



Debate de Abertura da  
691ª Sessão Plenária Ordinária do  
Conselho Federal de Economia

***Crônica de um Fracasso Anunciado:***  
**da Economia de Endividamento à Brasileira para**  
**Economia de Mercado de Capitais à Americana**

Fernando Nogueira da Costa  
Professor-Titular do IE-UNICAMP

<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>

# Narrativa Econômica

Era uma vez...

**Duas maneiras de pensar a Economia**

Todos os dias...

**Economia de Endividamento**

Até que em um dia...

**Projeto do Banqueiro de Negócios**

Por causa disso...

**Economia de Mercado de Capitais**

Finalmente...

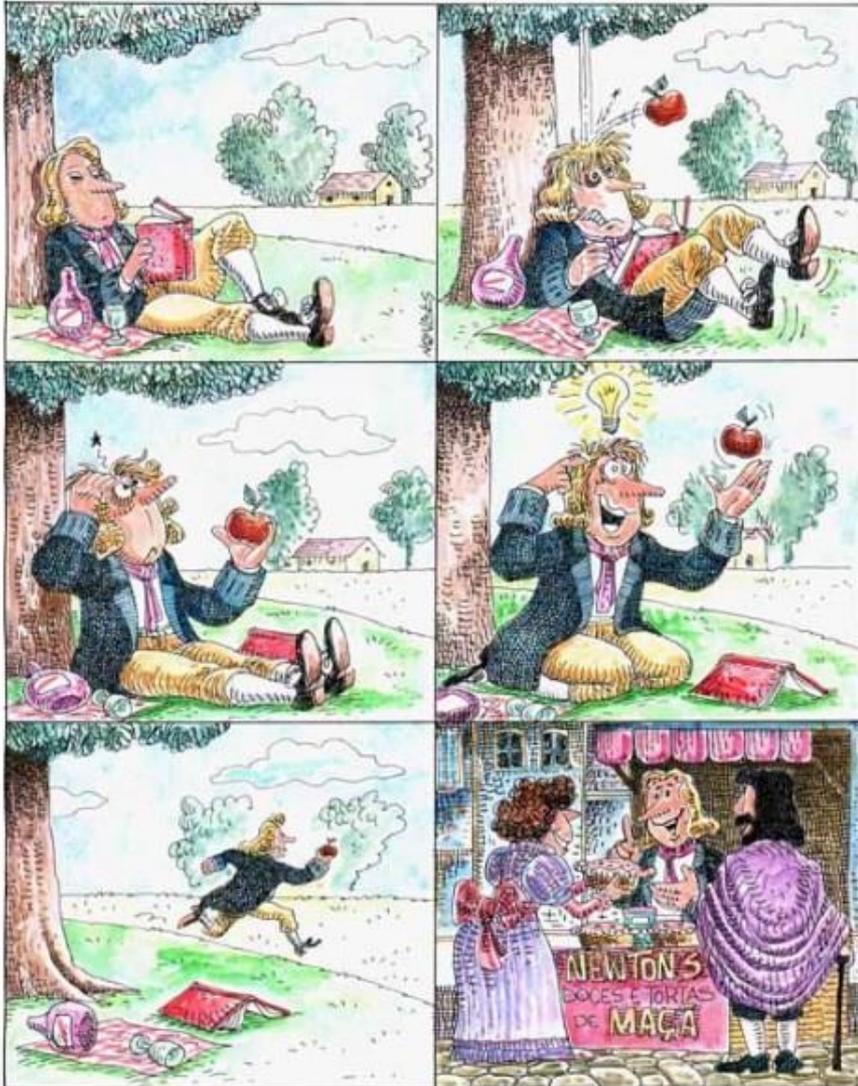
**Desalavancagem Financeira**



# Duas maneiras de pensar a Economia

*Se a Lei de Say fosse imperativa,  
o capitalismo sem alavancagem financeira  
não teria chegado nem ao nível de  
desenvolvimento alcançado no século XIX.*

# Economia: Complexo de Inferioridade



- Desejando obter a autoridade da **Ciência**, os economistas se inspiraram nas *Leis do Movimento de Newton* para teorizar, tratando a **Economia como fosse um sistema mecânico em equilíbrio pendular via preços relativos.**

# Econofísica ou Economia Evolucionária

## Mecanismo de Mercado



Infelizmente, apenas a **queda da maçã** chamou a atenção de Isaac Newton e levou a suas descobertas inovadoras, em vez do **crescimento das maçãs**.

