carvalho et al. (2009b) argumenta que se deve evitar a assunção de comportamentos excessivamente

arriscados por parte dos agentes, a partir do estabelecimento de limites máximos para a aquisição de ações de maior risco, por exemplo. Embora isso possa reduzir a demanda por esses papeis, certamente asseguraria um nível mais estável dos negócios.

A maior funcionalidade do mercado de ações também pressupõe a garantia de que os recursos captados por meio da emissão desses papeis sejam direcionados para a expansão e modernização da capacidade produtiva. Assim, é desejável que sejam concedidos incentivos à emissão de ações que forem vinculadas a projetos de investimento em setores estratégicos, com destaque para os projetos em infraestrutura, considerando-se aos gargalos existentes no país e ao recente processo de concessões ao setor privado levados a cabo pelo governo[30].

Por fim, alguns autores[31] sugerem que os bancos públicos podem ter um importante papel a cumprir no desenvolvimento do mercado de ações no Brasil. Eles podem funcionar como demandantes desses papeis, tal como realizado pelo BNDESPar, que possui um programa de aquisição de ações de empresas que tenham aderido a segmentos mais sofisticados da bolsa de valores. Eles também podem atuar como *market makers* no mercado de ações, de sorte a assegurar a estabilidade dos preços dos ativos. Isso também já é feito por meio do BNDESPar. Tanto ao atuar como demandante de papeis, como *market makers*, os bancos públicos devem ser cautelosos, evitando papeis excessivamente arriscados, uma vez que o desempenho dessa função pode restringir o comportamento anticíclico dessas instituições. Os bancos públicos também podem funcionar como intermediários na colocação de papeis, função que já é bastante comum entre os bancos privados em todo mundo. Finalmente, eles podem estruturar modelos de financiamento que vinculem o volume e as condições de crédito, em termos de custos e prazos, à emissão de ações no mercado em segmentos mais sofisticados da bolsa de valores[32].

---

[30] Como se verá adiante, algo semelhante foi feito no mercado de títulos de dívida corporativa nos últimos anos, sendo que a redução do imposto de renda sobre as debêntures vinculadas a projetos de investimentos em rodovias, ferrovias, portos e aeroportos apresentou resultados relevantes e promissores.
[31] Ver, por exemplo, Carvalho et al. (2009b).
[32] Também como erá mostrado adiante, ação similar também foi realizada no mercado de títulos de dívida corporativa: o BNDES atrelou a concessão de novos financiamentos às empresas à emissão de debêntures por parte delas.

3.2. Mercado de títulos privados

O mercado de títulos de dívida privada é, ainda, o segmento menos desenvolvido do mercado de capitais no Brasil. Ele se diferencia do mercado de ações porque o investidor que adquire um título de dívida não se torna proprietário do empreendimento, mas o seu credor. Nesse caso, a emissão desses títulos leva a um aumento do capital de terceiros, ao invés do capital próprio. Isso contribui para o aumento do grau de alavancagem do emissor.

De fato, o dinamismo recente apresentado pela bolsa de valores não foi acompanhado pelo mercado de títulos de dívida privada. A despeito de avanços importantes no período mais recente, esse mercado continua relativamente pequeno, com baixa profundidade e liquidez. E isso se verifica em todos os principais segmentos do mercado de títulos privados, notadamente os títulos corporativos, os títulos bancários e os títulos de cessão de crédito.

Há algumas razões para isso, que afetam a oferta e a demanda por títulos privados no que se refere ao volume, custos e prazos dessas operações. Dentre essas razões, particular atenção deve ser atribuída à manutenção de taxas de juros nominais e reais muito elevadas no país. De fato, isso não apenas desestimula o investimento ao exigir taxas de retorno muito altas, como também desestimula ofertantes e demandantes desses papeis (Torres e Macahyba, 2012).

Além das elevadas taxas de juros, outra razão que justifica o reduzido grau de desenvolvimento do mercado de títulos privados no Brasil diz respeito às características dos títulos de dívida pública. O desenvolvimento do mercado de dívida pública, contudo, pode contribuir para o desenvolvimento do mercado de dívida privada, ao oferecer a infraestrutura para a negociação desses papeis, isto é, sistemas de registro, liquidação e compensação. O mercado de títulos públicos é bastante desenvolvido no Brasil[33]. Não obstante, o fato de os títulos

[33] A elevada liquidez dos títulos públicos decorre do fato de que que esses papeis possuem mercados secundários bastante desenvolvidos. Isso certamente contribui para o desenvolvimento do mercado primário de títulos públicos, já que o comprador do título emitido pelo Tesouro Nacional não é obrigado a carregá-lo até o vencimento, que, em geral, já é bastante curto, podendo desfazer-se dele tão logo julgue conveniente.

públicos oferecerem rendimento e liquidez elevados, de um lado, e risco baixo, de outro, torna o custo de oportunidade de aplicação em ativos alternativos muito alto para os investidores. Dessa forma, para atrair o interesse dos proprietários de riqueza para os seus papeis, as empresas devem oferecer rendimentos equivalentes ou ainda maiores para compensar a atratividade dos títulos públicos (Torres e Macahyba, 2012)[34].

O grau de liquidez dos títulos públicos não possui equivalente entre os títulos privados. Isso se deve ao fato de que esses papeis possuem mercado secundários pouco desenvolvidos, em razão: i) da baixa padronização desses papeis, o que permite a comparabilidade e a intercambialidade entre eles[35]; ii) da ausência de "formadores de mercado" (*market makers*)[36]; e iii) da restrita base de investidores nesse mercado.

O aumento e a diversificação da base de investidores no mercado de títulos privados pressupõem o aumento da participação dos investidores estrangeiros, que se mantêm distantes em função das tradicionais diferenças de regulação e tributação em relação aos títulos públicos. De particular importância é o fato de que, desde 2006, os investidores estrangeiros estão isentos do pagamento de imposto de renda sobre os rendimentos oferecidos pelos títulos da dívida pública, um incentivo que não existe inclusive para os investidores brasileiros. Pressupõem, também, uma maior participação dos investidores institucionais. Sustentáculo do mercado de títulos de dívida privada em todo mundo, eles ainda não exercem o mesmo papel no Brasil. Até o final da década

[34] Para mais detalhes sobre os títulos públicos, ver Box 4, ao final deste trabalho.

[35] Enquanto contratos, esses ativos devem ser explícitos quanto os direitos e deveres das partes envolvidas e permitir a correta avaliação dos riscos envolvidos na operação. Essa análise de risco pode contar com o apoio de agências especializadas, como as agências de *rating*, as quais são responsáveis por analisar as características do emissor dos títulos e informar ao público, por meio de um sistema de notas, as possíveis vantagens e desvantagens associadas a esses papeis. Tudo isso deve ser acompanhado por um sistema legal que assegure o cumprimento dos contratos estabelecidos, solucionando conflitos e impondo sanções quando necessário.

[36] Os formadores de mercado são instituições credenciadas que são obrigadas a abrir, de forma contínua, ofertas de compra e de venda de lotes mínimos dos ativos negociados. Elas são regulamentadas e supervisionadas para assegurar o seu correto funcionamento. Em um mercado que se caracteriza pela baixa liquidez, a presença desse agente oferece segurança ao investidor que desejar se desfazer do papel antes do seu vencimento, estimulando a sua aquisição. Também podem assegurar um patamar mínimo para os preços desses papeis e reduzir a sua volatilidade. O formador de mercado pode ser uma instituição contratada pela empresa emissora ou qualquer outro agente que possua interesse em formar mercado para um determinado ativo. Ele, entretanto, não deve ter acesso a informações privilegiadas sobre a empresa emissora nem criar condições artificiais de oferta e demanda no mercado, sob pena ter seu credenciamento suspenso ou cancelado.

de 1990, a legislação que regulamentava a composição de suas carteiras apresentava um forte viés em favor dos títulos públicos, ao fixarem proporções mínimas de investimentos nesses ativos. Mesmo com a revisão dessa legislação que tornou mais flexível a composição de suas carteiras, esses atores ainda demonstram clara preferência pelos títulos públicos, pelas razões já indicadas[37]. Finalmente, requerem ainda o aumento da participação dos investidores pessoas físicas. O investidor pessoa física tem sido tradicionalmente pouco priorizado nas negociações com esses papeis. Estes são títulos ainda pouco conhecidos por esse público. Além disso, o valor unitário desses papeis, na grande maioria das operações, ainda é bastante elevado para o pequeno aplicador. A média de investidores de varejo nos segmentos de títulos de renda fixa privados não se compara com aquela verificada no caso dos segmentos de títulos de renda variável e até mesmo de títulos públicos[38]. Uma maior participação das tesourarias das instituições financeiras também poderia contribuir (Cidade e Corradin, 2014).

Nos últimos anos, ficou claro que o fortalecimento do mercado de títulos de dívida privada implica, necessariamente, a redução da taxa básica de juros. A partir da segunda metade da década de 2000, as taxas de juros começaram a se reduzir, condição que exerceu um impacto positivo sobre o desempenho do mercado de títulos de dívida privada, ao induzir uma mudança nas carteiras dos investidores. Houve maior preferência por papeis de maior rentabilidade, mesmo com menor liquidez e maior risco relativamente aos títulos públicos. Esse movimento foi realizado inclusive pelos investidores institucionais, de sorte a alcançar as suas metas atuariais. Mas, além da redução das taxas de juros, o fortalecimento do mercado de títulos de dívida privada também exige a superação da institucionalidade da indexação financeira, de sorte a eliminar a combinação entre alta liquidez e rentabilidade detida pelos títulos públicos.

Cabe destacar, por fim, que o desenvolvimento do mercado de derivativos e, em especial, dos mercados futuros, de opções e de *swaps*, também pode

[37] Com será discutido na próxima seção, os investidores institucionais gerenciam uma massa de riqueza capaz de aprofundar e dinamizar o mercado de títulos privados.

[38] O Tesouro Direto, criado pelo Tesouro Nacional em parceria com a BM&FBovespa, constitui a principal alternativa de aplicação direta pulverizada em renda fixa para o investidor pessoa física no Brasil. Entre 2006 e 2014, o número de investidores aumentou de 73,2 mil para 454,1 mil, com as negociações subindo de R$ 766 milhões para R$ 5 bilhões nesse mesmo intervalo.

contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais e, em especial, do mercado de ações e títulos privados. Isso porque esses instrumentos podem compensar a perda da proteção oferecida pelos títulos públicos ao reduzir os riscos contra a incerteza a respeito do comportamento de taxas e índices, facilitando a assunção de posturas mais agressivas nesses mercados. Evidentemente, as operações com esses instrumentos devem ser regulamentadas e supervisionadas, a fim de evitar excessos que possam comprometer a estabilidade financeira da economia.

3.2.1. Títulos de dívida bancária

Como mostrou a Tabela 8, entre os títulos de dívida privada, predominam os títulos de dívida bancária. Tradicionalmente, o principal dentre esses instrumentos são os Certificados de Depósitos Bancários (CDB), que, juntamente com os Recibos de Depósitos Bancários (RDB), compõem os chamados "depósitos a prazo", sujeitos ao recolhimento compulsório junto ao BCB[39] (Torres e Macahyba, 2012, Costa, 2013, 2015).

Mais recentemente, os bancos passaram contar com um novo instrumento de captação de recursos no mercado, qual seja, as Letras Financeiras (LF). Criadas pela MP 472 de 2009 e regulamentada inicialmente pela Resolução n. 3836 de 2010 do CMN, as LFs são títulos de dívida bancária pré ou pós-fixados com prazo mínimo de dois anos, vedado o resgate, total ou parcial, antes do vencimento pactuado, e que podem ou não oferecer pagamento de rendimentos semestrais. As instituições podem adquirir LFs de sua emissão somente para efeito de permanência em tesouraria e venda posterior. Com a criação das LFs, as instituições que já podiam emitir títulos de dívida de prazos mais longos no exterior foram autorizadas a negociar esses papeis também dentro do país.

Até a criação das LFs, os bancos só podiam captar recursos de médio e longo prazo por meio da emissão de títulos de dívida no exterior, por exemplo.

[39] Os CDBs são títulos de dívida bancária pré ou pós-fixados com prazo máximo de dois anos, mas que podem ser resgatados a qualquer momento pelo investidor, possuindo, portanto, liquidez diária. O risco dos CDBs está associado à solidez do banco emissor. Entretanto, as aplicações de até R$ 250 mil por CPF ou CNPJ em CDBs são garantidas pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) se esse banco emissor for um contribuinte do seguro. O restante do valor das aplicações é mantido como dívida do banco para com o investidor, que deverá aguardar a liquidação da instituição para recebê-lo. Vale lembrar que esse limite foi estendido para todas as aplicações protegidas pelo FGC no primeiro semestre de 2013. Até então, esse valor era de apenas R$ 70 mil.

A possibilidade de emitir títulos nessas condições no mercado nacional é importante para o próprio desenvolvimento do mercado de crédito bancário, uma vez que ele contribui para o melhor gerenciamento de ativo e passivo das instituições financeiras, permitindo que elas estendam os prazos de suas operações. Tradicionalmente, os bancos concedem financiamento de longo prazo apenas a partir de recursos externos ou como repassadores do BNDES. De fato, para que eles possam emprestar por um prazo mais longo sem incorrer em riscos elevados, eles também devem ser capazes de captar recursos nas mesmas condições.

As emissões de LF tiveram início no primeiro semestre de 2010. Desde então, o ritmo de captação das LF tem sido bastante forte, enquanto se verificou pequena retração na captação via CDB, como mostra a Tabela 13. Essa redução decorreu da elevação do compulsório que incide sobre os depósitos a prazo, o que reduz a atratividade desses papeis relativamente às LF e os títulos de cessão de crédito, com destaque para as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Letras de Crédito Agrícola (LCA), cujas características serão consideradas mais à frente, justamente no momento em que essas instituições desejavam criar um colchão de liquidez. De qualquer modo, o CDB ainda é o principal título de dívida bancário, em função da remuneração ainda atraente, da liquidez diária e do fato de que os recursos capados via emissão desses papeis não precisam estar vinculados à existência de carteiras agrícolas ou imobiliárias. Embora importante, o estoque de LF é ainda pequeno em relação ao de CDB, mas com grande potencial de crescimento (Mandl, 2013).

Tabela 13: Emissão de títulos bancários - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014
Total (R$ bilhões de 2014)	2.205	2.964	2.744	2.828	2.730
LF	1,7	4,2	3,7	3,8	4,0
CDB	98,3	95,8	96,3	96,2	96,0

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria

Tal como é característica dos títulos de dívida privada, o mercado secundário de títulos de dívida bancária é ainda pouco desenvolvido se comparado ao mercado secundário de ações e de títulos públicos. A questão fundamental, entretanto, é que embora a participação das LFs ainda seja reduzida nas emissões e nos estoques totais de títulos de dívida bancária, relativamente à participação dos CDB, a sua participação nos negócios realizados com esses títulos

no mercado secundário cresceu consideravelmente nos últimos anos. Como mostra a Tabela 14, desde 2013, as LFs passaram a responder pela maior parte desses negócios, superando os CDB.

Tabela 14: Negócios com títulos bancários – Volume médio diário - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014
Total (R$ milhões de 2014)	99.495	116.018	167.556	113.201	110.891
LF	7,7	30,3	32,4	53,3	70,5
CDB	92,3	69,7	67,6	46,7	29,5

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria.

A maior parte das emissões de LF no período recente está concentrada nos grandes bancos privados de varejo. Essas instituições de grande porte mostram-se menos propensas a realizar ofertas públicas de LFs, de modo que as emissões realizadas foram majoritariamente destinadas aos seus clientes. De fato, as ofertas públicas são a alternativa para as instituições que não contam como uma rede de distribuição ampla como é o caso das grandes instituições. Não por outra razão, dentre os principais ofertantes desses papeis destacam-se as instituições financeiras de menor porte, sobretudo aqueles ligadas às grandes montadoras, como Mercedes-Benz, Volkswagen, Nissan e Renault. Desde a crise de 2008, que dificultou o suporte das matrizes, essas instituições têm procurado diversificar as suas fontes de captação. As instituições de menor porte enfrentam maior desconfiança do mercado, sobretudo depois da quebra de uma série de instituições semelhantes nos últimos anos, como é o caso do Banco Cruzeiro do Sul, do BVA e do Banco Rural (Pinheiro, 2013, 2014).

Como mostra a Tabela 15, a quase totalidade das LFs emitidas desde 2010 foi absorvida pelos investidores institucionais e, mais especificamente, pelos fundos de investimento. Entretanto, a participação dessas instituições se reduziu nos últimos anos em função do crescimento de outros investidores, com destaque para os próprios clientes dos bancos emissores e das tesourarias de outros bancos. O crescimento da importância dos clientes está relacionado ao aumento das emissões das grandes instituições financeiras. Já o crescimento da importância das tesourarias de outros bancos está relacionado à maior disposição dessas instituições em adquirir papeis de seus congêneres depois que esse processo foi autorizado pela instituição reguladora e supervisora. Atualmente,

os clientes e as tesourarias de outros bancos respondem por quase um quinto das aplicações em LF.

Tabela 15: Principais investidores em LF - % do total

Investidores	2010	2011	2012	2013	2014
Fundos de investimento	92,5	86,2	80,1	76,8	78,4
Clientes (pessoas físicas e jurídicas)	3,6	10,3	10,1	10,1	9,3
Outros investidores institucionais	3,7	3,1	4,5	4,8	5,0
Bancos	0,1	0,1	5,1	7,2	6,0
Inst. financeiras não bancárias	0,0	0,1	0,2	0,8	0,9
Outras pessoas jurídicas	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Desde a criação das LF, havia a expectativa de que as emissões desses papeis apresentassem um perfil diferente das emissões tradicionalmente realizadas de CDBs, de modo que ela seria pré-fixadas ou, no caso das pós-fixadas, que fossem indexadas a indicadores diferentes da taxa dos depósitos interbancários (DI). Entretanto, como mostra a Tabela 16, a quase totalidade das emissões correspondeu a títulos pós-fixados indexados à taxa DI, seguidas pelos indexados ao IPC/IPCA. Para assegurar a sua atratividade em relação aos títulos públicos e os CDB, esses papeis são frequentemente negociados com rendimento acima de 100% da taxa DI. Assim sendo, os bancos com maior nota de crédito geralmente pagam até 110% da taxa DI, ao passo que os bancos com menor nota de crédito pagam mais. Contudo, a taxa de captação atrelada direta ou indiretamente à taxa Selic é disfuncional a aplicações de prazos mais alongados em função do risco de aumento dos custos diante de aumentos da taxa básica de juros (Costa, 2013; 2015).

Tabela 16: Principais indexadores das LF - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014
DI	97,0	92,1	89,8	88,2	88,8
IPC/IPCA	1,7	5,3	6,7	7,5	7,1
Prefixados	0,9	2,1	2,8	3,3	3,2
IGP	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
INPC	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Taxa Selic	0,0	0,1	0,3	0,5	0,4

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Havia a expectativa de que as emissões desses papeis apresentassem um perfil diferente das emissões tradicionalmente realizadas de CDBs também no que se refere aos seus prazos. Como visto, as LF são caracterizadas por terem prazo mínimo de dois anos sem a possibilidade de resgate por parte da instituição emissora durante esse período. Mesmo assim, a maior parte das emissões continuou com viés de curto prazo, distanciando-se pouco do prazo mínimo estabelecido de dois anos, ainda que eles possam ser resgatados apenas na data do vencimento, ao contrário do que ocorre no caso dos CDBs. Nos últimos anos, o prazo médio desses papeis variou entre dois e três anos, como pode ser observado na Tabela 17.

Tabela 17: Prazo médio das LF - meses

	2010	2011	2012	2013	2014
LF	24,9	34,8	26,0	27,7	26,7
LFS*	74,3	74,5	82,2	108,3	71,5

Fonte: BCB. Elaboração própria. *Letras Financeiras Subordinadas.

Um conjunto de medidas foi adotado pelo governo para estimular o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos de dívida bancária, em geral, e de LF, em particular, dada as características mais favoráveis desses papeis relativamente aos CDB para o desenvolvimento do mercado de crédito. Para que as LF se transformassem em instrumentos efetivos de captação de longo prazo pelos bancos seria necessário que elas deixassem de ser tratadas como depósitos a prazo. Isso ocorreu depois que o BCB eliminou a obrigação de depósitos compulsórios sobre essas captações no final de 2010. Isso significa que os bancos ficaram com mais recursos para realizar novos negócios do que teriam captando o mesmo volume por meio do CDB, por exemplo.

Outras medidas foram adotadas buscando principalmente estimular o alongamento dos prazos dos papeis e uma mudança nos determinantes dos seus rendimentos, com a redução da importância da taxa DI. Também foi permitida a emissão de LF pelos bancos de desenvolvimento regionais e estaduais. O BNDES já possuía essa prerrogativa há algum tempo[40].

[40] Para mais detalhes sobre essas medidas, ver Box 5.

3.2.2. Títulos de dívida corporativa

Depois dos títulos bancários, predominam entre os títulos de dívida privada os títulos corporativos e, em especial, as debêntures[41]. Desde logo, cumpre registrar que o baixo grau de desenvolvimento do mercado de títulos corporativos no Brasil contrasta com a experiência de diversos outros países, especialmente os desenvolvidos[42].

Na última década, o mercado de debêntures brasileiro apresentou forte crescimento (Tabela 18). Embora as condições macroeconômicas tenham contribuído para isso, parte importante do crescimento do mercado de debêntures resultou da arbitragem regulatória dos bancos. No período que concentra grande volume de lançamentos, as empresas de *leasing* - em sua maioria, controladas por bancos - responderam pela maior parte das emissões. As empresas de *leasing* são as únicas instituições financeiras com autorização para emitir debêntures no mercado. Essa era uma forma dos bancos captarem recursos sem a necessidade de realizarem depósitos compulsórios junto ao banco central e contribuições para o FGC, como ocorria com as demais formas de captação, incluindo os CDB[43]. Dessa forma, até 2008, parte do importante do crescimento

[41] Debêntures são títulos de dívida pré ou pós-fixados de médio e longo prazos emitidos por empresas não-financeiras que sejam sociedades anônimas com garantia de seu patrimônio e com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira que funciona como intermediária entre essas empresas e o mercado. Ela garante ao comprador juros periódicos e reembolso do principal na data de seu vencimento, não dando direito à participação nos resultados, como no caso das ações. Aquele que investe em debêntures torna-se credor da empresa que as emitiu, e não coproprietário, como no caso das ações. As empresas podem resgatá-las antecipadamente, se a escritura de emissão assim facultar. Elas ainda podem ser conversíveis em ações (CVM, 2014).

[42] Esse processo assumiu densidade, primeiro, nos Estados Unidos, em função do aparato regulatório estabelecido na década de 1930 e que atribuiu aos bancos a responsabilidade pelo financiamento de curto prazo e ao mercado de capitais o financiamento de longo prazo. Depois, se espalhou para outros países, na esteira dos processos de liberalização dos mercados. Nos países em que os bancos sempre desempenharam um papel fundamental no financiamento de curto e de longo prazo, como é o caso dos países da Europa e dos países da Ásia, esse processo foi mais lento, ganhando força apenas no início da década de 1990, com o desenvolvimento de arranjos institucionais mais adequados a essas operações - nos países da Europa, em função do início do processo de criação do euro em 1993; e nos países da Ásia, em função da eclosão da crise de 1997. Na América Latina, em geral, e no Brasil, em particular, esse processo também começou a avançar na década de 1990. Até os percalços da década de 1980, o financiamento de curto e longo prazos eram obtidos pelas empresas fundamentalmente por meio de bancos públicos ou por meio de captações no exterior. A exceção da região coube ao Chile, onde esse processo avançou desde antes, em grande medida, como uma consequência do estímulo criado pelo sistema de previdência privado, que permitiu a criação de agentes com grande patrimônio e interesse por esse tipo de investimento (torres e macahyba, 2012). No caso do Brasil, vale registrar, o baixo grau de desenvolvimento do mercado de títulos privados não pode ser desvinculado do papel relevante e crescente cumprido pelas empresas transnacionais, respectivamente, na origem e no desdobrar do processo de industrialização.

[43] O sistema funcionava da seguinte forma: os papeis emitidos pela empresa eram adquiridos pelas tesourarias dos bancos controladores. A empresa emissora recebia o dinheiro e transferia a parcela não utilizada para o banco, por meio de um depósito interfinanceiro. Assim, o banco reavia os recursos investidos sem a necessidade de ceder as debêntures adquiridas. Ele, então, realizava com seus clientes uma operação de

da emissão de títulos de dívida corporativa eram, na realidade, títulos de dívida bancária, que diretamente nada tinham a ver com o oferecimento de recursos para as empresas, ainda que indiretamente pudessem até fazer isso, ao permitir aos bancos captar recursos em condições mais adequadas ao alongamento de seus ativos (Oliveira, 2010).

Tabela 18: Emissão de debêntures – % do total

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total (R$ milhões 2014)	105.008	69.570	32.863	36.175	65.616	71.678	136.972	92.675	88.190
Debêntures	34,6	31,1	37,0	100	99,8	82,2	72,0	77,6	77,9
Debêntures *leasing*	65,4	68,9	63,0	0,0	0,2	17,8	28,0	22,4	22,1

Fonte: Anbima (Boletim de Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria.

Contudo, a partir de 2009 essa estratégia de arbitragem regulatória dos bancos deixou de fazer sentido. Primeiro, porque as operações com debêntures de *leasing* passaram a ser objeto de depósitos compulsórios e, segundo, porque as LFs passaram a ser isentas desses depósitos (Torres e Macahyba, 2012). Nesse caso, para os bancos tornou-se preferível captar recursos de longo prazo diretamente, emitindo LFs no mercado, do que indiretamente, emitindo debêntures por meio das empresas de *leasing*. A Tabela 18 mostra um crescimento mais expressivo dos papeis emitidos por empresas que não são do setor de *leasing* a partir de então. De fato, apenas mais recentemente as empresas de *leasing* voltaram a emitir papeis para captar recursos no mercado, em grande medida para servirem de lastro em operações compromissadas entre os bancos e os seus clientes, depois que o BCB proibiu a utilização das LF com esse propósito. Uma série de medidas foram adotadas na última década para que as empresas fossem incentivadas a captar recursos no mercado de capitais.

