

Mercados de Capital e Crédito no Brasil: tendências recentes

João Manoel Pinho de Mello

Secretário

Secretaria de Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência



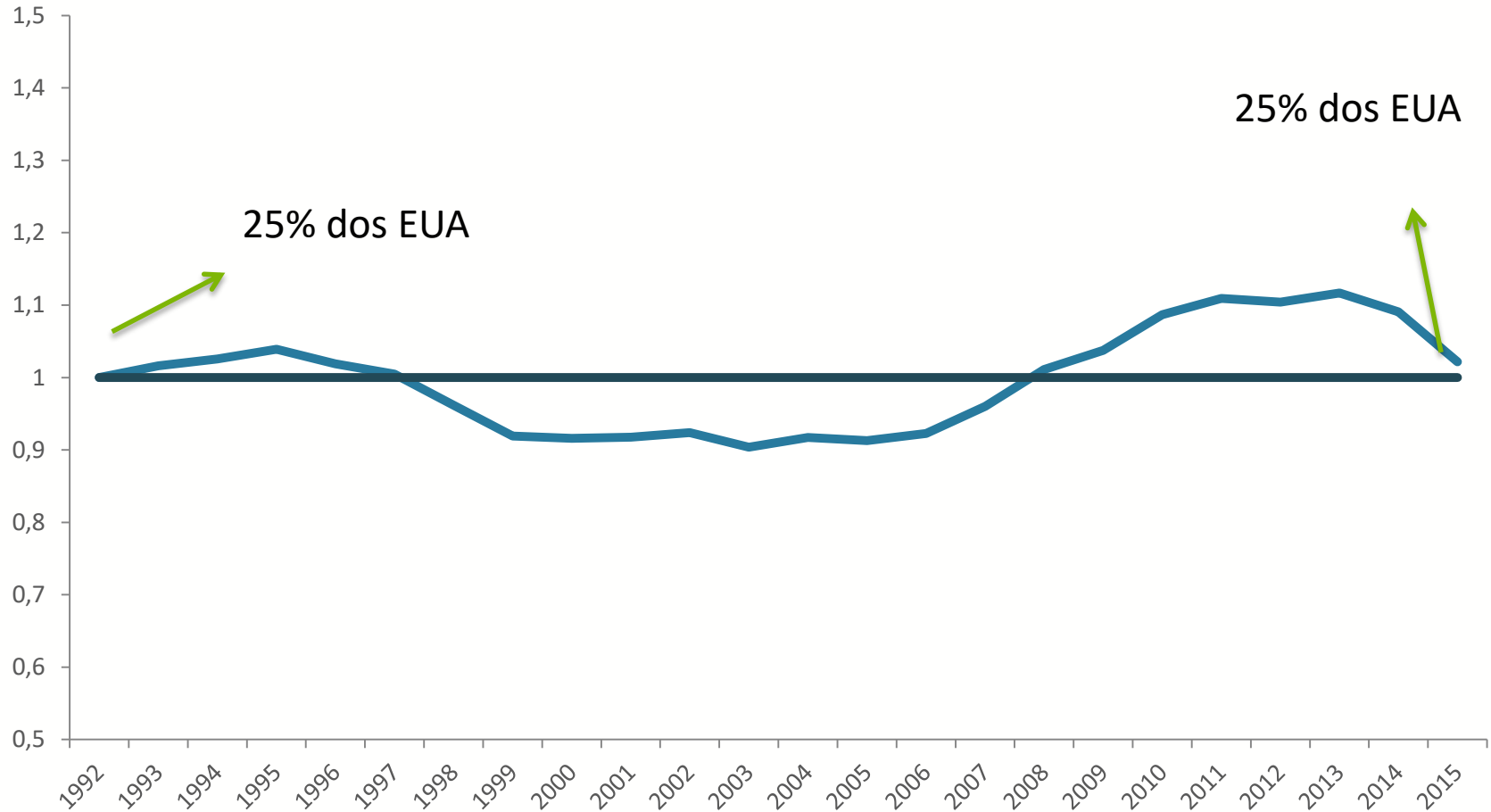
MINISTÉRIO DA
FAZENDA



Contexto: desempenho pregresso, diagnóstico e reformas

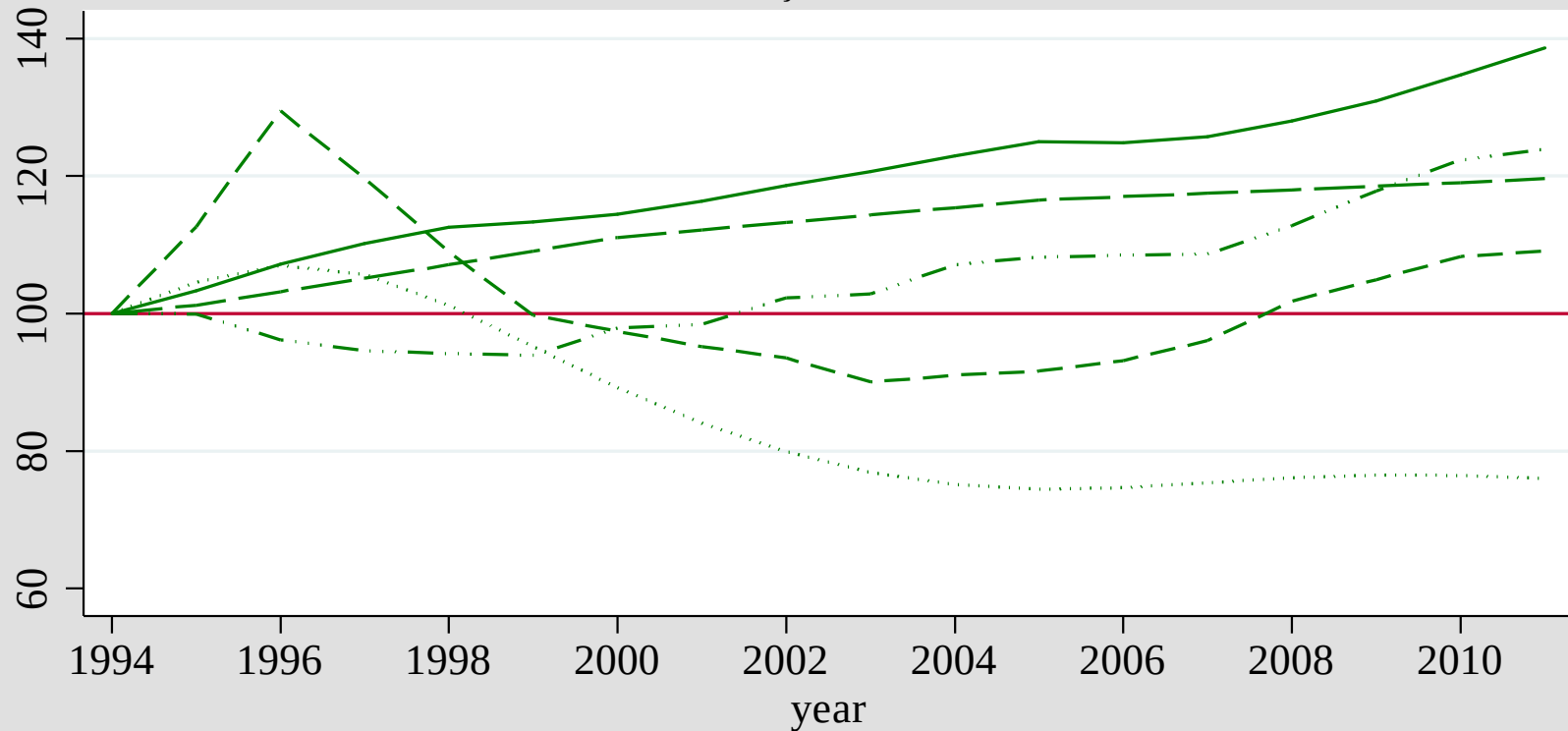
Brasil v. EUA

(PIB per capita relativo, PPP em dólares constantes)