## Organismo de Mercado



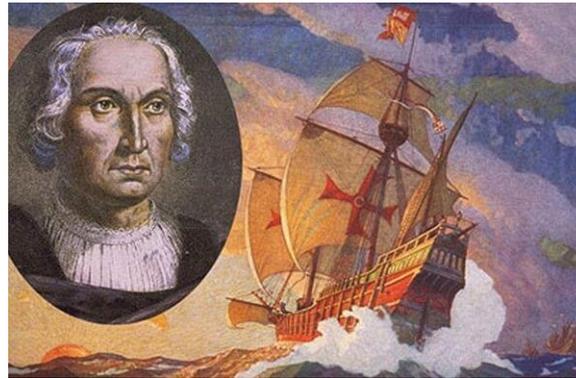
Sob inspiração de Charles Darwin, compreendemos melhor **a economia como um complexo sistema adaptativo**, composto de seres humanos e instituições interdependentes em um mundo dinâmico e vivo.

# Economia como Componente de Sistema Complexo

Atrasos nos fluxos para acumulação de estoque podem gerar *obstinação* no sistema, isto é, *tempo demasiado para regeneração*, p.ex., da confiança.

Sistema complexo é um conjunto de componentes de cujas *interações* emergem *padrões distintos de comportamento*.

Com **reforços de *feedback***, quanto mais se tem, mais se ganha. Sem controle, amplificam o movimento em *círculos virtuosos ou viciosos*.



Os níveis de um **estoque** mudam com o tempo devido ao *saldo entre suas entradas e saídas*, ou seja, devido aos **fluxos**.

**Ciclos de *feedback* são *interconexões*:**

1. *de reforço* fazem o sistema se mover;
2. *de equilíbrio* ou balanceamento: o impedem de explodir ou implodir.

# Economia como Componente de Sistema Complexo



Bancos como intermediários financeiros

Empréstimos multiplicam depósitos

Poupança

Investimento

Crédito > Poupança

Captação de *funding*

Economia dinâmica

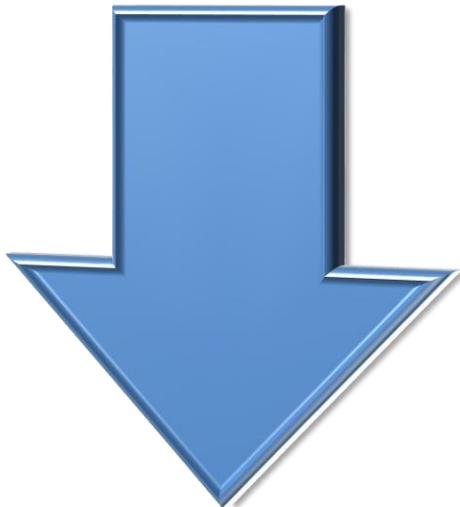
**Lei de Say:** produção gera renda para a demanda, seja *consumida*, seja *poupada (ex-ante)*, e daí *investida*.

**Princípio da Demanda Efetiva:** *crédito* financia *investimento* que multiplica *renda (poupança ex-post)*.

# Regimes macro-financeiros



**economia de  
endividamento**  
*ou com cobertura  
financeira de terceiros*



**economia de  
autofinanciamento**  
*ou com recursos  
próprios*

Tem R\$ 100.000;  
compra terreno.