A primeira grande iniciativa de estímulo ao mercado de títulos corporativos foi a criação da opção de oferta pública de debêntures com "esforços restritos" pela CVM, por meio da Instrução n. 476 de 2009. Essa opção de oferta pública de debêntures possui regras mais simples que o usual, o que permite a redução pela metade do prazo médio de estruturação para o lançamento do

venda desses papeis com compromisso de recompra. Assim, no momento da venda, é como se o banco estivesse tomando emprestado desses clientes para depois reembolsar o principal mais um rendimento no momento da recompra. Ou seja, essa operação era semelhante a de um depósito à prazo, mas sem as suas desvantagens para o emissor, que não precisava realizar recolhimento compulsório nem contribuir para o FGC, e com vantagens para investidor, que recebia um rendimento maior do que se aplicasse em um CDB, por exemplo (Lucchesi e Bautzer, 2006).

papel, ou seja, de quatro para dois meses. Pelas novas regras, a instituição intermediária apenas pode ofertar debêntures no máximo a 50 investidores. Outra limitação é que os compradores não podem passar de 20 dentre esses 50. Só podem adquirir esses papeis os chamados "investidores qualificados", isto é, os investidores pessoas física ou jurídica que possuam um patrimônio de, no mínimo, R$ 300 mil. Essas emissões não têm necessidade de registro na CVM e tampouco precisam manter uma área de relações com investidores e arcar com publicações oficiais, ao contrário das emissões convencionais. De fato, não há sequer esforço de venda, já que normalmente a totalidade do lote emitido acaba sendo adquirida pela instituição financeira que coordenou a oferta. Também é prática comum neste segmento a garantia de oferta firme por essas instituições, que se comprometem a adquirir toda a parcela da operação que não for distribuída aos clientes. Tal como mostra a Tabela 19, a medida parece ter sido bem-sucedida, já que maior parte das emissões de debêntures realizadas nos últimos anos ocorreu mediante esforços restritos (Costa, 2013, 2015).

Tabela 19: Emissão de debêntures por modalidade

	2010	2011	2012	2013	2014
Volume (R$ milhões de 2014)					
Registradas	19.340	3.693	16.512	11.340	3.577
Esforços restritos	40.891	52.635	81.786	60.613	64.292
Dispensadas	742	-	-	-	847
Emissores (Nº)					
Registradas	19	9	18	16	8
Esforços restritos	109	144	225	256	245
Dispensadas	1	-	-	-	2

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria.

A segunda grande iniciativa de estímulo ao mercado de títulos corporativos foi o aperfeiçoamento do marco regulatório, por meio da Lei 12.431, de 2011. Em 2010, foram constituídos grupos de trabalho, formados por representantes de entidades interessadas no desenvolvimento do mercado, as quais produziram relatórios descrevendo a situação atual e fazendo recomendações, as quais deram origem ao pacote de estímulos adotado pelo governo por meio da MP n.517, depois transformada em lei. A lei visava estimular a emissão de títulos corporativos em moeda nacional. O intuito era atrair investidores nacionais

e estrangeiros para essas operações. As medidas atuariam tanto no mercado primário como no secundário (Freitas, 2011).

Para estimular a oferta de títulos de dívida corporativa, foram realizadas modificações na Lei 6.404 de 1976 - a chamada "Lei das Sociedades Anônimas". Dentre as mudanças, a mais importante foi a eliminação do limite de emissão de títulos de renda fixa, o qual passou a ser determinado pela assembleia de acionistas, e não mais pelo capital social da empresa. Além disso, foi atribuído ao conselho de administração da empresa de capital aberto mais flexibilidade nas decisões relativas à emissão de valores mobiliários, incluindo as debêntures (Torres e Macahyba, 2012).

Por sua vez, para incentivar a demanda de títulos corporativos no mercado primário, foi concedida isenção de imposto de renda para investidores estrangeiros sobre os rendimentos dos papeis de prazo médio ponderado de no mínimo quatro anos e vinculados a projetos de investimento, desde que adquiridos a partir de janeiro de 2011 até dezembro de 2015. Isso eliminou o tratamento assimétrico que existia em relação aos títulos públicos, em que a isenção desse imposto sobre os rendimentos pagos por esses papeis já existia desde 2006.

Especificamente no que se refere aos projetos de investimento em infraestrutura, foram concedidos incentivos fiscais para residentes e estrangeiros sobre o rendimento das debêntures emitidas por Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs)[44] de prazo médio ponderado de, no mínimo, quatro anos e com prazo mínimo de 180 dias para o pagamento do primeiro dos cupons[45].

De acordo com as novas regras, investidores não residentes e residentes pessoas físicas tiveram isenção do imposto de renda, ao passo que investidores residentes pessoas jurídicas tiveram uma redução da alíquota de 22,5% para 15%. Os papeis devem ser remunerados por taxas pré-fixadas e, no caso das taxas pós-fixadas, não podem estar atrelados à taxa DI. É também vedada a recompra pelo emissor nos dois primeiros anos. Coube ao decreto n. 7.603, de

[44] Vale lembrar que, tal como um consórcio, as SPEs nada mais são do que uma reunião de pessoas jurídicas com a finalidade de desenvolver uma atividade específica. Diferentemente dessa forma de associação, entretanto, as SPE têm personalidade jurídica própria e devem ser constituídas sob a forma de sociedade limitada ou anônima, submetendo-se a toda legislação do tipo societário escolhido.

[45] Cupons, vale lembrar, são os pagamentos periódicos de juros contratados entre o vendedor e o comprador do título de renda fixa.

2011, regulamentar as condições para a aprovação dos projetos que poderão receber o benefício. São considerados prioritários os projetos destinados à implementação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização de setores de logística (portos, aeroportos, ferrovias, rodovias, hidrovias), transporte urbano, energia, telecomunicações, saneamento etc. Por meio da MP 651, de 2014, o governo estendeu o prazo do incentivo fiscal para emissões associadas a projetos de investimento em infraestrutura realizadas até o fim de 2020 e anunciou a ampliação dos setores que podem captar com isenção, incluindo educação, saúde, hídrica e irrigação, entre outros, desde que com a aprovação dos ministérios setoriais correspondentes (Freitas, 2011).

Dessa forma, desde a implementação da Lei 12.431, o principal tributo em vigor no mercado de debêntures é o IR. O IR incide sobre rendimentos periódicos e sobre a venda ou resgate dos papeis com alíquota de 22,5% a 15%, conforme o prazo desde a aquisição. Para investidores estrangeiros, o IR incide apenas sobre os rendimentos periódicos com alíquota fixa de 15%. Para debêntures incentivadas, pessoas físicas e investidores estrangeiros são isentas do pagamento de IR, enquanto as pessoas jurídicas estão sujeitas a alíquota fixa de 15% (Anbima, 2011).

Espera-se que o efeito dessas medidas sobre o mercado de títulos corporativos seja potencializado pelo avanço das concessões realizadas pelo governo nos últimos anos. O governo avança nesse processo para tentar dividir com o setor privado os custos do financiamento dos investimentos em infraestrutura, os quais são cruciais para enfrentar alguns dos gargalos da economia brasileira. Em 2014, foram assinados 103 contratos de concessão, o maior número da série histórica, que havia atingido seu último recorde em 2012, quando foram assinados 75 contratos no âmbito do lançamento do Plano de Investimento em Logística (PIL) e que incluiu a concessão de alguns dos mais importantes aeroportos brasileiros[46]. A estimativa de investimento dessas concessões era de R$ 63,8 bilhões, parte das quais seria financiada por meio da emissão de debêntures beneficiadas pelos incentivos fiscais concedidas pelo governo (Decloedt, 2015).

[46] Quais sejam, os aeroportos internacionais de São Paulo (Cumbica), de Campinas (Viracopos) e de Brasília

No primeiro semestre de 2015, o governo anunciou um novo pacote de concessões, sobretudo em ferrovias, rodovias, portos e aeroportos. Trata-se da segunda versão do PIL lançado em 2012 e que deve gerar investimentos de mais de 190 bilhões, segundo estimativas do governo. O BNDES deve ter grande peso nos investimentos totais, podendo chegar a 70% do valor dos projetos de rodovias, portos e aeroportos, e até 90% no caso das ferrovias, em função do maior volume e risco dos investimentos (Peres e Simão, 2015).

Como visto, o BNDES também afirmou que deve assegurar um estímulo adicional à emissão de debêntures associadas aos projetos de infraestrutura no âmbito do PIL. Em que pese a importância dos incentivos concedidos à emissão de debêntures associados a projetos de investimento, em geral, e em infraestrutura, em particular, a questão fundamental é se os investidores que foram beneficiados por essas medidas, dentre os quais se destacam os investidores estrangeiros e os investidores nacionais pessoas físicas, irão se sentir estimulados a abrir mão da rentabilidade, liquidez e segurança dos títulos públicos e outros papeis em favor de títulos associados a projetos que ainda não foram levados a cabo. Além disso, os investidores institucionais, que poderiam ser grandes demandantes desses papeis, só podem investir em títulos de empresas de capital aberto, mas grande parte dos projetos de investimento é de empresas de capital fechado.

A Lei 12.431 também eliminou alguns dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado secundário de títulos corporativos. O mais importante deles foram distorções do sistema de tributação dos rendimentos dos papeis negociados nesse mercado. Além de eliminar a cobrança de IOF nas operações de compara e venda de títulos privados com prazo de até 30 dias, modificou-se a tributação sobre os rendimentos periódicos pagos aos investidores, estabelecendo que a negociação dos títulos fora da data de pagamento do cupom não gerará tributação adicional. Até então, um investidor que adquirisse no mercado secundário um título que pagasse rendimentos periódicos seria penalizado pela bitributação do rendimento, já que o imposto era recolhido *pro rata tempore* no momento em que o papel trocava de proprietário e novamente pelo seu valor integral na data do pagamento do cupom (Torres e Macahyba, 2012).

Finalmente, a Lei 12.431 também criou o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura e o Fundo de Investimento em Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovações. Tais fundos deverão aplicar no mínimo 90% de seus patrimônios em ativos emitidos por SPE que sejam vinculadas a projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação[47].

Além dos incentivos fornecidos pela Lei 12.431, um conjunto de iniciativas foi adotado nos últimos anos para que o BNDES estimule o financiamento privado de longo prazo via emissão de títulos corporativos no mercado de capitais. Além da revisão de suas políticas operacionais, com redução de 10% em sua participação máxima nos projetos de investimento, o banco atuou como investidor via BNDESPar. Ele aperfeiçoou as condições para a aquisição de debêntures em ofertas públicas e lançou um novo programa de aquisição de papeis. Nesse novo programa, o banco só adquire títulos com vencimento mínimo de dois anos e cujos recursos forem utilizados para reestruturação dos passivos e para a realização de investimentos.

Além disso, o banco participa do mercado de títulos corporativos como emissor de papeis desde 2006, também por meio do BNDESPar. O banco se vale dessa prerrogativa não apenas para captar recursos, mas para estimular o próprio desenvolvimento do mercado de títulos corporativos em função das características dessas emissões. Dentre essas características, destacam-se o esforço de pulverização, para contemplar o maior número de investidores possíveis, incluindo os investidores de varejo, a rentabilidade indexada a indicadores diferentes da taxa DI, para estimular a emissão de títulos que não estejam direta ou indiretamente atrelados à taxa básica de juros, e a contratação de formadores de mercado, para estimular a liquidez desses papeis por meio do desen-

[47] Criados em 2003, os Fundos de Investimento em Participações (FIP) são fundos cujos recursos sob sua administração são investidos em títulos emitidos por empresas em troca de participação do investidor no processo decisório dessas empresas. Eles investem em empresas que possuem grande potencial de crescimento. Assim, eles mantêm o investimento enquanto a companhia prospera e se valoriza, para vender a sua participação com lucros mais à frente. Regra geral, existem dois tipos principais de FIP, quais sejam, os Fundos de *Private Equity* e os Fundos de *Venture Capital*. Vale lembrar, *Private equity* é um tipo de atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que não são listadas na bolsa de valores. São constituídos de acordos contratuais privados entre investidores e gestores. Já o *Venture Capital* é o investimento na fundação de uma empresa nova ou na expansão de uma empresa pequena já existente. (Costa, 2013, 2015).

volvimento do mercado secundário. O BNDESPar é a primeira emissora de debêntures no mercado brasileiro a ter duas instituições atuando como formador de mercado (Bradesco e BB) e o segundo emissor a recorrer a esse tipo de instrumento para garantir liquidez a seus papéis (Lopes, Antunes e Cardoso, 2007).

Por fim, em 2015, foi lançado um novo modelo de crédito do BNDES, por meio do qual o governo passou a vincular o acesso a novas linhas subsidiadas do banco à captação de recursos com títulos corporativos no mercado. A medida busca incentivar o financiamento de longo prazo em um contexto de ajuste fiscal, sem a necessidade de elevar substancialmente a TJLP, já que isso elevaria os custos financeiros das empresas que já contrataram os empréstimos, o que poderia levar a renegociações e, até mesmo, inadimplências. Segundo o novo modelo, as empresas interessadas no financiamento contratam diretamente com o BNDES apenas parte do montante necessário para viabilizar o projeto de investimento. O restante é obtido via operações no mercado de capitais. A colocação dos títulos será feita por meio de oferta pública e o prazo médio deverá ser superior a 48 meses. Além das debêntures simples, a captação poderá ser realizada por meio de outros títulos de renda fixa, como títulos de cessão de crédito. Atualmente, as grandes empresas que recorrem a empréstimos do BNDES obtêm 50% dos recursos a TJLP. A proposta agora é manter os 50% do financiamento à taxa subsidiada, desde que as empresas se comprometam a levantar os outros 25% do valor pretendido com uma captação via debêntures. Os demais 25% continuarão financiados pelo BNDES à taxa de mercado. Se a empresa optar por não realizar a emissão de títulos, o banco reduzirá a parcela dos empréstimos vinculados à TJLP para 25%, enquanto os outros 75% serão concedidos a juros de mercado. Espera-se que essa medida represente uma economia de dois pontos percentuais ao ano no custo do financiamento relativamente à alternativa sem a emissão[48] (Pinheiro e Lima, 2015b, D'Agosto, 2015).

[48] O novo modelo de crédito valerá para grandes grupos econômicos, com faturamento acima de R$ 1 bilhão e que busquem empréstimos para projetos de pelo menos R$ 400 milhões no BNDES. Ele valerá também para empresa que planejem recorrer primeiramente ao mercado, por meio da emissão de debêntures, e decidam complementar o financiamento com recursos do banco. No final da primeira metade de 2015, o BNDES já possuía 18 operações de crédito em análise, com um volume estimado de emissão de debêntures de R$ 3 bilhões para a segunda metade do ano. Essas operações deverão ser as primeiras realizadas conforme o novo modelo de crédito do banco (Pinheiro e Lima, 2015c).

Diversas outras propostas além das já mencionadas surgiram para tentar estimular o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos no Brasil, dentre as quais se destaca a da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), que propôs a criação do Novo Mercado de Renda Fixa (NMRF), cujo princípio é semelhante ao Novo Mercado criado no âmbito do mercado de ações, com o objetivo de assegurar a padronização, a pulverização e a redução do valor unitário dos papeis. O atendimento dos requisitos do NMRF pela empresa emissora é validado com a concessão de um selo, cujo objetivo é dar visibilidade aos atributos diferenciados do seu ativo. Integra ainda a proposta da Anbima a criação de dois fundos voluntários e privados, a saber, o Fundo de Apoio à Liquidez e o Fundo Garantidor de Liquidez, com o objetivo de assegurar o desenvolvimento do mercado secundário desses papeis. Isso também seria feito por meio da criação do Sistema REUNE Anbima, que coleta e divulga preços das operações cursadas e ajuda a criar parâmetros de negócios para o segmento (Cidade e Corradin, 2014).

Todas essas medidas certamente tendem a contribuir para o bom desempenho do mercado de títulos corporativos nos últimos anos. Entretanto, elas não foram capazes de evitar que o mercado sofresse desaceleração em função da deterioração do cenário externo e, principalmente, interno[49]. O aumento dos juros, a aceleração da inflação, a deterioração das contas externas e das contas públicas, assim como a desaceleração econômica, desestimularam a emissão desses papeis. De fato, a concorrência dos títulos públicos e até mesmo dos títulos bancários tem prejudicado a oferta e a demanda desses papeis. Isso porque esses ativos devem oferecer rendimentos muito elevados para compensar os atributos de seus concorrentes, como a maior liquidez e o menor risco.

Deve-se ressaltar, ainda, que o comportamento do mercado de debêntures é influenciado pelo desempenho das empresas que as emitem. Por essa razão, as medidas de estímulo ao mercado de capitais devem ser acompanhadas do estímulo à competitividade dessas empresas, o que exige a implementação políticas públicas tempestivas orientadas para ganhos de produtividade[50].

---

[49] Ver indicadores macroeconômicos da Tabela A.1, do Anexo A.

[50] Em que pese a tentativa de recuperar iniciativas nesse sentido na última década, elas não foram capazes de evitar um processo de enfraquecimento da estrutura produtiva brasileira, com a perda de elos importantes, sobretudo aqueles relacionados a setores mais sofisticados, intensivos em tecnologia e, consequentemente, capazes de gerar mais produto e renda, além de melhores empregos. Muitas empresas

Ademais, embora não menos importante, tal como no caso dos títulos de dívida bancária, o mercado secundário de títulos de dívida corporativa ainda permanece subdesenvolvido, como mostra a Tabela 20. Ele apresentou crescimento, para o qual certamente contribuíram as medidas de estímulo adotadas nos últimos anos que retiraram alguns dos principais entraves ao seu desenvolvimento, mas o seu desempenho ainda permanece muito inferior ao do mercado secundário de ações e do mercado secundário de títulos de dívida pública. Isso constitui um forte obstáculo à continuidade do processo de expansão do mercado primário desses papeis.

Tabela 20: Negociação de debêntures – Volume médio diário – R$ milhões de 2014*

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Debêntures	456	408	359	602	739	768

Fonte: CVM. Elaboração própria. * * Deflator: IPCA.

Outros fatores também impõem limitações ao mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil. Esse é o caso do perfil dos papeis quanto aos seus indexadores. Do ponto de vista das empresas, esses papeis deveriam assegurar a compatibilização entre os fluxos de rendimentos esperados e os fluxos de pagamentos associados à emissão da dívida. Nesse caso, títulos prefixados ou indexados ao IPCA são mais adequados do que os títulos indexados à taxa CDI, ante a possibilidade de modulações bruscas e inesperadas nos custos de captação. A indexação das debêntures à taxa CDI é uma forma de manter a atratividade desses papeis frente às alternativas existentes no mercado de capitais brasileiro, particularmente os títulos públicos, os títulos de dívida bancária e os títulos de cessão de crédito. Mas isso é muito negativo para as empresas que emitem esses papeis, já que o risco de variações na taxa de juros é integralmente assumido por elas, tornando-as expostas a aumentos inesperadas no seu custo de suas dívidas (Oliveira, 2010).

Como mostra a Tabela 21, a maior parte das debêntures emitidas nos últimos anos foi indexada à taxa CDI, ainda que essa parcela tenha se reduzido temporariamente durante o período de queda da taxa de juros. Uma vez que a

desses setores não são capazes de competir nas mesmas condições com empresas estrangeiras não apenas dos países centrais, mas também dos países periféricos, como é o caso da China, as quais demonstram grande capacidade de inovação de produtos e processos, ocupando a maior parcela dos mercados nacional e internacional.

taxa CDI é referencial para a maioria das operações ativas e passivas dos bancos, era de se esperar que as debêntures emitidas por empresas de arrendamento mercantil controladas por essas instituições fossem majoritariamente atreladas a ela. Entretanto, também as debêntures emitidas por empresas de outros setores são, em sua maior parte, indexadas a essa taxa de juros.

Tabela 21: Composição das debêntures por indexador – % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
% do CDI	22,1	38,2	26,2	20	36,2	43,6
CDI + *spread*	58,6	53,4	52,4	61,1	44,5	47,4
IPCA	10,5	5,2	16,9	14,9	7,3	7,4
Câmbio	0,0	0,8	0,0	1,1	0,4	1,2
IGP-M	1,2	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
TJLP	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Prefixados	0,0	0,0	3,9	2,8	10,7	0,0
TR	6,6	1,1	0,1	0,0	0,9	0,4
Outros	1,0	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria.

Os prazos dos papeis emitidos também constituem outro aspecto que constrange o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil. Como mostra a Tabela 22, o prazo médio das debêntures emitidas no país nos últimos anos é de apenas 6 anos. Depois de ensaiar um aumento dos prazos nos últimos anos, com a elevação da participação das debêntures com prazos superiores a 10 anos, verificou-se um retrocesso considerável mais recentemente, com o aumento da participação das debêntures com prazos inferiores a 3 anos, de 24,9% do total para 47,3%, apenas entre 2010 e 2015. Com os papeis com prazo de 10 anos ou apenas correspondendo a apenas 8,8% em 2015.

Tabela 22: Prazo médio das debêntures no Brasil (2010-2015)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prazo médio (em anos)	5,0	5,2	6,1	5,8	5,3	3,6
Até 3 anos (% do total)	24,9	25,6	25,2	29,6	38,2	47,3
De 4 a 6 anos (% do total)	57	52,2	44,3	42	40,5	37,8
De 7 a 9 anos (% do total)	10,8	16,4	17,6	15,7	10,5	8,1
10 anos ou mais (% do total)	7,3	5,8	12,9	12,7	10,8	8,8

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria.

Dessa forma, não bastasse o fato de os papeis estarem cada vez mais atrelados às variações do CDI, eles também possuem uma maturidade ainda baixa e, além disso, cadente no período mais recente. Essa combinação torna

as condições de captação pelas empresas nesse mercado pouco atrativas. A despeito das melhoras verificadas nos últimos anos, do ponto de vista das empresas essas condições restringem a emissão de debêntures no mercado. O financiamento de projetos de investimento de longa duração implicaria um descasamento entre prazos e maturidades de ativos e passivos, o que em um cenário de elevação das taxas de juros, aumentaria o risco de liquidez e, até mesmo, de insolvência da empresa. O resultado disso se manifesta na destinação dos recursos captados por meio da emissão de debêntures, apresentado na Tabela 23.

Efetivamente, parcela crescente dos recursos captados pelas empresas foi utilizada como capital de giro e como meio para recompra ou resgate de debêntures nos últimos anos, ao passo que fração decrescente desses recursos foi destinada à reestruturação do passivo, o que inclui a transformação de dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo e o pagamento de parte ou da totalidade de compromissos assumidos. Já o aumento da fração destinada ao investimento constitui o principal avanço verificado no período e certamente está relacionado ao fato de que as debêntures incentivadas pelo governo devem estar necessariamente ligadas a projetos de investimento, em geral, e a projetos de investimento em infraestrutura, em particular, para serem elegíveis ao benefício.

Tabela 23: Destinação dos recursos captados via emissão de debêntures - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014
Aquisição de participação acionária	20,1	12,2	19,4	12	10,9
Investimento	4,5	4,6	3,7	11,9	15,1
Reestruturação do passivo	49,2	55,2	44,9	41,1	42,8
Capital de giro	18,9	22,4	18,5	14,6	20,2
Recompra ou resgate de debêntures	7,3	4,5	4,8	15,3	7,7
Outros	0,0	1,1	8,9	6,2	2,2

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria.

Por fim, tal como no caso do mercado de ações, a concentração das emissões de debêntures em poucas empresas de poucos setores é outra grande limitação do mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil e que não foi superada nos últimos anos. Como mostra a Tabela 24, apenas dez setores respondem pela quase totalidade das emissões realizadas. E, ao que tudo indica, as medidas de estímulo a esse mercado acabaram por acentuar esse processo.

De fato, a maior parte das emissões foi realizada por empresas do setor de infraestrutura, notadamente dos setores de logística, mas também de energia, telecomunicação e saneamento. Embora esse setor tenha tradicionalmente uma grande importância no total captado, é evidente que as medidas de incentivo ao mercado de títulos de dívida corporativa, somado ao avanço do processo de concessões, contribuíram para reforçar a sua importância. A maior parte das emissões de debêntures no período foi realizada sob o amparo da Lei 12. 431, sendo algumas delas realizadas por empresas relacionadas aos principais setores concedidos à iniciativa privada, como rodovias, aeroportos, portos e ferrovias. Depois das empresas do setor de infraestrutura, destaca-se a participação das empresas do setor financeiro, sobretudo de arrendamento mercantil, que, como visto, voltaram ao mercado após terem reduzido significantemente as suas captações com o fim das operações de arbitragem regulatória realizada pelos bancos para levantar recursos sem a necessidade de realizar depósitos compulsórios ou contribuir para o FGC.

Tabela 24: Destinação dos recursos captados via emissão de debêntures - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Energia elétrica	19,0	18,0	15,8	22,9	23,3	14,4
Financeiro	2,3	1,9	2,9	0,2	12,6	21,5
Transporte e logística	17,6	10,2	14,5	15,6	11,0	27,6
Comércio varejista	5,9	6,6	6,1	5,5	8,4	8,4
Empr.part.	8,9	6,4	12,2	5,1	5,9	2,1
Construção civil	18,3	12	6,3	9,3	5,5	3,8
TI e telecomunicações	12,6	12,8	9,4	8,9	5,4	0,8
Saneamento	3,5	2,8	2,7	4,2	4,9	1,6
Aviação e aeronáutica	0,0	1,7	0,1	0,5	2,9	0,9
Educação	0,5	1,4	0,2	1,0	2,2	0,0
Outros	11,4	26,2	29,8	26,6	18,1	18,9

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria.

3.2.3. Títulos de cessão de crédito

Enquanto os mercados de títulos de dívida bancária e corporativa continuam a ser os mais importantes segmentos do mercado de renda fixa no Brasil, o mercado de títulos de cessão de crédito é certamente aquele que apresentou

a maior expansão dentre os três na última década. Os títulos de cessão de crédito nada mais são do que títulos cujo rendimento é lastreado nos recebíveis decorrentes de operações de crédito de diferentes naturezas[51].

Nesse sentido, os títulos de cessão de crédito estão intimamente relacionados ao processo de "securitização" de recebíveis[52]. Grosso modo, as ações e os títulos bancários e corporativos correspondem à securitização primária, ao passo que os títulos de cessão de crédito incluem-se na chamada securitização secundária[53], dado que consistem na transformação de recebíveis em lastro de valores mobiliários passíveis de compra e venda no mercado (Maia, 2008).

No Brasil, dentre os títulos de cessão de crédito, destacam-se os imobiliário, agrícola, exportador e comercial. Existe uma grande variedade de instrumentos de cessão utilizados, mas os mais importantes são, certamente, os certificados e as letras (Torres Filho e Macahyba, 2012). Estas são emitidas pelos próprios bancos originadores do crédito. O banco vende o título, mas não retira do balanço os créditos em que eles são lastreados. Dessa forma, no caso das letras, os riscos são divididos entre o banco emissor e o investidor dos papeis. Já os certificados são emitidos pela companhia securitizadoras para os quais os bancos vendem os créditos em que esses títulos são lastreados. Assim,

---

[51] Em princípio, qualquer fluxo de receita contratado ou projetado com características conhecidas ou determináveis e que permita a avaliação de risco e retorno pode lastrear os rendimentos de um título. O principal risco desses papeis está relacionado ao nível de inadimplência dos recebíveis que servem de lastro para essas operações. Ou seja, caso os devedores não honrem os seus compromissos junto à empresa originadora, os rendimentos dos papeis lastreados nesses compromissos são afetados.

[52] De uma forma mais precisa, a securitização pode ser entendida de duas formas principais. A "securitização primária" se refere ao processo por meio do qual as empresas captam recursos via emissão de papeis vendidos diretamente aos investidores no mercado. Por sua vez, a "securitização secundária" diz respeito ao processo por meio do qual ativos originalmente não negociáveis são transformadas em ativos negociáveis no mercado.

