

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Andreas Di Giulio Pfeifer

2010325

**Uma discussão da evolução do mercado de capitais de crédito
brasileiro no período de 2002 até 2022 e seus impactos na economia.**

Orientador: Stefan Alexander

Projeto de Monografia II

Departamento de Economia

Sumário

1. Introdução

2. Crédito Privado e Crédito Total

2.1. A Atuação do Setor Público no Mercado de Crédito Brasileiro

2.2. Evolução e participação do mercado de crédito brasileiro

2.3. A Atuação do BNDES

2.3.1. A mudança da atuação do BNDES na substituição da TJLP pela TLP

2.4. O Desenvolvimento do Mercado de Capitais de Crédito

2.4.1. Uma visão geral

2.4.2. Uma descrição da evolução dos instrumentos do Mercado de Crédito de Capitais (Fundos de crédito, Debêntures, LCI/LCA, CRI/CRA, FDICs)

2.5. Impacto na Relação Retorno do Capital Próprio e de Terceiros

2.5.1. Capital Próprio e de Terceiros

2.5.2. A Evolução da Selic e do Ibovespa.

2.5.3. A Evolução do Endividamento Público

3. Conclusões

4. Referências Bibliográficas

Agradecimentos

Dedico este trabalho aos meus pais que me apoiaram durante essa jornada. Fico muito grato por toda a ajuda, pela educação fornecida, e por acreditarem no meu potencial. Por isto, agradeço a vocês, e serei eternamente grato.

Ao meu orientador, Stefan Alexander, pela paciência, orientação precisa e incentivos constantes durante todo o processo. Sua dedicação e conhecimento foram fundamentais para a realização deste trabalho.

Aos professores e funcionários da PUC pelo conhecimento compartilhado. E a todos que, de alguma forma, contribuíram para a realização desta monografia, o meu sincero agradecimento.

1 - Introdução

O mercado de capitais brasileiro desempenha um papel fundamental no financiamento da economia, canalizando recursos de investidores para empresas e projetos de desenvolvimento. Ao longo das últimas décadas, a indústria financeira experimentou um crescimento significativo, impulsionado por diversos fatores, como a estabilidade da moeda nacional, a implementação de novas políticas públicas e o amadurecimento dos instrumentos financeiros disponíveis.

Este trabalho tem por objetivo identificar os fatores determinantes para o crescimento e transformação do mercado nas últimas décadas e analisar como as políticas públicas e o endividamento do governo afetam o desempenho do mercado e o retorno sobre os investimentos. Para esse fim, utilizo dados do Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para coletar séries históricas do endividamento público, taxas, Produto Interno Bruto (PIB), e detalhamento de mudanças políticas como a da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) para Taxa de Longo Prazo (TLP), e cito artigos com diferentes visões sobre o desenvolvimento econômico, procurando sempre que possível incluir gráficos para auxiliar a identificar padrões e tendências.

Neste estudo, ofereço uma análise do mercado de capitais brasileiro, com foco tanto na relação entre o retorno do capital próprio (Equity) e do capital de terceiros (Debt) para as empresas quanto nos fenômenos “Crowding In” e “Crowding Out”. Abordo, também, a evolução histórica dos principais indicadores do mercado, como o Índice Bovespa (Ibovespa) e a taxa Selic, além de analisar o impacto da interferência estatal no mercado de crédito e o papel do endividamento público.

Esta monografia está dividida nesta Introdução, um capítulo central chamado “Crédito Privado e Crédito Total” e uma Conclusão.

A principal seção da monografia é o capítulo “Crédito Privado e o Crédito Total”, dividido em cinco subtópicos. Os dois primeiros subtópicos são dedicados ao crédito e à forma como ele está distribuído entre os setores público e privado. O terceiro subtópico analisa a atuação do BNDES, maior banco público atuante no mercado de crédito por atacado, e inclui uma crítica ao seu papel como indutor de crédito da economia através do crédito direcionado. No quarto subtópico, discuto o desenvolvimento do mercado de capitais, passando pelos novos instrumentos de crédito que são emitidos pelas empresas, através dos dados retirados do banco central e relatórios da Anbima, destacando a importância do incentivo a agentes da economia a investirem. Finalmente, no quinto subtópico, relaciono todos esses fatores com a evolução de índices como o do endividamento público, da Bolsa de valores, e da Selic.

Na conclusão, integro as análises dos cinco subtópicos e destaco as intervenções estatais, o crescente endividamento público e os efeitos negativos do aumento da atividade pública no mercado de crédito e nos recursos direcionados. Além disso, busco relacionar esses fatores ao desempenho da bolsa de valores e o desenvolvimento econômico, antecipando possíveis resultados sob políticas públicas similares ou diferentes das implementadas anteriormente.

Por meio desta monografia, espero contribuir para a compreensão do mercado de capitais brasileiro, ao examinar a relação entre o retorno do capital próprio e do capital de terceiros para as empresas.

2.0 - Crédito Privado e Crédito Total

2.1 – A Atuação do Setor Público no Mercado de Crédito Brasileiro

O setor público brasileiro atua no mercado de crédito privado de forma direta e indireta. A atuação direta se dá através de crédito concedido por bancos públicos, inclusive o BNDES e a atuação indireta ocorrem em virtude dos impactos da política econômica sobre o mercado de crédito privado.

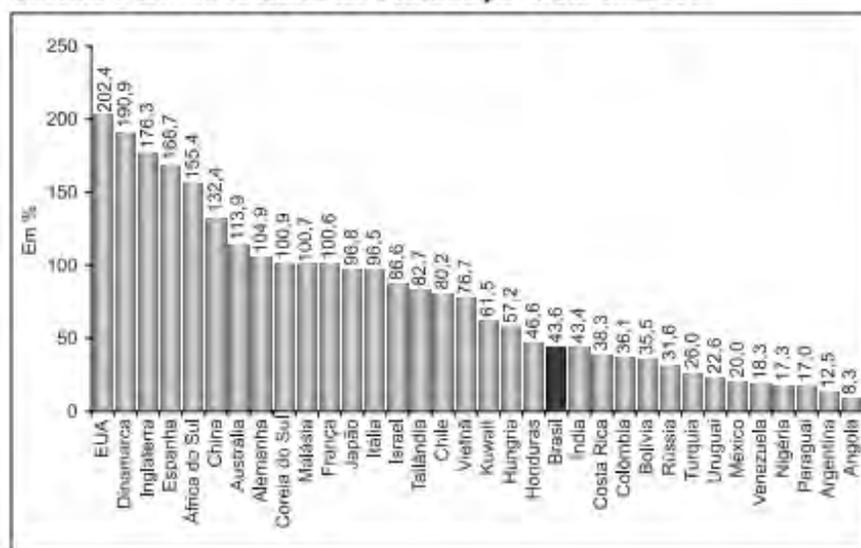
A política econômica afeta diretamente a taxa de juros base da economia, que forma os preços do mercado de crédito privado e afeta a demanda agregada por recursos, pela necessidade de financiamentos do setor público que compete com o setor privado, um fenômeno conhecido como “crowding out”.

O acesso ao crédito é uma ferramenta fundamental para que famílias e empresas possam satisfazer a capacidade produtiva e estimular o crescimento econômico, através da oferta de capital na forma de crédito, com seu devido custo (taxa de juros), dado o nível de risco e criação de valor de uma empresa. Tanto a oferta de crédito como seu custo, são resultantes de diversos fatores econômicos, institucionais e regionais. O Brasil historicamente apresentou níveis baixos de crédito como proporção do PIB. Se tomarmos os anos de 2007 como exemplo, o nível de crédito brasileiro foi baixo, tanto comparado com países desenvolvidos como Estados Unidos e Alemanha, quanto com países em desenvolvimento, como a China, Chile e Coreia do Sul (Sant’Anna, Borça Júnior e Araujo, 2009).

A relação entre o PIB e o nível de empréstimo concedido ao setor privado é frequentemente utilizada como um indicador geral do nível de endividamento do setor privado em uma economia, bem como para comparações internacionais. No gráfico abaixo, observamos que, em 2008, os países mais desenvolvidos apresentaram índices de crédito ao setor privado significativamente superiores ao do Brasil.

Países como os EUA e a Dinamarca tinham créditos ao setor privado superiores a 150% do PIB, enquanto o Brasil e outras economias subdesenvolvidas não alcançaram nem 45% do PIB (Fonte: Financial Structure Database, 2008).

GRÁFICO 1
Crédito Doméstico ao Setor Privado por País em 2007



Fonte: Financial Structure Database (2008).

A baixa proporção de crédito ao setor privado brasileiro, que observamos neste gráfico de 2008, pode significar uma falta de demanda, de oferta ou uma combinação dos dois fatores, mas é comumente um indicador de uma economia de baixo nível de crescimento e dinamismo. Seja por falta de interesse do setor privado em se financiar nas condições existentes, seja pela escassez de recursos disponíveis na forma de crédito ao setor privado, ou, como falamos acima, uma combinação dos dois fatores, este indicador demonstra o nível baixo de investimentos privados e/ou a baixa alavancagem destes. Em qualquer um dos casos, é um indicador importante da capacidade de crescimento futuro da economia.

A política econômica influencia diretamente o mercado de crédito de várias maneiras. Pelo lado da oferta de crédito privado, o governo pode intervir através de bancos públicos, como o BNDES. Essa intervenção pode estimular o crédito diretamente, mas também pode ter um efeito inibidor, conhecido como “crowding out”. Pelo lado da

demanda por crédito do setor privado, a política econômica pode afetar o custo dos juros de mercado. Esse custo aumenta devido à política monetária e à necessidade de recursos do setor público ("crowding out clássico"), além dos spreads específicos de cada tipo de operação e da qualidade de crédito do devedor. O ambiente econômico e as expectativas dos empresários também influenciam o "apetite para investir", um conceito que John Maynard Keynes chamou de "espírito animal" dos empresários.

Segundo o artigo: Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008) (*Sant'Anna, Borça Júnior e Araujo, 2009*), o papel crítico do BNDES como fornecedor de crédito ao Setor Bancário viria de sua maior eficiência na captação de recursos por sua capacidade única de tributar a sociedade e pelo fato do seu risco de crédito ser mais baixo do que o do setor privado.

A atuação do setor público como indutor direto de crédito ao setor privado através de Bancos Públicos ainda pode acarretar outros efeitos colaterais, como o resultado de sua atuação poder ser direcionada politicamente, que levaria a uma influência significativa sobre as decisões reais das firmas. Carvalho (2013) sugere que empresas elegíveis a receber investimento público expandiriam as vagas de emprego perto das eleições e que os políticos no Brasil se utilizariam do controle sobre os empréstimos dos bancos públicos como uma forma de influenciar a decisão das firmas sobre a alocação dos empregos.