Vende terreno por  
+ 25%: R\$ 125.000;  
obtem *rentabilidade* de  
25% em 2 anos.

Tem R\$ 100.000;  
toma emprestado  
R\$ 300.000; compra  
casa por R\$ 400.000.



Vende casa por  
+ 25%: R\$ 500.000;  
obtem *rentabilidade*  
de 100% em 2 anos.

- Em termos de **custo fiscal** e **orçamentos governamentais**, Instituições Financeiras Públicas Federais (IFPF) podem *“fazer mais por menos”*.
- São **9 vezes mais**, se comparar o valor em dinheiro necessário para executar diretamente políticas públicas com a mesma quantidade de recursos capitalizados nas IFPF para fazer empréstimos (e tomar depósitos).
- Essas instituições podem **gerar políticas públicas** cujo *gasto efetivo sai por cerca de 11% do custo fiscal potencial*.



# Economia de Endividamento ("desequilíbrios")

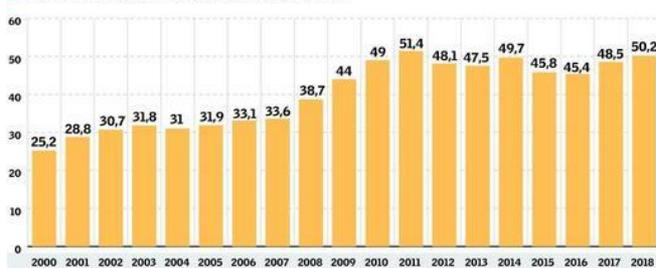
*Tentar analisar o capitalismo e  
deixar de lado bancos, dívidas e dinheiro  
é como tentar analisar pássaros e  
ignorar eles terem asas. Boa sorte!*

# “Equilíbrio Externo”

## Pauta concentrada

Fatia de sete commodities no total de exportação - em %

Soma dos sete produtos em relação ao total exportado

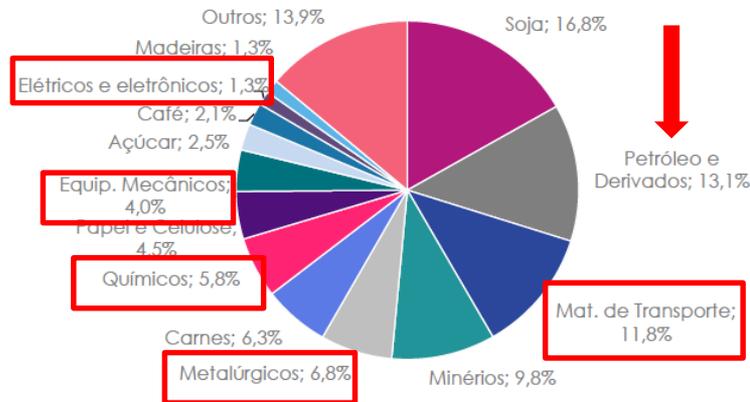


Participação de cada produto no total



Fonte: Secex. Elaboração: Valor Data

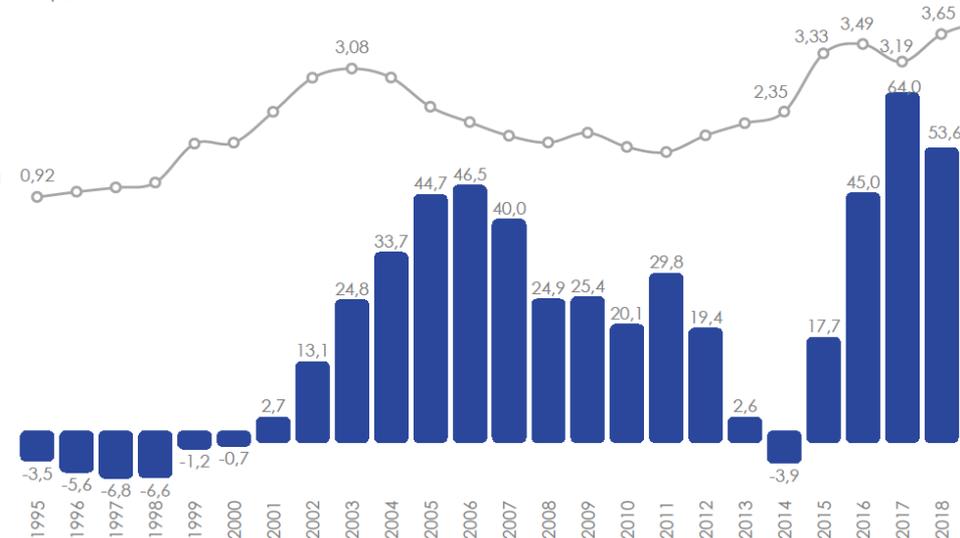
## EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS



5 exportações industriais citadas: 29,7%

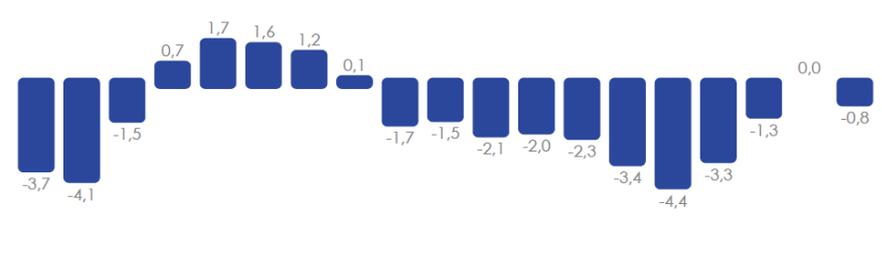
## BALANÇA COMERCIAL DE 1995 A 2018 – BRASIL

US\$ Bilhões

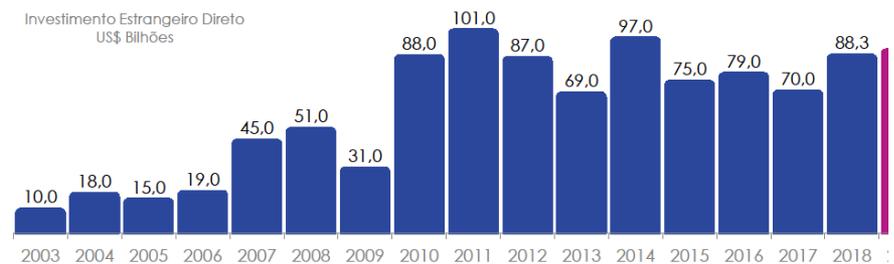


## TRANSAÇÕES CORRENTES E INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO

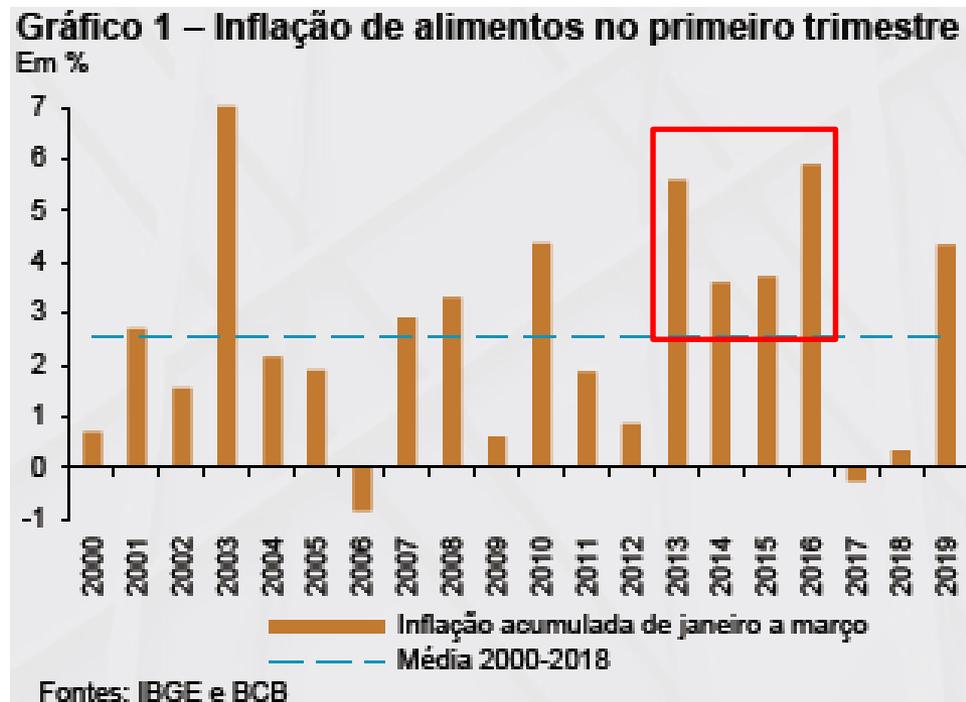