PIB per capita PPP

Em relação aos EUA



--- PIB per capita	— Estoque de Capital
--- Capital Humano	--- Força de Trabalho
... TFP	

Fonte: Fernandez-Arias, 2012

O diagnóstico

- Os primeiros três fatores contribuíram para o crescimento em relação aos EUA
 1. Aumentou a força de trabalho, principalmente nos anos 2000
 2. Aumentou o capital humano (medido por anos de escolaridade)
 3. Aumentou o capital físico (ainda que menos do que nos emergentes)
- **Mas a mistura (a produtividade) foi muito mal**

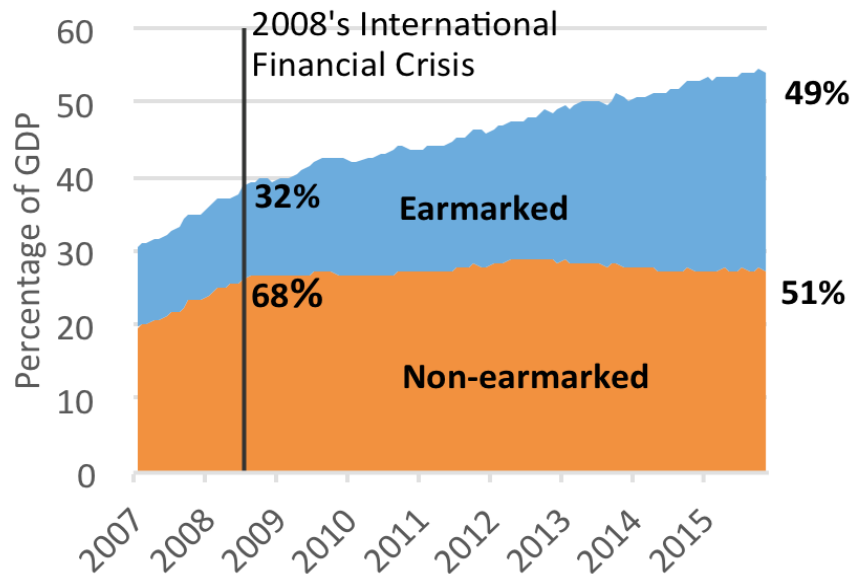
Agenda de reformas

- Abrir a economia e expor à competição
- Melhorar o ambiente de negócios
- Melhorar a alocação de trabalho
- Melhorar a alocação de capital
 - **Melhorar a intermediação bancária**
 - **Melhorar a intermediação pelos mercados de capital**

Agenda de reformas

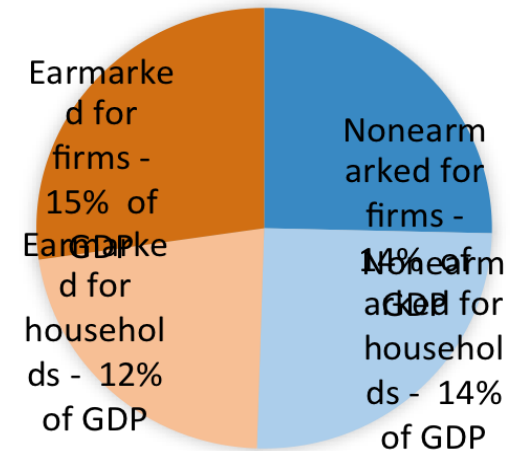
- Melhorar a alocação de capital
 - **Melhorar a intermediação bancária**
 - **Melhorar a intermediação pelos mercados de capital**
- Ideia principal: reduzir gradualmente o crédito subsidiado e a alocação centralizada de crédito

Figure 1: Outstanding credit in Brazil



1. Note: Percentage numbers on the chart are share of total outstanding credit. Source: Central Bank, 2016

Figure 2: Credit by borrower type and whether earmarked or not



2. Source: Brazilian Central Bank, SGS, December 2015.

Agenda de reformas

- Melhorar a alocação de capital: reduzir gradualmente o crédito subsidiado e a alocação centralizada de crédito
- **Ovo ou galinha?**
 - **Financiamento de longo prazo: mercado de capitais débil exige financiamento público direto e subsidiado ou**
 - **Financiamento público direto causa debilidade?**

Mercado de capitais: introdução

- Mercado para financiamento de longo prazo ainda pode se aprofundar. Historicamente (60 anos), BNDES teve papel dominante.
- BNDES: acesso a fundos baratos → capacidade de emprestar a taxas abaixo do mercado. Havendo falhas de mercado, pode ser adequado o subsídio creditício.
 - **Mas fundos do FAT e do TN foram usados para financiar empresas grandes que com acesso aos mercados de capital.**

Mercado de capitais: introdução

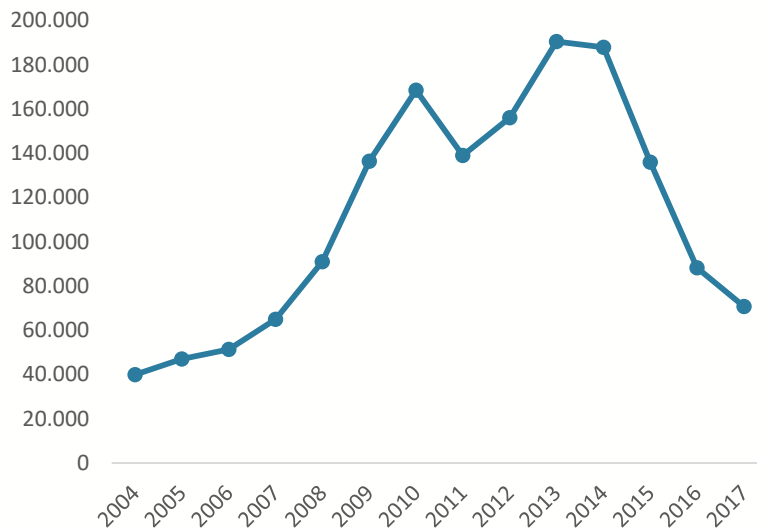
- Evidência: *crowding-out* de mercados privados
- **Introdução de reformas para eliminar distorções e promover os mercados de capitais e crédito**
- **O desempenho recente da intermediação financeira indica que a estratégia está sendo exitosa.**

Revisão da literatura

1. **OECD (2013):** Crédito subsidiado deve focar na restauração da eficiência quando há falhas significativas de mercado. Empréstimos subsidiados para empresas grandes causam a expulsão de mecanismos de mercado para a alocação de recursos financeiros.
2. **OECD (2011):** Investimento baixo atrapalha o crescimento brasileiro. Para aumentá-lo, país precisa promover mercados de crédito e capital de longo prazo. Isso requer uniformizar as condições com o BNDES.
3. **Lazzarini et al (2011):** Obter empréstimo do BNDES reduz o custo de capital no nível da firma. No entanto, não afeta desempenho operacional nem investimento.
4. **FMI (2012):** A política de crédito subsidiado do BNDES pode aumentar as taxas de juros de equilíbrio.