Apesar disto poder ser verdade, entendemos que existem outros fatores que também influenciariam diretamente nesta expansão e abordaremos isso mais à frente. Entretanto, veremos que a atuação dos bancos públicos pode inibir o desenvolvimento do setor financeiro de crédito privado, inclusive o mercado de capitais através de taxas subsidiadas ou condições fora de mercado, e isto, por consequência, afetaria o desenvolvimento econômico.

Os supracitados autores argumentam a favor da atuação do setor público diretamente no crédito concedido ao setor privado por se tratar de uma atuação de política econômica anticíclica, dado que em momentos de maior incerteza estes créditos

oriundos de bancos públicos cresceriam e permitiriam o acesso a crédito pelo setor privado nestes momentos.

Nesta perspectiva, quando a incerteza é maior, o governo deveria “assumir” o papel de indutor de recursos financeiros na forma de crédito ao setor privado.

Acredito que esta leitura do mercado de crédito ignora os efeitos desta atuação direta do setor público sobre o mercado de crédito como um todo, especialmente sobre a atuação dos atores privados, sejam estes bancos ou o mercado de capitais. Ao entrar de forma ativa neste mercado, seja em condições de mercado ou não, existe um impacto direto sobre os atores privados que ofertam alternativas de crédito e sobre a competitividade das empresas.

O maior impacto ocorre quando o setor público concede crédito em condições mais favoráveis que as de mercado apenas a um seleto grupo de empresas. O primeiro efeito, que chamamos de uma forma de “crowding out”, é o resultado de Teoria dos Jogos conhecido por Seleção Adversa, onde, após esta seleção deste seleto grupo as demais empresas ficam em uma situação desfavorável e o risco de crédito de todas as demais para a ficar mais caro. Afastando os bancos privados e o mercado de capitais deste mercado, assim como, diminuindo a demanda de crédito pelas empresas privadas. O segundo efeito é a redução de investimentos privados por questões competitivas, pois o risco de um investimento em uma empresa cujo seu competidor teve acesso a capital em condições extraordinariamente favoráveis é muito grande. Não por acaso, as políticas que visam desenvolver empresas nacionais na forma de campeões nacionais podem resultar ou não em empresas de alto crescimento, mas invariavelmente eliminam muitos competidores em seus setores.

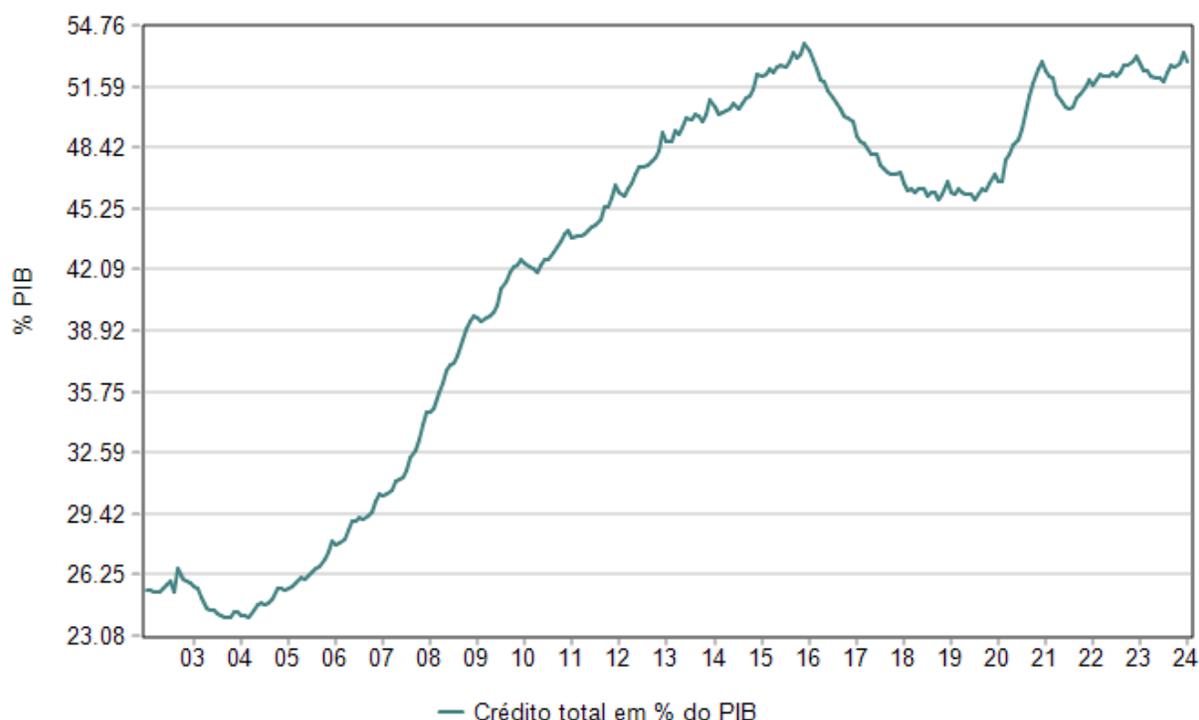
A política monetária e a necessidade de recursos para financiar o setor público afetam diretamente a taxa de juros do Banco Central (Selic) e, por consequência as taxas de juros de crédito ao setor privado, enfrentando problemas em seu equilíbrio econômico, o que muitas das vezes pode ser a razão para um negócio não conseguir se manter no mercado. Como sabemos, taxas de juros elevadas, por si só, são instrumentos para

desincentivo ao crescimento econômico. Não somente pelo fato de reduzir a demanda por consumo e investimentos, mas também por inviabilizar o equilíbrio econômico-financeiro de empresas existentes e o retorno esperado de iniciativas futuras. E este é apenas o primeiro efeito que pode advir de um cenário de descontrole inflacionário.

Em contradição às conclusões do referido autor, acreditamos que a relação da evolução do mercado de crédito corporativo no mercado de capitais ao longo de um período, em que a atuação direta do governo como indutor de desenvolvimento através de crédito de bancos públicos tende a inibir e não induzir ao desenvolvimento. O crédito subsidiado, por sua natureza, é seletivo, criando distorções relevantes entre aqueles que tem acesso a este crédito ou não. Isto, por si só, geraria um processo de seleção adversa, onde os bancos privados e os investidores em dívidas corporativas estivessem expostos a uma concentração maior de risco de crédito. Isto resultaria em um encarecimento dos recursos gerais disponíveis da economia para todos aqueles que não fossem privilegiados pelas condições benéficas destes créditos públicos. Além do efeito de encarecimento da oferta, a desigualdade competitiva seria um fenômeno inibidor dos investimentos, dado que o risco associado a qualquer empresa sem essas condições tenderia a ser muito maior, por pelo menos duas razões, a sua taxa de desconto, que deveria refletir o maior spread existente na economia e o risco de competição contra uma empresa que possui um custo de "funding" mais competitivo.

Dessa forma, nossa interpretação ajudaria a entender a razão do mercado de crédito corporativo ter se desenvolvido mais fortemente em períodos em que a atuação dos bancos públicos se reduziu e o fato do retorno do Ibovespa (funcionaria como uma média de retorno das ações brasileiras) ser inferior ao retorno da Selic durante períodos de grande atuação do governo através dos bancos públicos e reverter esta tendência exatamente nos períodos em que esta ação é reduzida. Voltaremos a este tema quando observarmos os indicadores.

2.2 - Evolução e participação do mercado de crédito brasileiro



O mercado de Crédito brasileiro seguiu uma trajetória de crescimento constante como proporção do PIB no período entre 2002 e 2023, com uma descontinuidade entre 2016 e 2020. Período subsequente à crise econômica após o governo Dilma, período do governo Temer, onde apresentou retração expressiva, e período de certa estabilidade e baixo crescimento no início do governo Bolsonaro até o início de 2021, com o final da crise da Pandemia.

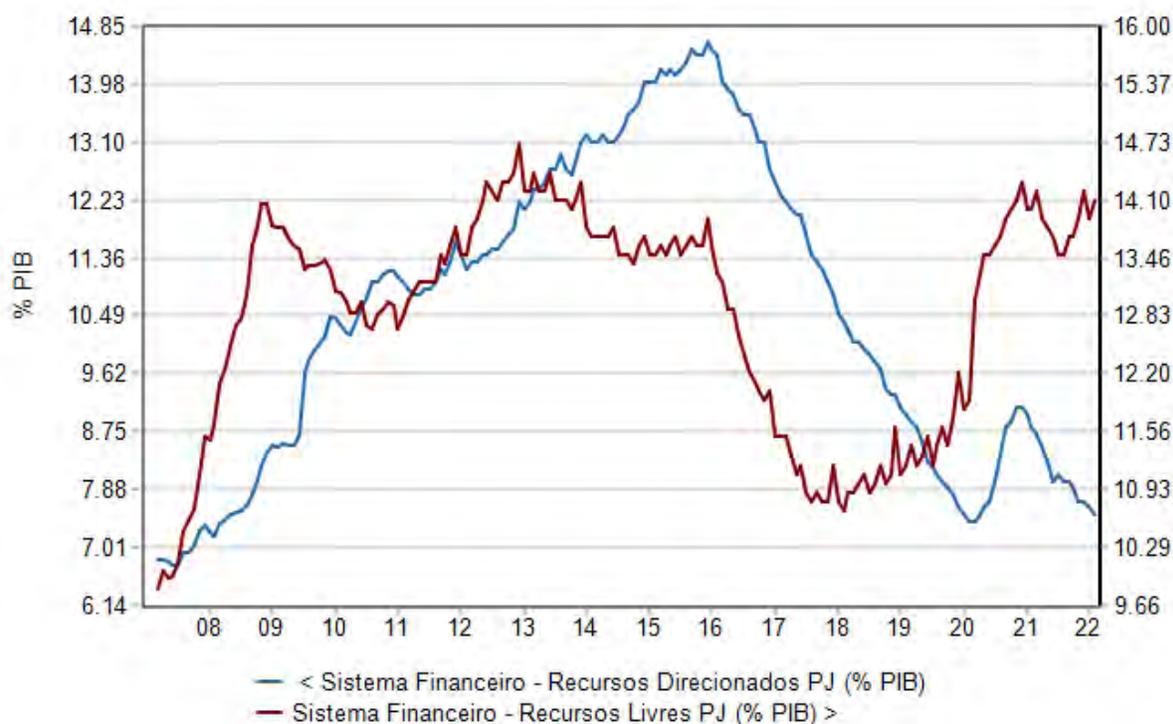
O gráfico acima mostra que em janeiro de 2004, o nível de crédito emitido total em relação ao PIB era de 23,6% e chega ao seu ponto mais elevado em 2015 quando se inicia a crise econômica marcada pelo fim do governo Dilma e seu impeachment. Este período coincidiu com quedas na taxa de juros e resultados de mudanças estruturais de política econômica adotada pelos diversos governos. Vale ressaltar, que todo este cenário só se fez possível graças ao Plano Real que eliminou o componente inercial e hiperinflacionário que o Brasil viveu por décadas até 1994.