[53] Algumas vezes, o processo de securitização secundária pode ser bastante sofisticado. Uma empresa pode vender a operação que deu origem aos recebíveis ao invés de mantê-la em seu balanço. Esse expediente é frequentemente utilizado pelos bancos como uma forma de contornar os requerimentos de capital estabelecidos pelos Acordos de Basiléia. Nesse caso, essas instituições concedem os créditos e vendem as suas carteiras para as companhias securitizadoras, que então emitem títulos lastreados nos recebíveis decorrentes daquelas operações. Com essa venda, eles obtêm recursos para conceder novos empréstimos, que podem ser reunidos e vendidos novamente, reiniciando o processo. Embora esse mecanismo possa constituir um incentivo capaz de potencializar o crédito bancário e de permitir aos bancos a concessão de empréstimos mais longos, de um lado, a possibilidade de retirá-los do balanço pode constituir um incentivo para que essas instituições assumam comportamentos mais arriscados, na medida em que tiram essas operações de seus balanços, de outro. Por isso, ao mesmo tempo em que esse processo deve ser estimulado e amplificado, ele necessita de regulação e supervisão (Borges, 2009). A experiência dos Estados Unidos, especificamente em relação à crise deflagrada em 2008, é bastante elucidativa da capacidade destrutiva desse processo, quando operado em um ambiente de baixa regulação e supervisão. Para mais detalhes, ver Borça Jr. e Torres Filho (2008) e Torres Filho (2008). Já sobre a relação entre chamado *shadow banking system* e o processo de securitização, ver Cintra e Farhi (2008).

no caso dos certificados, o risco é transferido unicamente para o investidor. Tanto as letras como os certificados são resultado do processo de securitização secundária, uma vez que, sendo títulos lastreados em operações de crédito, esses ativos acabam sendo passíveis de negociação. Entretanto, uma vez que implicam a retirada desses créditos e, portanto, dos riscos a eles inerentes, de seus balanços, os certificados representam uma forma mais sofisticada de securitização secundária comparativamente às letras, do ponto de vista da recomposição permanente da capacidade de criar empréstimos por parte dos bancos, considerando-se as limitações impostas pelo acordo de Basileia.

A Tabela 25 apresenta o estoque dos principais títulos de cessão de crédito existentes no país na última década. Verifica-se que o estoque total desses papeis aumentou de R$ 121,6 bilhões para R$ 510 bilhões somente entre 2010 e 2014. Trata-se de um crescimento significativo, embora o espaço para o crescimento se mostre extremamente amplo. Considerando a posição de 2014, os principais títulos existentes são, nesta ordem: LCI, com 31,4% do total; LCA, com 29,2% do total, tendo crescido muito em relação ao ano anterior; e CCI, com 16,9% do total. As cessões de crédito imobiliário e agrícola e, dentre eles, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Letras de Crédito Agrícola (LCA), foram criadas com o objetivo de fomentar o crédito para o agronegócio e para a habitação em 2004. Tratam-se de títulos emitidos por instituições financeiras lastreadas em créditos imobiliário e agrícola e que podem ter remuneração pré ou pós-fixada. Esses papeis não podem ser resgatados a qualquer momento pelo emissor, uma vez que eles possuem um prazo mínimo legal, mas podem ser negociados livremente em mercados secundários (Costa, 2013, 2015).

Dentre os principais emissores das LCI e das LCA no país nos últimos anos, destacam-se os bancos públicos e, mais especificamente, a CEF e o BB. Isso não é surpreendente. Em primeiro lugar, porque embora os bancos privados também tenham aumentado a sua captação por meio da emissão de LCI e LCA, eles foram mais conservadores na concessão de novos empréstimos no período mais recente, de modo que esse aumento das emissões dessas letras foi puxado pelos bancos públicos, para fazer frente ao forte aumento de suas carteiras de crédito. E, em segundo lugar porque, para emitir esses papeis lastreados, os bancos precisam ter créditos imobiliário e agrícola em suas carteiras, respectivamente, sendo que CEF se destaca na primeira e BB na segunda modalidade.

Tabela 25: Estoque de títulos de cessão de crédito - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014
Total (R$ milhões de 2014)	150.413	208.350	241.400	301.717	496.638
LCA	10,8	10,7	10,1	10	29,2
LCI	24,1	26,1	28,3	33,2	31,4
CCI	20	24,4	24,2	22,8	16,9
CRI	15,6	15,5	15,2	15,6	10,9
CCB	14,9	12,6	11,2	9,2	6,9
NCE	8,2	5,7	5,9	4,6	2,2
Outros	6,4	5,0	5,1	4,8	2,5

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria.

Além do contexto externo e interno bastante favoráveis, esses papeis passaram a possuir uma série de características que acabaram por estimular esses instrumentos de captação de recursos pelos bancos no período. Em primeiro lugar, a LCI e a LCA não estão sujeitas a recolhimentos compulsórios, de modo que restam aos bancos emissores mais recursos para realizar outras operações para a mesma quantidade de recursos captados por outros instrumentos mais tradicionais, como os CDBs. Em segundo lugar, esses papeis estão majoritariamente atrelados à taxa CDI, mas ao contrário de outros papeis, a sua remuneração é normalmente inferior a essa taxa. Em terceiro lugar, essas letras estão protegidas pelo FGC para aplicações de até R$ 250 mil em caso de falência do banco emissor. Finalmente, em quarto lugar, elas receberam isenção de IR sobre rendimentos periódicos e na venda ou resgate dos títulos para pessoa física residente e para investidores estrangeiros[54] (Cutait, 2014; Seabra, 2015a).

Dessa forma, do ponto de vista dos bancos emissores, os principais incentivos das LCI e LCA são a não necessidade do recolhimento do depósito compulsório e uma remuneração menor que a taxa CDI. Já do ângulo do investidor, os principais incentivos são a isenção de IR e a garantia do FGC. Com essas características, essas Letras foram capazes de atrair não apenas os grandes emissores, mas também os pequenos, na medida em que elas possuem grande

[54] Vale lembrar, os principais tributos em vigor no mercado de títulos de cessão de crédito são o IR e o IOF. O IR incide sobre os rendimentos periódicos e na venda ou resgate com alíquotas entre 22,5% e 15% continua sendo válido para as pessoas jurídicas residentes, já que pessoas físicas residentes e investidores estrangeiros estão isentos. Já o IOF continua sendo válido apenas para LCI para investidores residentes para aplicações inferiores a 30 dias. A alíquota sobre o valor de resgate diminui de acordo com o número de dias restantes para o término dos primeiros 30 dias de aplicação (Anbima, 2011).

aceitação no mercado de varejo, inclusive porque não há um valor unitário mínimo legal. Os bancos emissores podem decidir livremente qual é esse valor. Em geral, enquanto as LCIs exigem aplicação mínima de R$ 10 mil, as LCAs exigem aplicação mínima de R$ 100 mil.

No primeiro semestre de 2015, entretanto, novas medidas foram adotadas no mercado de títulos de cessão de crédito, as quais afetaram as LCIs e, principalmente, as LCAs. Para as duas letras, o governo aumentou o prazo mínimo de resgate das aplicações para 90 dias. Antes, inexistia prazo mínimo, no caso das LCAs, e ele era de 60 dias, no caso das LCIs. Objetivou-se, com isso, eliminar a assimetria na atratividade das duas letras decorrente do fato de que as LCAs, ao contrário das LCI, possuíam liquidez diária. Além disso, o governo também atrelou a totalidade da aplicação dos recursos captados pelos bancos por meio de LCA em operações de crédito ao agronegócio. Até então, os bancos podiam utilizar esses recursos livremente, desde que os títulos fossem lastreados em recebíveis associados a créditos ao agronegócio. A regra prevê um período de transição de um ano, durante o qual os bancos poderão usar 50% dos recursos captados livremente (Pinheiro e Marques, 2015).

Essas medidas, conjugadas a um contexto externo e interno cada vez mais desfavorável, reduziram o ritmo de crescimento da oferta e da demanda por LCI e LCA no período mais recente. Há, inclusive, dificuldades técnicas para a emissão de novos papeis, em função da falta de recebíveis que sirvam de lastro a essas operações. De fato, diante da forte redução dos créditos agrícolas e imobiliários levada a cabo não mais apenas pelos bancos privados, mas agora também pelos bancos públicos diante do rigoroso ajuste monetário e fiscal iniciado em 2015, tornou-se cada vez mais difícil estruturar as letras. O recuo das LCAs e das LCIs, que haviam crescido rapidamente nos últimos anos, explica o crescimento relativo de outros mecanismos mais tradicionais de captação de recursos pelos bancos mais recentemente, como é o caso dos CDBs e também das LFs (Seabra, 2015b).

Dentre os demais títulos de cessão de crédito, destacam-se os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), isto é, títulos pré ou pós-fixados emitidos por companhias securitizadoras. Ao contrário das letras, no caso desse certificado os bancos realizam operações de crédito imobiliário e vendem a essas

companhias, que então emitem papeis com rendimentos proporcionais ao fluxo de caixa gerado pela quitação desses créditos e os submetem à avaliação de agências classificadoras de risco. Os tomadores do financiamento efetuam o pagamento ao banco originador do crédito, que então os repassa à securitizadora. Esses recursos são, então, utilizados para o pagamento dos investidores dos CRIs. Esses papeis podem ser baseados em empreendimentos performados e não-performados[55]. Sua emissão cresceu consideravelmente diante da expansão do crédito habitacional nos últimos anos, sobretudo no âmbito do programa Minha Casa, Minha Vida do governo federal (Freitas, 2012).

Do ponto de vista dos emissores, os principais incentivos dos CRI é que eles não estão sujeitos à necessidade do recolhimento do depósito compulsório, possuem prazos médios maiores, que podem chegar a até 30 anos, sendo que os menores são de 3 anos, e remuneração majoritariamente atrelada a índices de preços, ao invés da taxa DI. Já do ponto de vista do investidor, os principais incentivos são a isenção de IR para pessoas físicas e investidores estrangeiros.

Em que pese a importância dessas vantagens dos CRI para os emissores e investidores, esses papeis também apresentam desvantagens. Embora apresentem valor unitário livremente pactuado entre as partes, ele é destinado principalmente a investidores mais qualificados, o que significa aplicações iniciais de R$ 300 mil, o que reduz a sua atratividade aos pequenos investidores. Além disso, não apresentam a proteção do FGC. Por fim, esses papeis apresentam mercados secundários menos desenvolvidos que os demais títulos de captação de recursos pelos bancos. Tudo isso ajuda a explicar porque eles não são os substitutos naturais das LCI e das LCA diante das últimas medidas adotadas pelo governo e que enfraqueceram o ritmo de crescimento do mercado desses papeis.

Para isso, ainda contribuíram as medidas adotadas pelo governo no primeiro semestre de 2015 para evitar uma contração ainda maior do crédito imobiliário. O BCB anunciou a liberação de parte dos depósitos compulsórios para o financiamento imobiliário. Entretanto, juntamente com essa medida, foram endurecidas as regras que obrigam os bancos a direcionar parte dos depósitos

[55] Empreendimentos performados são aqueles imóveis já concluídos, ao passo que empreendimentos não performados estão relacionados a imóveis que serão construídos ou que estão em construção.

de poupança para esse tipo de operação. Agora, apenas os CRI com lastro em financiamentos realizados no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) poderão ser usados para atender o nível mínimo estabelecido. Anteriormente, era permitido o uso de papeis com lastro em qualquer financiamento imobiliário, e não apenas em crédito do SFH[56] (Marques, 2015).

Outro instrumento bastante popular além das letras e certificados associados ao processo de securitização secundária no mercado financeiro brasileiro são os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Esses fundos caracterizam-se pela obrigação de aplicar pelo menos 50% de seus recursos em aquisição de direitos creditórios. Dessa forma, os próprios fundos realizam o processo de securitização, adquirindo recebíveis da empresa originadora e transformando esses recebíveis em lastro para o pagamento dos cotistas. De fato, os FIDC só captam recursos mediante distribuição de cotas cuja remuneração e resgate estão atrelados apenas ao desempenho dos ativos integrantes do fundo. Eles normalmente possuem duas classes de cotas, para efeito de prioridade na amortização e no resgate, sendo que as cotas não-subordinadas têm prioridade em relação às cotas subordinadas. Dessa forma, as cotas subordinadas acabam funcionando como uma garantia às cotas não-subordinadas. Para compensar o seu maior risco, elas tendem a apresentar um rendimento mais elevado. As cotas podem ser adquiridas apenas por investidores qualificados, ou seja, que possuem mais de R$ 300 mil em aplicações, e o valor unitário mínimo é de R$ 25 mil. Isso torna esses investimentos menos acessíveis ao mercado de varejo (Costa, 2013, 2015; Freitas, 2012).

A questão fundamental, portanto, é que a venda de recebíveis para esses fundos pode ser mais uma estratégia para que as empresas obtenham recursos no mercado e que é alternativa aos instrumentos tradicionais de captação, como as ações e os títulos de dívida. E, nesse caso, não apenas instituições

[56] Isso eliminou os incentivos que permitiam aos bancos destinarem menos recursos para esse fim e que tinham como origem a Resolução n. 3.932, de 2010, por meio da qual o BCB autorizou as instituições financeiras integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) a computar os créditos securitizados no cálculo dos 65% dos recursos captados em depósito de poupança que devem ser necessariamente direcionados para o financiamento imobiliário. Nesse caso, tais créditos seriam mantidos em sua totalidade no balanço do banco no primeiro mês subsequente à cessão e, a partir do segundo mês, seriam deduzidos à base de 1/36 por mês. Isto é, a medida permitia que o banco, ao vender o crédito imobiliário, não tivesse que retirar o valor desse crédito do cálculo do direcionamento dos depósitos de poupança. Assim, as instituições financeiras do SBPE poderiam levantar recursos para a concessão de novos créditos por meio da securitização dos créditos imobiliários em carteira sem descumprir a exigibilidade dos depósitos de poupança.

financeiras podem fazer isso, mas também empresas dos mais diversos setores de atividade, como comercial, industrial, imobiliário etc., que vendem a esses fundos cheques e duplicatas, por exemplo, em troca de recursos para as suas operações. Evidentemente, como os papeis são lastreados em créditos diversos, o risco associado a essas aplicações é maior do que outras operações mais tradicionais, em função do perfil dos devedores das empresas originadoras.

A Tabela 26 apresenta as emissões de quotas de FIDC realizadas nos últimos anos no Brasil. Essas emissões cresceram fortemente até 2011, beneficiando-se do período de crescimento da economia e, consequentemente, das operações de crédito realizadas por empresas e bancos. Entretanto, desde então, as captações de recursos por meio desse mecanismo se reduziram consideravelmente, permanecendo praticamente estagnadas.

Tabela 26: Emissões de quotas de FIDC – R$ bilhões de 2014*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Quotas de FIDC	17,6	13,5	17,3	20,0	7,0	6,4	6,0

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Renda Fixa). Elaboração própria. * Deflator: IPCA.

A deterioração dos principais indicadores econômicos certamente contribuiu para isso, mas não foi o único fator. Isso porque outros fatores tornaram menos interessante a captação de recursos por meio desses fundos. Além do aumento das taxas cobradas pelos investidores após os problemas envolvendo os fundos do banco Cruzeiro do Sul e do banco BVA, por exemplo, as mudanças nas regras dos FIDC estabelecidas pela CVM, por meio da Instrução n. 531, de 2013, aumentaram as exigências em relação ao produto e forçaram a adequação dos emissores potenciais. A instrução buscou trazer maior transparência ao mercado, para evitar os problemas envolvendo os produtos verificados nos casos dos bancos que sofreram intervenção do BCB. Ela permitiu a acumulação de funções de administração e custódia do fundo por uma mesma instituição, tendo definido claramente quais são as atividades do administrador e do custodiante, o que não existia até então (Bruno, 2013).

4. Investidores institucionais no Brasil

Como visto, em uma economia capitalista, o crescimento econômico depende não apenas da decisão de investir, mas também de um sistema financeiro

capaz de acomodar as demandas por *finance* e *funding*. De fundamental importância nesse processo é o desenvolvimento do processo de securitização, dado que ela permite a captação de recursos por meio da venda de títulos no mercado por bancos e empresas. E, nesse âmbito, os investidores institucionais podem cumprir papel altamente relevante, pois têm a capacidade de demandar grande quantidade de ativos. De fato, em razão da massa de riqueza mobilizada por esses atores, de um lado, e do perfil de seus passivos, estável e de longa duração, de outro, a captação dos recursos por meio da venda de ações e títulos a esses investidores pode ocorrer em condições mais vantajosas, em termos de volume, custos e prazos, relativamente a outros participantes do mercado de capitais.

Entrementes, os investidores institucionais devem ser entendidos como organizações responsáveis pela gestão financeira de montantes expressivos de recursos, de maneira aglutinada ou coletivizada, e representam, atualmente, parcela substantiva da riqueza global sob a forma de títulos financeiros, ativos imobiliários e outras modalidades de investimento, particularmente de natureza financeira. São três os principais tipos de investidores institucionais, a saber, os fundos de previdência complementar, os fundos de investimento e as companhias seguradoras. Em geral, o ímpeto para o desenvolvimento dos investidores institucionais ocorreu, primeiro, nos países em que os mercados de capitais eram mais desenvolvidos, a regulação e a supervisão menos rigorosas e a os incentivos fiscais mais importantes e, depois, nos países em que o mercado de crédito era o protagonista dos sistemas financeiros, a regulação e a supervisão eram mais rigorosas e os incentivos fiscais menos importantes. Além disso, os investidores institucionais se desenvolveram antes nos países centrais e depois nos países periféricos, entre eles, o Brasil.

Ao concentrarem boa parte do volume de recursos em circulação nos mercados financeiros globais, os investidores institucionais apresentam-se como protagonistas da economia contemporânea (Gutmann, 2008). De fato, a relevância desses atores nas últimas décadas tem sido destacada por inúmeros autores das mais variadas correntes teóricas[57]. A partir do esfacelamento do regime de Bretton Woods ao longo da década de 1970, criou-se um ambiente

[57] Ver, por exemplo, Coutinho (1995), Chesnais (1998), Gillan e Starks (2000), Sauviat (2005) e Dore (2008).

no qual se funda uma nova forma de definição, gestão e realização da riqueza capitalista, centrada nos ativos financeiros e nos mecanismos que permitem sua contínua avaliação e negociação (Braga, 1998, 2000). Esse contexto ensejou a ascensão de instituições concentradoras de parcela substancial da riqueza, capazes de exercer papel importante na dinâmica econômica enquanto um grande *player* no cenário doméstico e internacional, ao lado dos Bancos Centrais e dos próprios Estados Nacionais[58].

Tal como convém a uma economia em que os atores são movidos pelo desejo de acumular riqueza sob a forma monetária, em um contexto em que prevalece a incerteza em relação ao futuro, os investidores institucionais tendem a direcionar os seus recursos para os ativos que assegurem o maior retorno e o menor risco. Em outros países, os retornos oferecidos pelas ações e títulos de dívida privada são suficientemente atraentes para compensar os seus riscos e, assim, atrair a atenção desses investidores. No Brasil, isso não acontece. De fato, a existência de um ativo capaz de assegurar, simultaneamente, altos níveis de liquidez e rentabilidade a um só tempo fez com que esses investidores direcionassem os seus recursos preponderantemente para títulos públicos. Com isso, eles deixam de cumprir o papel central que poderiam exercer, qual seja, o de viabilizar a conclusão do circuito *finance-funding*. Isso mostra que a mera existência de investidores institucionais de modo algum significa o desenvolvimento automático de um sistema financeiro funcional ao desenvolvimento. Ele é o resultado de condições bastante específicas e que podem ser influenciadas por meio de políticas públicas e institucionalidades apropriadas.

Diferentes iniciativas têm sido adotadas em todo o mundo para estimular o direcionamento da riqueza administrada pelos investidores institucionais para os ativos que viabilizem a expansão do investimento em bases sustentáveis, sobretudo para pequenas e médias empresas e para setores estratégicos, como de infraestrutura e de alta tecnologia. Essas iniciativas se concentram, sobretudo, no âmbito da regulação e da supervisão, bem como no da tributação[59].

---

[58] Para maiores detalhes acerca da dinâmica macroeconômica suscitada pela financeirização enquanto padrão sistêmico de riqueza tal como acima definido, ver Coutinho e Belluzzo (1998).

[59] Nos últimos anos, a OCDE tem realizado estudos que buscam compreender a atuação dos investidores institucionais e sugerir medidas que visem ampliar seu papel no financiamento de longo prazo, particularmente nas economias em desenvolvimento, nas quais sua importância tem sido reduzida. Ver, por exemplo, Della Croce, Stewart e Yermo (2011), OCDE (2013), Della Croce (2014) e Inderst e Stewart (2014).

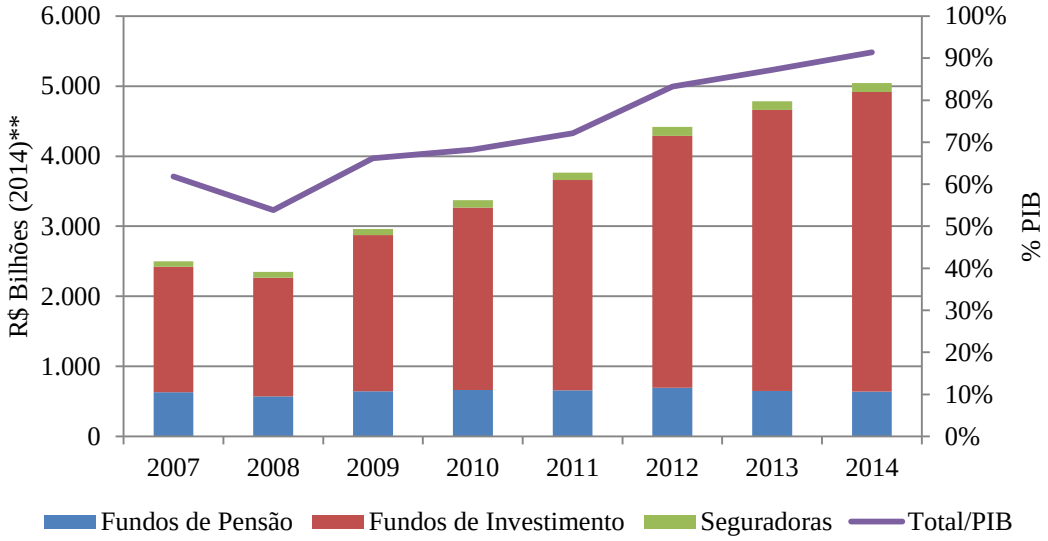
Nos países centrais, essas políticas são mais comuns onde esses investidores se desenvolveram primeiro, ou seja, nos países anglo-saxões, como os Estados Unidos e o Reino Unido e, principalmente, a Austrália e o Canadá[60]. Mas elas também têm ganhado força nos países em que eles surgiram mais recentemente, como os da Europa continental e o Japão. Se nas economias desenvolvidas essas iniciativas são importantes, nas economias não-desenvolvidas, tais como a brasileira, elas são imprescindíveis, uma vez que os projetos de investimentos que elas são capazes de viabilizar são essenciais para o desenvolvimento.

4.1. Dimensão e alocação da riqueza financeira: investidores institucionais

O Brasil tem acompanhado a tendência observada em diversas economias do mundo no que diz respeito à relevância do volume de recursos mobilizado pelos investidores institucionais. Como pode ser verificado no Gráfico 15, é crescente a fração da riqueza detida pelos investidores institucionais na economia brasileira. De pouco menos de R$ 2,5 trilhões, em 2007, a soma das carteiras dos fundos de pensão, dos fundos de investimento e das seguradoras saltou para aproximadamente R$ 5 trilhões em 2014, valor equivalente a 91% do PIB do Brasil. Embora as carteiras dos fundos de pensão e das seguradoras tenham se elevado no período, o movimento decorreu, sobretudo, do crescimento dos fundos de investimento, cujos ativos aumentaram de R$ 1,8 trilhão para R$ 4,3 trilhões entre 2007 e 2014, um aumento real de quase 140%.

[60] É notável, por exemplo, as iniciativas dos governos australiano e canadense para incentivar o direcionamento dos recursos dos fundos de pensão para projetos de investimento em infraestrutura, via aquisição de ações e títulos de dívida de empresas ligados a esses projetos. Tendo início em meados dos anos 1990, a experiência desses países foi pioneira nesse âmbito. Hoje eles possuem o maior volume de recursos dos fundos de pensão destinados a projetos de infraestrutura em todo o mundo. De fato, enquanto a parcela dos recursos dos fundos de pensão destinados a esses projetos é raramente superior a 1%, na Austrália e no Canadá ela é muitas vezes superior a 10% do total. Sobre a experiência canadense e australiana e outras, ver Inderst (2009) e Inderst e Della Croce (2013).

Gráfico 15: Evolução das carteiras consolidadas dos investidores institucionais no Brasil (2007-2014)*



Fonte: Abrapp, Cemec (2014) e Economática. Elaboração própria. *2014=junho para as Seguradoras e 2014=dezembro para os Fundos de Pensão e Fundos de Investimento. ** Deflator: IPCA.

A importância desse volume de recursos não deve ser menosprezada, particularmente considerando a problemática do financiamento privado de longo prazo no Brasil. Considerando a magnitude dos recursos que administram e a maturidade dos passivos os investidores institucionais surgem como potenciais instrumentos tanto para a consolidação financeira das dívidas contraídas para a realização do investimento (*funding*) como para a constituição de um sistema financeiro dinâmico envolvendo o entrelaçamento entre bancos e mercados monetário e de capitais (*Market Based Banking*). Isso porque essa massa de riqueza pode ser direcionada para a aquisição de ações, títulos de dívida corporativa e títulos de cessão de crédito, servindo para viabilizar os processos de securitização primária e secundária. No entanto, não parece ter sido esse o papel exercido preponderantemente por essas instituições no Brasil no período recente.