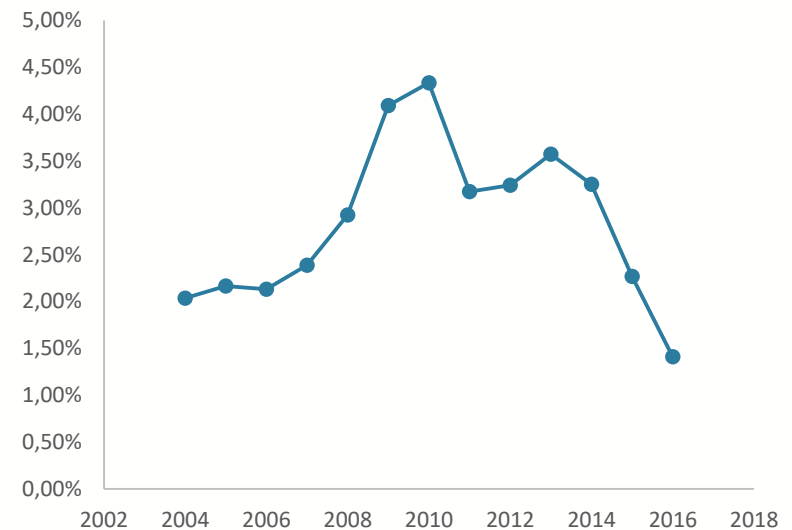
A política recente do BNDES

Desembolsos (R\$ milhões)



Data: BNDES

BNDES – Desembolsos/PIB



Data: BNDES and World Bank

Regulatory Reform (i): BNDES's New Lending Policy (jan. 2017)

Antes

- Promover setores ou empresas estratégicas
- Empresas grandes

Depois

- Promover setores com a presença de externalidades positivas
- Foco em educação, saúde, inovação, meio ambiente e infraestrutura
- Atender empresas medias e pequenas
- Avaliação de impacto

Regulatory Reform (ii): Creation of Taxa de Longo Prazo (TLP) (jan. 2018)

Antes

TJLP

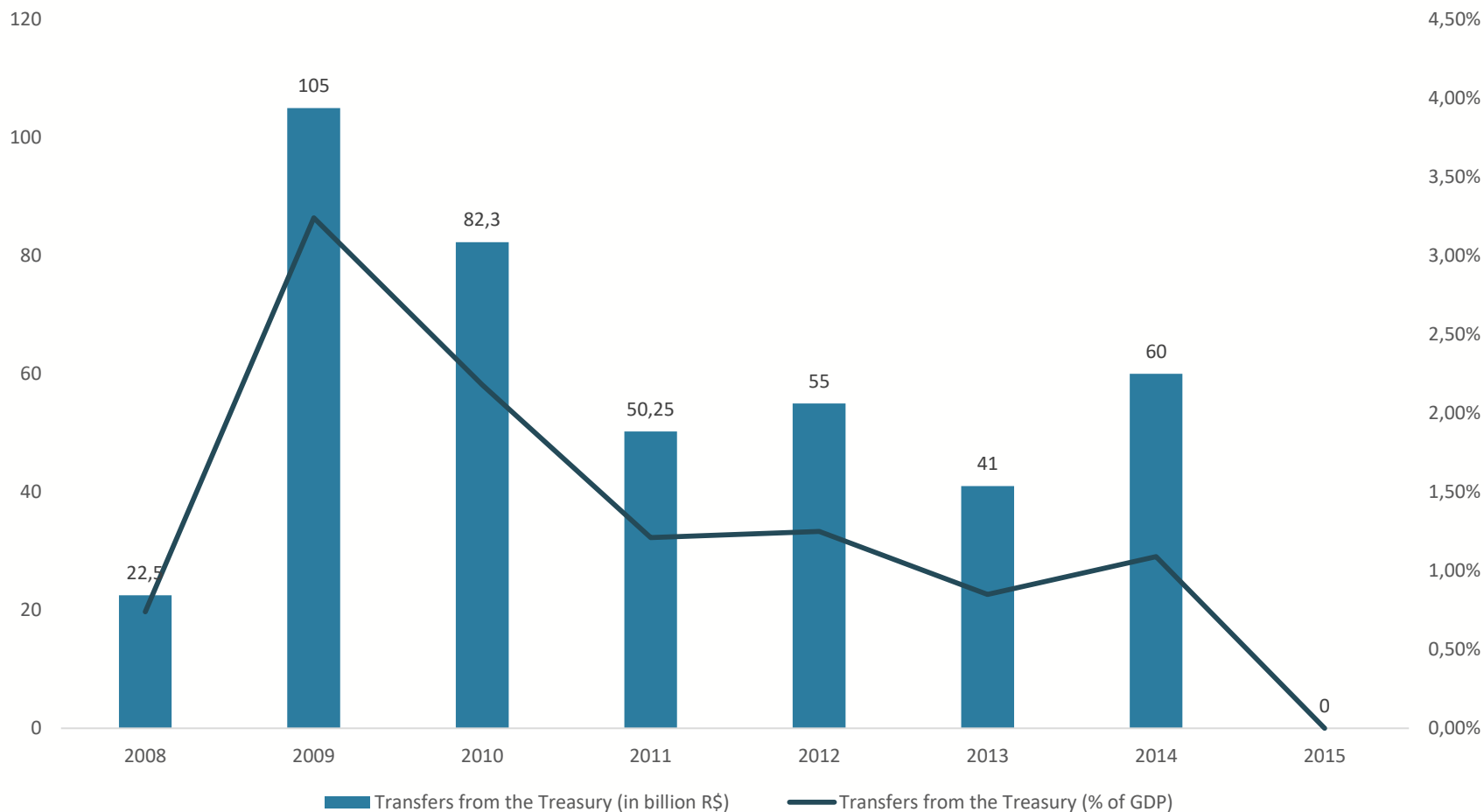
- Renumeração do FAT pela TJLP
- TJLP é decisão administrativa do CMN. Comum ser menor do que a SELIC

Depois

TLP

- Renumeração do FAT pela TLP
- TLP é uma taxa de mercado
- Em cinco anos será a soma do retorno da NTN-B de cinco anos e IPCA.