O endividamento total da economia tem dois componentes absolutamente distintos. O crédito concedido às famílias, Crédito Pessoa Física (PF), é em sua grande maioria destinado a antecipação de consumo, aumentando a Demanda Agregada, mas não afetando, necessariamente a capacidade produtiva da economia. Por outro lado, o crédito concedido às empresas, aumenta a estrutura de capital destas, permite a alavancagem do capital próprio investido e tem como característica o aumento da capacidade produtiva da economia.

O crédito concedido às empresas, por sua vez, podem ser créditos livres ou condicionados. Os créditos condicionados são uma característica da atuação mais direta do setor público no mercado de crédito corporativo, buscando um direcionamento dos recursos a partir de critérios centralizados de política econômica. Os governos nos quais a visão de que o crescimento econômico age de uma atuação indutora do Estado na economia, tendem a atuar mais diretamente e aumentar o volume de crédito direcionado, e, por sua vez, os governos com uma visão mais liberal, onde o crescimento econômico é resultado da ação dos agentes privados, o contrário.

Podemos observar que ao final de 2008 se inicia um ciclo de aumento do Crédito Direcionado e queda do Crédito Livre, que marca a mudança de atuação do governo após os reflexos da Crise dos Subprime atingirem o Brasil. De 2012 a 2013 ambas as modalidades entram em ritmo de crescimento juntas, que foi interrompido em 2013. A partir desta data o Crédito Livre apresentou um decréscimo expressivo até 2018 com o início de governo Bolsonaro. Por sua vez, o Crédito Direcionado despencou a partir de 2016 e teve apenas uma pequena recuperação no período da pandemia, em 2021.

O gráfico a seguir, cujos dados começam em 2007, ilustra exatamente isso.



A diferença entre recursos livres e direcionados é simplesmente que no direcionado há incentivo do governo em relação a certo setor da economia, enquanto o outro, não é. Nesse sentido, em detrimento de outras áreas da economia, ao pegar um empréstimo direcionado, temos que a taxa desse empréstimo pode ser subsidiada pelo governo. Os créditos direcionados são comumente utilizados em operações destinadas ao setor rural, habitacional e infraestrutura, enquanto o outro é uma taxa livremente acordada entre tomador e credor.

Além disso, é importante ver a magnitude do aumento dos recursos direcionados, que historicamente, chegou a um patamar nunca visto. Havia mais recursos direcionados do que livres para Pessoa Jurídica (PJ) em 2015, o que deixa de ser verdade apenas em 3 anos depois em 2018 com uma queda acentuada. O mesmo movimento acontece para os recursos livres, mas as curvas não chegam a se interceptar.

O período entre 2002 e 2008, com o crescimento do Crédito Livre PJ coincidiu com uma maior atuação do mercado de capitais de crédito e mercado pela inovação e criação de diversos novos instrumentos de concessão de crédito. Até a data de 2008, a atividade brasileira do crédito privado vinha se desenvolvendo, inclusive com a criação de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), Letras de Crédito Imobiliário (LCIs) e Letras de Crédito do Agronegócio (LCAs), que ainda iniciavam na época, e que estão hoje solidamente estabelecidos.

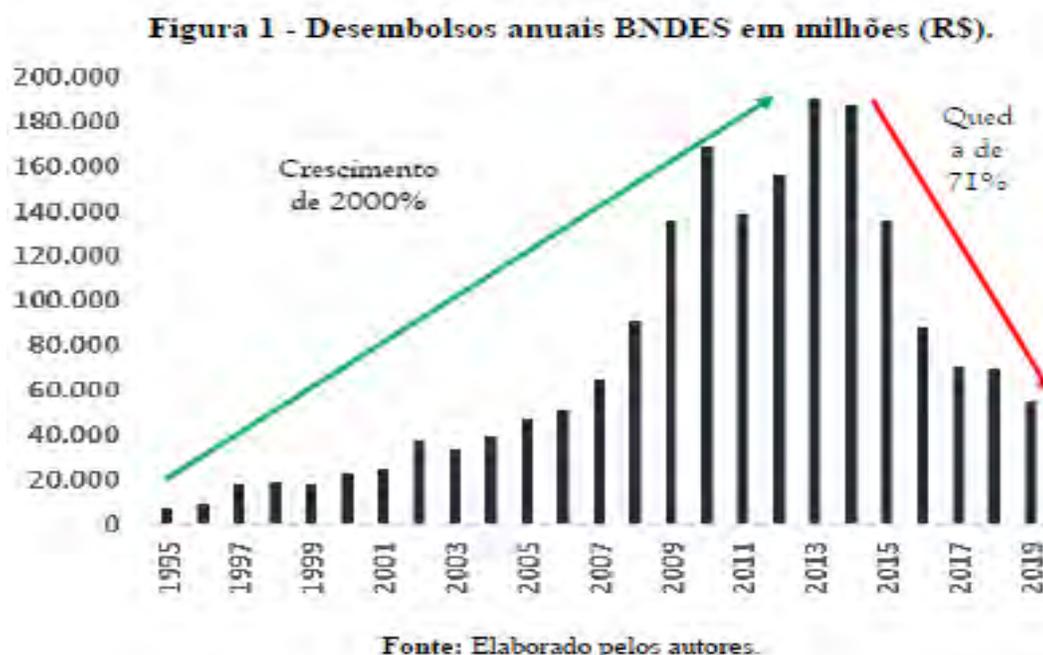
Em 2009, com os impactos da turbulência gerada pela crise financeira internacional advinda da “Subprime Crisis” nos EUA, durante a segunda metade do Segundo governo Lula, houve uma mudança grande de política econômica, marcando o início de um período com mais interferência direta do Estado na Economia, com a justificativa de diminuir o caráter cíclico da crise. Este momento marca uma mudança do Crédito Direcionado como indutor de crescimento em uma trajetória que atravessou o governo Dilma 1 e 2, até a crise macroeconômica que marcou seu encerramento via processo de impeachment. A crise desencadeou um período de incerteza econômica, que impactou a atividade bancária privada e do crédito livre de forma acentuada no primeiro momento, e como resposta do governo, tivemos um aumento na atividade de crédito pública que se manteu por vários anos.

2.3 A atuação do BNDES

Com a privatização da maioria dos bancos estaduais na década de 90, a atuação direta do setor público se concentrou no Banco do Brasil, que é uma instituição de capital mista, portanto com limitações em seu direcionamento estatal, na Caixa Econômica, que sempre atuou muito fortemente no segmento imobiliário e de pessoas físicas, e no BNDES, que resultou na instituição mais propensa para a atuação direta na expansão do Crédito Direcionado às empresas.

Desta forma, procuramos entender a atuação do BNDES neste período e acreditamos que esta é uma boa referência para entendermos a atuação da política econômica de cada governo no mercado de crédito destinado às empresas.

Em um estudo publicado em 2009, intitulado “A participação do BNDES no Mercado de Crédito Brasileiro”, (VILLAR, L. M. R; FONSECA, S. E; XAVIER, D. O; SILVA, S. E; SOUZA, 2021), OS autores destacam a seguir a atividade do BNDES em cada ano, e mostra que até 2011 o BNDES aumentou seu desembolso em cerca de 2000%, e em seguida, em torno de 10 anos, o nível retraiu 71%, com o fim do governo Dilma e início do governo Temer.



O autor argumenta que este cenário possibilitou o surgimento de um mercado de capitais bem mais desenvolvido. Segundo esse artigo, empresas já estavam bem mais aptas ao mercado de capitais para conseguir financiamento, e mesmo em um período de crescimento da participação do crédito em % do PIB, o que deveria ser extremamente benéfico, o Brasil não apresentou um crescimento compatível tanto na produção quanto na valorização das empresas na bolsa de valores. Portanto, o volume de crédito total não é suficiente para explicar uma trajetória de crescimento econômico sustentável.

O governo Temer dá início a mudanças substanciais na atuação do BNDES, não apenas pela sua mudança de política de crédito, abandonando o objetivo de incentivo aos “campeões nacionais”, que eram empresas privadas selecionadas em setores específicos para serem beneficiadas por estes recursos e gerarem crescimento

acelerado, mas pela mudança de administração de seu Balanço e custos de financiamento. Até aquele momento, o BNDES se utilizava como referência da Taxa de Juros de Longo Prazo, TJLP, que era uma taxa de juros subsidiada a partir de uma remuneração proporcionalmente reduzida do Fundo de Amparo dos Trabalhadores, FAT, mudando para a Taxa de Longo Prazo, TLP, calculada a partir de parâmetros de mercado. A combinação de redução de crédito direcionado (neste caso “extremamente” direcionado), com redução do subsídio nas taxas cobradas marcam o início de uma grande mudança na atuação do setor público no mercado de crédito às empresas.

2.3.1 – A mudança da atuação do BNDES na substituição da TJLP pela TLP

A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) foi substituída pela Taxa de Longo Prazo (TLP), vigente desde o dia de 1º de janeiro de 2018. O maior motivo da transição se deve ao fato de que bancos públicos, como o BNDES, antes da criação da TLP, eram subsidiados pelo governo. Logo, conseguiam emitir recursos à uma taxa menor do que o mercado como um todo (mais barata), aumentando o custo do Tesouro Nacional e criando discrepâncias na taxa de mercado e nas alocações de recursos desproporcionais entre setores na economia brasileira. Nesse sentido, precisamos saber como era calculada a TJLP e como é calculada a vigente TLP.

A TJLP era calculada com base em dois parâmetros: uma meta de inflação calculada pro rata para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); e um prêmio de risco. A TJLP era divulgada trimestralmente pelo Banco Central do Brasil até o último dia útil do trimestre imediatamente anterior ao de sua vigência para as posições de 1º de janeiro, 1º de abril, 1º de julho e 1º de outubro, sendo expressa em percentual ao ano. Para simplificar, vamos ver um exemplo.

Estamos em 1º de abril do ano de 2009, e deve ser divulgada a TJLP. Se a atual meta de inflação anual é de 5,92% e assumimos um prêmio de risco de 4,77 % (o prêmio de risco era baseado em taxas de mercado equivalentes, risco de crédito, cenário macroeconômico):

Meta de inflação pro rata → Meta de inflação Anual^(1/4) = 5,92%^(1/4) = 1,48%

TJLP → Meta de inflação pro rata + Prêmio de risco = 1,48% + 4,77% = 6,25% a.a.