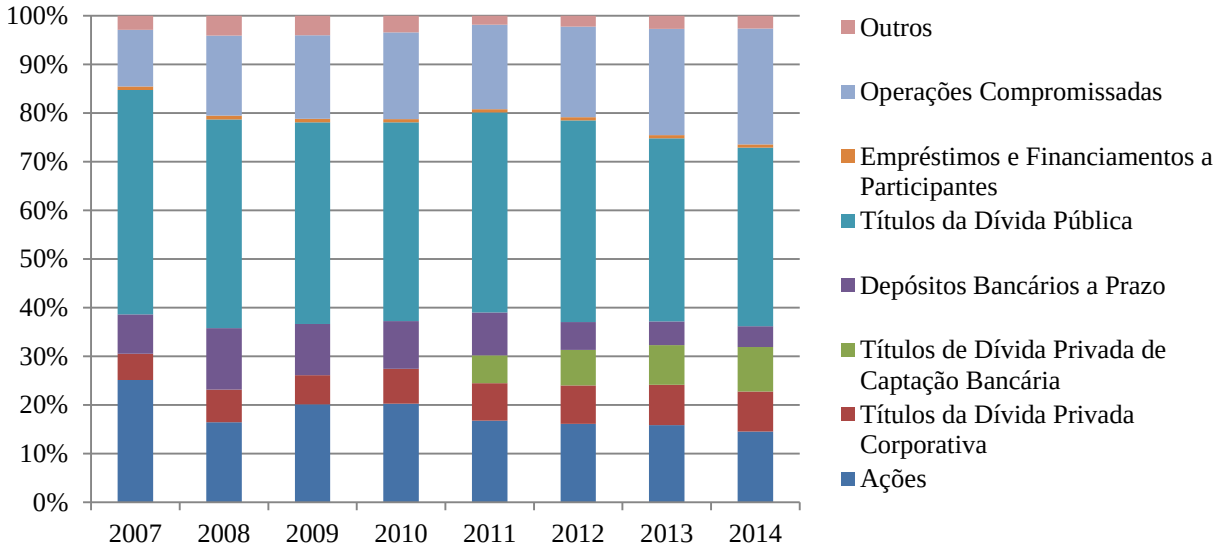
Como mostra o Gráfico 16, parcela substantiva da riqueza financeira gerida pelos investidores institucionais no Brasil se encontra alocada em títulos públicos e operações compromissadas[61]. Quase 60% da carteira dos investidores

[61] As operações compromissadas correspondem à compra (ou venda) de títulos com compromisso de revenda (ou recompra) de títulos em uma data futura, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos. São utilizadas pelo Banco Central, em suas operações de mercado aberto, para viabilizar o alcance da meta para a taxa Selic. Ainda que no período mais recente o Tesouro Nacional tenha reduzido a parcela da dívida pública mobiliária federal interna atrelada à Selic, os investidores, por meio das operações compromissadas, conseguem a rentabilidade da taxa básica de juros ao mesmo tempo em que se mantêm líquidos. Para mais detalhes, ver Lopreato (2014) e Box 4 deste relatório.

institucionais corresponde à aplicação papeis da dívida pública. Tal fenômeno sugere que as diversas iniciativas orientadas para a dinamização do mercado de capitais no Brasil nos últimos anos – particularmente no que se refere ao segmento de renda fixa –, embora relevantes, não foram capazes de alterar a tendência estrutural da alocação da riqueza financeira dos investidores institucionais na economia brasileira.

A seguir, discute-se mais detalhadamente o perfil das aplicações dos principais investidores institucionais no Brasil no período recente.

Gráfico 16: Composição das carteiras consolidadas dos investidores institucionais no Brasil (2007-2014)*



Fonte: Cemec (2014). Elaboração própria. *2014=junho.

4.2. Dimensão e alocação da riqueza financeira: fundos de pensão

A previdência complementar é um benefício opcional, que proporciona aos participantes um seguro previdenciário adicional, suplementar ao sistema de previdência básico. Em síntese, corresponde a uma aposentadoria contratada pelo indivíduo para garantir uma renda extra no período de inatividade e/ou necessidade[62]. Os valores dos benefícios são aplicados pela entidade gestora, com base em cálculos atuariais (MPA, 2015).

[62] Com a redução da participação do Estado no provimento de bens e serviços básicos a partir dos anos 1970, o acelerado envelhecimento da população e o aumento na expectativa de vida, o crescimento da previdência complementar tornou-se um fenômeno mundial. Na tentativa de ao menos manter o padrão de vida corrente e considerando as limitações do regime geral de previdência, parcela crescente da população tem se apoiado na previdência complementar. No Brasil, o crescimento está relacionado, ademais, ao processo de estabilização de preços a partir do Plano Real.

O sistema de previdência complementar é composto por duas modalidades, a saber, a previdência aberta e a previdência fechada. A previdência complementar aberta consiste em entidades constituídas unicamente sob a forma de sociedades anônimas e têm como objetivo instituir e operar planos de benefícios de caráter previdenciário concedidos em forma de renda continuada ou pagamento único, acessíveis a quaisquer pessoas físicas (BCB, 2015). Uma vez que a aplicação em fundos abertos corresponde a uma forma de investimento financeiro entre várias outras disponíveis ao detentor de riqueza, os passivos dessa modalidade costumam apresentar prazos mais curtos em relação à previdência fechada.

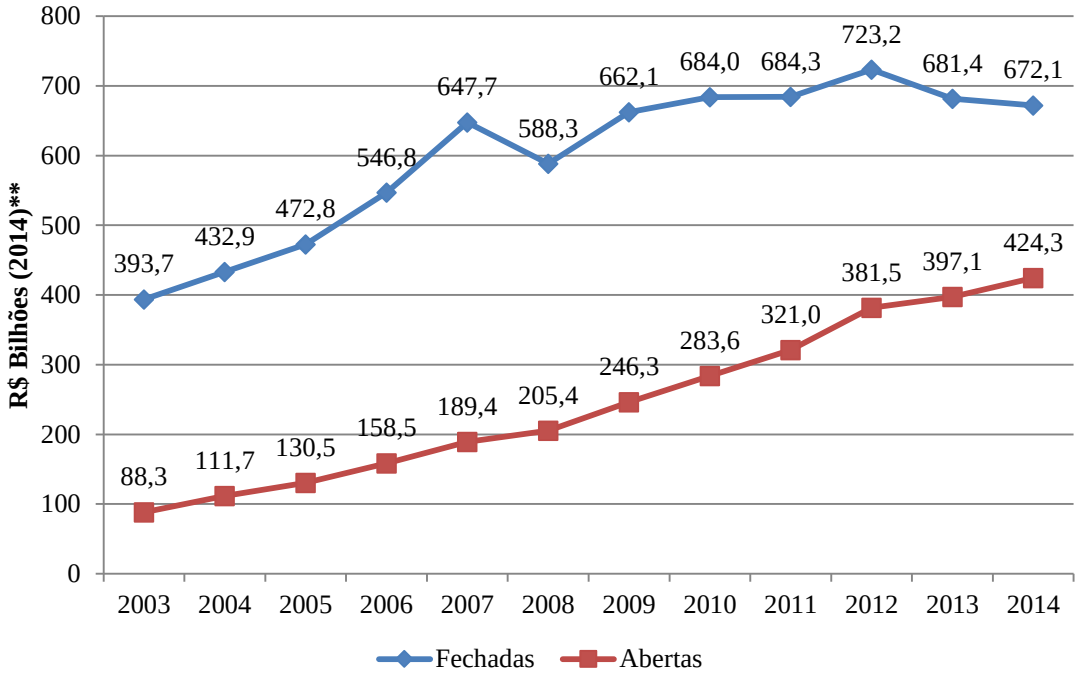
A previdência fechada, por sua vez, é composta pelos chamados fundos de pensão, organizações sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos e acessíveis, exclusivamente, aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas ou aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores ou aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores (BCB, 2015)[63]. Por possuírem um perfil de passivos de prazo mais longo, as entidades fechadas de previdência complementar estão potencialmente aptas a carregar ativos também de longo prazo e, assim, acomodar adequadamente a demanda por *funding* das empresas.

Ademais, conforme se observa no Gráfico 17, apesar do acelerado crescimento do volume da carteira das entidades abertas a partir de 2003, os fundos de pensão ainda detêm parcela expressiva do conjunto de aplicações da previdência complementar. De fato, em 2014, a carteira dos fundos de pensão correspondeu a aproximadamente 1,59 vez a carteira das entidades abertas, totalizando R$ 672 bilhões. Entre 2003 e 2014, a carteira consolidada das entidades de previdência complementar apresentou um aumento real de 70%. As entidades de previdência aberta apresentaram um crescimento real ainda mais expressivo, de 382%[64].

[63] Para maiores detalhes acerca da organização e supervisão dos fundos de pensão no Brasil, ver Schwarzer (2009).

[64] O rápido crescimento das entidades abertas de previdência complementar, que vem desde meados dos anos 1990, resulta sobretudo das reformas de seguridade social para trabalhadores do setor privado implementadas nesse período e da definição de incentivos fiscais para os participantes, como a postergação do pagamento de impostos para a aposentaria (OCDE, 2005, p. 108).

Gráfico 17: Evolução das carteiras consolidadas das entidades fechadas e abertas de previdência complementar (2003-2014*)



Fonte: Abrapp e Fenaprevi. Elaboração própria. *2014=dezembro para as entidades fechadas e outubro para as entidades abertas. ** Deflator: IPCA.

Destarte, tanto pelo volume como pela natureza do passivo que apresentam, a avaliação dos fundos de previdência complementar nesta subseção se concentrará nos fundos de pensão[65].

As entidades fechadas, por seu turno, apresentam três tipos de plano de previdência que, em última instância, define o perfil do seu conjunto de ativos e passivos: benefício definido; contribuição definida; contribuição variável.

No plano de benefício definido o participante sabe, desde o início, o quanto receberá no futuro e sua contribuição reflete esse valor. Nesse caso, o valor da contribuição a ser investida resulta do desembolso futuro com os benefícios capitalizados a partir de uma taxa de desconto – tomando como referência variáveis como evolução salarial e tempo de serviço. Desse modo, o fundo de pensão carrega o risco de mercado, uma vez que os investimentos realizados podem não ser suficientes para pagar os benefícios preestabelecidos. Assim, abre-se espaço para uma postura menos conservadora dos fundos de

[65] Os fundos de previdência complementar abertos, em virtude da sua forma de operação, serão incluídos juntos aos demais fundos de investimentos.

pensão dessa modalidade na medida em que potenciais prejuízos recaem sobre o fundo fazendo com que busquem maior rentabilidade na gestão da carteira.

No plano de contribuição definida, por seu turno, o participante contribui com um valor previamente acordado, mas o valor do benefício será proporcional ao que for acumulado e capitalizado ao longo do tempo. Nessa modalidade, o participante carrega o risco de mercado, posto que o benefício será proporcional à rentabilidade do fundo de pensão. Assim, espera-se que os fundos de pensão adotem estratégias de aplicação mais conservadoras, na medida em que procurem reduzir a possibilidade de perda dos participantes[66].

Por fim, o plano de contribuição variável combina aspectos dos dois anteriores: por um lado, durante a contribuição, não há garantia do valor a ser futuramente auferido, como no caso da contribuição definida; por outro lado, no recebimento, o benefício é fixo e será garantido por um índice de correção, como a inflação, como no caso do benefício definido. Considerando a forma de gestão do portfólio, essa modalidade se aproxima do plano de contribuição definida.

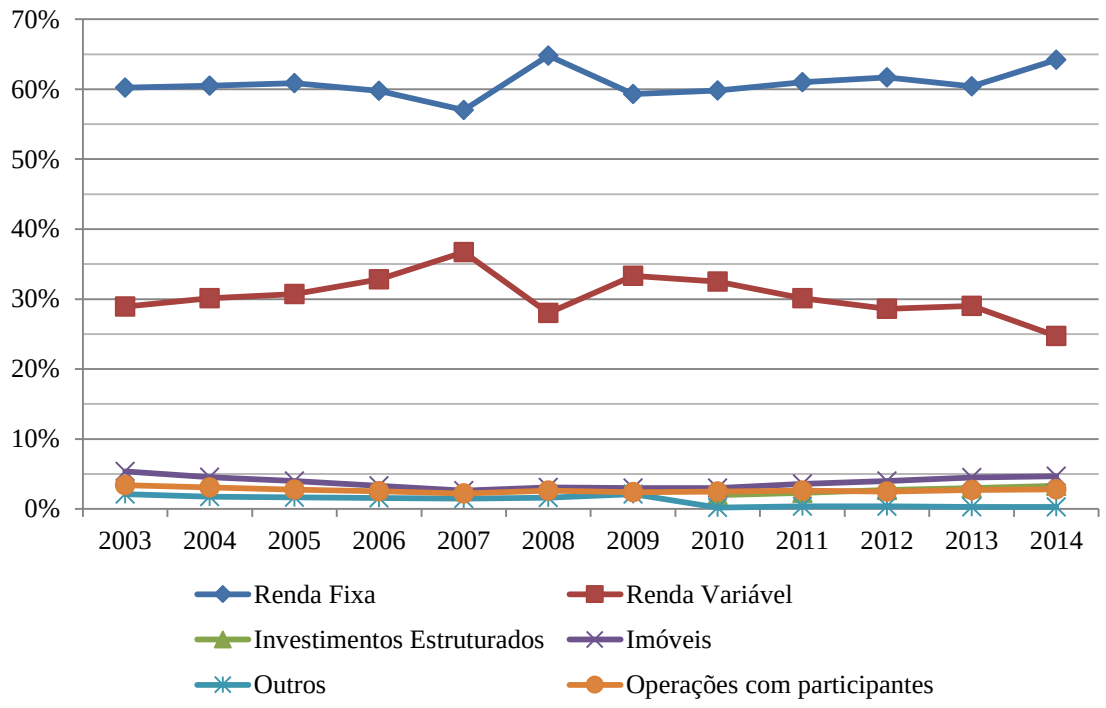
No Brasil, os fundos de benefício definido são mais antigos, sobretudo patrocionados por empresas estatais, e respondem por parcela significativa da carteira do segmento. Segundo dados da Abrapp, em dezembro de 2014, fundos de benefício definido detinham 71% da carteira agregada, enquanto os fundos de contribuição definida e contribuição variável respondiam por 9,7% e 19,3%, respectivamente. Além disso, o mercado brasileiro de fundos de pensão é bastante concentrado. Os cinco principais fundos, em termos de volume da carteira, são todos do plano de benefício definido e correspondem a aproximadamente 42% do total: Previ (R$ 160 bilhões); Petros (R$ 53 bilhões); Funcef (R$ 47 bilhões); Sistel (R$ 12 bilhões); e Real Grandeza (R$ 11 bilhões).

Como mostra o Gráfico 18, as carteiras dos fundos de pensão no Brasil são bastante expostas em títulos de renda fixa. A tendência de queda na participação da renda fixa no período 2003-2007 – sobretudo pelo ambiente de estabilidade, taxas de juros declinantes e crescimento do mercado de ações a partir de 2005 – reverteu-se a partir de 2009, fazendo com que as aplicações em renda fixa atingissem 64% em 2014, ante 57% em 2007. Movimento contrário

[66] Ver, também, Oliveira, Cioffi e De Conti (2015).

ocorreu nas aplicações em renda variável. De fato, o ambiente de maior incerteza que passou a prevalecer a partir da deflagração da crise global em 2008, bem como a subsequente exacerbação da crise da zona do euro, fez com que a alocação da riqueza em ações e outros títulos financeiros associados à renda variável tornarem-se cada vez menos atrativa frente à segurança e rentabilidade dos títulos públicos brasileiros. Esse mesmo contexto, por sua vez, permite compreender a elevação da parcela dos recursos dos fundos de pensão aplicados em imóveis – ativos caracteristicamente associados à proteção contra a incerteza, bem como em virtude de apresentarem forte valorização no período.

Gráfico 18: Composição da carteira consolidada dos fundos de pensão (2003-2014)



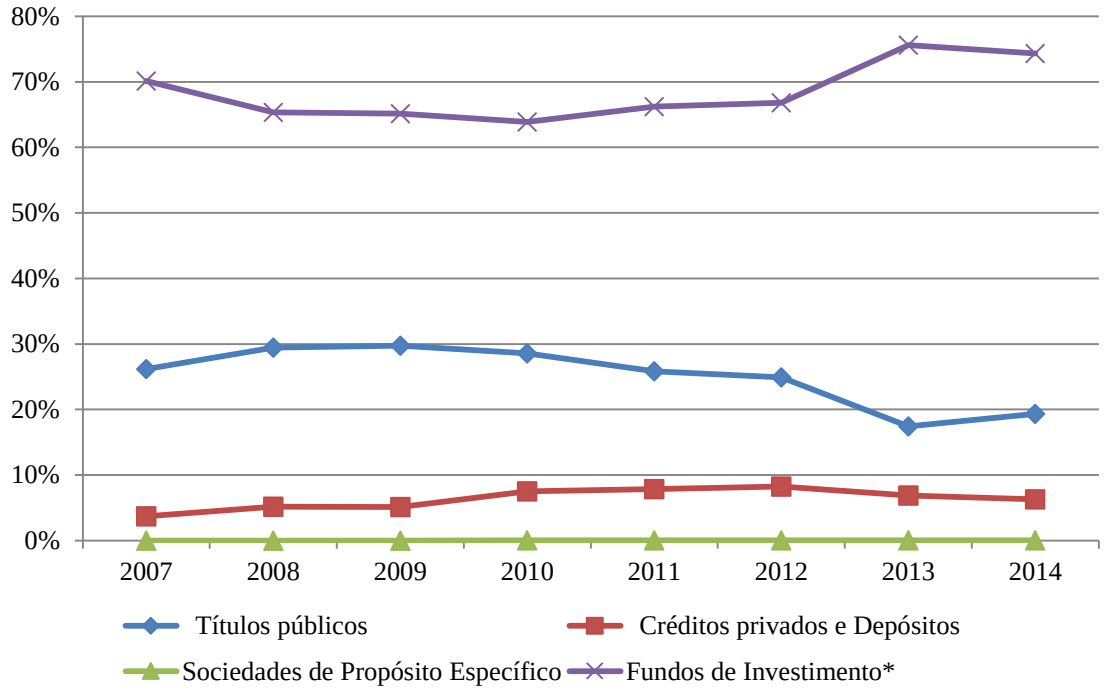
Fonte: Abrapp. Elaboração própria.

Entre os ativos correspondentes à renda fixa, nota-se que a parcela diretamente aplicada em títulos públicos recuou a partir de 2010, embora represente ainda cerca de 20% do total dessa categoria (Gráfico 19). Esse declínio reflete uma pequena elevação dos créditos privados e depósitos, mas, sobretudo, o crescimento dos recursos aplicados em fundos de investimento. Ainda que uma avaliação mais precisa acerca da fração que compõe os investimentos em ativos de renda fixa exija conhecer as carteiras geridas pelos fundos de investimento nos quais os fundos de pensão aplicam, pode-se afirmar que

grande parte desses recursos estão alocados títulos da dívida pública. Isso porque, conforme será verificado na seção seguinte, parcela expressiva das carteiras dos fundos de investimento é composta por títulos públicos.

Convém observar que a conduta recente dos fundos de pensão não parece constrangida pela legislação relacionada aos limites de aplicação de recursos por modalidade de investimento. De acordo com as limitações estabelecidas pela Resolução n. 3.792 do Conselho Monetário Nacional (CMN), sintetizadas no Quadro 1, há espaço relativamente amplo para a aplicação em créditos privados e ativos de renda variável, que potencialmente fomentam o *funding* privado[67].

Gráfico 19: Composição da parcela aplicada em renda fixa pelos fundos de pensão (2003-2014)*



Fonte: Abrapp. Elaboração própria. * Inclui Curto Prazo, Referenciado, Renda Fixa, Multimercado, Cambial e Fundo de Investimento em Direitos Creditórios.

De fato, os limites de 80% para créditos privados e de até 70% para ativos do segmento de renda variável são razoavelmente elevados, possibilitando uma estratégia distinta da atualmente seguida para a alocação da riqueza

[67] Quanto à exposição em relação a determinado emissor, essa resolução foi marginalmente modificada pela Resolução n. 4.275 de 2013 no que se refere ao limite da participação dos fundos de pensão no capital de uma determinada Sociedade de Propósito Específico (SPE). De 25%, a participação dos fundos de pensão foi para 30% do capital da SPE. Dessa forma, buscou-se ampliar o *funding* para as concessões nos setores de infraestrutura – embora, como visto acima, considerando a carteira global dos fundos de pensão e particularmente o segmento de renda variável (potencialmente modificado pela resolução) o impacto parece desprezível.

financeira pelos fundos de pensão no Brasil. No entanto, considerando a elevada liquidez e a alta rentabilidade dos títulos públicos brasileiros, alterar a estratégia de alocação não parece ser uma decisão necessária para o atingimento ou mesmo a superação das metas atuariais por parte dessas entidades. Assim, ainda que alguns importantes fundos de pensão tenham enfrentado dificuldades nos últimos anos e contribuído para o não atingimento das referidas metas em alguns períodos[68], o setor como um todo atingiu e ultrapassou por uma margem considerável as metas atuariais definidas e a rentabilidade do CDI em 2007, 2009 e 2012 (Tabela 27).

Quadro 1: Limites para investimento dos fundos de pensão por classe de ativo

Segmento de Aplicação	Limite Máximo
Renda Fixa	100%
Títulos Públicos	100%
Títulos Privados	¨80%
CCB, CCCB e Notas Promissórias	20%
NCE e CCE	20%
FIDC e FICFIDC	20%
CRI	20%
CCI	20%
CPR, CDCA,CRA e WA	20%
Demais títulos de companhias abertas	20%
Renda Variável	70%
Novo Mercado	70%
Nível 2	60%
Bovespa Mais	50%
Nível 1	45%
Demais companhias abertas	35%
ETF	35%
SPE	20%
Demais investimentos de renda variável	3%
Investimentos Estruturados	20%
FP	20%
FIEE	20%
FII	10%
FI Multimercado	10%
Investimentos no Exterior	10%
Ativos emitidos no exterior de fundos do Brasil	10%
FI Dívida Externa	10%
ETF estrangeiro negociado no Brasil	10%
BDR	10%
Ações de companhias do Mercosul	10%
Imóveis	8%
Empreendimentos imobiliários	8%

[68] A deterioração das condições macroeconômicas no Brasil em 2014, aliada à piora do desempenho do mercado financeiro, gerou dificuldades para o atendimento da meta atuarial pelo conjunto dos fundos de pensão. Alguns exemplos vêm de importantes fundos patrocinados por empresas estatais que, combinadas, foram deficitárias em cerca de R$ 22 bilhões em 2014: Petros (Petrobras), Funcef (Caixa Econômica Federal), Postalis (Correios) e Fapes (BNDES). Para maiores detalhes, ver Folego (2015) e Maia (2015).

Imóveis para aluguel	8%
Outro imóveis	8%
Operações com Participantes	15%
Empréstimos	15%
Financiamentos imobiliários	15%

Fonte: Resolução do CMN n. 3.792/2009 e suas alterações. Elaboração própria.

Tabela 27: Rentabilidade dos fundos de pensão (2007-2014)

Ano	Meta atuarial	CDI	Taxa obtida
2007	11,47%	11,87%	25,88%
2008	12,87%	12,38%	-1,62%
2009	10,36%	9,88%	21,50%
2010	12,85%	9,77%	13,26%
2011	12,44%	11,58%	9,80%
2012	12,57%	8,40%	15,37%
2013	11,63%	8,06%	3,28%
2014	12,07%	10,82%	7,07%

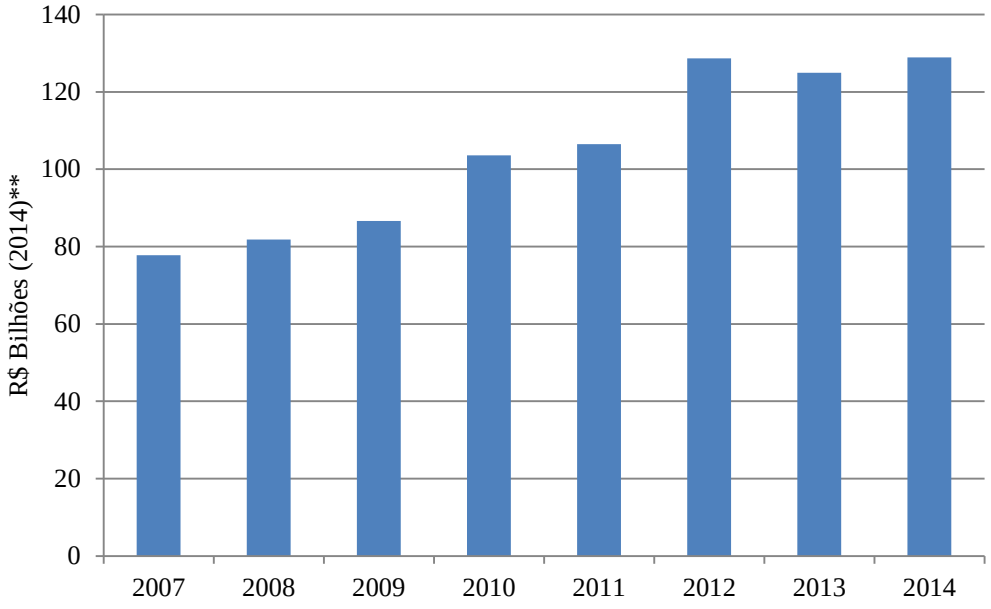
Fonte: Abrapp. Elaboração própria.

4.3. Dimensão e alocação da riqueza financeira: companhias de seguro

As companhias de seguro, ou simplesmente seguradoras, são entidades constituídas sob a forma de sociedades anônimas dedicadas exclusivamente ao estabelecimento de contratos nos quais assumem o compromisso de pagar ao contratante determinada quantia pela ocorrência de certo evento em troca do pagamento de um prêmio (BCB, 2015). O objeto da negociação das seguradoras é, portanto, o risco associado a esse evento.

Embora administrem uma carteira relativamente pequena comparativamente aos fundos de pensão e de investimento, as companhias de seguro cresceram aceleradamente entre 2007 e 2014 (Gráfico 20), passando de pouco menos de R$ 80 bilhões para quase R$ 130 bilhões.

Gráfico 20: Evolução das carteiras consolidadas das companhias de seguro (2007-2014)*

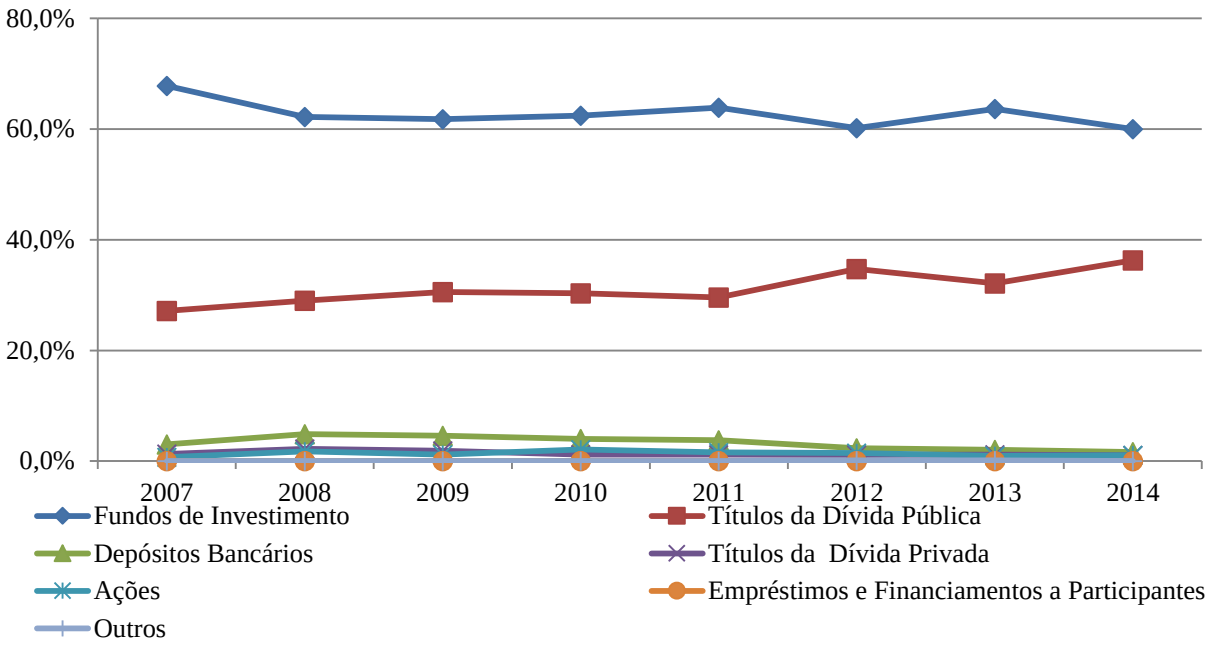


Fonte: Cemec (2014). Elaboração própria. * Posição em junho de 2014. ** Deflator: IPCA.