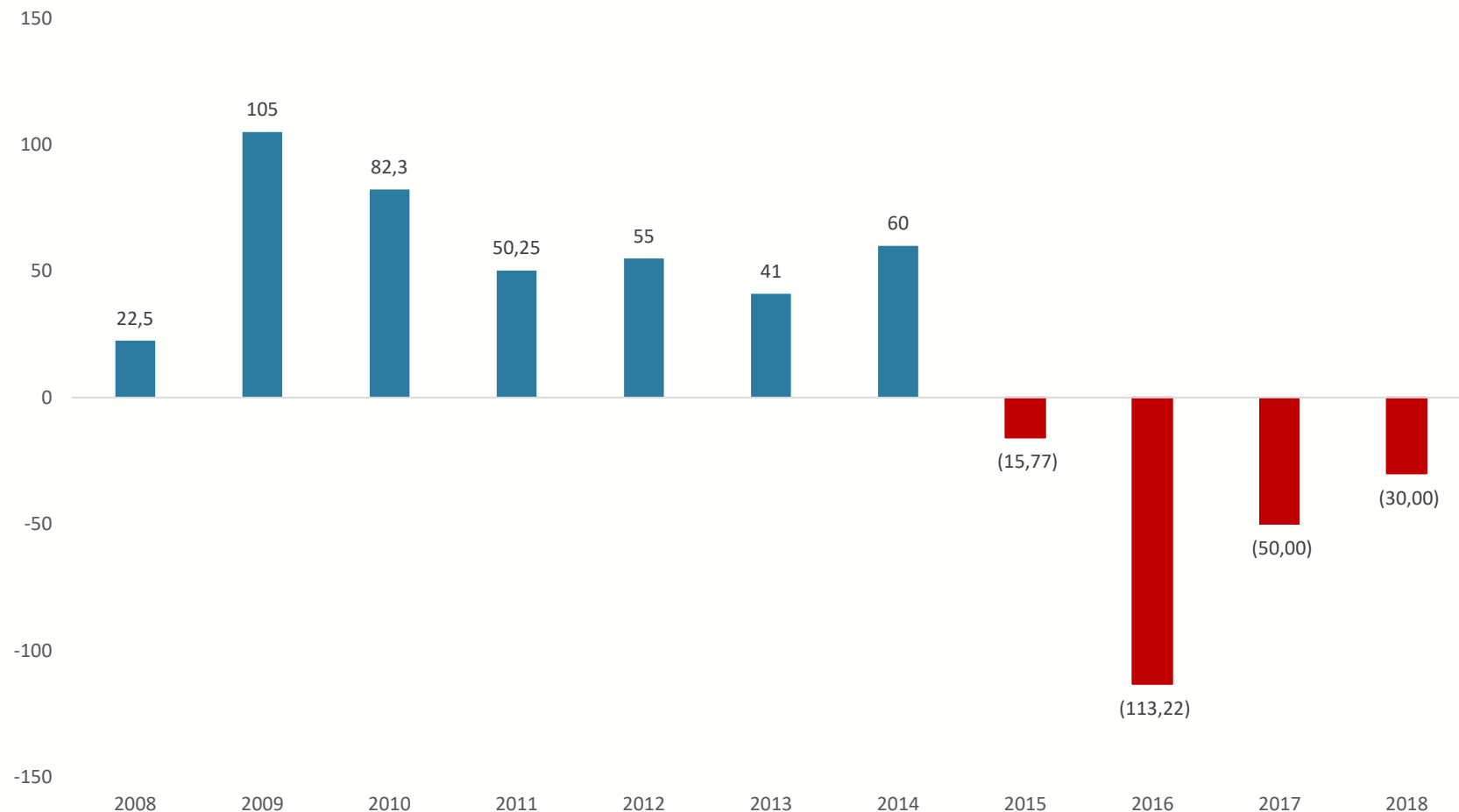
Transferências do Tesouro para o BNDES



Dados: BNDES

* Exceto MP nº505/2010 (capitalização da Petrobras)

Transferências do Tesouro para o BNDES (R\$ bilhões)

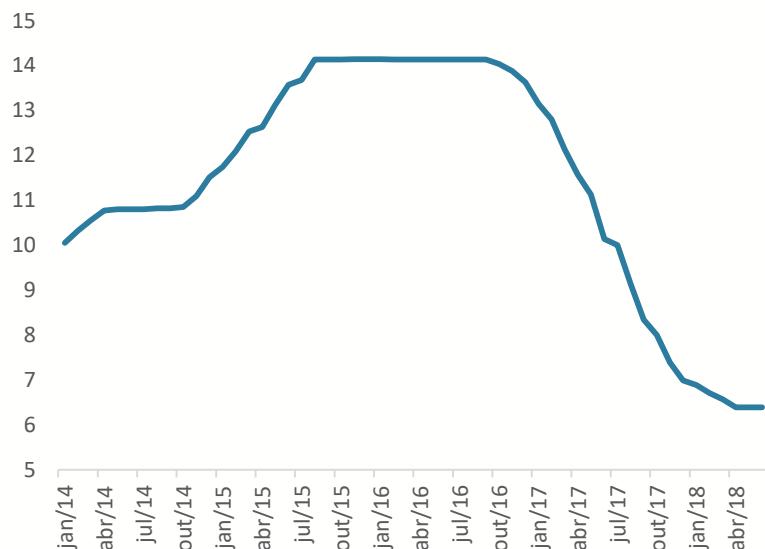


Dados: BNDES

* Exceto MP nº505/2010 (capitalização da Petrobras)

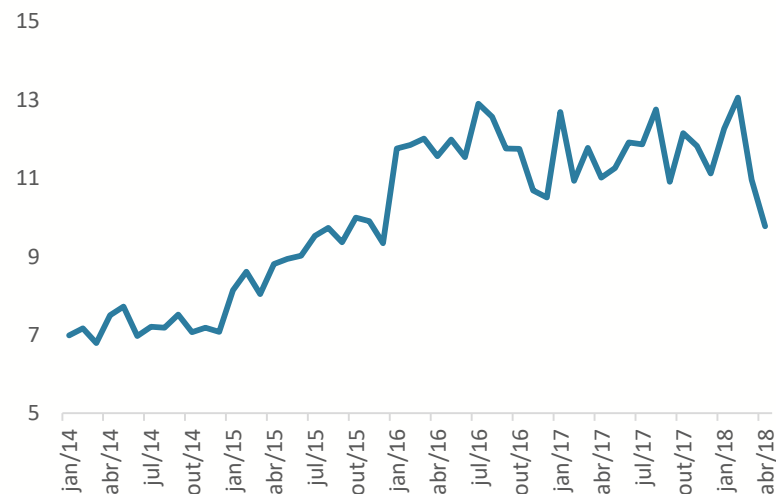
Taxas

CDI (% a.a.)