Portanto, a TJLP seria de 6,25%.

A taxa de juros reais da TLP a ser utilizada pelo BNDES para os novos contratos, pré-fixada, será anunciada a cada mês pelo Banco Central. A partir da data de início de vigência dos contratos em TLP, a TLP-Pré, parcela de juro real, será fixa, ao longo da vida dos contratos, variando apenas o componente da inflação, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo, o IPCA.

A TLP-Pré é baseada na média de três meses da taxa de juro real do título público NTN-B de 5 anos.

Para uma transição mais suave da TJLP para a TLP, foi estabelecido que:

- a) há um fator de redução da taxa de juro real da NTN-B de cinco anos, denominado alfa (α). Este fator é válido por um ano e sobe progressivamente até 2023, quando a TLP-Pré igualará a taxa de juro real da NTN-B; e
- b) em 1º de janeiro de 2018, a primeira TLP seria igual à TJLP vigente na mesma data.

Portanto,

TLP-Pré = α x JURO REAL NTN-B

TLP = (1 + IPCA) x (1 + α x JURO REAL NTN-B de 5 Anos) – 1

Vamos exemplificar. Estamos em janeiro de 2018 e precisamos calcular a TLP, com base no fator de ajuste. Como esse é o início de sua vigência a TLP precisa ser igual à TJLP (IPCA previsto). Se o juro real NTN-B de 5 anos é de 4,74% e sujeita ao fator de redução de 0,57 temos que a TLP é de 4,74% x 0,57 = 2,70% a.a.

Em seguida, em 2023 o cálculo da TLP seria simples.

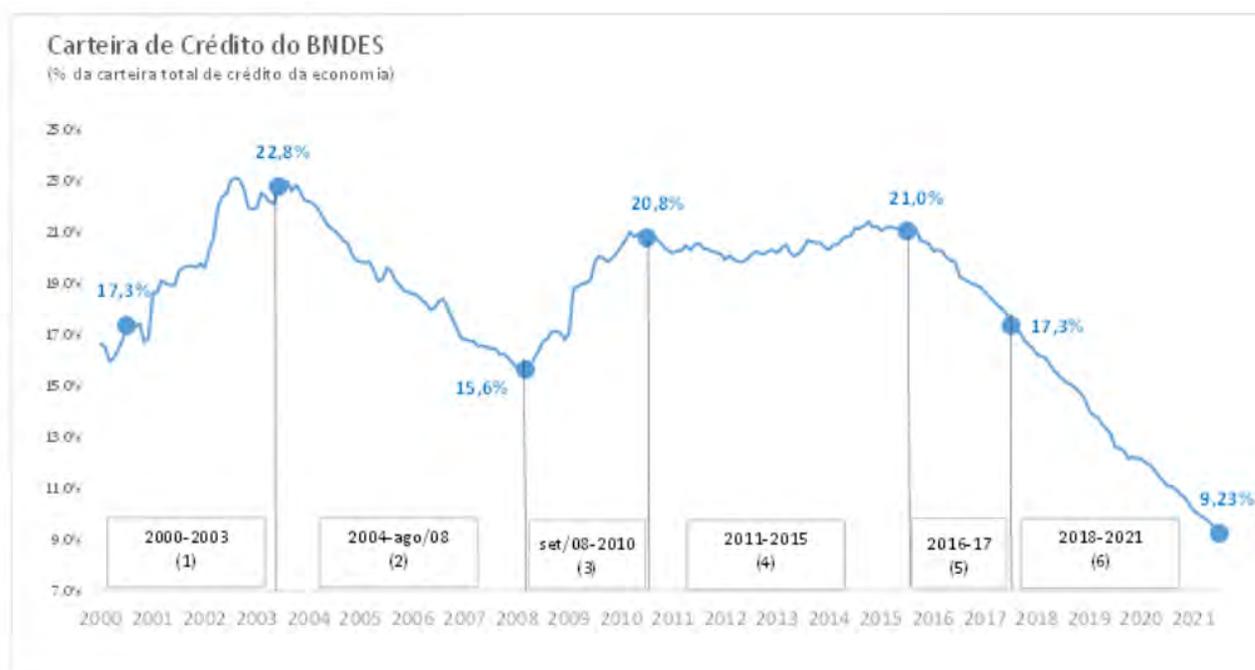
TLP = 100% NTN-B + IPCA

Por ser definido por um órgão governamental, a TJLP estava sempre sujeita às decisões políticas. Vantajoso para algumas companhias que tinham acesso a uma linha de crédito muito mais barata do que o público empresarial em geral, entretanto mais custoso ao BNDES. Inclusive, o próprio valor pago pelo governo nos títulos públicos era superior ao TJLP.

Como não havia matemática capaz de fazer essa conta fechar, era o Tesouro Nacional que amargava o déficit. Com a TLP, esse efeito é mitigado: subsídios ainda são permitidos, mas devem ser discutidos e constar no orçamento público.

Dois pontos positivos que valem ressaltar a partir da mudança são, ainda que seja focado no desenvolvimento empresarial, o BNDES ainda é uma instituição financeira e a sua sustentabilidade é importante. Com a TLP, evita-se que a taxa praticada por ele seja muito desproporcional ao mercado. E, também, maior eficiência no uso do dinheiro público, dado que é o próprio governo que tinha que cobrir o déficit gerado pelos empréstimos do BNDES à época da TJLP, com a TLP essa diferença pode ser aplicada em outros programas, inclusive para fortalecer a promoção da concorrência.

Primeiramente, realizarei uma análise sucinta da série histórica da carteira de crédito do BNDES em função do total da economia.



Fonte: (BORÇA JR., Gilberto. *Análise de longo prazo do BNDES no mercado de crédito bancário (2000-2021)*, 2022)

Podemos observar que o nível de crédito emitido até 2018 não apresenta muitas mudanças, com exceções apenas entre 2004 e 2008 em que apesar de ilustrar uma queda significativa, ainda manteve o nível de crédito em expansão, mas menor em relação ao mercado.

Esse período foi marcado por um início de ciclo expansionista de crédito no Brasil, principalmente no financiamento às famílias, que eram majoritariamente operações de crédito consignado, aquisição de veículos e a oferta dos bancos privados. Veremos adiante, que com a queda da atividade do BNDES nesse período, tivemos um dos únicos momentos históricos em que a Ibovespa rendeu mais que a Selic, e só viria a atingir a um nível superior no momento de substituição da TJLP pela TLP (2016-2017, exatamente quando a atividade do BNDES diminui).

Além disso, entre 2016 e 2017 a carteira de crédito do BNDES apresentava queda acumulada em cerca de 27%, resultando em devoluções antecipadas da dívida com o Tesouro Nacional. O gráfico abaixo ilustra exatamente isso.



Fonte: (BORÇA JR., Gilberto. *Análise de longo prazo do BNDES no mercado de crédito bancário (2000-2021)*, 2022)

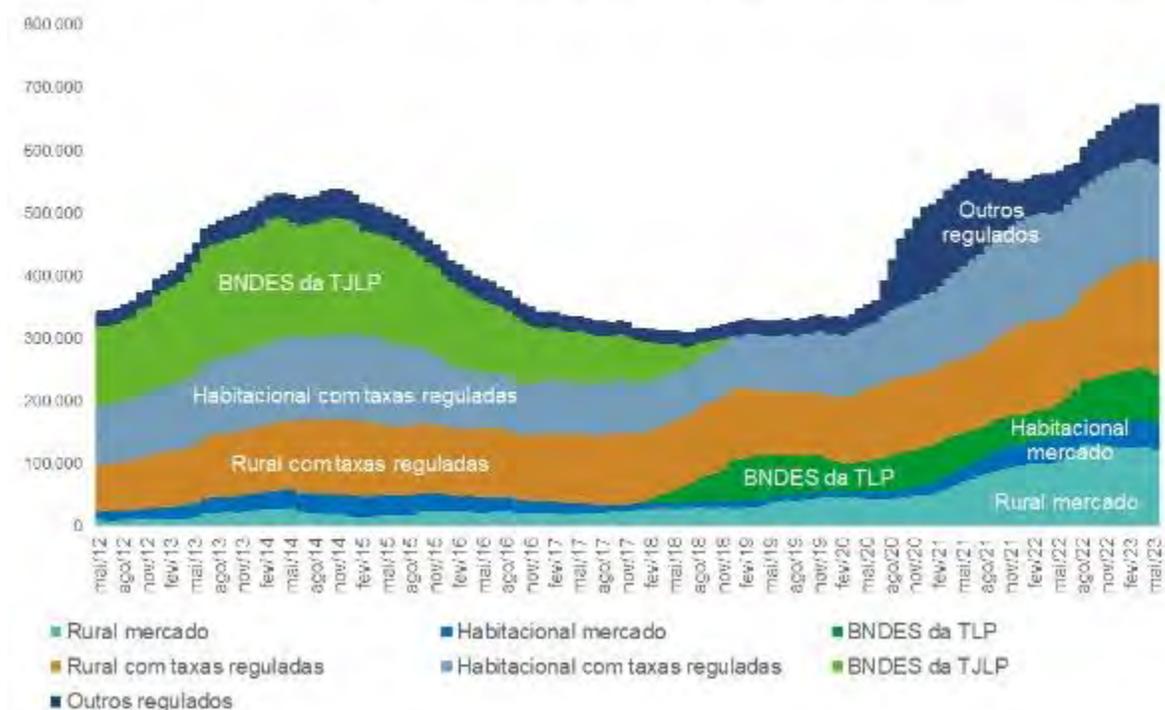
Dessa forma, ao somar na queda da carteira de crédito um corte no “funding” do BNDES (Transição da TLP para TJLP), concluímos as razões para a grande queda desde 2018. Agora, o BNDES teria que se financiar sujeito a um custo equivalente ao soberano, ou seja, do Tesouro Nacional, o menor do país. Isso representa um incentivo adicional à atuação do banco, uma vez que não tiveram uma boa performance nos anos anteriores e agora também estão competindo em condições semelhantes com as outras instituições financeiras. Além disso, com a TLP, o banco ganhará mais flexibilidade para securitizar créditos, vender carteiras e constituir fundos de investimento. Isso amplia as opções disponíveis para o Banco e pode estimular o desenvolvimento do mercado de capitais e do mercado privado de crédito.

Para o lado dos clientes, estes se beneficiarão da clareza e previsibilidade proporcionadas pela TLP, eliminando a incerteza associada à definição da TJLP. Isso permitirá que os clientes façam hedge de seus contratos, reduzindo o grau de incerteza sobre suas operações.