As aplicações das companhias de seguro, por sua vez, têm demonstrado, assim como no caso dos fundos de pensão, relevante concentração em títulos públicos. Como mostra o Gráfico 21, a parcela da carteira das seguradoras alocadas diretamente em títulos públicos saltou de menos de 30% em 2007 para quase 40% em 2014. Também como verificado no caso dos fundos de pensão, no entanto, esse valor não expressa a totalidade de recursos investidos em títulos públicos. Dado que aproximadamente 60% da carteira das seguradoras ao longo dos anos 2007-2014 está alocada em fundos de investimento, pode-se conjeturar que parcela preponderante da riqueza financeira dessas instituições, em última instância, se acha alocada em títulos da dívida pública.

Essa forma de alocação do portfólio, à primeira vista ainda mais conservadora (do ponto de vista da liquidez) que aquela dos fundos de pensão, pode ser explicada, em parte, pela natureza mais volátil dos passivos que compõem o ramo de seguros. No entanto, essa necessidade de maior segurança já está expressa nos limites estabelecidos para as aplicações do setor (Quadro 2) e se distinguem bastante da estratégia seguida pelas seguradoras.

Gráfico 21: Composição da carteira consolidada das companhias de seguro (2007-2014)*



Fonte: Cemec (2014). Elaboração própria. * Posição em junho de 2014.

Quadro 2: Limites para investimento das seguradoras por classe de ativo

Segmento de Aplicação	Limite Máximo
Renda Fixa	100%
Títulos Públicos	100%
Títulos Privados	80%
CDB, RDB, Letras de câmbio de aceite de instituições financeiras, LH, LCI, CCI, CCB, CCCB, debêntures de distribuição pública, CD, Notas promissórias, CRI, Contratos mercantis, Cotas de fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio aberto, Depósitos de poupança, LF, DPGE	80%
FIE (Operações compromissadas)	25%
FI e FIC Dívida Externa, FID, FICFIDC, FC, FICFC	10%
CPR, LCA, CDCA, CRA	5%
Renda Variável	49%
Novo Mercado e ETF Novo Mercado	49%
Nível 2 e ETF Nível 2	40%
Bovespa Mais e Nível 1, ETF Bovespa Mais e Nível 1	35%
Demais companhias abertas e ETF	30%
FI e FICFI Multimercado	15%
Demais companhias negociadas em mercado de balcão organizado	5%
SPE, FIEE, FP, BDR, ações de companhias do Mercosul e Debêntures com participação nos lucros	3%
Imóveis	10%
FII	10%
Imóveis urbanos	8%

Fonte: Resolução do CMN n. 3.308/2005 e suas alterações. Elaboração própria.

Com efeito, tal como se observa para o setor de fundos de pensão, a legislação acerca dos ativos que podem compor a carteira das seguradoras é relativamente flexível, permitindo a alocação de 80% da carteira em títulos privados de renda fixa e de até 49% em ativos de renda variável. Mais uma vez, contudo, esses limites estão longe de serem atingidos pela aplicação nessas categorias de ativos. Vale dizer que as necessidades de liquidez e rentabilidade dessa atividade são relativamente bem atendidas pelo investimento em títulos públicos e fundos de investimentos. Em outras palavras, a combinação risco-retorno *sui generis* dos títulos públicos no Brasil – ou investimentos a ele relacionados – torna pouco prováveis alterações na alocação das seguradoras que privilegiem instrumentos financeiros privados mais funcionais ao financiamento privado de longo prazo.

4.4 Dimensão e alocação da riqueza financeira: fundos de investimento

Fundo de investimento é a expressão genérica utilizada para denominar uma ampla gama de entidades que se caracterizam pela aglutinação de recursos, constituídas sob a forma de condomínios, destinadas à aplicação em ativos no mercado financeiro, em geral, e no mercado de capitais, em particular. Os recursos do fundo são partilhados em cotas entre os investidores de acordo com o valor investido. Ademais, um fundo de investimento pode aplicar seus recursos diretamente em ativos financeiros (FI) ou constituir-se para a compra de cotas de outros fundos (FICFI).

Assim como os fundos de pensão, os fundos de investimento podem ser divididos em abertos ou fechados. Enquanto nos fundos abertos há a possibilidade de o investidor se desfazer da sua posição resgatando sua cota e novos investidores ingressarem no fundo, nos fundos fechados há um número limitado de cotas, definido no momento de sua constituição - o investidor que porventura deseje retirar seus recursos do fundo pode fazê-lo apenas vendendo sua cota para um terceiro. A avaliação do perfil das carteiras se concentrará nos fundos abertos em virtude de seu maior peso, cujo número ultrapassa os 15.000 atualmente.

Em termos de volume de recursos, os fundos de investimento se sobressaem como o principal investidor institucional do Brasil no período recente. A carteira dos fundos de investimento não apenas concentra parcela substantiva

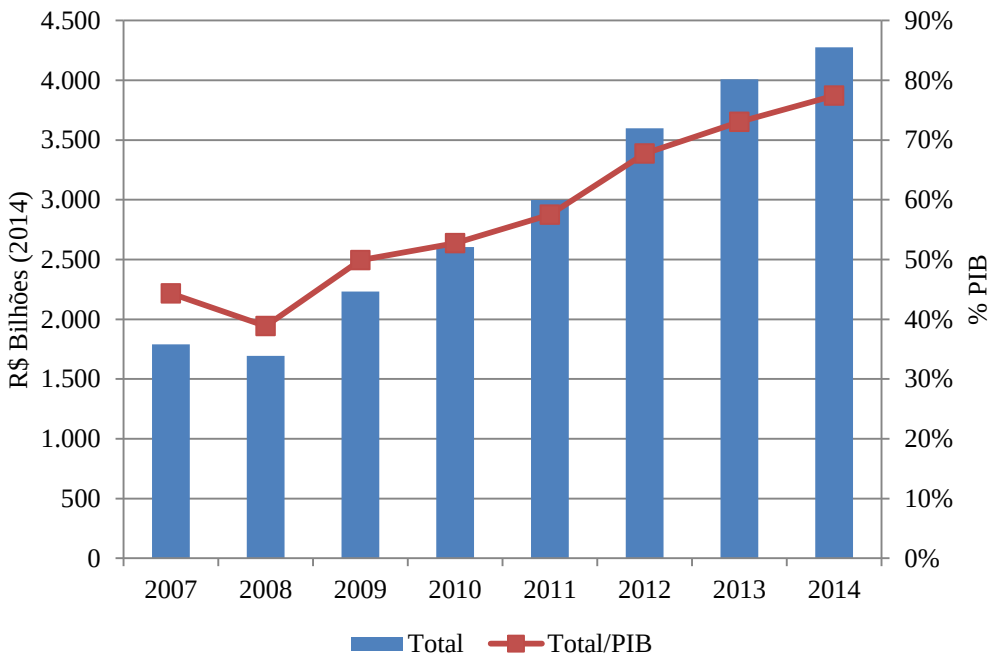
da riqueza financeira no Brasil, como apresentou crescimento acelerado desde 2008, como mostra o Gráfico 22, tendo aumentado de aproximadamente 40% do PIB para cerca de 78% entre 2008 e 2014, totalizando R$ 4,27 trilhões[69].

Entre as aplicações, tendência semelhante em relação aos demais investidores institucionais é observada. Conforme apresentado no Gráfico 23, ao longo de todo período entre 2007 e 2014, cerca de 60% da carteira global dos fundos de investimento correspondeu, em última instância, a títulos públicos. Com efeito, ainda que desde 2007 a parcela diretamente aplicada em títulos públicos tenha diminuído, as operações compromissadas se elevaram praticamente na mesma proporção, de forma que não houve uma alteração significativa da exposição em títulos públicos. Conforme já indicado, no período recente o Tesouro tem buscado reduzir o estoque da dívida indexada à Selic, de forma a alongar o perfil da dívida pública no país[70]. No entanto, ao mesmo tempo em que essa medida contribuiu para reduzir a oferta de LFTs pelo Tesouro Nacional, ela concorreu para deslocar parte importante da riqueza financeira para as operações compromissadas, vinculadas à taxa Selic. Isso pode ser observado pelo aumento das operações compromissadas no portfólio dos fundos de investimento (Gráfico 23). De cerca de 43% do total da carteira em 2007, a aplicação em títulos públicos caiu para 28% em 2014. Ao mesmo tempo, as operações compromissadas passaram de 18% da carteira agregada em 2007 para 31% em 2014.

[69] O Brasil, nesse caso, acompanha o crescimento dos fundos de investimento que tem ocorrido na economia mundial. Especificamente, segundo Vargas e Wyngert (2010, p. 9), esse crescimento resulta da maior sofisticação do mercado financeiro doméstico, da ascensão dos derivativos e da própria inserção do sistema financeiro nacional no mercado mundial, em vista dos processos de liberalização e desregulamentação levados a cabo nas últimas duas décadas. Ademais, os autores destacam o desenvolvimento do aparato regulatório no país, conferindo maior proteção e acesso às informações ao investidor individual, bem como o papel da CVM na supervisão dos fundos de investimento.

[70] Acerca das mudanças recentes na dívida pública no Brasil, ver Lopreato (2014).

Gráfico 22: Evolução das carteiras consolidadas dos fundos de investimento (2007-2014)

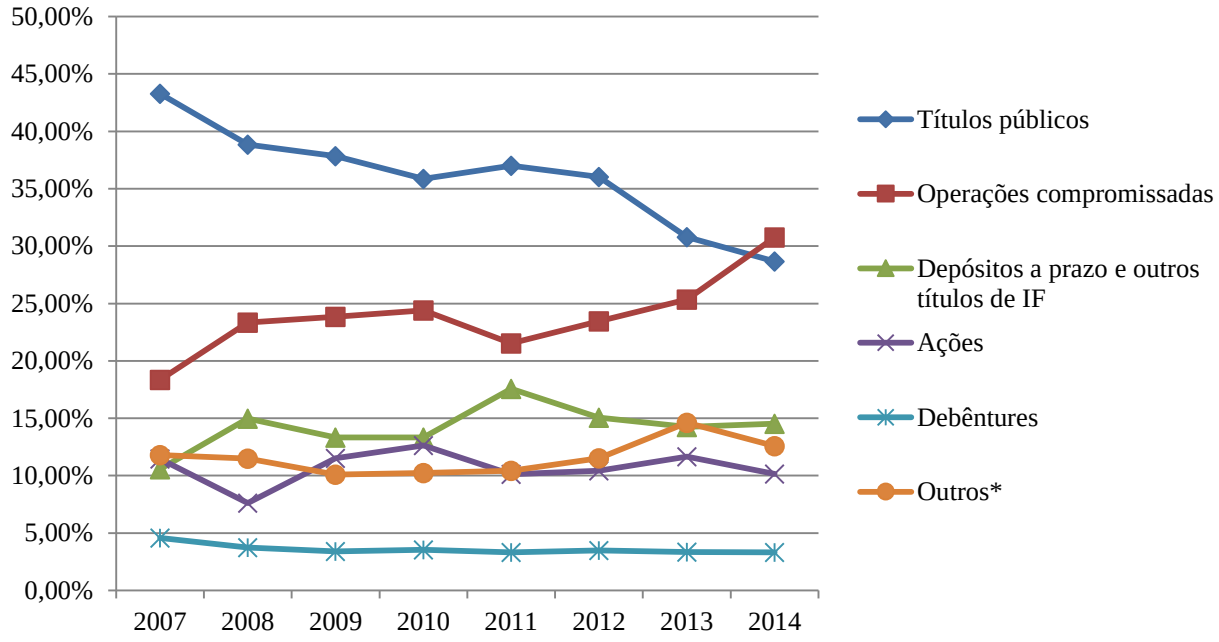


Fonte: Economática. Elaboração própria.

Ademais, observa-se uma pequena parcela da carteira alocada em debêntures (oscilando entre 3,5% e 4% da carteira total), apesar das diversas medidas tomadas nos últimos anos na tentativa de ampliar sua utilização, conforme discutido anteriormente. Convém destacar, também, a participação reduzida das ações no total gerido pelos fundos de investimento, em torno de 11%, ainda menor que a parcela aplicada em depósitos a prazo e outros títulos de IFs, que se situava em cerca de 15% em 2014. Conforme aponta Filgueira (2014, p. 61): *"A liquidez diária na magnitude existente, incomum em outras jurisdições, é apontada pelos gestores como uma especificidade da indústria de fundos brasileira, incompatível com uma tendência de sofisticação do mercado pautada em carteiras de maior duration."*.

Além de observar o perfil das aplicações do conjunto dos fundos de investimento, é conveniente segmentar o setor, de modo a identificar os principais ramos que a atividade apresenta e como em cada uma tem gerido a riqueza financeira. Pode-se dividi-lo a partir das classificações dos fundos de investimento elaboradas pela CVM e pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima). Pela disponibilidade dos dados, optou-se, neste trabalho, por seguir a classificação proposta pela Anbima.

Gráfico 23: Composição da carteira consolidada dos fundos de investimento (2007-2014)



Fonte: Economática. Elaboração própria.

* Brazilian Depository Receipt - BDR; Certificado ou recibo de depósito de valores mobiliários; Cotas de Fundos; Diferencial de swap a pagar; Diferencial de swap a receber; Disponibilidades; Disponível de ouro; Ações e outros TVM cedidos em empréstimo; Ações e outros TVM recebidos em empréstimo; Investimento no exterior; Mercado Futuro - Posições compradas; Mercado Futuro - Posições vendidas; Opções de compra - Posições titulares; Opções de compra - Posições lançadas; Opções não rev - Posições lançadas; Opções não rev - Posições titulares; Opções de venda - Posições lançadas; Opções de venda - Posições titulares; Outros valores mobiliários registrados na CVM objeto de oferta pública; Outros valores mobiliários ofertados privadamente; Outras aplicações; Outras operações passivas e exigibilidades; Termo - compras a receber; Termo - obrigações por compra a pagar; Termo - obrigações por venda a entregar; Termo - vendas a receber; Títulos de crédito privado; Títulos ligados ao agronegócio; Valores a pagar; Valores a receber.

De acordo com a classificação da Anbima, é possível dividir os fundos de investimento em 14 categorias, de acordo com o risco envolvido nas principais operações do fundo. O Quadro 3 sintetiza essas informações.

O Gráfico 24, por seu turno, ilustra a participação de cada modalidade de fundo na carteira agregada do setor. Nota-se que aproximadamente 85% dos recursos são geridos por apenas 4 tipos de fundo no decorrer de todo o período de 2007 a 2014, a saber: i) renda fixa; ii) referenciado DI; iii) previdência; e iv) multimercados. Deve-se observar, ainda, que ao menos os três primeiros já indicam, potencialmente, a predominância de aplicações conservadoras (do ponto de vista da liquidez) no setor de fundos de investimento e, sobretudo, a alocação em títulos públicos.

Além disso, essa configuração dos fundos de investimento demonstra o quanto o caso brasileiro se distingue da carteira média mundial. O Gráfico 25

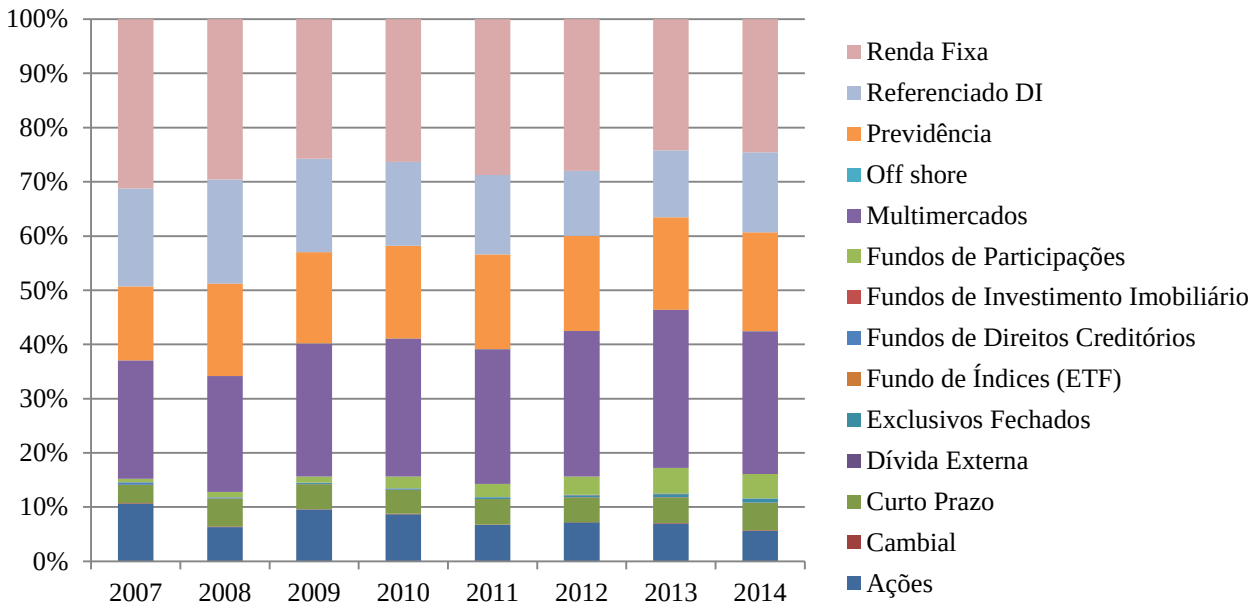
apresenta, para o ano de 2014, o contraste entre os investimentos no Brasil e no mundo por tipo de fundo. Nota-se que a parcela da riqueza financeira mundial gerida por fundos de ações é bastante superior à brasileira (44% e 6%, respectivamente). Por outro lado, os fundos multimercado e curto prazo + DI no Brasil superam a média mundial por uma margem considerável. Esse fenômeno, em si mesmo, já indica a especificidade da economia brasileira em termos do risco-retorno dos títulos da dívida pública.

Quadro 3: Classificação dos fundos de investimento da Anbima

Classificação	Risco/Ramo
Ações	Renda variável, índice de referência e alavancagem*
Cambial	Moeda de referência
Curto Prazo	DI/Selic
Dívida Externa	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio
Exclusivos Fechados	Não especificado
Fundo de Índices (ETF)	Não especificado
Fundos de Direitos Creditórios	Não especificado
Fundos de Investimento Imobiliário	Não especificado
Fundos de Participações	Não especificado
Multimercados	Diversas classes de ativos e alavancagem*
Off shore	Não especificado
Previdência	Diversas classes de ativos
Referenciado DI	DI/Selic e crédito
Renda Fixa	Juros do mercado doméstico, crédito, índice de preços de mercado doméstico e alavancagem*

Fonte: Anbima. Elaboração própria. * Alavancagem se refere à existência da possibilidade de perda superior ao patrimônio do fundo, desconsiderando-se casos de *default* nos ativos do fundo.

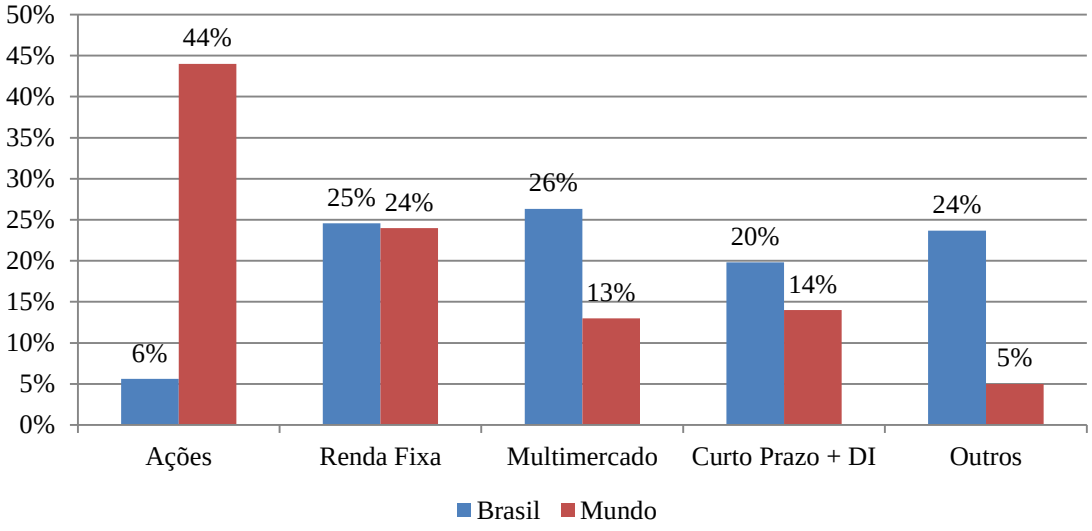
Gráfico 24: Composição da carteira consolidada dos fundos de investimento por tipo de fundo (2007-2014)



Fonte: Economática. Elaboração própria.

Esse comportamento pode ser nitidamente observado pela composição das carteiras das quatro principais categorias de fundos do setor, como mostrado no Gráfico 26. De fato, mesmo aqueles tipos de fundo que poderiam apresentar uma carteira mais diversificada e, por isso mesmo, contribuir mais para o *funding*, com destaque aos fundos de previdência, distinguem-se muito pouco daqueles que envolvem prazos mais curtos, como os de renda fixa e referenciado DI.

Gráfico 25: Composição da carteira consolidada dos fundos de investimento por tipo de fundo no Brasil e no Mundo (2014)



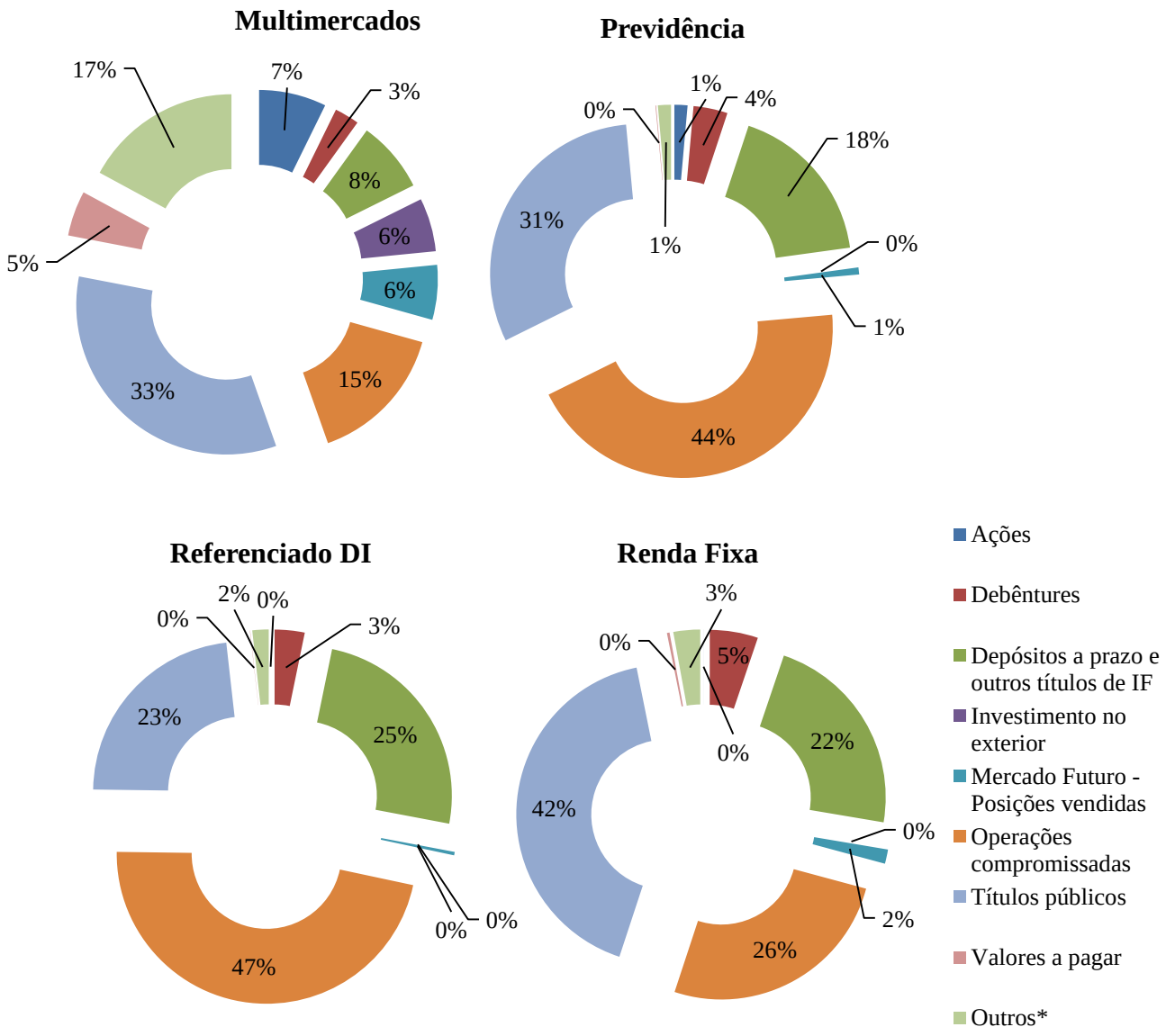
Fonte: Economática e ICI. Elaboração própria.

Observa-se que, no caso dos fundos multimercado, a soma das participações dos títulos públicos e das operações compromissadas atinge 48% do total da carteira dessa modalidade, enquanto as ações e as debêntures, juntas, não ultrapassam 10%. Perfil ainda mais concentrado se revela nas carteiras dos fundos de previdência, referenciado DI e renda fixa. Nesses, mais de 80% da riqueza financeira repousa em títulos públicos, operações compromissadas e depósitos a prazo e outros títulos de instituições financeiras. No caso dos fundos de previdência, a soma das aplicações nessas categorias de ativos representa 93%, sendo 75% apenas de títulos públicos e operações compromissadas. Quanto aos fundos referenciado DI e renda fixa, os investimentos em títulos públicos, operações compromissadas e depósitos a prazo e outros títulos de instituições financeiras respondem por 95% e 90% do total da carteira, respectivamente. A participação das debêntures, por sua vez, é de apenas 3% nos fundos referenciado DI, 4% nos fundos de previdência e 5% nos fundos de renda fixa. Ademais, é praticamente nula a aplicação desses três tipos de fundo no mercado de ações.