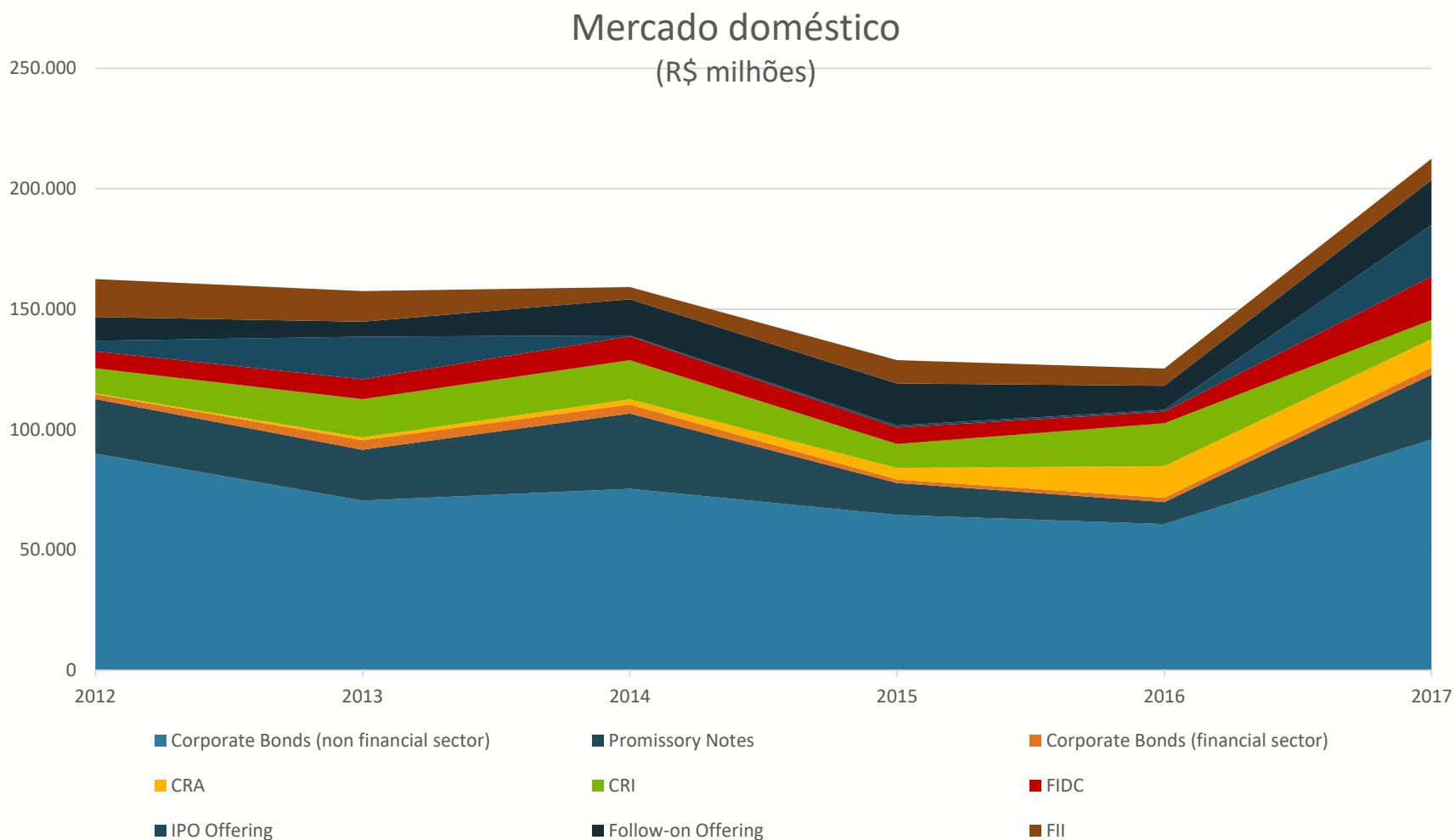
Data: Banco Central do Brasil

BNDES – Juros médios (% a.a.) Financiamentos

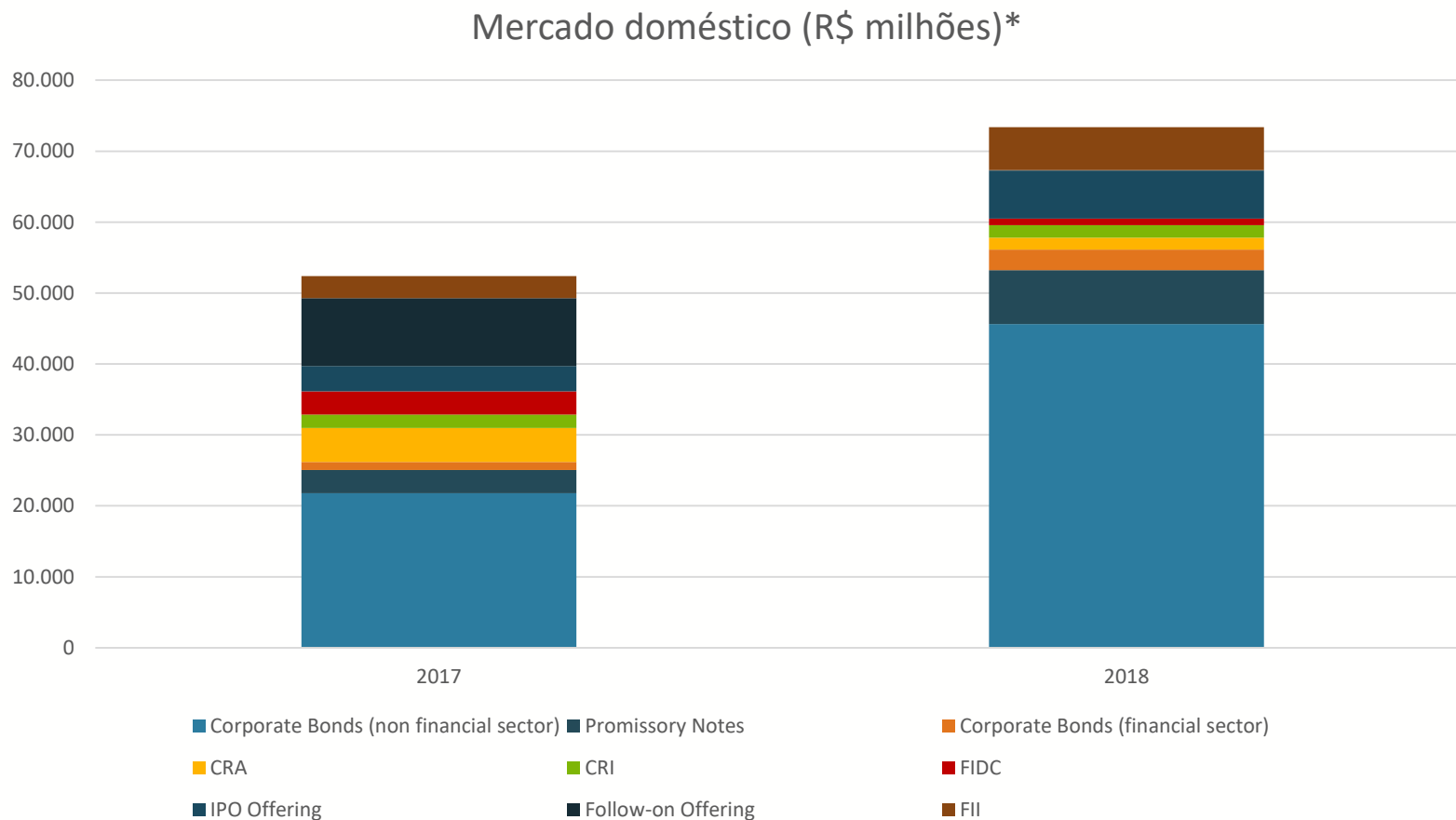


Data: Banco Central do Brasil

Desempenho recente do mercado de capitais



Desempenho recente do mercado de capitais

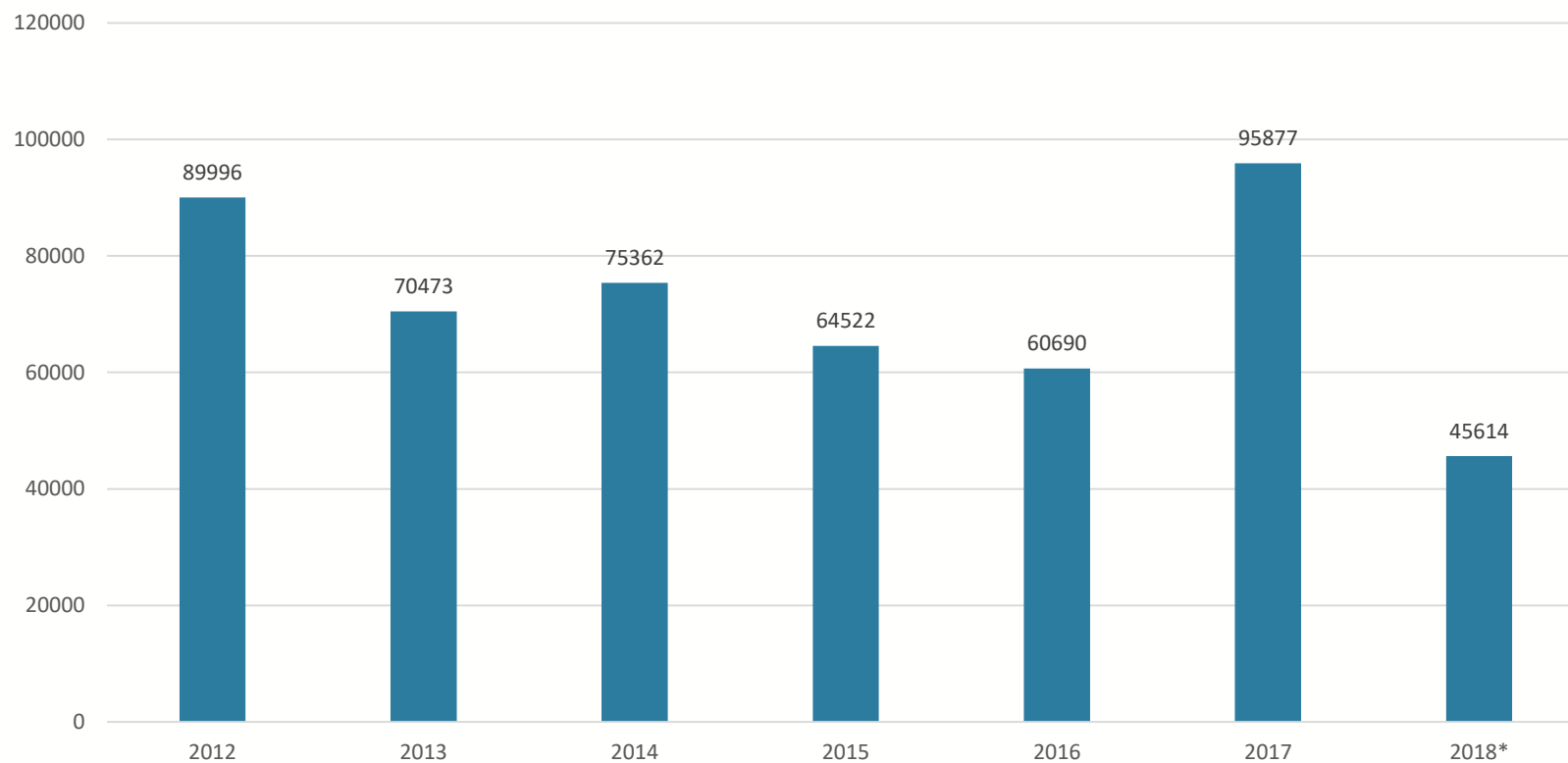


Dados: Anbima

*Janeiro - maio 2017 e janeiro-maio 2018

Desempenho recente do mercado de capitais

Títulos corporativos – excluindo setor financeiro (R\$ milhões)
Mercado doméstico