% do PIB



Investimento Estrangeiro Direto  
US\$ Bilhões

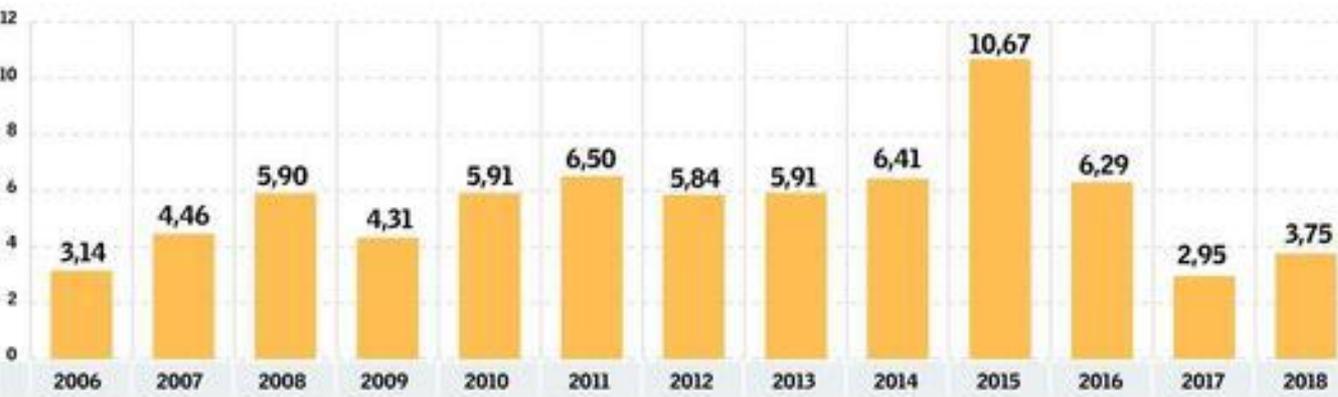


# Inflação de Alimentos (*El Niño*): 2013-2016 (+ Choque Levyano em 2015)



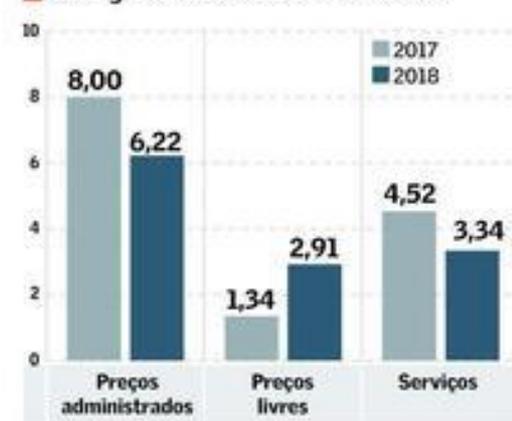
## Comportamento benigno

Varição anual do IPCA - em %