Isso reforça a hipótese de que a queda da taxa básica de juros é uma condição *sine qua non* para que se torne possível a estruturação do *funding* privado no país. Isso porque microreformas no sistema financeiro com vistas ao financiamento privado de longo prazo serão eficazes apenas na existência de um ambiente macroeconômico de juros baixos. Essa é a questão estrutural que deve ser enfrentada. No cenário adequado, a riqueza financeira gerida pelos investidores institucionais serviria para consolidar as dívidas tomadas pelas empresas junto ao setor bancário para a execução de seus investimentos, ampliando, assim, as condições em que estes poderiam se realizar. Por meio da securitização – tanto primária, quanto secundária –, os investidores institucionais e o setor bancário operariam de forma simbiótica, ampliando a disponibilidade de recursos a prazos compatíveis para o investimento, particularmente em empreendimentos de longo tempo de maturação e/ou alto risco. O avanço no processo de securitização das carteiras de crédito dos bancos, ademais, tende a recompor permanentemente a capacidade de empréstimos dessas instituições,

dentro dos limites impostos por Basileia, e incentivar o mercado secundário de títulos privados[71].

Gráfico 26: Composição da carteira por tipo de fundo selecionado (2014)



Fonte: Economática. Elaboração própria.

* Brazilian Depository Receipt - BDR; Certificado ou recibo de depósito de valores mobiliários; Cotas de Fundos; Diferencial de swap a pagar; Diferencial de swap a receber; Disponibilidades; Disponível de ouro; Ações e outros TVM cedidos em empréstimo; Ações e outros TVM recebidos em empréstimo; Mercado Futuro - Posições compradas; Opções de compra - Posições titulares; Opções de compra - Posições lançadas; Opções não rev - Posições lançadas; Opções não rev - Posições titulares; Opções de venda - Posições lançadas; Opções de venda - Posições titulares; Outros valores mobiliários registrados na CVM objeto de oferta pública; Outros valores mobiliários ofertados privadamente; Outras aplicações; Outras operações passivas e exigibilidades; Termo - compras a receber; Termo - obrigações por compra a pagar;

[71] Os exemplos de alguns países desenvolvidos – como Estados Unidos, Canadá e Alemanha – quanto a participação dos investidores institucionais no *funding* de setores como infraestrutura parecem indicar um dos caminhos para superar a histórica carência do sistema financeiro brasileiro em viabilizar investimentos em determinados setores.

Termo - obrigações por venda a entregar; Termo - vendas a receber; Títulos de crédito privado; Títulos ligados ao agronegócio; Valores a receber.

5. Conclusão

Este trabalho discutiu a questão do financiamento de longo prazo na economia brasileira no período recente, enfatizando a análise dos mercados de crédito e de capitais, bem como o debate acerca da alocação da poupança financeira por parte dos investidores institucionais, atores relevantes na gestão da riqueza sob a égide do capitalismo financeirizado contemporâneo.

Ao longo da análise realizada, sustentou-se que o baixo nível de investimentos da economia brasileira não decorre de um problema de insuficiência de poupança, na medida em que o investimento gera a poupança correspondente, via efeito multiplicador, conforme discutido a partir do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*. Nesse sentido, além de taxas de retorno compatíveis com os riscos envolvidos nos projetos, a ampliação do investimento requer a existência de um sistema financeiro sofisticado não apenas do ponto de vista tecnológico e da capacidade geração de resultados em diferentes conjunturas (especialmente dos grandes conglomerados econômico-financeiros), mas também em termos de sua funcionalidade ao crescimento e ao desenvolvimento econômico. Ou seja, o sistema financeiro deve ser eficiente também no sentido macroeconômico.

No Brasil, o financiamento de longo prazo para as empresas, no que diz respeito às fontes externas de recursos, é fundamentalmente realizado pelo BNDES. O sistema financeiro privado ocupa papel ainda bastante tímido nesse segmento, um traço histórico que remonta às características do processo de desenvolvimento das forças produtivas no país desde a industrialização dos anos 1950. O trabalho apontou para a existência de obstáculos diversos para o desenvolvimento do sistema de financiamento de longo prazo no Brasil, mediante a maior participação do setor privado nesse processo. Destaque foi atribuído, pois, à elevada taxa básica de juros prevalecente na economia brasileira.

De fato, o elevado patamar da taxa Selic, articulado à institucionalidade da indexação financeira, impõe um custo de oportunidade bastante elevado

tanto para o sistema bancário como para as empresas, investidores institucionais e demais detentores de riqueza, influenciando de maneira decisiva as aplicações de recursos e o processo de alocação da poupança financeira entre classes alternativas de ativos – que passam a ter como parâmetro a rentabilidade e a liquidez dos títulos públicos. Essa condição implica anomalias substantivas na dinâmica de funcionamento do sistema financeiro nacional: do ponto de vista dos bancos, suscita a prática de juros e *spreads* elevados; em relação ao mercado de títulos de dívida privada, concorre para desestimulá-lo, ao impor condições inadequadas para os tomadores de recursos; no que tange o mercado de ações, reprime a alocação da riqueza em renda variável, diante da possibilidade de rendimento seguro, sem se abrir mão da liquidez, propiciado pelos títulos da dívida pública. Não por acaso, parcela preponderante da riqueza administrada pelos investidores institucionais no Brasil encontra-se alocada em títulos públicos.

Tem-se, pois, que a estabilidade dos preços não foi suficiente para romper a dualidade estrutural do sistema financeiro brasileiro, com os bancos com carteira comercial atuando fundamentalmente no curto prazo, de um lado, e o BNDES financiando o longo prazo, de outro. Isso porque a estabilidade de preços, embora necessária, não é condição suficiente para viabilizar um sistema financeiro privado de longo prazo dinâmico e funcional ao crescimento das empresas. A economia brasileira, a despeito de ter conseguido conquistar a estabilidade de preços, ainda não logrou obter a estabilidade monetária (que, além de inflação baixa e estável, envolve a prevalência de *spreads* bancários e taxa de juros básica reduzidos, em sintonia com a realidade internacional, assim como um sistema de crédito desenvolvido), tampouco a estabilidade macroeconômica.

Em pleno o século XXI, o Brasil dispõe de um sistema bancário com operações fortemente concentradas no curto prazo, com a prática de juros e *spreads* médios muito elevados; um mercado de ações com alta sensibilidade ao ingresso líquido de capital estrangeiro, vulnerável aos reveses dos fluxos internacionais de capital, e altamente concentrado em poucas empresas; além de um mercado de títulos de dívida privada bastante atrofiado, aquém das necessidades de financiamento das empresas instaladas no país, relativamente ao mercado de títulos públicos.

No período mais recente, como visto, diversas medidas foram implementadas para incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais, com destaque à Lei 12.431, de 2011. Inclusive, o BNDES passou a incentivar mais incisivamente o mercado de capitais, ao estimular a emissão de debêntures relacionadas aos projetos de investimento no âmbito do Plano de Investimento em Logística (PIL); atuando também ativamente via BNDESPar; e lançando um novo modelo de crédito, que vincula o acesso às novas linhas de crédito à captação de recursos via títulos de dívida privada por parte das empresas tomadoras. Além disso, a criação das Letras Financeiras, em 2009, foi bastante positiva no sentido de contribuir para a ampliação dos prazos dos recursos captados pelos bancos. Por fim, destaca-se também o desenvolvimento dos títulos lastreados em recebíveis bancários e empresariais, tais como a LCA e a LCI, os CRI e os FIDC, consequência do avanço relativamente recente do processo de securitização secundária no país. Não obstante, embora essas medidas tenham, inegavelmente, contribuído para estimular esses mercados, os obstáculos macroestruturais que constrangem o sistema financeiro nacional continuaram vigentes, reprimindo o envolvimento do setor privado no financiamento de longo prazo.

A redução da taxa de juros e a supressão da institucionalidade da indexação financeira, nesse sentido, são importantes para induzir a maior participação do setor privado nesse sistema, mediante a redução da atratividade dos títulos públicos. Para que, assim, a poupança gerada pelo investimento seja devidamente utilizada para a consolidação financeira das dívidas das empresas. A taxa básica de juros elevada, além de provocar anomalias substantivas sobre a dinâmica de funcionamento do sistema financeiro, conforme já frisado, impõe um componente financeiro deletério sobre a trajetória da dívida pública no país, neutralizando os esforços de geração de superávits fiscais primários. Não obstante, o desafio consiste em reduzir a taxa Selic preservando a estabilidade de preços. E, para isso, são necessárias reformas estruturais, que inclusive concorram para aumentar a potência da política monetária e para reduzir o predomínio dos títulos públicos.

O setor privado deve participar mais do financiamento de longo prazo no Brasil, preservando-se o papel estratégico desempenhado pelo BNDES nesse sistema. Para tanto, não é demais repetir, há a necessidade de propiciar a convergência da taxa Selic em direção à TJLP, especialmente em um contexto no

qual os aportes do Tesouro têm se mostrado cada vez mais importantes para a realização das operações do banco. Enquanto isso não ocorre, mecanismos alternativos de equalização entre as referidas taxas podem ser utilizados. Embora cálculos realizados pelo BNDES apontem para uma equiparação da relação custo-benefício das operações realizadas pela instituição, considerando-se os efeitos dos desembolsos realizados sobre a arrecadação fiscal, não se pode descartar possibilidades orientadas nesse sentido. Uma delas, por exemplo, seria a aplicação de um percentual sobre o lucro obtido pelas empresas tomadoras de recursos do banco, além da cobrança da TJLP.

A constituição de um sistema financeiro de longo prazo envolvendo tanto o BNDES como o setor privado requer a estruturação de uma relação simbiótica entre os mercados de crédito e de capitais, com o desenvolvimento da securitização e a maior alocação da riqueza financeira em ativos outros que não os títulos da dívida pública, especialmente por parte dos investidores institucionais. Nesse sistema, os bancos deveriam acomodar a demanda por *finance* a custos e prazos compatíveis com o horizonte mais imediato dos projetos de investimento das empresas, securitizar as suas carteiras de crédito via mercado de capitais para recompor, de forma permanente, a sua capacidade de adiantar recursos, sendo a poupança gerada pelo investimento utilizada para a consolidação financeira das dívidas assumidas pelas empresas para a realização de seus investimentos, ou seja, utilizada para a viabilização do *funding*, também via mercado de capitais.

Esse tipo de arranjo, contudo, dificilmente será viabilizado sem que, em simultâneo, a estabilidade monetária e a macroeconômica sejam efetivamente conquistadas. Ainda que microrreformas nesse sistema possam ter efeitos positivos sobre os mercados estudados e sejam, de fato, necessárias, elas tendem a não ser sistêmicas e capazes de viabilizar a estruturação de um sistema de financiamento dinâmico de longo prazo, capaz de atender as demandas por recursos necessárias para que a economia brasileira possa avançar e superar seus diversos gargalos, especialmente no âmbito da infraestrutura e dos setores mais intensivos em conhecimento e tecnologia.

Bibliografia

AGUILAR, A. LCIs atraem pequenos investidores. **Valor Econômico**, 26 de setembro de 2014.

ALMEIDA, J. S. G. de; CINTRA, M. A. M.; AVANIAN, Claudio; NOVAIS, L. F.; FILLETI, J. de P. Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil. In: CARNEIRO, R. de M. (org.). **Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. Campinas: Cecon/IE/Unicamp: Rio de Janeiro: BNDES, agosto de 2009.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAL - ANBIMA. Mapa de incentivos. **Informes de legislação da Anbima 007/2011**, 2011.

_____. Mercado de capitais. **Boletim Anbima**, vários números.

_____. Mercado de renda fixa. **Boletim Anbima**, vários números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. **Composição do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP. Acesso em: 05/07/2015.

_____. **Relatório de inflação**. Brasília: BCB, 2015.

_____. **Relatório de economia bancária e crédito**. Brasília: BCB, 2013a.

_____. **Relatório de inflação**. Brasília: BCB, março 2013b.

_____. **Relatório de economia bancária e crédito**. Brasília: BCB, 2011.

_____. **Relatório de economia bancária e crédito**. Brasília: BCB, 2010.

_____. **Relatório de economia bancária e crédito**. Brasília: BCB, 2008.

_____. **Economia bancária e crédito**. Brasília: BCB, 2003.

_____. **Relatório de inflação**. Brasília: BCB, junho 1999.

BARBOZA, Ricardo de M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.35, n.1 (138), p.133-155, jan./mar.2015.BATISTA, R. BNDES assume tesouraria e pode captar no mercado. **Valor Econômico**, 18 de junho de 2014.

BATTAGLIA, F.; GALLO, A. Securitization and systemic risk: An empirical investigation on Italian banks over the financial crisis. **International Review of Financial Analysis**, v. 30, p. 274-286, 2013.

BIANCARELLI, A. Países emergentes e ciclos internacionais. In: CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo, SP: Unesp, 2006.

BM&FBOVESPA. **Apostila do Programa de Qualificação de Operacional**. São Paulo, SP: Instituto Educacional BM&FBovespa, 2011.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL - BNDES. **Relatório Anual**. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2003– (vários anos)

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. S. G. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real. Rio de Janeiro, RJ : Civilização Brasileira, 2002.

BORÇA JR., G.; TORRES FILHO, E. Analisando a crise do subprime. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.15, n.30, pp.129-159, dez.2008.

BORGES, L. Securitização como parte da segregação de risco. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.8, n.12, pp.123-136, dez.1999.

BRAGA, J.C. Financeirização Global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L. (Orgs.) **Poder e Dinheiro**: Uma economia política da globalização. Petrópolis: Editora Vozes, 1998, p. 195-242.

BRAGA, J.C. **Temporalidade da Riqueza**: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas: Unicamp, 2000.

BRUNO, L. CVM exige segregação de atividades em fundos de recebíveis. **Valor Econômico**, 7 de fevereiro de 2013,

CAMPOS, E. CMN cria estímulo às letra financeiras. **Valor Econômico**, 27 de maio de 2014.

CARVALHO, F.C. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. 2.ed. Rio de Janeiro, RJ: Campus, 2007.

CARVALHO, F.C. et al. Mercado de títulos brasileiro. In: CARNEIRO, R.; CARVALHO, F.C. (Orgs.). **Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2009a.

_____. Mercado de ações brasileiro. In: CARNEIRO, R.; CARVALHO, F.C. (Orgs.). **Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2009b.

CASTILLO, Paul; MONTORO, Carlos. Inflation dynamics in the presence of informal labour markets. **BIS Working Paper n.372**, February 2012. Disponível em: http://www.bis.org/publ/work372.pdf

CENTRO DE ESTUDOS DO IBMEC – CEMEC. Contas Financeiras – Setembro 2014. Disponível em: http://www.cemec.ibmec.org.br/download/Relatorio%20Tabelas%20Contas%20Financeiras%20set%202014.pdf. Acesso em: 05/07/2015.

CHESNAIS, F. (Org.). **A Mundialização Financeira**: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.

CHICK, V. The evolution of the banking system and the theory of monetary policy. In: FROWEN, S.F. (Org.) **Monetary theory and monetary policy**: new tracks for the 1990s. Londres, UK: Macmillan, 1993.

_____. (1986). A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, ano 15, n.1, pp.9-23, 1994.

CHRISTOPOULOS, Dimitris K.; TSIONAS, Efthymios G. Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests. **Journal of Development Economics**, n.73, p.55-74, 2004.

CIDADE, M.; CORRADIN, V. Fomentando o financiamento privado de longo prazo. **Texto para discussão da Anbima n.2**, fev.2014.

CINTRA, M.A.; FARHI, M. A crise financeira e o global shadow banking system. **Novos Estudos CEBRAP**, n.82, Nov.2008.

COSTA, F. Financiamento interno de longo prazo. **Texto para discussão n.2053 do IPEA**, 2015.

_____. Inovações financeiras para o financiamento de longo prazo. **III Relatório de Pesquisa do Projeto Agenda Desenvolvimentista do IPEA**, 2013.

COUTINHO, L. Nota sobre a natureza da globalização. **Economia e Sociedade**, v. 4, p. 21-6, 1995.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L.G.M. "Financeirização" da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade,** Campinas, n.11, p.133-150, 1998.

CUTAIT, B. As letras que crescem e aparecem. **Valor Econômico**, 16 de junho de 2014.

CVM. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3.ed. Rio de Janeiro, RJ: CVM, 2014.

D'AGOSTO, M. BNDES cola no mercado de capitais. **Valor Econômico**, 14 de abril de 2015.

DECLOEDT, C. Financiamentos de longo prazo caíram 58% em 2014, diz Anbima. **Revista Exame**, 23 de abril de 2015.

DELLA CROCE, R. Are institutional investors the answer for long-term development financing? In: OECD. **Development co-operation report 2014**: mobilising resources for sustainable development, Paris: OECD Publishing, 2014. p. 79-89.

DELLA CROCE, R.; STEWART, F.; YERMO, J. Promoting long-term investment by institutional investors: selected issues and policies. **OECD Journal Financial Market Trends**, OECD Publishing, 2011.

DORE, R. Financialization of the global economy. **Industrial and Corporate Change**, v. 17, n. 6, p. 1097-1112, 2008.

FERRAZ, J. C. O que lhe parece o BNDES? **Valor econômico**, 30/5/2014. Disponível em: http://www.valor.com.br/opiniao/3568454/o-que-lhe-parece-o-bndes

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, dez.2013.

FILGUEIRA, A. A indústria de fundos de investimento brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais. **Texto para Discussão Anbima**, n. 3, 2014.

FILGUEIRA, A.; JORGE, C. Novos caminhos, novos olhares. **Texto para Discussão Anbima**, n. 1, 2013.

FOLEGO, T. Déficit de fundos de pensão sobe a R$ 31 bi. **Valor Econômico**, 01 de abril de 2015. Disponível em: http://www.valor.com.br/financas/3986916/deficit-de-fundos-de-pensao-sobe-r-31-bi

FREITAS, M.C. Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil. **Boletim de Economia n.4**, mai.2011.

_____. Desempenho do mercado de capital no Brasil. **Boletim de Economia n.15**, mai.2012.

_____. O mercado brasileiro de capitais no período 2003-2008: evolução e tendências. In: BIASOTO Jr., G.; NOVAIS, L.F. FREITAS, M.C. **Panorama das economias internacional e brasileira**: dinâmica e impactos da crise global. São Paulo: Fundap, 2009.

GARCIA, Márcio. O BNDES e o investimento agregado. **Valor Econômico**, 27/6/2014. Disponível em: http://www.valor.com.br/opiniao/3595810/o-bndes-e-o-investimento-agregado

GERSCHENKRON, A. **El atraso economico em su perspectiva historica**. Barcelon: Ediciones Ariel, 1973.

GILLAN, S.L.; STARKS, L.T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. **Journal of financial Economics**, v. 57, n. 2, p. 275-305, 2000.

GOÉS, F. BNDES garante demanda mínima por debêntures. **Valor Econômico**, 15 de junho de 2015.

GOLDSMITH, Raymond W. **Financial structure and development**. New Haven, CT: Yale University Press, 1969.

GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. **Novos estudos-CEBRAP**, n. 82, p. 11-33, 2008.

HARDIE, I. et al. Introduction: towards a political economy of banking. In: HARDIE, I.; HOWARTH, D. (ed.). **Market based banking & the international financial crisis**. Oxford, UK: Oxford University Press, 2013.

IEDI. Financiamento voluntário de longo prazo no Brasil: análises e recomendações. **Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial**, 2010.

INDERST, G. Pension Fund Investment in Infrastructure, **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, n. 32, 2009.

INDERST, G.; DELLA CROCE, R. Pension fund investment in infrastructure: a comparison between Australia and Canada. **OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions n. 32**, OECD Publishing, 2013.

INDERST, G.; STEWART, F. Institutional investment in infrastructure in emerging markets and developing economies. **Public-Private Infrastructure Advisory Facility**, World Bank Group, 2014.

KEYNES, J. M. (1937) A teoria *ex ante* da taxa de juros. In: IPEA. **Clássicos da literatura econômica**. Rio de Janeiro: IPEA, 1992. p.335-341.

KEYNES, J.M. (1936). **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo, SP: Abril, 1983.

KHAN, Mohsin S.; SENHADJI, A. S. Financial development and economic growth: an overview. **IMF Working Paper**, WP/00/209, Washington, December 2000.

KOLEV, A.; MORALES P., Jesús E. **Monetary policy and the informal sector**. July 2005. Disponível em: http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/wpaper75.pdf

LAMENZA, G.; PINHEIRO, F.; GIAMBIAGI, F. A capacidade de desembolso do BNDES durante a década de 2010. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n.36, p.43-88, dez.2011.

LOPES, C.F.; ANTUNES, L.; CARDOSO, M.A. Financiamento de longo prazo: mercado de debêntures e programa de emissão da BNDESPar. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.14, n.27, pp.43-70, jun.2007.

LOPREATO, F.L. Dívida pública: o limiar de mudanças? In: CALIXTRE, A.B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M.A.M (Orgs.). **Presente e Futuro do Desenvolvimento Brasileiro**. Brasília: IPEA, 2014. P. 261-291.

LUCCHESI, C.; BAUTZER, T. Bancos utilizam debêntures para driblar recolhimentos obrigatórios. **Valor Econômico**, 23 de outubro de 2006.

MAIA, G. Sistemas financeiros e securitização: implicações para a política monetária. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.15, n.30, pp.207-229, dez.2008.

MAIA, S. O saco sem fundo dos fundos de pensão. **Carta Capital**, 27 de abril de 2015. Disponível em: http://www.cartacapital.com.br/revista/845/saco-sem-fundo-5097.html

MANDL, C. Cinquentão, CDB perde espaço para novos títulos. **Valor Econômico**, 26 de julho de 2013.

MANHIÇA, Félix António; JORGE, Caroline Teixeira. O Nível da Taxa Básica de Juros e o Spread Bancário no Brasil: Uma Análise de Dados em Painel. **Texto**

para Discussão IPEA, n.1710, Rio de Janeiro, fev.2012. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1710.pdf

MARQUES, F. O que muda no crédito imobiliário com novo compulsório. **Valor Econômico**, 29 de maio de 2015.

MEHRLING, P. Three principles for market credit regulation. **American Economic Review**, n.102 (3), p.107-12, 2012.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL – MPS. **O que é previdência complementar**. Disponível em: http://www.previdencia.gov.br/a-previdencia/previdencia-complementar/o-que-previdncia-complementar/. Acesso em: 05/07/2015.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986. p. 223-253.

_____. P.**Can "it" happen again?** Essays on instability and finance. New York: M. E. Sharpe, 1982.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v.48, n.3, p.261-297, jun.1958.

MONTEIRO, Mário A. S. **Decomposição dos mecanismos de transmissão de política monetária e canal de crédito no Brasil**. 2012. 59 f. Dissertação (Mestrado em Economia)–FEA/USP, São Paulo, 2012.

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano Real. **Texto para discussão**, n. 84, BNDES, Rio de Janeiro, outubro de 2000.

OCAMPO, J. A. La macroeconomia de la bonanza económica latinoamericana. **Revista de la Cepal**, Santiago, n. 93, p.7-29, dec.2007.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. Sobre o patamar da taxa básica de juros no Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, 19/1/2012a. Disponível em: http://www.valor.com.br/opiniao/2488968/sobre-o-patamar-da-taxa-basica-de-juros-no-brasil

_____. Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para a periferia (1990-2009). In: CINTRA, Marcos A. M.; GOMES, Keiti da Rocha.. (Org.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: IPEA, 2012b.

_____. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. In: MARCOLINO, L.C.; CARNEIRO, R. (Orgs.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil:** do Plano Real à crise financeira. São Paulo, SP: Atitude e Publisher, 2010.

_____. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008)**: teoria, evidências e peculiaridades. 2009. 563 f. Tese (Doutorado em Economia)–Instituto de Economia da Unicamp, Campinas/SP, 2009. p. 234-94.

_____. Financeirização da riqueza e dinâmica econômica. **Ensaios FEE,** Porto Alegre, v.30, n.2, pp.727-754, dez.2009b.

_____. Regime de metas para inflação: algumas lições a partir da eexperiência internacional. **Economia e tecnologia**, ano 2, v.5, abr./jun. 2006.

OLIVEIRA, Giuliano C. de; CARVALHO, Carlos E. O componente custo de oportunidade do spread bancário no Brasil: uma abordagem pós-keynesiana. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.16, n.3 (31), p.371-404, dez.2007.

OLIVEIRA, Giuliano C. de; CIOFFI, F.L.; DE CONTI, B. Os Fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil: possibilidades e limites. **VIII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**, Uberlândia, 2015.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; VAZQUEZ, Daniel Arias. Endividamento e necessidade de financiamento do setor público no Brasil (1995-2010). **XVII Encontro Nacional de Economia Política - ENEP/SEP**, Rio de Janeiro, 2012.

OREIRO, J. L. et al. Por que as taxa de juros são tão elevadas no Brasil? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.32, n.4 (129), p.557-79, out./dez.2012.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. **Estudos Econômicos da OCDE: Brasil**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2005.

_____. G20/OECD high-level principles of long-term investment financing by institutional investors. Paris: OECD Publishing, 2013. Disponível em: http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf. Acesso em: 05/07/2015.

PAULA, L.F. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.43, n.2, pp.363-396, abr./jun.2013.

PERES, L.; SIMÃO, E. BNDES garante até 70% do financiamento do projeto de infraestrutura. **Valor Econômico**, 9 de junho de 2015.

PINHEIRO, V. Banco médio amplia emissão pública de letras financeiras. **Valor Econômico**, 5 de maio de 2014.

_____. Bancos captam com letras financeiras. **Valor Econômico**, 11 de dezembro de 2013.

PINHEIRO, V.; LIMA, F. BNDES prevê R$ 3 bi em debêntures. **Valor Econômico**, 8 de junho de 2015.

PINHEIRO, V.; LIMA, F. BNDESPar poderá investir em debêntures do programa de concessões. **Valor Econômico**, 17 de junho de 2015.

_____. Novo modelo de crédito do BNDES exige captação no mercado de capitais. **Valor Econômico**, 5 de junho de 2015b.

PINHEIRO, V.; MARQUES, F. Captações com letras de crédito cai após mudança em regra. **Valor Econômico**, 22 de junho de 2015.

PRATES, D. M. Bancos e ciclo de crédito: da estabilização à crise financeira. In: MARCOLINO, Luiz Cláudio; CARNEIRO, R. (orgs.) **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil**: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda., 2010.

_____. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, p.263-88, v. 9, n.2, p. 263-288, mai./ago.2005.

RAIMUNDO, L. C. **O papel dos fundos de pensão na reconstrução industrial e da infra-estrutura urbana brasileira no seculo XXI.** 2002. 231p. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP.

ROCCA, C. A sustentabilidade do mercado de capitais e a recente turbulência internacional. In: VELLOSO, J. et al. **Revolução no mercado de capitais do Brasil:** o crescimento recente é sustentável? Rio de Janeiro, RJ: Elsevier/IBMEC, 2008.

_____. Soluções para desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. **Estudos IBMEC 1**. Rio de Janeiro, RJ: José Olympio, 2001.