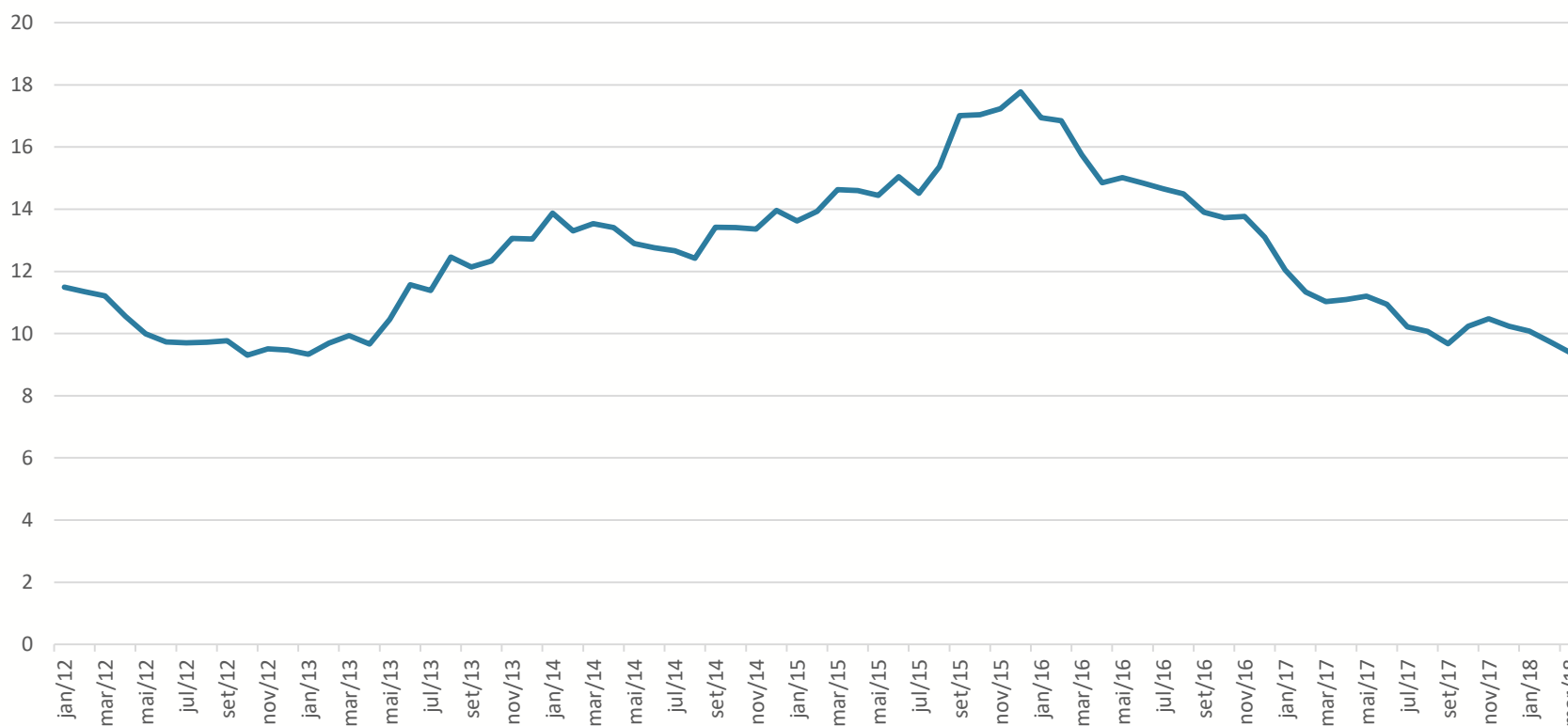


Dados: Anbima

* Janeiro - maio 2018

Desempenho recente do mercado de capitais

Custo de financiamento - Títulos corporativos – excluindo setor financeiro (% a.a.)
Média ponderada

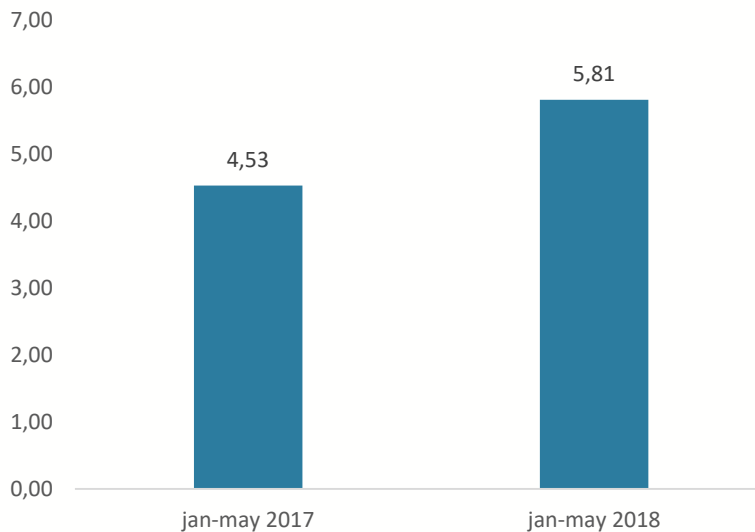


Dados Cemec – Fipe

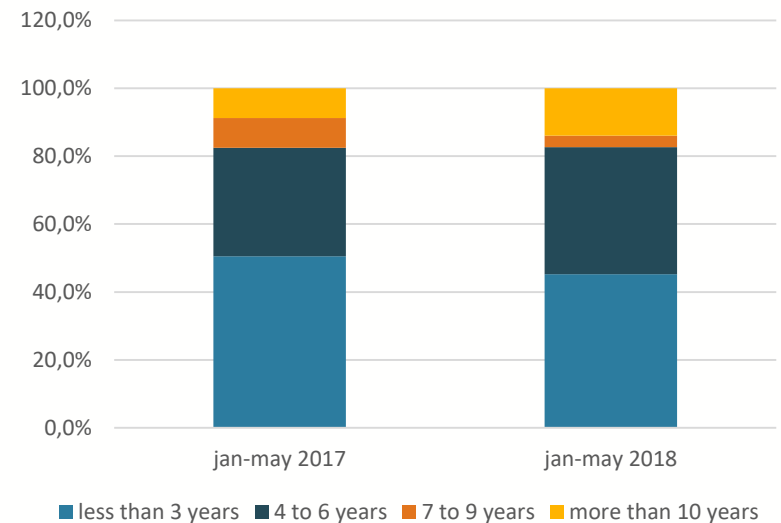
Desempenho recente do mercado de capitais