Para concluir, embora a transição da TJLP para a TLP represente um desafio para o BNDES, ela também pode trazer benefícios significativos no sentido de promover

investimentos mais eficientes e rentáveis, estimular o desenvolvimento do mercado de capitais e aumentar a transparência e previsibilidade dos financiamentos do BNDES.

Gráfico 5: Concessões de crédito direcionado por segmentos e por taxas de juros (dados acumulados em 12 meses até maio de 2023 em valores nominais)



Fonte: <https://agenciadenoticias.bnades.gov.br/blogdodesenvolvimento/detalhe/Qual-o-tamanho-do-credito-direcionado-no-Brasil/, 2023>.

Fonte: **BCB - Sistema Gerenciador de Séries Temporais.**

O gráfico acima mostra a magnitude da transição da TJLP para a TLP em termos de participação do BNDES no crédito direcionado da economia. O desembolso de crédito caiu mais que a metade, e é possível ver uma expansão das outras concessões de crédito direcionado. Apesar de termos vários fatores que influenciam no desenvolvimento do crédito do país, essa mudança da TJLP para TLP serve quase como um ponto de inflexão para o crédito rural, habitacional e outros regulados.

Dessa forma, a substituição desfaz a posição do BNDES como doador do setor público de recursos, e levará ao efeito de “crowding in” do setor privado, já que agora

não estão competindo com taxas subsidiadas, e seu custo é menor. É nesse momento em que o mercado de capitais se desenvolve, e em que há maior controle privado de crédito na economia.

2.4 – O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS DE CRÉDITO

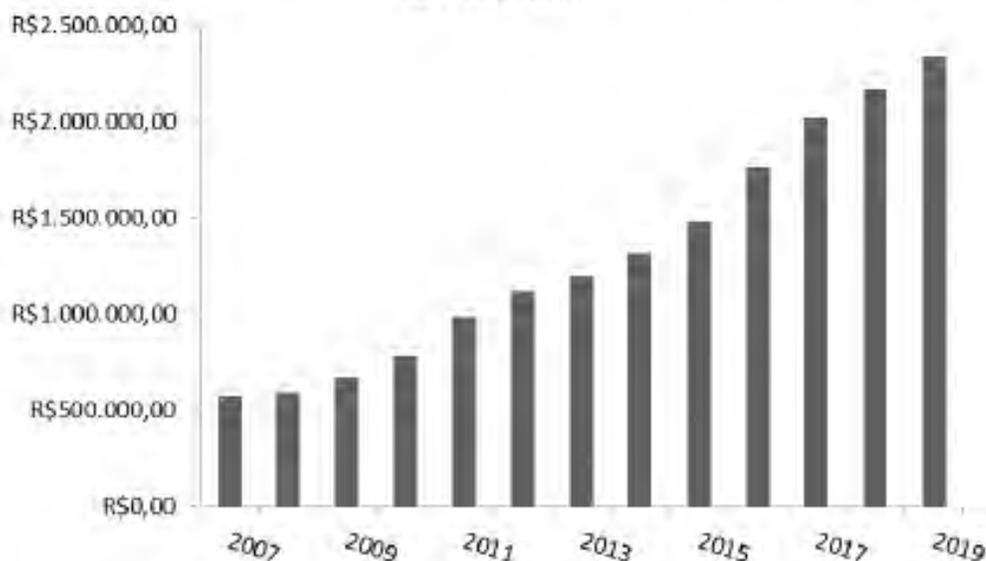
2.4.1 – Uma visão geral

Durante o período de nossa análise, entre 2002 e 2022, o mercado de crédito de capitais apresentou um grande desenvolvimento. Este mercado é a soma de diversas operações e instrumentos, mas se caracteriza pela emissão de títulos e/ou a constituição de Fundos de Investimentos dedicados a conceder crédito para empresas.

As debêntures se tornaram populares e cresceram cerca de 605% em emissões de empresas entre 2007 e 2019, e no mesmo período, os Fundos de renda fixa tiveram um crescimento em seu AUM (Assets under Management) de 271%, passando de R\$574 BB para cerca de R\$ 2.132 BB sob custódia.

Isso mostraria o quão fundamental é a indústria de fundos de investimento que conseguem se adaptar aos perfis de investimento de cada família, empresa ou indivíduo e substituem o papel de banco estatal como credores para a economia como um todo. (NUNES, 2009)

Figura 2 – Distribuição anual do patrimônio líquido alocado em fundos de renda fixa em reais (R\$)



Fonte: VILLAR, L. M. R.; FONSECA, S. E.; XAVIER, D. O.; SILVA, S. E.; SOUZA, A. A. *A Participação do BNDES no Mercado de Crédito Brasileiro*. Rev. FSA, Teresina, v.18, n. 03, art. 6, p. 123-147, mar. 2021.

Quando um investidor decide alocar recursos em um fundo, ele naturalmente espera que seu capital cresça ao longo do tempo. Com o aumento do número de cotistas e, conseqüentemente, do patrimônio do fundo, as gestoras de recursos tornam-se mais capazes de financiar empresas, reduzindo a dependência do Estado como credor e promovendo um crescimento eficiente nos mercados de crédito de capitais. Portanto, é crucial não apenas incentivar os investidores a pouparem e investirem, mas também garantir que o processo seja conduzido de maneira eficiente para evitar distorções e desencorajar os agentes envolvidos.

2.4.2 – Uma descrição da evolução dos instrumentos do Mercado de Crédito de Capitais (Fundos de crédito, Debêntures, LCI/LCA, CRI/CRA, FDICs)

O mercado de crédito no Brasil experimentou uma evolução notável ao longo das últimas décadas, desempenhando um papel crucial no financiamento da economia e na diversificação das opções de investimento. O período compreendido entre 2002 e 2022 testemunhou uma série de transformações profundas nesse cenário, marcadas pelo surgimento de novos instrumentos financeiros e pelo aprimoramento das práticas de gestão e regulação.

Nesse contexto, vamos contextualizar esse capítulo com a história e formação do que seria o reestruturado Sistema Financeiro Nacional (SFN). Antes de 1994, as instituições bancárias procuravam, de maneira geral e intensiva, obter ganhos elevados com o floating (prazo para processamento de pagamentos). Em seguida, em 1997, em virtude ao Plano Real, o Brasil começa a viver uma recente era de estabilidade monetária com um estável nível de inflação. Dessa forma, instituições financeiras que dependiam dos lucros advindos do floating e não se adaptaram ao novo ambiente, tiveram dificuldades em manter seus negócios e geraram uma reestruturação do SFN.

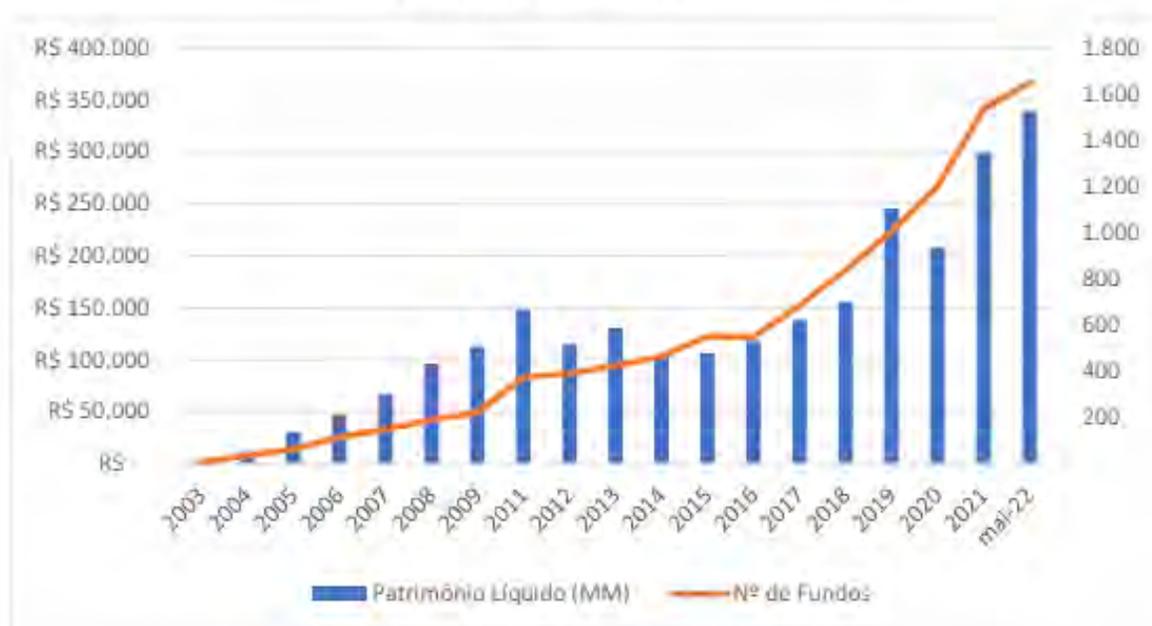
A reestruturação do SFN, segundo um relatório da Anbima, foi marcada por liquidações, fusões e incorporações que somente entre 1994 e 2001, foram extintas 37 Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários (SCTVM) e 23 Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (SDTVM). É importante destacar que essas mudanças são simplesmente advindas da demanda dos investidores que se tornaram muito mais exigentes e procuram produtos mais robustos e eficientes ao longo do tempo. Assim, em 2020, segundo o relatório, o número de instituições financeiras era de 1.631 contra 2.793 em 1997.

Agora, vamos detalhar os instrumentos que surgiram ao longo do período. Em 2004, foram criadas as LCIs e LCAs. Estes instrumentos possuem como objetivo ampliar a participação do setor privado no financiamento de atividades imobiliárias e agropecuárias. A diferença entre esse tipo de aplicação e um CDB seria a isenção das letras de crédito (não há imposto de renda), um valor mínimo maior e a menor liquidez em mercado secundário. A LCI é garantida pelo FGC (Fundo garantidor de crédito).

Em 2004, também foram incorporados os FIDC (Fundos de investimento em Direitos Creditórios). Pelo menos 50% de recursos de um FIDC são alocados em recebíveis de empresas, como aluguéis, cartões, cheques, duplicatas etc., e cobra um juro diante do direito creditório. Existem FIDCs abertos e fechados, mas vale ressaltar que um FIDC fechado, de maneira geral, procura produtos mais estruturados e estressados, que podem gerar um retorno maior. Isso é extremamente benéfico para a economia como um todo porque tanto investidores quanto gestores estão procurando

retornos mais rentáveis em cima de possíveis inadimplências. Normalmente, FIDCs abertos não são aderentes a produtos estruturados muito complexos e possui um alto nível de liquidez. O FIDC não é garantido pelo FGC. O gráfico abaixo, retirado de outra monografia (TADEU ARANTES. *FIDCs, uma análise descritiva e histórica*, 2022), com base em uma série descontinuada e excluída da Anbima, mostra o aumento tanto do número de fundos quanto do patrimônio, com maior crescimento em 2016.