SANT'ANNA, A. Decisões de financiamento via mercado de capitais no período 2004-2006. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.15, n.30, pp.161-179, dez.2008.

SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da nova finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAY, F. (org.) **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005.

SCHNEIDER, F.; BUEHN, A.; MONTENEGRO, C. E. Shadow economies all over the world: new estimates for 162 countries from 1999 to 2007. Policy Research Working Paper n.5356, Wolrd Bank, July 2010. Disponível em: https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/3928/WPS5356.pdf

SCHWARZER, H. (Org.). **Previdência social: reflexões e desafios**. Brasília: Ministério da Previdência Social, 2009 (Coleção Previdência Social, v. 30).

SEABRA, L. Aplicações em LCI e LCA ultrapassam CDB. **Valor Econômico**, 12 de março de 2015.

_____. Cadê as LCAs e LCIs que estavam aqui? **Valor Econômico**, 24 de junho de 2015.

SELLON, G.H. Changes in financial intermediation: The role of pension and mutual funds. **Economic Review - Federal Reserve Bank of Kansas City**, v. 77, p. 53-53, 1992.

SINGH, Ajit. Corporate financial patterns in industrializing economies. **International Finance Corporation**, Word Bank, Washington, April, 1995.

TORRES FILHO, E. Entendendo a crise do suprime. **Visão do desenvolvimento do BNDES**, n.44, jan.2008.

TORRES FILHO, E.; MACAHYBA, L. O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliações e propostas. **Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial**, 2012.

TORRES, F. Só 7 empresas podem ter ações isentas de IR. **Valor Econômico**, 14 de julho de 2015.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD. **Informe sobre el comercio y el desarollo 2008**. Nova York, US y Ginebra, CH: Naciones Unidas, 2008.

VARGA, G.; WYNGERT, M. The growth and size of the Brazilian mutual fund industry. **Working Paper Social Science Research Network (SSRN)**, 2010. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=1575510. Acesso em:05/07/2015.

ZYSMAN, J. **Governments, markets and growth**: financial systems and the politic of industrial change. Londres, UK: Cornell University Press, 1983.

BOX 1 – Taxa própria de juros e *trade-off* risco x retorno

Como mostrou Keynes (1936), os diferentes ativos são demandados pelos proprietários de riqueza em função de seus respectivos retornos totais esperados. Cada ativo em uma economia capitalista possui uma taxa própria de juros, dada por: r = a + q – c + l, sendo "a" a variação esperada do preço do ativo, "q" a quase-renda esperada do ativo, "c" o custo de carregamento esperado e "l" o prêmio de liquidez, a segurança proporcionada pelo ativo ao seu possuidor em função de sua capacidade de liquidar qualquer transação em qualquer momento do tempo[72]. Destarte, enquanto "a + q – c" diz respeito ao retorno monetário, "l" corresponde ao retorno não monetário associado à posse de um ativo. Em momentos de elevada incerteza e deterioração do estado geral de expectativas em relação ao futuro, o atributo "l" torna-se ainda mais atraente. E, por essa razão, ativos que possuem um retorno não monetário "l" menor terão de compensar essa desvantagem oferecendo um retorno monetário "a + q – c" mais elevado para atrair o interesse de investidores mais cautelosos. Esse é, precisamente, o caso daqueles ativos que não possuem mercados secundários densos.

Entrementes, existe um *trade-off* entre retorno monetário (rendimento) e retorno não-monetário (prêmio de liquidez) das diferentes classes de ativos existentes em uma economia capitalista. Isso significa que uma maior preferência por ativos mais rentáveis implica a assunção de riscos mais elevados em termos de possíveis perdas de capital e/ou prazos maiores para a conversão do ativo em dinheiro. Dessa forma, caso exista em uma dada economia um ativo capaz de coadunar elevada rentabilidade (alto retorno monetário) e baixo risco (elevado prêmio de liquidez), todos os demais ativos terão sua precificação estabelecida em termos de risco versus retorno parametrizada nesse ativo, o qual se torna o ativo referência do sistema. Essa coadunação entre rentabilidade e liquidez é capaz de provocar anomalias relevantes na economia, em particular na dinâmica de funcionamento do sistema financeiro. Ela pode contribuir, por exemplo, para desenstimular o envolvimento do setor privado em operações mais longas, concorrendo para constranger os mercados de títulos de dívida privada e de ações. Esse é o caso da economia brasileira, na medida em que os títulos da dívida pública oferecem aos seus detentores retornos elevados e alta liquidez.

O desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos não é um processo espontâneo, uma vez que mercados são arranjos complexos de instituições. Entretanto, além da existência de uma institucionalidade[73] que assegure o funcionamento adequado desses mercados, é necessário que o número de participantes, bem como a quantidade e o volume dos negócios neles realizados sejam também expressivos. E, nesse caso,

[72] A liquidez, assim, diz respeito a uma questão de grau. Um ativo será tão mais líquido quão maior for a sua capacidade de ser convertido em dinheiro o mais rapidamente possível e com o menor deságio.
[73] Seja ela baseada em bancos, em mercado de capitais ou em bancos e mercado de capitais.

esses negócios podem ser realizados por agentes movidos não apenas pelo empreendedorismo, mas também pela especulação, o que, ao mesmo tempo em que possui um caráter funcional diante do fato de viabilizar a existência de contrapartes nas operações diversas, introduz uma fonte potencial de instabilidade ao sistema.

Efetivamente, se existem mercados primários e secundários de um ativo, investidores podem adquiri-lo não pela antecipação dos resultados da empresa que o emitiu, mas pela mera expectativa de vendê-lo no futuro a um preço maior do que aquele pelo qual ele foi comprado no presente. Nesse caso, os investidores não assumem qualquer grau de comprometimento com o negócio dos quais esses papeis derivam, mas são considerados por eles como apenas mais um instrumento de valorização da sua riqueza, do qual podem se desfazer tão logo eles se tornem menos atraentes relativamente aos demais. A especulação é tão necessária quanto o empreendedorismo para assegurar a densidade desses mercados, uma vez que ela estimula a participação de agentes, bem como a quantidade e o volume dos negócios ali realizados. Entretanto, como dissera Keynes (1936, p.116), a especulação torna-se um problema quando os mercados financeiros são transformados em verdadeiros "cassinos"[74].

[74] O movimento de compra ou venda induzido pelas expectativas compartilhadas pelos agentes em relação ao comportamento futuro do mercado de capitais torna a sua profecia "autorrealizável". Assim, as empresas que recorrem ao mercado de capitais estão sujeitas às expectativas dos proprietários de riqueza e, consequentemente, a forma como eles desejarão conservar essa riqueza ao longo do tempo. Ao assumirem uma lógica de valorização patrimonial, os agentes envolvidos nos mercados de ações e de títulos de dívida tendem a reorientar os seus portfólios rapidamente e em volumes expressivos de acordo com variações em sua confiança no futuro. E isso é ainda mais importante no caso de economias que possuem moedas que ocupam estratos inferiores na hierarquia do sistema monetário internacional.

BOX 2 - A discussão sobre a alta taxa básica de juros no Brasil

Como mostra Barboza (2015), o debate sobre a elevada taxa básica de juros no Brasil é amplo e bastante complexo, com trabalhos apontando para diferentes fatores explicativos[75]. Em uma linha de argumentação próxima à de Oliveira (2012a), Barboza (2015) defende que a elevada taxa básica de juro no Brasil decorre, em boa medida, da obstrução dos canais de transmissão da política monetária[76]. A segmentação do mercado de crédito entre recursos livres e direcionados (incluindo as operações do BNDES via TJLP), que também concorre para uma relativa baixa penetração do crédito livre na determinação da renda, constitui apenas um dos diversos fatores de obstrução dos canais de transmissão. Contudo, conforme argumentado, essa questão deve ser analisada a partir de uma relação custo-benefício das operações realizadas pelo BNDES. Os outros fatores de obstrução apontados pelo autor são os seguintes: i) indexação financeira, sob a forma das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), que reduz a potência da política monetária via canal de ativos; ii) elevada participação dos preços administrados na composição do IPCA - índice de inflação utilizado no regime de metas -, condição que o torna menos sensível às variações na taxa Selic[77]; e iii) "truncada estrutura a termo da taxa de juros", no sentido de prevalecer uma curva de rendimentos muito concentrada no curto prazo.

Vale registrar que o alto grau de informalidade de uma economia também concorre para reduzir o poder de a política monetária, na medida em que, por exemplo, a sensibilidade da inflação aos choques de demanda e, por seu turno, aos movimentos da taxa de juros, acaba sendo reduzida em razão da existência de mercados informais[78]. Isso porque o comportamento dos preços – mesmo em

[75] Tais como risco jurisdicional, inconversibilidade do real, objetivos múltiplos da política monetária, dívida pública elevada – dominância fiscal –, coalisão de interesses, baixo nível de poupança, conexão entre os mercados de moeda e títulos, existência de equilíbrios múltiplos etc.

[76] Os canais de transmissão da política monetária são os meios a partir dos quais as mudanças na taxa básica de juros afetam a demanda agregada e, assim, os preços (pela via da demanda). São os principais canais de transmissão: i) taxas de juros de mercado; ii) preços dos ativos; iii) expectativas; iv) crédito; e v) taxa de câmbio. Para maiores detalhes, ver: Oliveira (2006), Carvalho et al. (2007) e BCB (1999, p.89-91).

[77] Essa menor sensibilidade dos preços administrados à taxa Selic decorre do fato de tais preços não responderem às condições de oferta e demanda, implicando, inclusive, uma dinâmica inercial à inflação – dado que muitos dos contratos estabelecidos possuem cláusulas de correção com base na inflação passada. Além dos administrados, cabe observar que muitos preços livres possuem regras informais ou convencionais de indexação, como os preços dos aluguéis e os preços praticados por empresas que detêm capacidade de estabelecimento de markup. Finalmente, deve-se registrar que com a da Lei 12.382, de 25/2/2011, de valorização do salário mínimo, este passou a ser indexado à inflação (INPC), além do PIB. Segundo a regra estabelecida, entre 2012 e 2015 o salário mínimo passou ser reajustado a partir da variação do INPC acumulada nos últimos 12 meses anteirores ao mês do reajuste mais a variação real do PIB de dois anos antes. Encontra-se em tramitação no Congresso a Medida Provisória 672, enviada pelo executivo, para a prorrogação dessa regra de reajuste até 2019. Além disso, a referida MP passou a contar com uma emenda, aprovada na Câmara dos Deputados, que vincula a totalidade dos benefícios da previdência social a essa regra de reajuste, ampliando o seu alcance. Estão ainda sendo discutidas outras emendas, para que então a MP passe pelo Senado. Vale salientar, ainda, que o Presidente da República pode vetar as emendas.

[78] A economia informal exerce impactos diversos sobre os mercados financeiros, em geral, e sobre a transmissão da política monetária, em particular. Dentre as múltiplos efeitos sobre a eficácia da política monetária que a existência de um mercado dual, em virtude do peso adquirido pela economia informal, três merecem particular destaque. Em primeiro lugar, a depender da fração ocupada pela economia informal no conjunto de dada economia nacional, há a possibilidade de que os trabalhores, sobretudo os de baixa qualificação, migrem de um setor para outro ao longo do *business cycle*, reduzindo, assim, o impacto recessivo sobre o salário gerado por uma política monetária restritiva. Em segundo lugar, uma vez que a economia informal representa um circuito de geração de renda paralelo ao setor formal, uma parcela da renda originada naquele segmento se espraia para o setor formal, evitando que a demanda se reduza na mesma medida que para este, para uma dada elevação da taxa de juros. Por fim, na medida em que os agentes que operam na economia

se considerando apenas a inflação de demanda, uma das diversas causas da inflação – depende não apenas do nível de desemprego, mas também do grau de informalidade do mercado de trabalho, uma vez que o mercado informal ocasiona uma espécie de efeito acomodação ("*buffer effect*") que reduz as oscilações da demanda sobre a inflação (Castilho e Montoro, 2012)[79]. Isso significa que a resposta da inflação a choques de demanda é muito maior em economias com mais contratos formais de trabalho vis-à-vis a economias com mais contratos informais, *cœteris paribus*. No Brasil, esse fator, aliado aos mencionados anteriormente[80], certamente também contribui para a alta taxa básica de juros, em vista da relevância da economia subterrânea, equivalente a 16,1% do PIB em 2014, depois de já ter atingindo 21% em 2003[81]. Estimativas realizadas por Schneider, Buehn e Montenegro (2010) entre 1999 e 2007, mostram que o Brasil possui uma das maiores economias informais do mundo - bem superior, inclusive, do que em diversos outros países em desenvolvimento.

Oreiro et al. (2012) mostram, por sua vez, além redução da efetividade da política monetária causada pela elevada participação dos preços administrados no IPCA, a grande importância da taxa de câmbio na determinação da taxa Selic, seja direta seja indiretamente (via efeitos sobre o IPCA). A baixa eficiência dos canais de transmissão da política monetária, dessa forma, realça a relevância dos movimentos da taxa de câmbio para o processo de convergência dos preços em direção à meta estipulada para a inflação. Isso certamente explica a leniência da autoridade monetária, em diferentes momentos do período posterior à adoção do *inflation targeting*, em relação à valorização exagerada do real em relação ao dólar, de sorte a viabilizar o cumprimento da meta para a inflação. Essa condição, contudo, impõe uma equação macroeconômica perversa do ponto de vista da produção e da competitividade (interna e externa) da economia brasileira, especialmente dos setores mais intensivos em conhecimento e tecnologia, a saber: taxa de juro alta e taxa de câmbio valorizada[82].

informal possuem menos relações com o sistema financeiro, a restrição de crédito provocada pela elevação dos juros tem pouco impacto sobre o setor. Convém destacar que, nesse sentido, a dualidade que caracteriza sobretudo as economias periféricas provoca certa rigidez tanto para cima como para baixo no movimento dos preços e, por conseguinte, reduz o impacto da política monetária sobre a taxa de inflação.

[79] Kolev e Morales P. (2005) mostram, a partir de evidências do Reino Unido, que um aumento na taxa de juros ocasiona um aumento das atividades ligadas ao setor informal da economia relativamente ao setor formal. Por isso, como argumentam Castilho e Montoro (2012), considerando que as empresas podem trocar trabalhadores com contratos formais por informais, a inflação depende não somente da taxa de desemprego, mas também do fluxo do desemprego do mercado formal para o mercado informal de trabalho. Sendo justamente essa possibilidade de migração que atenua o choque de demanda (por exemplo, induzido pela taxa de juros) sobre a inflação, reduzindo a potência da política monetária.

[80] A Bolívia, por exemplo, possui uma economia informal ainda maior do que a brasileira, proporcionalmente ao PIB, e pratica uma taxa de juros muito mais baixa no mercado monetário.

[81] Trata-se do Índice de Economia Subterrânea, calculado pelo Instituto Brasileiro de Ética Concorrencial (Etco) em parceria com o Instituto Brasileiro de Economia da FGV. Ver: http://www.etco.org.br/destaque/queda-na-informalidade-perde-forca-em-funcao-da-economia/

[82] Há os que defendem que uma das razões para a alta taxa de juro no Brasil decorre da política de acumulação de reservas realizada pelo BCB, que concorre para obstruir o canal de câmbio da política monetária. Ocorre que uma taxa de câmbio excepcionalmente valorizada, além de aumentar substancialmente os vazamentos da economia para o exterior, implica a potencialização do processo de desintrustrialização. Além disso, ainda que haja uma tendência à valorização cambial em contextos marcados, sobretudo, pelo aumento dos preços das commodities, supor que a taxa de câmbio de uma moeda como a brasileira – localizada na base da hierarquia monetária internacional –, em um regime de câmbio flutuante, não possa sofrer depreciações abrutas e inesperadas carece de fundamento lógico e histórico.

De qualquer modo, nos últimos anos houve um aumento do poder da política monetária, notadamente a partir do robustecimento do grau de eficiência do canal do crédito De acordo com o BCB (2015, p.95-99), *"As estimativas de repasse [do câmbio para os preços] têm se mantido estáveis nas revisões mais recentes dos modelos, em níveis próximos à metade dos valores estimados para 2004/2005."* [inclusão nossa]. Estimativas realizadas por Monteiro (2012), em geral considerando o interregno 2000-11, a partir de um modelo semiestrutural de tamanho médio, mostraram que os efeitos de mudanças na taxa básica de juros sobre o consumo e o investimento, em razão do aumento taxa de juros de aplicação dos bancos provocada tanto pela elevação do custo de captação como dos *spreads* bancários (ambos induzidos pelo aumento da taxa Selic), foram bem mais importantes do que os efeitos da taxa de câmbio sobre o PIB e a inflação no período considerado, realçando a importância o custo do crédito para a efetividade da política monetária no Brasil. O modelo aponta que apenas o efeito da taxa básica de juro sobre o *spread* bancário (pessoas físicas e jurídicas), considerando o efeito acumulado dos canais de transmissão da política monetária por trimestre, tem um impacto similar ao provocado pela taxa de câmbio sobre a inflação em um ano.

No tocante à questão do crédito subsidiado, vale registrar que o diferencial entre a taxa Selic e a TJLP foi muito maior no passado do que atualmente. Em março de 2003, por exemplo, a diferença entre as taxas chegou a 15,3 p.p. Em junho de 2015, ela estava em 7,6 p.p., na esteira do movimento de aumento da taxa Selic reiniciado em novembro de 2014, depois de ter atingido o mínimo de 1,6 p.p. em novembro de 2012, quando a taxa Selic atingiu o seu menor patamar histórico, de 7,25% a.a. De fato, com a expressiva expansão do crédito livre na economia brasileira a partir de meados de 2003, decerto houve um aumento não desprezível da importância desse canal de política monetária. Somente entre março de 2007 e maio de 2015, as operações de crédito com recursos livres aumentaram de R$ 490,5 bilhões para R$ 1,6 trilhão. O BCB (2010, p.102-11) também reconheceu o aumento da efetividade do canal do crédito da política monetária em seu relatório de inflação de junho de 2010, com as operações com recursos livres tendo aumentado de 18,8% do PIB em janeiro de 2006 para 30,2% do PIB em março de 2010, com ampliação, ademais, de seu prazo médio[83]. Além disso, mas não menos importante, o BCB (2010) também fez referência à redução da dívida pública indexada à taxa Selic e à elevação do prazo médio dos títulos públicos como elementos adicionais que concorreram para aumentar a capacidade de a política monetária influenciar a inflação.

[83] Com efeito, os modelos estruturais de pequeno porte utilizados pelo BCB (2010) apontaram um aumento importante do poder da política monetária em afetar a inflação entre 2006 e 2010. Registra-se, ainda, que a ampliação do prazo médio das operações de crédito com recursos livres também contribuiu para esse processo, na medida em que o aumento da taxa básica de juros, por exemplo, acaba afetando mais significativamente o valor da carteira de crédito com marcação a mercado dos bancos, tornando-os menos capazes de ampliar os empréstimos.

BOX 3 – Mercado de ações no Brasil

A liberalização do acesso de investidores estrangeiros no mercado de ações brasileiro ocorreu em dois períodos fundamentais. O primeiro teve início com a Resolução n. 1.289 de 1987 da CMN e se estendeu até o final dos anos 1990. Esta fase se caracteriza por uma ampliação progressiva dos instrumentos financeiros disponíveis a não residentes e uma redução gradual das exigências relacionadas à composição da carteira, prazos mínimos de permanência no país e critérios de diversificação de risco. O segundo período teve início com a Resolução n. 2.689 de 2000 da CMN e se mantém até os dias atuais. Esta fase se caracterizou pela eliminação da maioria das exigências remanescentes aos investidores estrangeiros, o que resultou em isonomia de tratamento em relação aos investidores nacionais, com exceção da exigência relativa à efetivação de registro junto a CVM, a constituição de representante no país, nomeação de uma instituição financeira que deve assumir coresponsabilidade pelas obrigações assumidas pelo representante e realização de registro declaratório de movimentos com o exterior que é realizado junto ao Banco Central e que diz respeito ao controle de operações cambiais. Além disso, permaneceu proibida a participação desses investidores em operações realizadas fora da bolsa de valores ou do mercado de balcão organizado (Carvalho et al., 2009).

Vale lembrar que o avanço do processo de liberalização também permitiu a captação de recursos por empresas brasileiras em bolsas de valores no exterior, sob a forma de ADRs, ou seja, *American Depository Receipts*, no caso do mercado dos Estados Unidos, ou GDRs, isto é, *Global Depository Receipts*, no caso do mercado de outros países. Nesse caso, a empresa emissora vale-se de um intermediário no exterior, que capta os recursos em seu nome por meio da emissão de um certificado negociável lastreado nos papeis emitidos por essa empresa. O principal efeito dessa possibilidade sobre o mercado de ações brasileiro é a pressão no sentido de convergência de preços viabilizado por operações de arbitragem entre os mercados nacional e estrangeiro (CVM, 2014).

Além disso, ao listar suas ações no exterior, as empresas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pelos órgãos reguladores dos mercados de capitais relacionados à governança corporativa. Como se sabe, a governança é o conjunto de práticas adotadas voluntariamente em uma empresa visando melhorar o seu desempenho e proteger os interesses de todas as partes envolvidas no negócio. Investidores nacionais e estrangeiros que participam do mercado de ações brasileiro tornaram-se cada vez mais exigentes sobre esse aspecto também no país e passaram a demandar um maior grau de sofisticação das instituições que amparam esse mercado.

As primeiras iniciativas nesse sentido ocorreram no âmbito da regulação. As mais recentes modificações na Lei n. 6.404, de 1976, também conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, tinham o objetivo de assegurar proteção aos acionistas minoritários contra abusos que possam ser cometidos pelos acionistas controladores ou administradores das companhias, proteção dos acionistas contra fraudes e padronização dos procedimentos contábeis. Quanto aos dois primeiros pontos, a Lei n. 10.303, de 2001, protegeu os direitos dos acionistas minoritários e transformou em crime passível de reclusão as práticas de fraudes, tais como manipulação de mercado, uso indevido de informação

privilegiada, uso irregular de cargo, profissão, atividade ou função. Quanto ao último ponto, a Lei n. 11.638, de 2007, e a Lei n. 11.941, de 2009, fixaram diretrizes gerais relativas à elaboração e divulgação e demonstrações financeiras com intuito de promover uma convergência entre as normas e procedimentos contábeis brasileiros e os adotados internacionalmente. Também há uma série de iniciativas voltadas à estabilidade e segurança do mercado, como regulamentação da suspensão temporária de negócios em bolsa, ou *circuit-break*, frente a movimentos extraordinários nos preços dos ativos comprados e vendidos durante o pregão (Carvalho et al., 2009b).

Além disso, foram criados segmentos diferenciados na bolsa de valores. Nesses segmentos são listadas as ações emitidas por empresas que se comprometem seguir regras diferenciadas em relação àquelas exigidas pela legislação brasileira. O objetivo, com isso, é aumentar o interesse dos investidores por esses papeis e reduzir os custos de captação para as empresas que os emitem. Em 2000, foram criados três segmentos especiais, quais sejam, o Nível 1, que garante maior transparência, o Nível 2, que garante maior transparência e melhor governança, e o Novo Mercado, que também garante maior transparência e melhor governança, mas exige ainda que a empresa possua apenas ações ordinárias, isto é, com direito a voto, diferentemente dos demais segmentos, que admitem a emissão de ações preferenciais, ou seja, sem direito a voto. Como mostra a Tabela B.1, a maior parte dos novos alistamentos de empresas na última década ocorreu no âmbito do Novo Mercado, seguidas pelos Níveis 1 e 2 e pelo segmento Tradicional.

Tabela B.1: Emissões por categorias da BM&FBovespa – R$ milhões de 2014

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Novo Mercado	83.623	13.665	39.906	36.880	14.590	8.130	19.524	407
Nível 2	6.535	694	21.837	214	990	1.926	5.166	-
Nível 1	12.028	32.671	-	-	6.468	1.623	-	14.598
Tradicional	3.570	0,1	-	148.801	-	4.012	3	-
Bovespa Mais	-	137	-	-	-	-	64	-
Total	109.262	47.668	61.743	185.895	22.046	15.692	24.758	15.005

Fonte: Anbima (Boletim do Mercado de Capitais). Elaboração própria.

Em 2005, foi criado o Bovespa Mais, que se juntou ao Mercado Novo e aos Níveis 1 e 2, como um quarto segmento especial no mercado e que é voltado exclusivamente para facilitar o acesso de empresas que desejam ingressar no mercado de ações de forma gradual, sobretudo aquelas de pequeno e médio porte. Uma vez registradas, essas empresas não precisam emitir ações imediatamente e, quando o fizerem, podem realizar captações menores que aquelas tradicionalmente realizadas pelas demais. A medida busca estimular a oferta e a demanda de papeis por essas empresas, tradicionalmente excluídas desse mercado, uma vez que elas têm de apresentar um elevado nível de atratividade para competir com as empresas maiores.

BOX 4 – Características dos títulos públicos federais no Brasil

O Quadro B.1 apresenta as características dos principais títulos públicos federais em circulação no mercado brasileiro, emitidos por meio de processos competitivos de formação de taxas realizados regularmente pelo Tesouro Nacional em sistema eletrônico operado pelo Banco Central, quais sejam, as Letras do Tesouro Nacional (LTN), as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e as Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) e série F (NTN-F).

Há no país duas modalidades de leilões de títulos públicos, quais sejam, o leilão tradicional, quando a divulgação do lote ofertado ocorre de forma discriminada para cada vencimento específico, e o leilão híbrido, quando é definido o volume máximo do lote ofertado para cada vencimento específico e o Tesouro Nacional tem a prerrogativa de alocar as vendas de acordo com as propostas recebidas até atingir o volume máximo definido. Enquanto a primeira modalidade é adotada nos leilões de LTN, LFT e NTN-F, a segunda modalidade é adotada nos leilões de NTN-B.

Quadro B.1: Características dos principais títulos públicos federais

Título	Característica	Indexador	Juros (referência)	Resgate	Prazo para o resgate
LTN	Prefixado	Não há	Não há	Valor investido + rentabilidade	Até 4 anos
LFT	Pós-fixado	Taxa Selic	Não há	Valor investido + rentabilidade (variação da Taxa Selic)	Até 5 anos
NTN-B	Pós-fixado	IPCA	6% a.a. pagos semestralmente	Valor investido + rentabilidade (variação do IPCA + último cupom)	Até 40 anos
NTN-F	Prefixado	Não há	10% a.a. pagos semestralmente	Valor investido + rentabilidade (último cupom)	Até 10 anos

Fonte: STN. Elaboração própria.

A Tabela B.2 mostra a participação dos principais títulos de dívida pública no total emitido e a participação de cada um deles no estoque existente no período mais recente. No que se refere às emissões, a melhora dos principais indicadores da economia brasileira, em geral, e a redução das taxas de juros, em particular, incentivou os agentes a reverem as suas carteiras. Houve um maior crescimento da participação dos títulos prefixados em relação aos títulos pós-fixados. O maior crescimento dos títulos prefixados foi puxado pelo forte aumento das LTN, que compensou a queda das NTN-F, o que revela uma preferência dos investidores por títulos de prazos mais curtos nesse segmento. Já o menor crescimento da participação dos títulos pós-fixados foi puxado pelo aumento das NTN-B, que compensou a forte queda da LFT, o que revela uma preferência dos investidores, no interregno em tela, por títulos indexados ao IPCA relativamente à taxa Selic nesse segmento.