Fonte: IBGE e MCM Consultores Associados

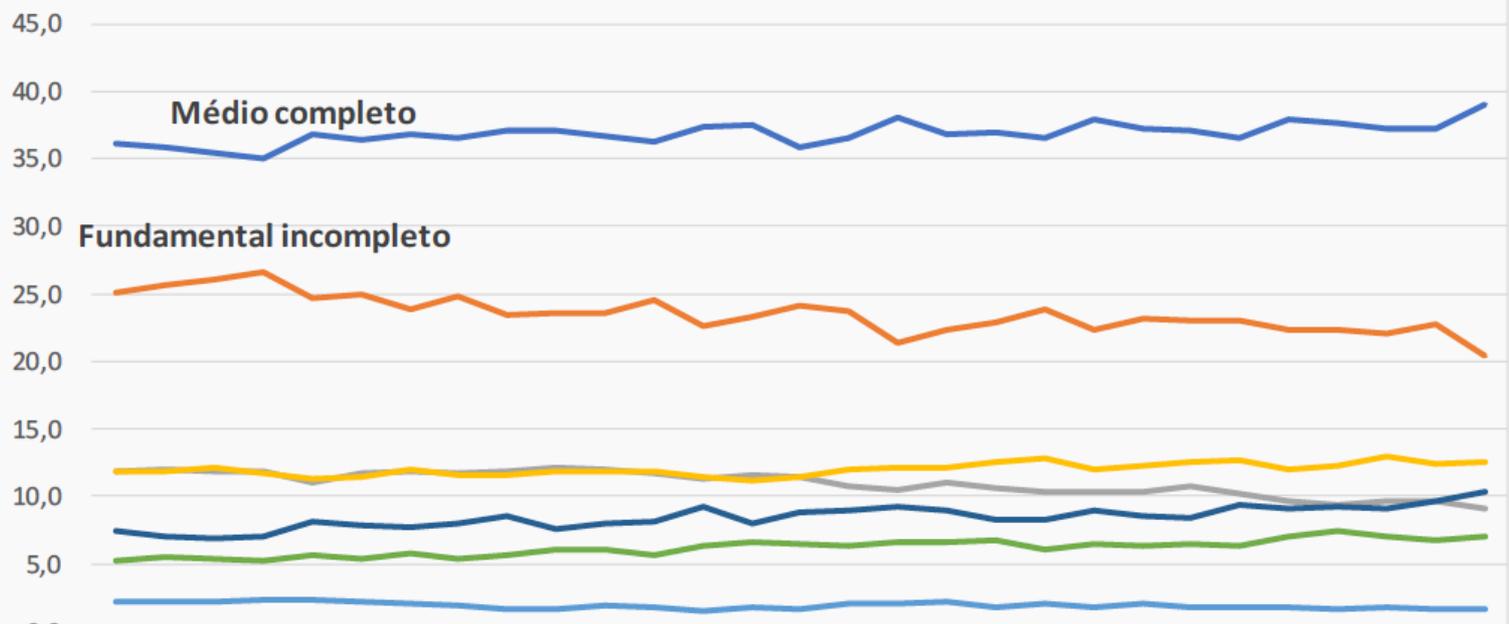
## ■ Categorias selecionadas - em %



A inflação de preços livres (peso 75,6%) caiu de **8,51%** em 2015 para **6,54%** em 2016. A inflação de preços administrados (24,4%) apresentou queda de **18,07%** para **5,50%**.