Gráfico 1 - FIDC – Evolução Patrimônio Líquido e Número de Fundos 2003-2022. Valores Constantes



Fonte: ANBIMA, 2022.

Dados deflacionados pelo IPCA com base nos valores de maio 2022

Em 2008 e 2011 surgiram os CRIs e CRAs (Certificado de Recebíveis Imobiliário e Agrícolas), que também são isentos. Essa foi a evolução do percentual distribuído a mercado, segundo a Anbima. O salto durante o período de 2008 até 2022 foi de 5% para 54,4%, com ênfase no período de 2016, quando podemos ver maior aumento.



Fonte: <https://www.anbima.com.br/data/files/44/46/A9/42/617158103F642158882BA2A8/Rankings%2025%20anos%20MK.pdf>

O maior aumento, específico em 2016, também evidencia ainda mais a demanda dos credores por esses ativos, e evidencia o movimento “crowding in” do setor privado no período em que a atividade do crédito do governo como indutor é menor.

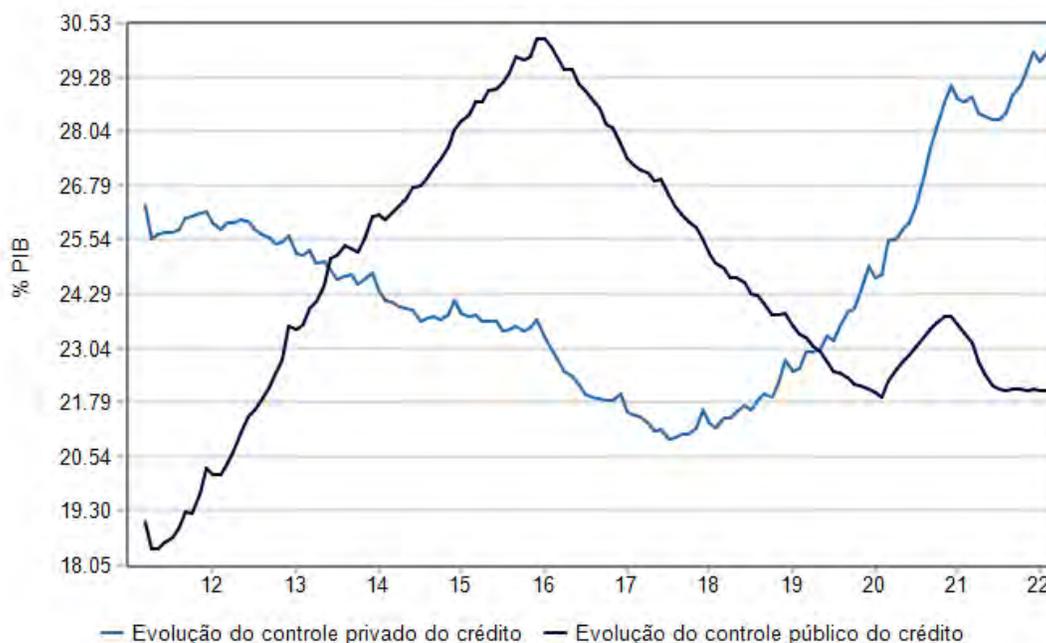
Como mencionado anteriormente, ocorreu um aumento expressivo na relação do crédito e o PIB brasileiro, que em 2003 representava um valor de 23% do PIB e em 2010 o valor era quase o dobro, atingindo 45% do PIB total (MORA, Mônica. *A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO BRASIL ENTRE 2003 E 2010.*, IPEA, 2021).

O gráfico abaixo ilustra a participação do crédito público e privado sobre a participação total do crédito no PIB. Podemos ver que o nível de participação privada no crédito em 2002 era cerca de 15% e em 2010, atingiu um patamar de 28%, quase dobrando seu volume.

GRÁFICO 1
Evolução do crédito por controle de capital (1995-2010)



A evolução desse gráfico, se o estendermos até 2022, fica assim:



Vemos que a partir de 2011 o controle público começa a aumentar muito, saindo da casa de 20% para uma máxima de 30% no início de 2016. E enquanto isso, no setor privado há uma quebra na sequência de aumento no controle, e começa a decair, atingindo 23% no início de 2016 e mínima em julho de 2017, com nível de 20%. Isso

representa um decaimento de 8% no setor privado, e aumento de 10% do controle público. Para os anos seguintes, o movimento contrário é observado, e hoje, o setor privado possui maior controle do crédito.

2.5. Impacto na Relação retorno do Capital Próprio e de Terceiros

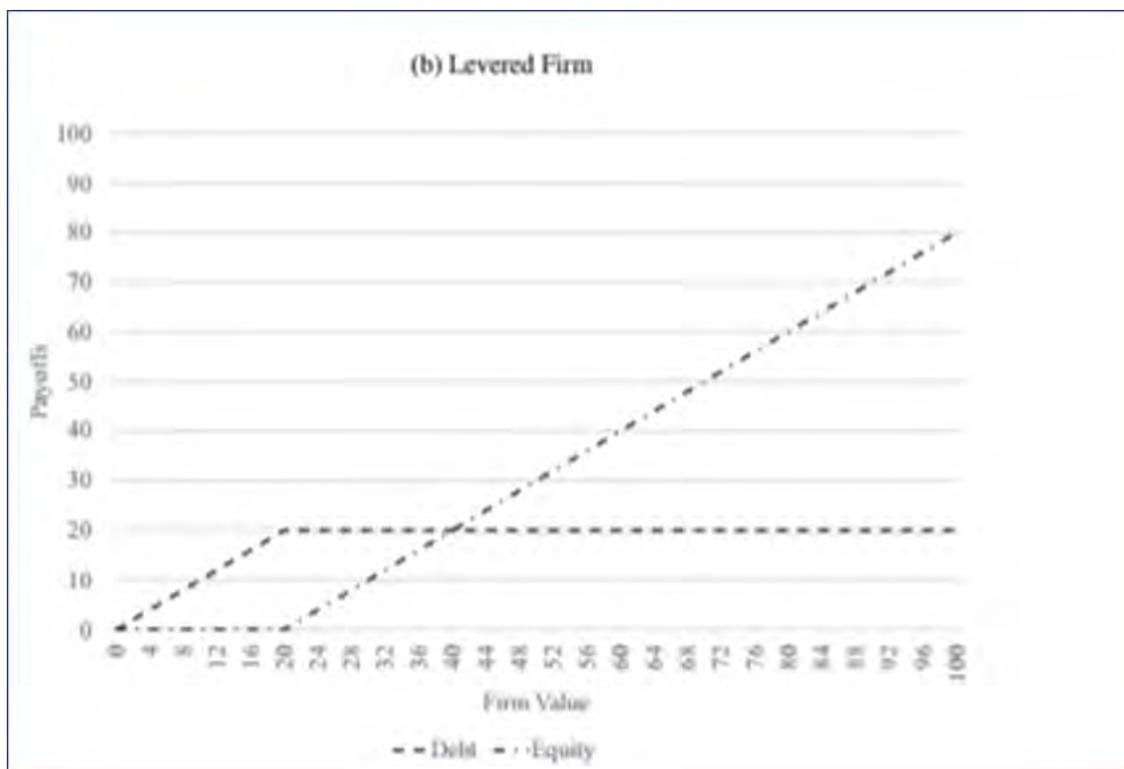
2.5.1 Capital Próprio e de Terceiros

Pela teoria econômica, em equilíbrio o retorno do capital próprio, capital aportado pelos sócios na empresa, chamado de Equity, deve ter um retorno esperado superior ao retorno do capital de terceiros concedidos a empresa, chamado de Debt. ($r_e > r_d$)

- Isto é resultado direto das características da limitação de perdas, conhecido como Limited Liability, (SCHILLER, Robert. *Open Yale Courses – Lecture 11 – Behavioral Finance and the Role of Psychology* (<https://oyc.yale.edu/economics/econ-252>), 2011)), e de sua consequência direta, que é o fato do Equity ter perdas limitadas e retorno ilimitado e o Debt tem senioridade ao Equity, mas ter seus retornos limitados aos juros acordados.

Segundo o próprio Schiller, o Limited Liability pode ser resumido por: “They said under no circumstances can the shareholders be sued. You put in your money to the company, that's it”.

- A característica de perda limitada e retorno ilimitado do Equity faz com que o seu pay-off esperado se assemelhe a de uma opção de compra (Call Option), conforme descrito no gráfico abaixo (ASAI, Kentaro.: *Corporate Finance and Capital Structure – A Theoretical Introduction*, Routledge, Taylor& Francis Group):



Como consequência deste princípio, no longo prazo a valorização das ações deveria superar a da renda fixa em qualquer economia com capitais livres. Este é o argumento principal do livro *SIEGEL, Jeremy J. Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long-Term Investment. 5. ed. New York: McGraw-Hill, 2014,* que argumenta que, apesar das expectativas poderem não se confirmar no curto prazo, o equilíbrio implica que no longo prazo o retorno do Equity superaria o do Debt, e ele demonstra seu argumento para o caso americano em um período longo.

Por analogia para o caso brasileiro, as conclusões de Siegel implicariam que em períodos longos o índice Ibovespa deveria superar o retorno da Selic.

2.5.2 Evolução Selic e Ibovespa

Agora, analisarei as séries históricas dos índices Selic e Ibovespa.

Também veremos o que teria acontecido com o rendimento de um investimento de R\$ 10.000,00 em cada um dos índices desde 2011 até 2020, comparando suas rentabilidades.

O gráfico abaixo ilustra a evolução dos dois índices. Serve apenas para visualizar os movimentos, e podemos relacionar com o que foi previamente visto na monografia.



Determinado pelo Banco Central, a taxa Selic é a taxa básica de juros da economia brasileira, utilizada como referência para outras taxas, como por exemplo, a taxa de juros dos empréstimos e a taxa de juros dos títulos públicos. Ela pode ser alterada ao longo do tempo com o objetivo de controlar a inflação e a economia.

O IBOVESPA é o principal índice de ações da bolsa de valores de São Paulo, a B3. Ele representa o desempenho das ações de grandes empresas listadas na bolsa e é utilizado como referência para o desempenho do mercado de ações no Brasil.

A correlação entre esses dois índices é negativa. Em geral, em períodos em que a taxa Selic é maior, o Ibovespa não cresce tanto, chegando até a cair em alguns

momentos, como entre 2014 e 2016. Em contrapartida, quando o ciclo de Selic é de baixa, o Ibovespa tende a ter uma performance maior. Também vale notar que essa correlação não é causal, e que há diversas variáveis de risco que também entram no desempenho do Ibovespa.