Títulos corporativos (excluindo setor financeiro) – prazo médio

Mercado doméstico



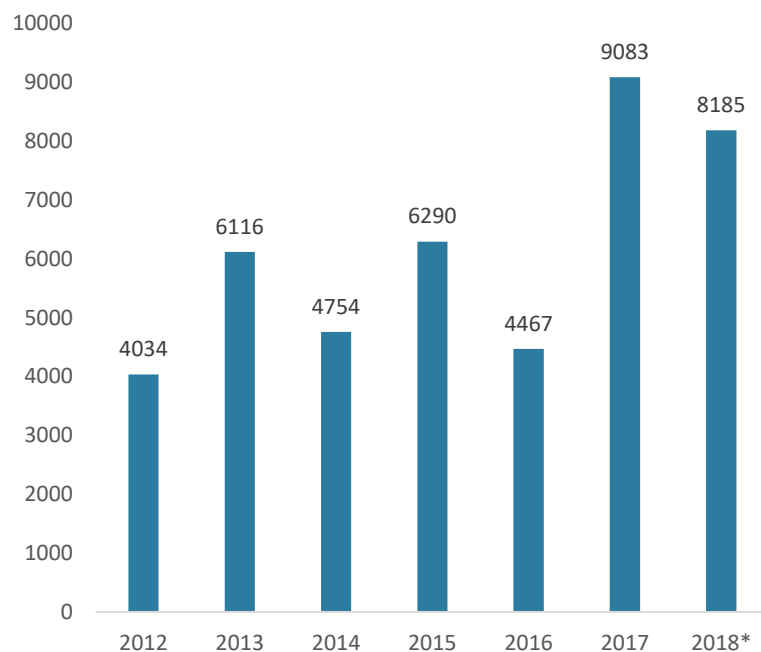
Data: Anbima



Data: Anbima

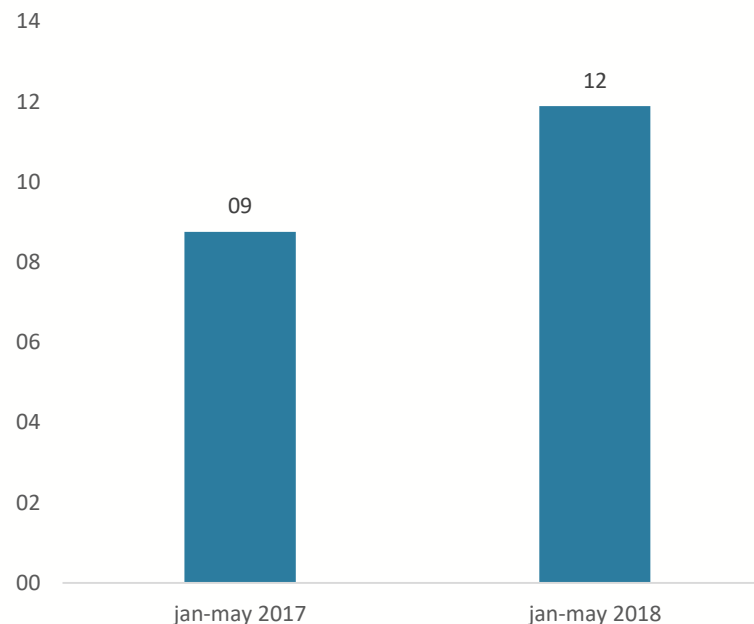
Desempenho recente do mercado de capitais

Debentures de infraestrutura (R\$ milhões)



Data: Anbima
*Jan-May 2018

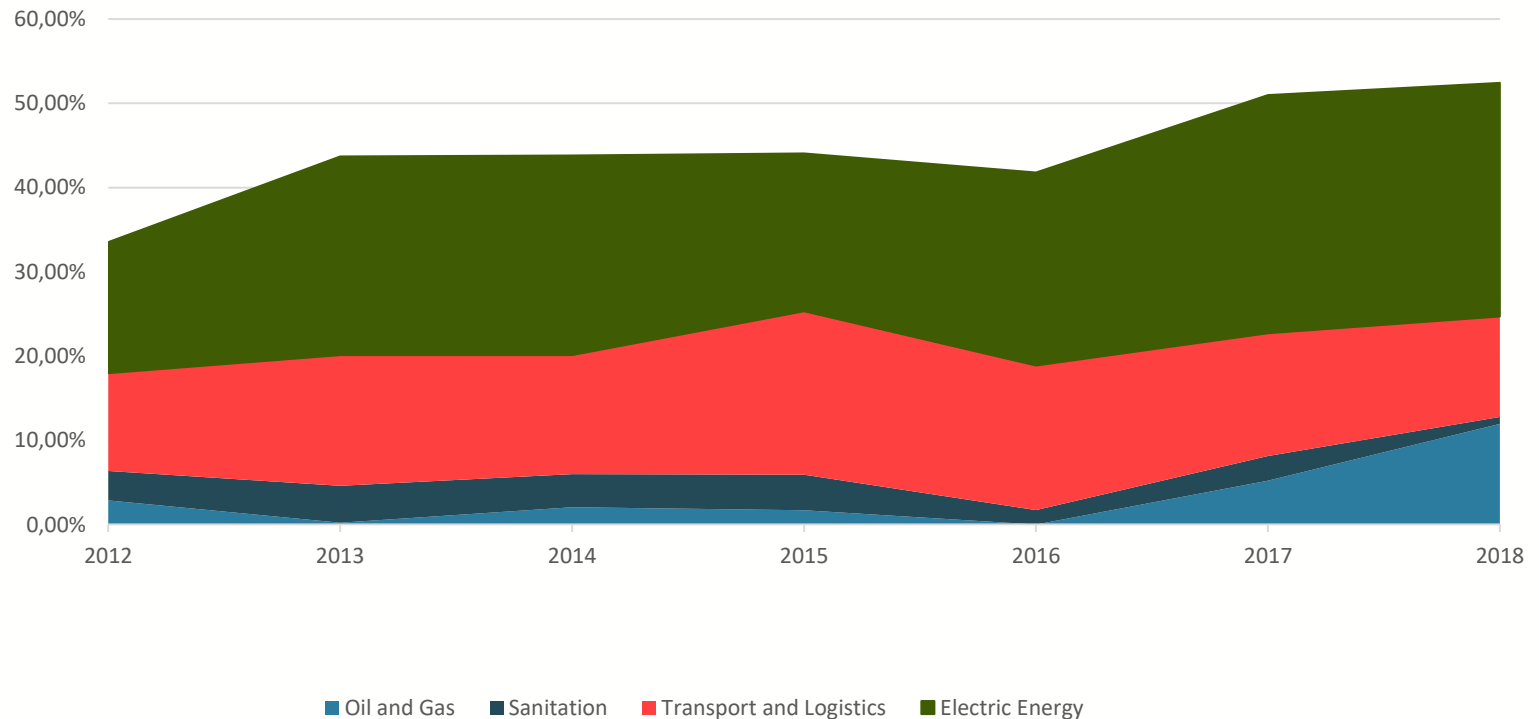
Debentures de infraestrutura (prazo médio)



Data: Anbima

Capital Markets: Infrastructure and Energy

Títulos corporativos (excluindo setor financeiro) – prazo médio Mercado doméstico