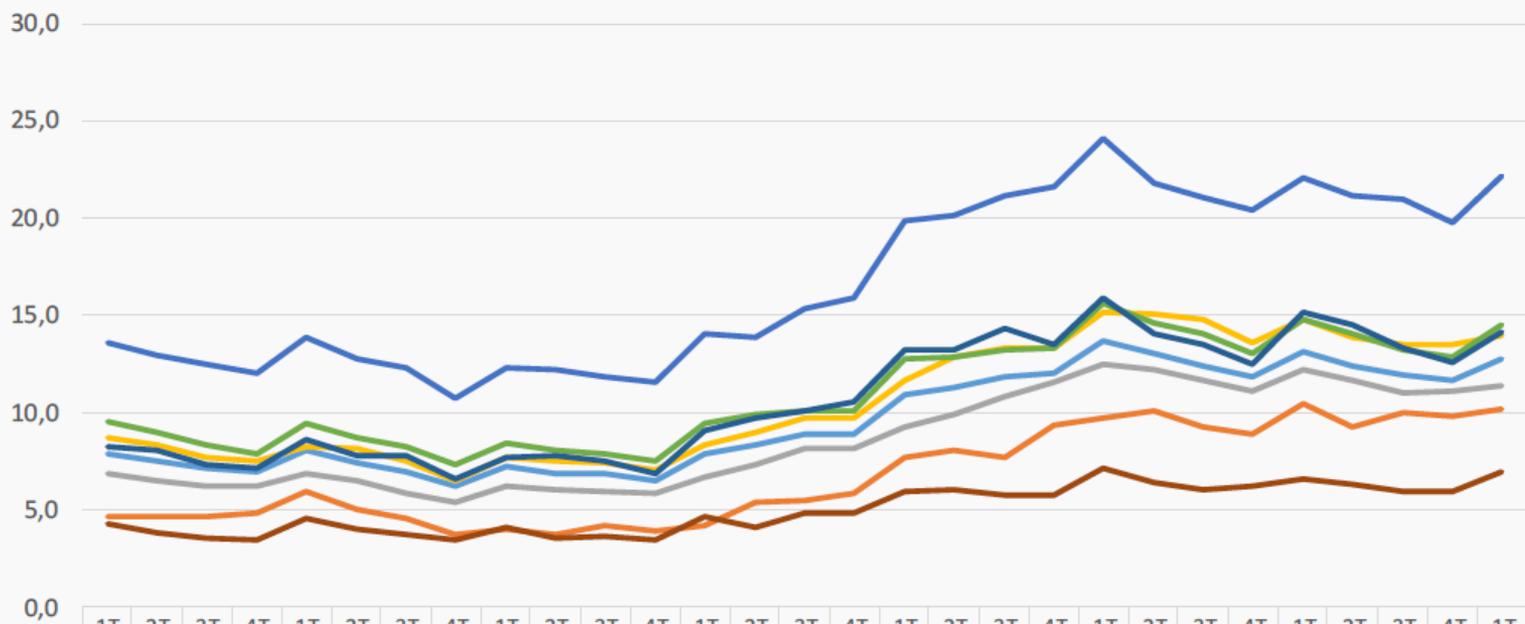
# “Desequilíbrio Interno”

## Distribuição da Desocupação por Nível de Instrução - Brasil



	1T	2T	3T	4T	1T																												
	2012				2013				2014				2015				2016				2017				2018				2019				
Sem instrução e menos de 1 ano de estudo	2,2	2,2	2,2	2,3	2,4	2,2	2,1	1,9	1,7	1,6	1,9	1,8	1,5	1,8	1,7	2,0	2,0	2,2	1,8	2,1	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Fundamental incompleto	25,1	25,6	26,0	26,6	24,7	25,0	23,8	24,8	23,5	23,6	23,6	24,5	22,6	23,3	24,1	23,7	21,4	22,3	22,9	23,8	22,3	23,2	23,0	23,1	22,4	22,3	22,1	22,7	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4
Fundamental completo	11,9	12,0	11,9	11,9	11,1	11,7	11,8	11,7	11,8	12,1	12,0	11,7	11,3	11,6	11,5	10,7	10,5	11,0	10,6	10,4	10,4	10,3	10,7	10,2	9,7	9,4	9,6	9,7	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Médio incompleto	11,8	11,8	12,1	11,7	11,3	11,4	12,0	11,6	11,6	11,9	11,9	11,9	11,5	11,2	11,5	12,0	12,2	12,1	12,6	12,8	12,0	12,3	12,5	12,7	12,0	12,3	13,0	12,4	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Médio completo	36,1	35,9	35,5	35,1	36,8	36,4	36,8	36,6	37,1	37,1	36,7	36,3	37,4	37,5	35,9	36,5	38,0	36,8	37,0	36,6	37,9	37,3	37,1	36,5	37,9	37,6	37,3	37,2	39	39	39	39	39
Superior incompleto	5,3	5,5	5,4	5,2	5,6	5,4	5,8	5,4	5,6	6,0	6,0	5,6	6,4	6,6	6,5	6,3	6,6	6,6	6,7	6,1	6,5	6,3	6,5	6,3	7,1	7,4	7,1	6,8	7	7	7	7	7
Superior completo	7,4	7,0	6,9	7,1	8,1	7,8	7,7	8,0	8,6	7,6	8,0	8,2	9,3	8,0	8,8	8,9	9,2	9,0	8,3	8,3	9,0	8,5	8,4	9,4	9,1	9,3	9,1	9,6	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4