Em 2009, após a Subprime Crisis, tivemos uma queda da taxa Selic, puxando o Ibovespa para cima e recuperando o patamar de R\$70.000,00. É importante destacar, que durante essa crise as taxas se elevaram, também contribuindo para retração da Bolsa como um todo, somado aos fatores da crise. Nesse período, a bolsa chegou a atingir R\$36.000,00, quase metade da máxima histórica que tinha batido no mesmo ano, R\$ 70.893,00, representando uma queda de 49,22% em seu valor.

A bolsa se recupera dos acontecimentos na economia americana, e mesmo caindo os Juros, ela não consegue ultrapassar uma alta histórica por mais de 6 anos, em épocas em que a produção deveria aumentar de forma exponencial, dado o acesso à tecnologia e avanço mundial. Mas, isto foi acompanhado por uma percepção de que as taxas do Banco Central estavam sendo arbitrariamente reduzidas e não representavam as expectativas do mercado, com as expectativas sendo desancoradas e afetando a credibilidade do governo, que resultou no fim antecipado do governo Dilma 2. E isso confirma o fato previamente mencionado, de que há outras variáveis de importância e que influenciam nos valores dos ativos/empresas negociadas na B3.

As razões pelas quais isso aconteceu se devem principalmente à atuação do governo brasileiro nesse período. Após a retomada da bolsa pós crise, foi marcada por um breve período de expansão econômica, queda em desemprego, e aumento da inflação. A Vale e a Petrobras representaram quase 20% da alta do Bovespa nesse período, devido à alta das exportações de commodities. Assim, com a inflação em 6% a.a. vemos que o Banco Central levou a Selic sair da taxa de 8,5% a.a. em março de 2010 para 12,5% a.a. em julho de 2011, procurando conter a inflação.

Mais adiante, no segundo semestre de 2011, com a crença de que o IPCA iria ficar em níveis estáveis, o BACEN iniciou o ciclo de quedas de juros, começando o ano de 2012 com a taxa Selic em 10,50% a.a., o que levou à um aumento momentâneo da bolsa. Em seguida, o BACEN se deparou com um nível de inflação ainda maior do que o anterior, atingindo 7,3% a.a.

Assim, o governo procurava a retomada do crescimento econômico, de forma induzida, inclusive reduzindo a taxa de juros. O resultado foi mais uma queda do BOVESPA, em virtude da grande tolerância do governo em relação à inflação e seu comportamento frente as Contas Públicas. Isso demonstra a reação que os agentes de mercado apresentam diante de um excesso de interferência do governo na economia, o ativismo do Estado em relação aos juros, preços, e manipulação do crescimento econômico. Isto levou a um recuo do mercado até o início 2016, ano em que a bolsa chegou ao patamar mais baixo desde a crise americana, sendo negociada em cerca de R\$40.000,00.

Após o governo constatar que não conseguiria impulsionar a economia abaixando os juros em 2012, vemos uma alta dos juros, acompanhado por uma baixa performance da bolsa, até 2016, em que o banco central começou o ciclo de queda dos juros. É importante notar que foi no mesmo ano em que a então presidente Dilma sofreu impeachment que começamos ver uma forte alta do BOVESPA. Assim, o mercado retomou confiança no governo, e que os agentes acreditavam em uma agenda com menor intervenção na economia.

Mais adiante, em janeiro de 2020, a bolsa atingiu um marco histórico, nos patamares de 116.200 pontos. Em seguida, com a pandemia, o BACEN realiza um corte nos juros que perdurou até fevereiro de 2021, com a taxa Selic em 2%, acompanhado pela bolsa que mostrava sinais de recuperação. A partir desse ponto, a taxa Selic apenas aumentou até chegar à um máximo de 13,75% em agosto de 2022. Vale notar, que o IBOVESPA também bateu alta histórica durante a alta da taxa, sendo negociada a R\$ 129.000,00 em junho de 2021.

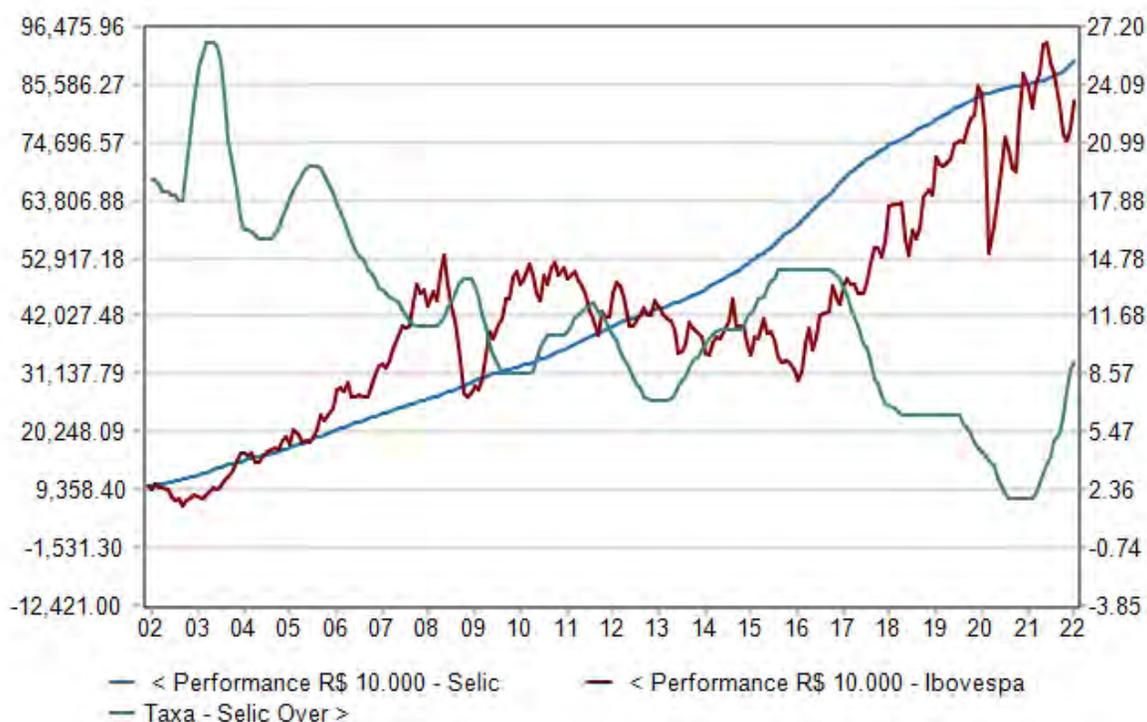
Com isso tudo, é possível concluir que há uma forte correlação entre os dois índices, durante o período de 2002 até 2022. Entretanto, também se conclui que não é a taxa que dita a direção da economia, e sim, principalmente, de forma mais acentuada, a condução da política e as políticas vigentes da época, e o mais importante de tudo, evidentemente, como os agentes econômicos as enxergam.

Além de não haver uma correlação direta unidirecional entre a taxa de juros e a performance do mercado acionário, vemos efeitos que contrariam a teoria econômica. Com esta atuação errática do governo interferindo no mercado, um investidor que tivesse investido em ações entre o período de 2002 a 2016 teria um retorno de Equity inferior ao retorno de debt. Isto em um período de 14 anos, que não pode ser considerado como um desvio de curto prazo. Estas curvas só retornaram a partir de 2016, com o início do governo Temer e se seguiu no governo Bolsonaro.

Portanto, é importante notar que outros fatores afetaram o desenvolvimento destas empresas ao longo destes períodos, que vão além da taxa de juros e da política monetária.

Por último, vale lembrar que a evolução da bolsa nesse período, é fortemente correlacionado com o que foi previamente mencionado na monografia, com o aumento da interferência do setor público através dos recursos direcionados, que verificamos pela trajetória do BNDES, mas também por aumentos do Déficit Público e da necessidade de financiamento do governo, fenômeno que chamamos de “crowding out”. Com o governo competindo por recursos com o setor privado e oferecendo opções de renda fixa com risco soberano, o custo de capital das empresas aumenta e o retorno das empresas diminui. E, conseqüentemente diminui o ânimo para investir.

Nesse sentido, vamos comparar o rendimento de um investimento de R\$10.000,00 no Tesouro direto X IBOVESPA.



Ao analisar o desempenho da Selic Over (taxa efetivamente praticada entre bancos) em comparação com o mercado de ações, observamos que ambas exibem uma rentabilidade semelhante. Embora em muitos momentos o investimento no Ibovespa supere a renda fixa, ao longo de um período de 20 anos, a Selic Over obteve um rendimento superior.

O investimento considerado livre de risco registrou um crescimento total de 798,25%, enquanto a bolsa apresentou um aumento de 725,98%. Em termos de crescimento composto anual, as taxas foram de 11,61% e 11,13%, respectivamente.

Vale lembrar que, conforme mostra a linha verde, os movimentos da taxa Selic são, em geral, de queda. Isso é um ponto delicado, pois mostra como o Brasil teve, pelo menos nessa época, ineficiência tanto no mercado de ações agregado (bolsa brasileira) quanto no desempenho do Banco Central de ajustar os movimentos da Selic de acordo com as expectativas dos agentes. Isso prejudica a crucial credibilidade do Banco Central e leva aos resultados vistos acima.

É importante notar, que o ponto de subida a partir de 2016 é exatamente depois da saída da ex-presidente Dilma, momento de substituição da TJLP para TLP, período de menor na interferência direta no mercado de crédito e mais disciplina no gasto público, marcando um período crescente do Crédito Livre, acompanhado do crescimento da rentabilidade das empresas e retorno ao crescimento econômico.

2.5.3 Evolução do Endividamento Público

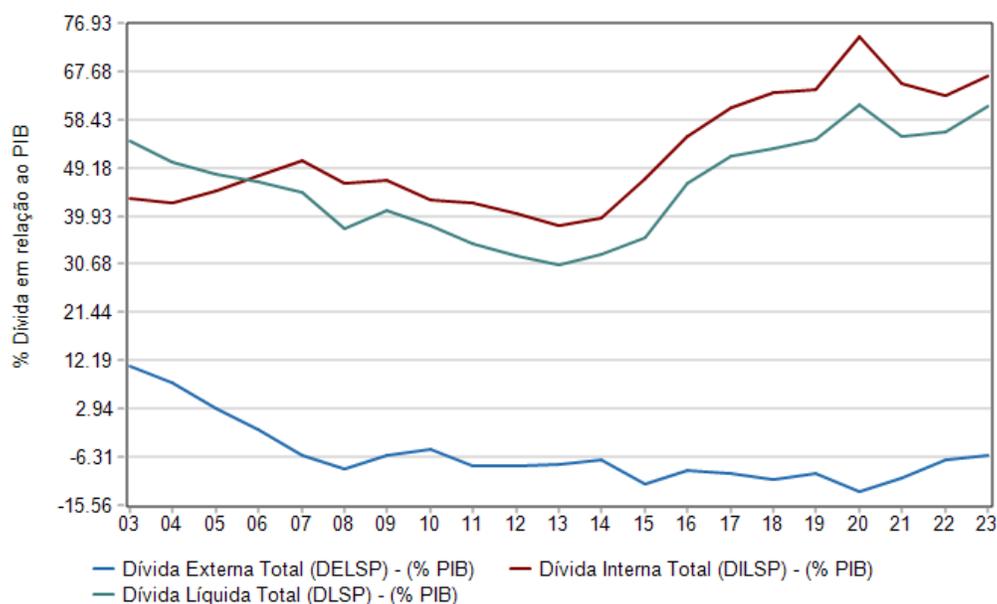
A interferência do governo no mercado de crédito, como já discutimos, advém de sua atuação direta neste mercado, através de concessão de crédito, através dos impactos de sua política monetária no mercado de juros, mas também na forma em que compete por recursos no mercado de crédito para financiar suas atividades. Fenômeno este que chamamos de “crowding out”.