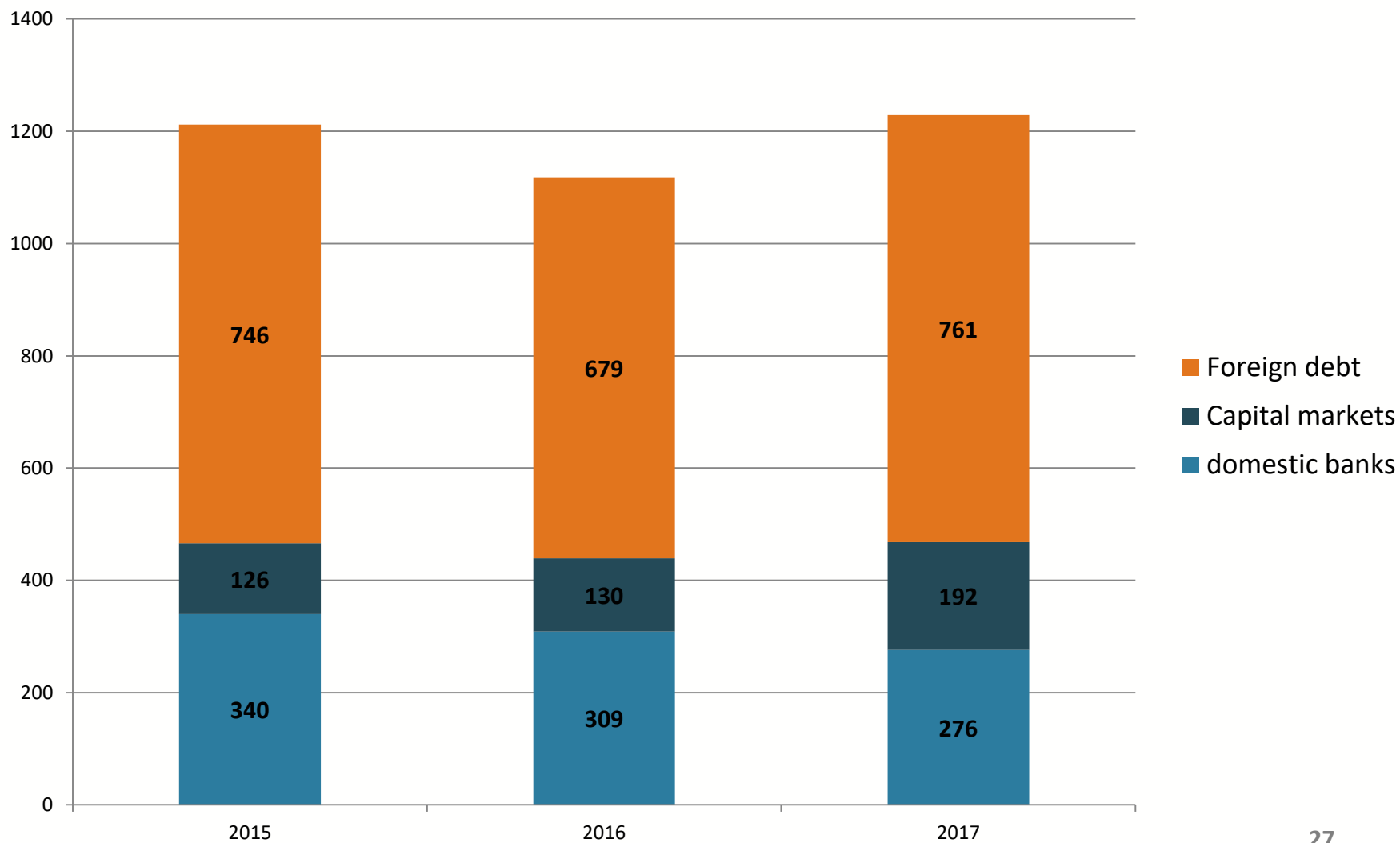


Data: Anbima

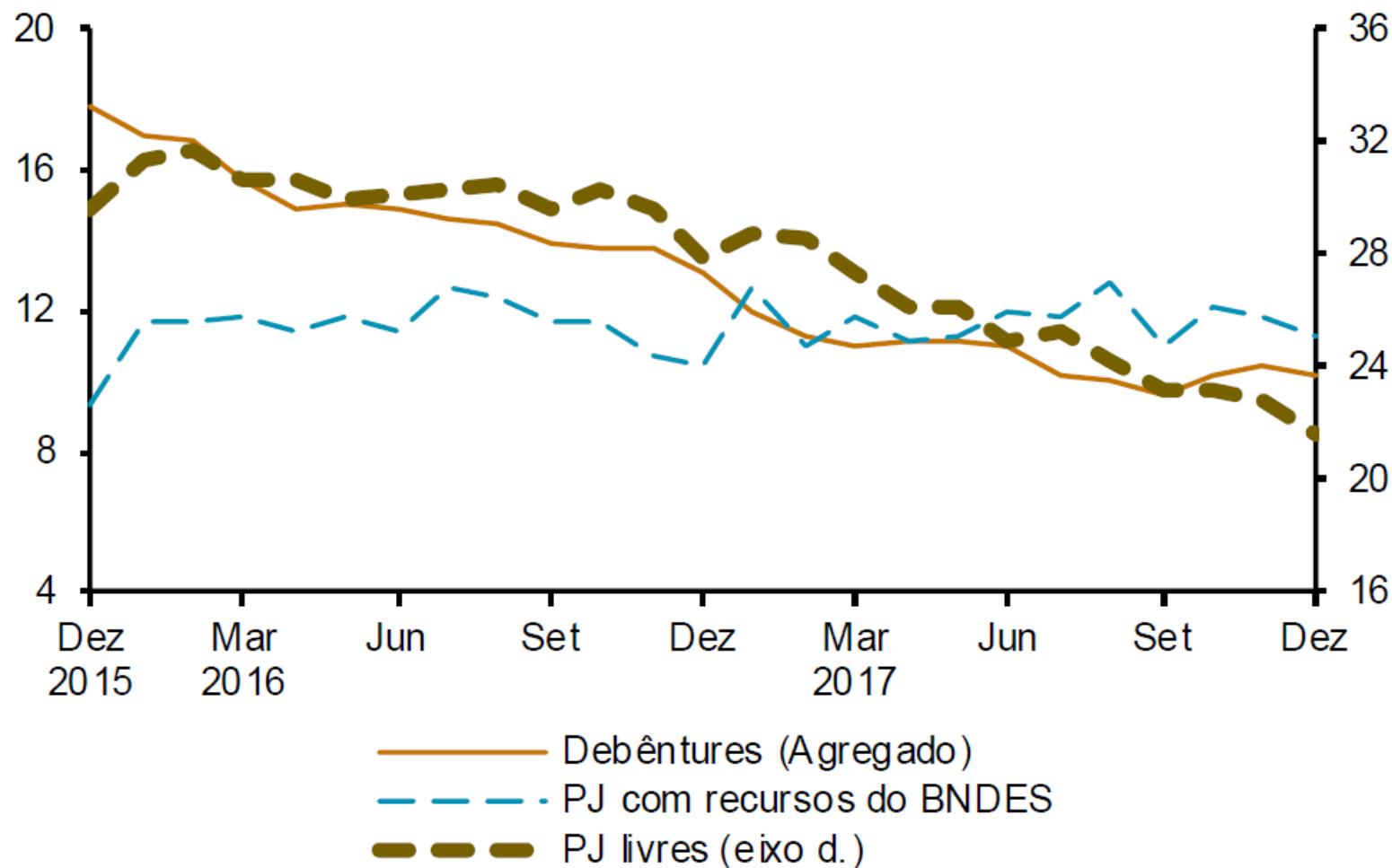
Evidência micro do crowding in

- Trabalho do Banco Central: cruzamento de dados no nível da firma sobre emissões no mercado de capitais, dívida emitida fora e taxas de juros bancárias
- 740 empresas, 277 emitindo no mercado doméstico e 504 levantando dívida fora. 90% da dívida foi levantada fora

Em bilhões de reais



Custos de financiamento (% a.a.)



Dados: Banco Central do Brasil e Cemec/Fipe

* Exceto MP nº505/2010 (capitalização da Petrobras)

Conclusões

- Subdesenvolvimento do mercado de capitais é um dos suspeitos usuais pela má alocação de capital
 - **E, em última instância, pelo desempenho decepcionante da produtividade**
- Agenda de reformas: redução gradual do crédito direcionado.
- Aposta no crowd-in para permitir que os mercados de crédito e capitais privados floresçam.