Esse comportamento das emissões até 2012 se reflete na composição do estoque de títulos públicos, com o crescimento da participação dos títulos prefixados, puxado pelo aumento das LTNs, que compensou a queda das NTN-F, e o crescimento da participação dos títulos pós-fixados, puxado pela alta das NTN-B, que compensou a queda das LFT. A partir de 2013, a piora das cenário macroeconômico, em geral, e o aumento das taxas de juros, em particular, levou a uma desaceleração das mudanças no perfil das emissões e, consequentemente, também do estoque de títulos públicos.

Tabela B.2: DMFI – Participação por título na emissão e no estoque - % do total

Títulos	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Emissões (R$ bilhões 2014)	630	333	426	534	454	377	422	492
LFT	22,9	39,4	28,8	23,4	14,2	3,8	23,6	22,2
LTN	39,1	34,7	47,9	47	59,3	67	53	57,6
NTN-B	15,8	13,4	8,3	15,3	20,1	20,9	12,7	9,9
NTN-F	22,2	12,5	15	14,3	6,3	8,3	10,7	10,3
Estoque (R$ bilhões 2014)	878	927	980	1.023	1.080	1.141	1.132	1.159
LFT	33,4	35,8	35,8	32,5	30,8	22,2	19,5	19,2
LTN	26,5	18,9	17,7	22,1	22,6	28,8	31,8	31,4
NTN-B	19,8	23,6	23,6	23,3	25,4	31,4	32	32,7
NTN-F	10,8	13,3	16	15,8	15,7	12,4	11,5	11,7
Outros	9,5	8,4	6,9	6,2	5,5	5,2	5,2	5,1

Fonte: STN. Elaboração própria.

A Tabela B.3 reforça esses diagnósticos. Ela apresenta participação dos títulos públicos por indexador no total da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFI). Como é possível observar, há um aumento dos títulos prefixados relativamente aos títulos pós-fixados e, dentre estes, um aumento dos títulos indexados aos índices de preços e uma redução dos títulos indexados à taxa básica de juros. Essa melhora no perfil dos ativos negociados no mercado de títulos públicos no que se refere aos seus indexadores, embora funcional ao desenvolvimento do mercado de ações e títulos de dívida privada, não deve ser sustentável. Isso porque ela decorreu de circunstâncias que deixaram de existir mais recentemente. De fato, o ritmo das mudanças do perfil dos indexadores reduziu-se nos últimos anos e não há razões para garantir que essas mudanças não serão revertidas.

Tabela B.3: DMFI - Participação por tipo de indexador - % do total

Indexador	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Prefixado	36,1	37,3	32,2	33,7	37,9	38,3	41,2	43,3	43,1
Índice de preço	22,5	26,3	29,3	28,6	28,1	29,6	35,5	36,1	36,7
Taxa flutuante	40,0	35,5	37,4	37,0	33,4	31,5	22,8	20,0	19,6
Taxa de câmbio	1,3	0,9	1,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

Fonte: STN. Elaboração própria.

Os títulos públicos indixados à taxa básica de juros (a taxa Selic), constitui uma herança do período de alta inflação no Brasil e, mais especificamente, da moeda indexada, isto é, depósitos remunerados de liquidez diária lastreados em títulos públicos. A fim de assegurar o funcionamento desse mecanismo e evitar a transferência da riqueza nele alocada para ativos reais, o que levaria o país a um contexto de hiperinflação aberta, o governo foi obrigado a emitir títulos compatíveis, em termos de remuneração e prazo, com esses depósitos oferecidos pelo sistema bancário. Essa íntima relação entre o mercado de títulos públicos e o mercado monetário foi mantida mesmo depois da estabilização dos preços, a partir de julho de 1994. Dessa forma, variações na taxa básica de juros se reflete imediatamente na rentabilidade de uma parcela importante dos papeis emitidos pelo Tesouro Nacional e, portanto, no custo da dívida mobiliária. Isso representa um grave constrangimento à política fiscal, que está diretamente subordinada às diretrizes da política monetária.

Outra herança do período de alta inflação no país, além da chamada indexação financeira, diz respeito os prazos dos títulos públicos, muito curtos relativamente àqueles verificados em outros países. Essa condição dificulta o estabelecimento de uma curva longa de rendimentos, que associe uma rentabilidade para cada maturidade possível e que sirva de referência para os títulos privados. A Tabela B.4 apresenta o prazo médio dos principais títulos públicos negociados em mercado entre 2006 e 2014. Esses prazos são muito inferiores àqueles que seriam considerados ideais. Entretanto, assim como ocorreu uma melhora no perfil dos ativos negociados no mercado de títulos públicos no que se refere aos seus indexadores, com o aumento da participação dos títulos prefixados e dos títulos pós-fixados indexados ao IPCA, houve também uma melhora no perfil desses ativos no que diz respeito à sua maturidade, com o alongamento dos prazos, sobretudo dos títulos pós-fixados e, entre eles, daqueles indexados ao IPCA. Mas, assim como as melhoras no perfil dos indexadores, a melhora no perfil da maturidade dos títulos públicos também resultou de mudanças conjunturais.

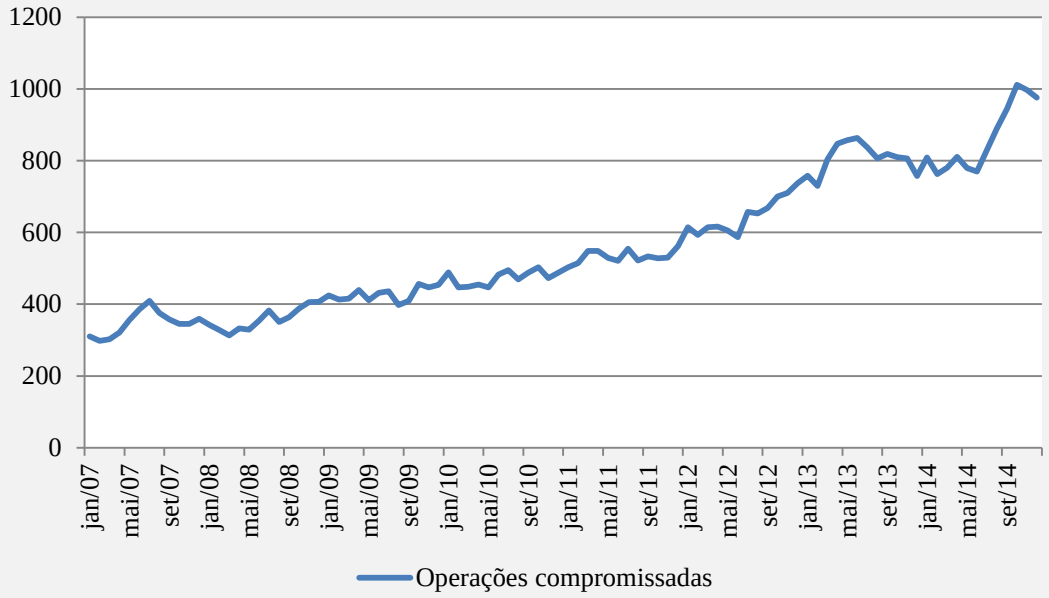
Tabela B.4: DMFI – Prazo médio dos títulos públicos - meses

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total	26,7	33,1	36,3	37,8	38,9	40,4	44,5	48,4	50,9
LTN	9,2	9,2	6,7	10,2	11,9	16,6	17,7	15,3	14,9
LFT	22,0	25,7	30,5	30,6	31,3	30,1	23,9	32,7	39,2
NTN-B	50,9	64,5	61,9	67,2	70,6	75,7	84,7	91,2	93,8
NTN-F	37,6	35,2	28,6	23,7	28,7	24,3	31,1	38,1	45,9

Fonte: STN. Elaboração própria.

Não obstante, a contrapartida da menor emissão de títulos indexados à taxa Selic pelo Tesouro Nacional foi o forte crescimento das "operações compromissadas" com títulos públicos (operações utilizadas pelo BCB para viabilizar o alcance da meta para a taxa Selic) - Gráfico B.1. Apenas entre meados de 2009 e o final de 2014, essas operações aumentaram de aproximadamente R$ 400 bilhões para cerca de R$ 1 trilhão. Esse movimento se tornou mais acentuado a partir de meados de 2010, diante da reorientação da política monetária (alta dos juros).

Gráfico B.1: Operações compromissadas com títulos públicos federais – R$ milhões de 2014*



Fonte: STN. Elaboração própria. * Deflator: IPCA.

Até a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o próprio BCB era responsável por emitir os títulos utilizados em suas operações com o mercado. Como o banco não compõe o governo geral, esses títulos não compunham a dívida bruta. Contudo, a LRF eliminou o direito de o BCB emitir títulos. Quando os títulos do BCB começaram a ser resgatados, o próprio Tesouro Nacional passou a emitir os títulos que seriam utilizados por ele em suas operações com o mercado. Como o Tesouro compõe o governo geral, esses títulos passaram a compor a dívida bruta. Quando se considera a dívida mobiliária federal, observa-se que a parcela da dívida pós-fixada indexada à taxa Selic caiu nos últimos anos. Entretanto, quando se considera a dívida bruta do governo geral, observa-se que essa parcela na realidade subiu, como mostra a Tabela B.5. Isso se deve precisamente ao perfil dos títulos públicos que lastreiam as operações compromissadas do BCB.

Tabela B.5: Dívida bruta do governo geral – Participação por indexador - % do total

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Estoque (R$ milhões de 2014)	2.232	2.378	2.585	2.488	2.605	2.834	2.846	3.167
Taxa de câmbio	7,7	8,5	5,6	5,3	4,8	4,9	5,4	5,8
Índice de preços	22,3	22,5	21,2	23,2	24	26,6	26,7	24,6
Taxa Selic	37,6	43,4	47,2	39,1	38,7	36	33,4	37,7
TJLP	0	0	0	0	0	0	0	1,4
TR	2,2	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	2,3	1,3
Prefixado	30,3	24	24,4	30,7	30,8	30,8	32,3	29,2

Fonte: BCB. Elaboração própria.

No que se refere à tributação, vale lembrar que os principais tributos vigentes no mercado de títulos da dívida pública são o IR e o IOF. No caso do IR, o imposto incide sobre rendimentos periódicos e na venda ou resgate do título e as alíquotas variam entre 22,5% e 15% de acordo com o prazo desde a aquisição, sendo as alíquotas maiores para prazos menores. Desde 2006, os investidores estrangeiros estão sujeitos apenas ao IR sobre rendimentos periódicos e a alíquota é de 15%, independentemente do prazo desde a aquisição. Já no caso do IOF, o imposto é válido apenas para operações de prazo inferior a 30 dias, incide sobre o valor de resgate limitado ao rendimento da operação e a alíquota é de 1% ao dia. Investidores estrangeiros também estão isentos do pagamento de IOF (Anbima, 2011).

As condições favoráveis em termos de tributação para os investidores estrangeiros relativamente aos investidores nacionais (pessoas física e jurídica) contribui para explicar o forte aumento da participação desses investidores no mercado de títulos públicos na última década. De fato, esse aumento mais que compensou a queda da participação de investidores mais tradicionais nesse mercado, como as instituições financeiras e os investidores institucionais, isto é, os fundos de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras, como mostra a Tabela B.6.

Tabela B.6: DMFI – Participação por investidor - % do total

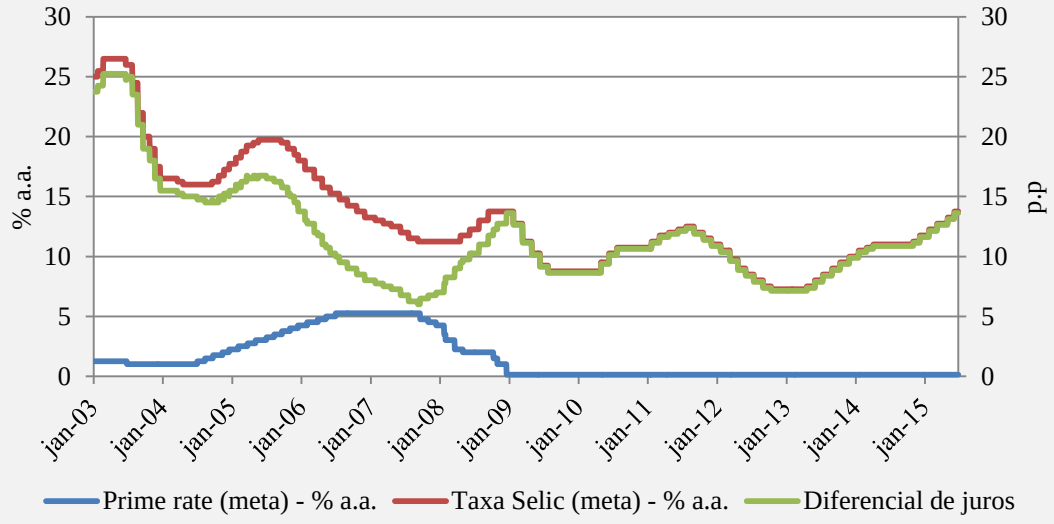
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Instituições Financeiras	37,8	39,6	37,7	30,8	31,5	30,1	30,2	29,8
Fundos de Investimento	29,7	26,9	28,7	25,7	25,3	24,7	21,7	20,3
Previdência	17,7	17,1	15,8	14,2	15,4	16,0	17,1	17,1
Não-residentes	5,1	7,2	8,8	11,4	11,3	13,7	16,1	18,6
Governo	-	-	-	10,4	8,8	7,3	6,6	5,7
Seguradoras	2,6	2,6	3,8	3,7	4,1	3,9	4,0	4,1
Outros	7,0	6,6	5,2	3,7	3,6	4,3	4,3	4,4

Fonte: STN. Elaboração própria.

Evidentemente, outros fatores também contribuíram para esse processo, como a reorganização das carteiras dos investidores nacionais em favor de outros ativos que não os títulos públicos, e o aumento da liquidez e a redução das taxas de juros internacionais no período. De fato, a taxa de juros brasileira continua sendo uma das mais elevadas do mundo em termos nominais e reais, o que assegura que ela continue sendo um poderoso atrativo de recursos externos. Como mostra o Gráfico B.2, a taxa de juros brasileira permaneceu muito acima da taxa de juros livre de risco, ou seja, a taxa básica de juros norte-americana, embora em diferentes magnitudes ao longo do período 2003-2015. Vale notar que esse diferencial entre as duas taxas permaneceu elevado mesmo diante da queda do risco-país. Esse processo, que refletiu a melhora dos principais indicadores da economia brasileira ao longo de toda a década de 2000, atingiu o seu auge em 2008, quando o Brasil recebeu das agências classificadoras de risco o chamado “grau de investimento”.

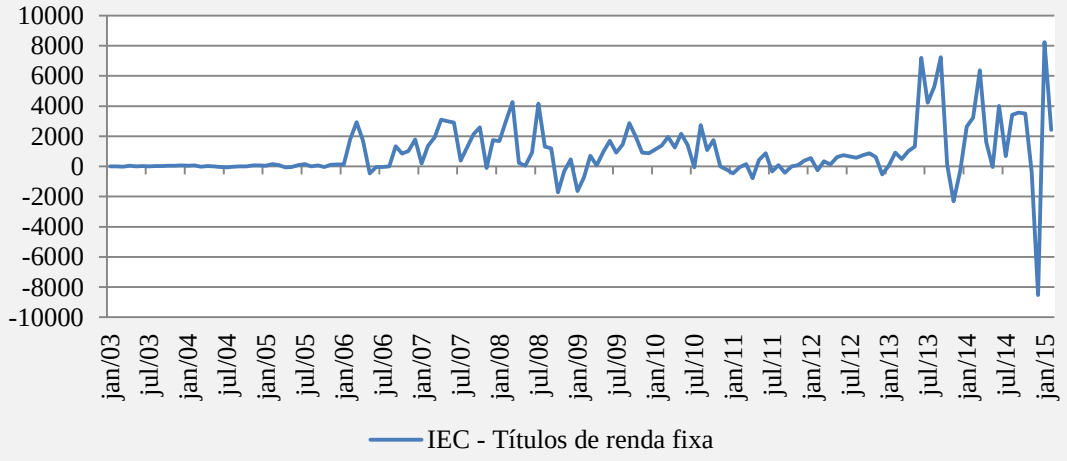
Em resumo, portanto, o aumento da liquidez internacional e a manutenção do diferencial de juros elevados, somada aos incentivos fiscais e a obtenção do grau de investimento da economia brasileira, ajudam a explicar o aumento do investimento estrangeiro em títulos públicos e, por extensão, em títulos de renda fixa, no período mais recente. Embora o volume dos ingressos tenha aumentado consideravelmente, a volatilidade desses ingressos também subiu, como mostra o Gráfico B.2. De fato, tal como no caso do mercado de ações, o mercado de títulos públicos está em grande medida sujeito às expectativas dos investidores estrangeiros. Isso ficou particularmente evidente durante o agravamento da crise, em 2008, e das incertezas não mais apenas em relação à economia internacional, mas também em relação à economia nacional nos últimos anos. Os movimentos de entrada e saída foram bastante intensos, reagindo rápida e pronunciadamente às modulações no estado de confiança desses investidores. Também de forma semelhante ao mercado de ações, a presença dos investidores estrangeiros contribui para a elevada liquidez dos títulos públicos.

Gráfico B.2: Taxa Selic, *prime rate* e diferencial de juros



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Gráfico B.3: Investimento estrangeiro em carteira – Títulos de renda fixa – US$ milhões



Fonte: BCB. Elaboração própria.

BOX 5 – Sobre as Letras Financeiras (LFs)

Segundo Resolução n.4123 do CMN em 2012, foram adotadas uma série de medidas com o propósito de estimular o alongamento dos prazos e incentivar a captação de recursos para financiamento de investimentos em infraestrutura. Dentre essas medidas destaca-se a redução, pela metade, do valor mínimo de emissão das LF não subordinadas, de R$ 300 mil para R$ 150 mil, permitindo que elas sejam oferecidas no mercado de varejo. Vale lembrar, LF com cláusula de subordinação são as últimas a serem pagas em caso de falência do emissor. A mudança ocorreu sob forte resistência do BCB, que temia que a medida "sufocaria" o mercado de CDB, o que, entretanto, é pouco provável, em função das características distintivas desses papeis, como a possibilidade de resgate antes do vencimento e a garantia do FGC. Já as LF subordinadas passaram a poder ser oferecidas em ofertas públicas, mas essas operações ficaram restritas ao piso de R$ 300 mil.

Foram também criados benefícios para as LF emitidas com prazo superior a quatro anos. De fato, as LF com prazo superior a 48 meses e que não possuam taxa DI na composição da sua remuneração podem incorporar opções de recompra ou revenda, combinadas ou não com a modificação de seu encargo financeiro caso não exercida a opção. Além disso, foi permitida a realização de trocas de papeis no mercado pelo emissor por papeis de prazo mais longo.

Por fim, a captação de recursos para infraestrutura foi estimulada pela abertura da possibilidade de emissão de LF pelos bancos de investimento estaduais e regionais, o que na prática beneficia principalmente o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG), o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo (BANDES) e o Banco de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE). O BNDES já possuía a autorização desde a Resolução n. 3933, de 2010, do CMN para emitir LF, fixando como limite para esse lançamento o montante equivalente ao seu patrimônio de referência, ou seja, o total de capital em ações e lucros retidos. Isso reduzirá a necessidade de empréstimos da União para que a instituição continuasse a aumentar o financiamento dos investimentos no país

De fundamental importância nesse contexto foi o BNDES ter assumido a gestão de sua tesouraria no primeiro semestre de 2014 como resultado do processo de ingresso da instituição no Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) operado pelo BCB. Até então, a gestão de sua tesouraria era terceirizada para várias instituições, com destaque para o BB. Com isso, a instituição não apenas reduziu custos como também assumiu maior autonomia no que se refere a gestão financeira. A questão fundamental é que essa decisão abriu espaço para captações no mercado doméstico via emissão de títulos de dívida bancária, entre eles, CDB e LF. Ainda não ocorreu nenhuma emissão de títulos dessa natureza, mas a expectativa é que o banco priorize as LFs aos CDBs em função da não necessidade de compulsório e do prazo mais coerente com as suas operações (Batista, 2014).

No primeiro semestre de 2014, o CMN aprimorou a Resolução n. 4.123, de 2012, por meio da Resolução n. 4.330, autorizando os bancos a recomprar até 3% do total emitido com cláusula de subordinação, além de 5% quando esses papeis não apresentam essa cláusula que já era previsto para

permanência em tesouraria e venda posterior, incluindo instituições do mesmo conglomerado econômico. Antes, o BCB exigia que os papeis subordinados só fossem recomprados pelas instituições emissoras depois de um prazo de cinco anos. Ao permitir a recompra dos títulos de dívida nessas condições, espera-se que os bancos atuem como uma espécie de formador de mercado para os seus próprios papeis, o que pode estimular as negociações no mercado secundário (Campos, 2014).

A Resolução n. 4.330 ainda regulamentou a Lei n. 12.838, de 2013, e ajustou as LF para adequá-las às recomendações dos Acordos de Basileia III, que definem requisitos mínimos de capital entendidos como uma percentagem do montante de ativos ponderados pelo risco. A implementação dessas recomendações exigiu a criação de um título de dívida passível de compor o patrimônio de referência (PR) dos bancos, ou seja, aquele que serve de base para definir o volume de ativos que essas instituições podem carregar. Para que esse título possa compor o PR, ele deverá ser extinto se o capital principal da instituição, formado apenas por recursos dos acionistas, cair abaixo de determinado valor dos ativos ponderados pelo risco, o qual depende da parte do PR que esse título irá compor, se o nível 1 ou o nível 2. Nesse caso, a Resolução n. 4.330 permitiu que as LF com cláusula de subordinação pudessem incorporar também uma cláusula de extinção para compor o nível 2. Para que elas pudessem compor o nível 1, foi permitido a incorporação de uma cláusula de perpetuidade, o que significa que elas podem ser emitidas sem prazo de vencimento, cabendo ao banco decidir o momento de devolução do principal. A medida também facultou às instituições a emissão de LF com cláusula de subordinação com correção pela variação cambial. Embora essa não seja uma condição necessária para que esses papeis componham o PR da instituição, isso as tornaria mais atrativas aos investidores estrangeiros. É importante ressaltar que a correção pela variação cambial pode ser adotada apenas pelos papeis destinados a compor o PR, sendo proibida para outros fins (Campos, 2014).

Por fim, vale lembrar que os principais tributos vigentes no mercado de títulos bancários são o IR e o IOF, tal como no caso do mercado de títulos públicos. No caso do IR, ele incide sobre os rendimentos periódicos e na venda ou resgate e possui alíquota de 22,5% a 15% conforme o prazo desde a aquisição. No caso dos investidores estrangeiros, o IR incide apenas sobre os rendimentos periódicos e possui alíquota fixa de 15%. Já no caso do IOF, ele é válido apenas para operações inferiores a 30 dias e incide sobre o valor de resgate com alíquota de 1% ao dia. No caso das pessoas físicas, o IOF é válido apenas para o CDB e não para as LF. Já os investidores estrangeiros estão isentos do pagamento de IOF (Anbima, 2011).

ANEXO A

Tabela A.1: Brasil - Indicadores macroeconômicos selecionados (2003-2014)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Taxa de inflação (%)	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	4,3	5,9	6,5	5,8	5,9	6,4
Taxa básica de juros (média da meta) (%)	23,5	16,4	19,1	16,3	12,0	12,5	10,1	9,9	11,8	8,6	8,3	11,0
Resultado nominal (% do PIB)	-5,2	-2,9	-3,5	-3,6	-2,7	-2,0	-3,2	-2,4	-2,5	-2,3	-3,1	-6,2
Resultado primário (% do PIB)	3,2	3,7	3,7	3,2	3,2	3,3	2,0	2,6	2,9	2,2	1,8	-0,6
Dívida pública líquida (% do PIB)	54,2	50,2	47,9	46,5	44,6	37,6	40,9	38,0	34,5	32,9	31,5	34,1
Crescimento do PIB (%)	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	2,5	-
Crescimento do Investimento/FBCF (%)	-1,7	11,8	-2,5	10,3	16,7	15,7	-16,2	21,3	4,7	-4,0	5,2	-
Crescimento do Consumo das Famílias (%)	-0,8	3,8	4,5	5,2	6,1	5,7	4,4	6,9	4,1	3,2	2,6	-
Crescimento do Consumo do Governo (%)	1,2	4,1	2,3	2,6	5,1	3,2	3,1	4,2	1,9	3,3	2,0	-
Crescimento das Exportações (%)	10,4	15,3	9,3	5,0	6,2	0,5	-9,1	11,5	4,5	0,5	2,5	-
Crescimento das Importações (%)	-1,6	13,3	8,5	18,4	19,9	15,4	-7,6	35,8	9,7	0,2	8,3	-
Crescimento do setor primário (%)	5,8	2,3	0,3	4,8	4,8	6,3	-3,1	6,3	3,9	-2,3	4,5	-
Crescimento do setor secundário (%)	1,5	7,7	2,4	2,3	5,2	4,0	-5,6	10,6	1,6	-0,9	4,2	-
Crescimento do setor terciário (%)	0,8	5,0	3,6	4,2	5,9	4,8	2,1	5,5	2,7	1,7	2,1	-
Taxa de ocupação (média do período) (%)	50,1	50,6	51,0	51,2	51,6	52,5	52,1	53,2	53,7	54,2	54,0	53,3
Taxa de desemprego (%)	12,4	11,5	9,9	10,0	9,3	7,9	8,1	6,7	6,0	5,5	5,4	4,8
Salário mínimo real (R$)	445	462	494	564	598	616	661	696	696	755	773	779
Rendimento médio real (R$)	1.647	1.650	1.689	1.763	1.826	1.897	1.943	2.029	2.089	2.179	2.211	2.293
Balança Comercial (% do PIB)	4,5	5,1	5,1	4,3	2,9	1,5	1,6	0,9	1,2	0,9	0,1	-0,2
Transações Correntes (% do PIB)	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-2,4	-3,6	-4,2
Investimento direto líquido (% do PIB)	1,8	1,2	1,4	-0,8	2,0	1,5	2,2	1,7	2,6	2,8	2,8	2,8
Investimento em carteira líquido (% do PIB)	0,9	-0,7	0,5	0,8	3,5	0,1	3,0	2,9	1,4	0,4	1,1	1,3
Reservas (conceito liquidez) (US$)	49,2	52,9	53,7	85,8	180,3	193,7	238,5	288,5	352,0	373,1	358,8	363,5
Taxa de câmbio (média) (R$/US$)	3,07	2,92	2,43	2,17	1,94	1,83	1,99	1,75	1,67	1,95	2,15	2,35

Fonte: BCB (séries temporais), FMI, Ipeadata e Unctad. Elaboração própria.