Para entender a dinâmica da demanda de recursos do setor público, vamos observar a evolução do Endividamento Público neste período.



A partir do gráfico acima, podemos observar a evolução da dívida total em % do PIB (linha azul) e a taxa de juros implícita (linha vermelha). Podemos ver que existe uma tendência de queda na Dívida Pública como proporção do PIB até 2014, com uma exceção marcada pela atuação expansionista no período de 2009, como reação aos efeitos da crise do Subprime. A taxa de aceleração tem leve queda entre o governo Temer e o início de uma trajetória de queda no início do governo Bolsonaro, que foi abortada por um crescimento dramático como resultado das medidas durante a Pandemia, que, entretanto, foi revertido por uma queda expressiva após este evento, em seu último ano de governo. Apesar de não estar no horizonte de nosso estudo, podemos verificar que o endividamento público como percentual do PIB voltou a sua trajetória de crescimento acelerado a partir do início do governo Lula 3.

A TJI é uma medida que reflete a taxa média de juros pagos pelo governo em sua dívida, tanto interna quanto externa. Ela é uma medida importante para avaliar a sustentabilidade da dívida pública e para comparar o custo do financiamento ao longo do tempo. O gráfico abaixo ajuda a ilustrar a divisão da dívida pública.



Vemos que há um superávit por parte da dívida externa líquida. O valor em percentual do PIB representa um ganho nas casas de 7% a 11% do PIB. Por outro lado, a dívida interna total em 2003 representava 45% do PIB e em 2022 era 63%.

Com isto tudo, podemos ver que períodos em que o governo compete com o setor privado por recursos coincidem com a queda no retorno das ações e afetam diretamente o mercado de crédito privado.

3. Conclusões

A partir desses dados, revela-se que o mercado de capitais enfrentou desafios consideráveis, e foram muito influenciados pela intervenção estatal e pelas consequências de uma maior dívida pública, políticas de subsídio e créditos direcionados. Além disso, fica evidente que a relação entre Selic X Ibovespa depende muito mais das condições do mercado brasileiro, e vai além do que o governo vigente compreendia como expansão econômica. E desta forma, o resultado é que o impacto disso foi grande, que faz com que o retorno histórico de 20 anos de ativos de renda fixa (“Debt”) supere o de renda variável (“Equity”), o que pode se provar um desincentivo a tomar risco, e, portanto, um inibidor do desenvolvimento.

A tentativa de estimular a economia através de maior atuação do governo foi dada por maior gasto público, queda forçada da queda de juros, inflação elevada e recursos direcionados. Essas medidas prejudicam a confiança dos investidores e é evidência justamente do que foi visto entre 2011 e 2016, quando a falta de credibilidade na política econômica levou a queda do Ibovespa. Essa resposta do setor privado é o fenômeno de “crowding out”, conforme mencionado anteriormente.

Em contrapartida, após o impeachment da presidente Dilma Rousseff, momentos em que a intervenção estatal é menor, vemos uma recuperação do mercado. Isso também foi somado a mudança da TJLP para a TLP, que também representa uma melhoria para a saúde da dívida pública. Uma agenda econômica muito mais promissora para o mercado de capitais, com diminuição da atuação pública e dos subsídios oferecidos, fazem com que seja observado o “crowding in” do setor privado. Ou seja, o desenvolvimento do mercado de capitais finalmente deixa de ser inibido pela atuação pública e ganha maior espaço no setor corporativo.

Dessa forma, conclui-se que o desenvolvimento sustentável do mercado de capitais brasileiro depende fortemente de uma política econômica estável e previsível, com menor intervenção estatal. A redução da dívida pública, dos subsídios, e da atuação do BNDES, aliada a uma maior confiança dos investidores, permite que o setor privado

prosperare e o mercado de capitais se fortaleça. A história recente do Ibovespa demonstra que um ambiente econômico que favorece a transparência e a autonomia do mercado é crucial para o crescimento e a valorização das empresas brasileiras, proporcionando um cenário mais saudável e promissor para o investimento e o desenvolvimento econômico no Brasil.

4. Referências Bibliográficas

Tamanho do crédito direcionado -

<https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/blogdodesenvolvimento/detalhe/Qual-o-tamanho-do-credito-direcionado-no-Brasil/>

Participação do BNDES no Mercado de Crédito Brasileiro -

<http://www4.unifsa.com.br/revista/index.php/fsa/article/view/2245/491492710>

VILLAR, L. M. R; FONSECA, S. E; XAVIER, D. O; SILVA, S. E; SOUZA mar. 2021.

MORA, M. 2016, EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA ESTADUAL -

https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6609/1/td_2185.pdf

PEREIRA, T. R.; MITERHOF, M. T. O Papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP. Economia e Sociedade, 2018 -

<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8657076>

Evolução do mercado de capital de crédito -

<https://warren.com.br/magazine/mercado-de-capitais-evolucao-e-perspectivas>

Evolução dívida/PIB -

<https://www.scielo.br/j/rep/a/rxd4rp8qp5bwmQrcFwGTxgQ/?lang=pt>

Evolução do déficit e receitas primárias -

<https://www.tesourotransparente.gov.br/historias/entendendo-os-graficos->

[resultado-primario-e-estoque-da-divida-publica-federal](#)

KRETZCHMANN, K. J. Relação entre índice Bovespa e a taxa Selic: o comportamento do mercado de capitais brasileiro em um cenário de evolução da taxa de juros de 1996 a 2018 –

<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/242241>

Substituição da TJLP para TLP -

<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/tlp-substituir-tjlp-em-contratos-do-bndes-firmados-a-partir-de-1-de-janeiro-de-2018>

Delfino, Anderson Nunes. A evolução da Taxa Selic e sua relação com o índice Bovespa no período de 2006 a 2016. 2017. Monografia de Graduação Universidade do Sul de Santa Catarina, Palhoça, 2017. -

<https://repositorio.animaeducacao.com.br/handle/ANIMA/8020>

Inflação x Ibovespa -

<https://blog.toroinvestimentos.com.br/investimentos/inflacao-ibovespa/>

Ibovespa x Selic –

<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/em-uma-decada-bolsa-perdeu-para-poupanca-e-inflacao-e-foi-o-pior-investimento/>

<https://recieri.com/selic-x-ibovespa/>

O impacto da política de crédito do BNDES no desenvolvimento econômico e social dos municípios brasileiros, MARIA JÚLIA CASTRO WEGELIN, 2014. -

<https://repositorio.cgu.gov.br/bitstream/1/42016/12/O%20IMPACTO%20DA%20POL%203%8DTICA%20DE%20CR%20C3%89DITO%20DO%20BNDES%20NO%20DESENVOLVIMENTO%20ECON%20C3%94MICO%20E%20SOCIAL%20DOS%20MUNIC%20C3%8DPIOS%20BRASILEIROS.pdf>

Evolução de atividade do BNDES 2000-2021 –

<https://blogdoibre.fgv.br/posts/analise-de-longo-prazo-do-bndes-no-mercado-de-credito-bancario-2000-2021>

Como o setor bancário reage a um aumento de incerteza econômica?

(Diego Pitta de Jesus, Cássio da Nóbrega Besarria, 2022) -

<https://www.ufpb.br/ufpb/contents/documentos/outros-pdfs/Febraban111.pdf>

TJLP e TLP -

https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/tlp-taxa-de-longo-prazo!/ut/p/z1/vVTBcpswFPyWHDjKki3ZEB0RxoU6ul7tOI65ZAQIUAckIkSc5OsrOz60qe1Mm5lyEo99erv7doAxxIexZE-iYeyoySr7volHD5fzwa890o9m49kAzYPobjR1JzjAQ7jeA9CJx0Mw_rU_iPq2f0Vv5ksa4pIP4B2MYZxK05gSbhKZ8fZByNYI06V7Bg4qVc0dlAvJZCpYzaVRrYOKTjDwW9FBadfab4cqF3qHM1UDDHtmIOOgUrJQoNHsVe2mNqnI4IZmSU4IJcBliAEyyFzgcjYCeIQzinE2zHN6UHnGhvi8CZOPbLA-D_TUnxaWFjMIEDJX8H7vx04Pr0HLJH8TClidCHtgFdA87XRrNZci0yJVrWUa72dNaOSHLkER-roYIu_mdoHHZILRcnAARO71OCQzFM2-4THyQj8akvF1P3DxAXBGzsbacXnSjgmB6yfBt3Alla5tiJZ_6Xb44YThJyecv_6q_8nr3637z7jY

[dYsfj4-xZ7OvpOHP5rDs_xP-42k7hbZqikolb38DTyaY2j7Nc6657nXalktjmvaLgxy03W57eyG9Qj31Em0rjSXSxKG12clph-FFRFqJV1u0O_xD6I7xK1VpP39OBTb2qKX4BcTJahK9X30HgJ3R7m9draugLrgrv4uIneY6obg!!/dz/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/](https://static.scielo.org/scielobooks/hn9cv/pdf/camargo-9788579830396.pdf)

CAMARGO, P. O. A evolução recente do setor bancário no Brasil. São Paulo: Unesp, 2009. –

<https://static.scielo.org/scielobooks/hn9cv/pdf/camargo-9788579830396.pdf>

NAKANE, WEINTRAUB, DANIELA. O. BANK PRIVATIZATION AND PRODUCTIVITY: EVIDENCE FOR BRAZIL. The World Bank. 2005. -

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/814561468236971639/pdf/wps3666.pdf>

(FIDCs uma análise descritiva e histórica, Tadeu Arantes, 2022) -

<https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/35708/3/FundosInvestimentoDireitos.pdf>