# Taxa da Desocupação por Nível de Instrução mais elevado alcançado - Brasil



	1T	2T	3T	4T	1T	2019																								
	2012				2013				2014				2015				2016				2017				2018				2019	
Total	7,9	7,5	7,1	6,9	8,0	7,4	6,9	6,2	7,2	6,8	6,8	6,5	7,9	8,3	8,9	8,9	10,9	11,3	11,8	12,0	13,7	13,0	12,4	11,8	13,1	12,4	11,9	11,6	12,7	
Sem instrução e menos de 1 ano de estudo	4,6	4,6	4,6	4,8	5,9	5,0	4,5	3,7	4,0	3,7	4,2	3,9	4,2	5,4	5,5	5,8	7,7	8,0	7,7	9,3	9,7	10,1	9,2	8,9	10,4	9,2	10,0	9,8	10,2	
Fundamental incompleto	6,8	6,5	6,2	6,2	6,8	6,5	5,8	5,4	6,2	6,0	5,9	5,8	6,7	7,3	8,1	8,1	9,2	9,9	10,8	11,5	12,5	12,2	11,6	11,1	12,2	11,6	11,0	11,1	11,4	
Fundamental completo	8,7	8,3	7,7	7,5	8,2	8,1	7,5	6,5	7,7	7,5	7,4	7,0	8,3	9,0	9,7	9,7	11,6	12,8	13,3	13,3	15,1	15,0	14,8	13,6	14,8	13,8	13,5	13,5	13,9	
Médio incompleto	13,6	12,9	12,5	12,0	13,8	12,7	12,3	10,7	12,3	12,2	11,8	11,5	14,0	13,8	15,3	15,9	19,8	20,1	21,1	21,6	24,1	21,8	21,0	20,4	22,0	21,1	20,9	19,7	22,1	
Médio completo	9,5	9,0	8,3	7,9	9,4	8,7	8,2	7,3	8,4	8,0	7,9	7,5	9,4	9,9	10,1	10,1	12,7	12,8	13,2	13,3	15,6	14,6	14,0	13,0	14,8	14,0	13,2	12,8	14,5	
Superior incompleto	8,2	8,0	7,3	7,1	8,6	7,8	7,8	6,6	7,7	7,8	7,5	6,8	9,1	9,7	10,1	10,5	13,2	13,2	14,3	13,5	15,9	14,0	13,5	12,5	15,1	14,5	13,3	12,6	14,1	
Superior completo	4,3	3,8	3,5	3,4	4,5	4,0	3,7	3,4	4,1	3,5	3,6	3,4	4,6	4,1	4,8	4,8	5,9	6,0	5,7	5,7	7,1	6,4	6,0	6,2	6,6	6,3	5,9	5,9	6,9	

# DESEMPREGO POR CLASSE SOCIAL\*



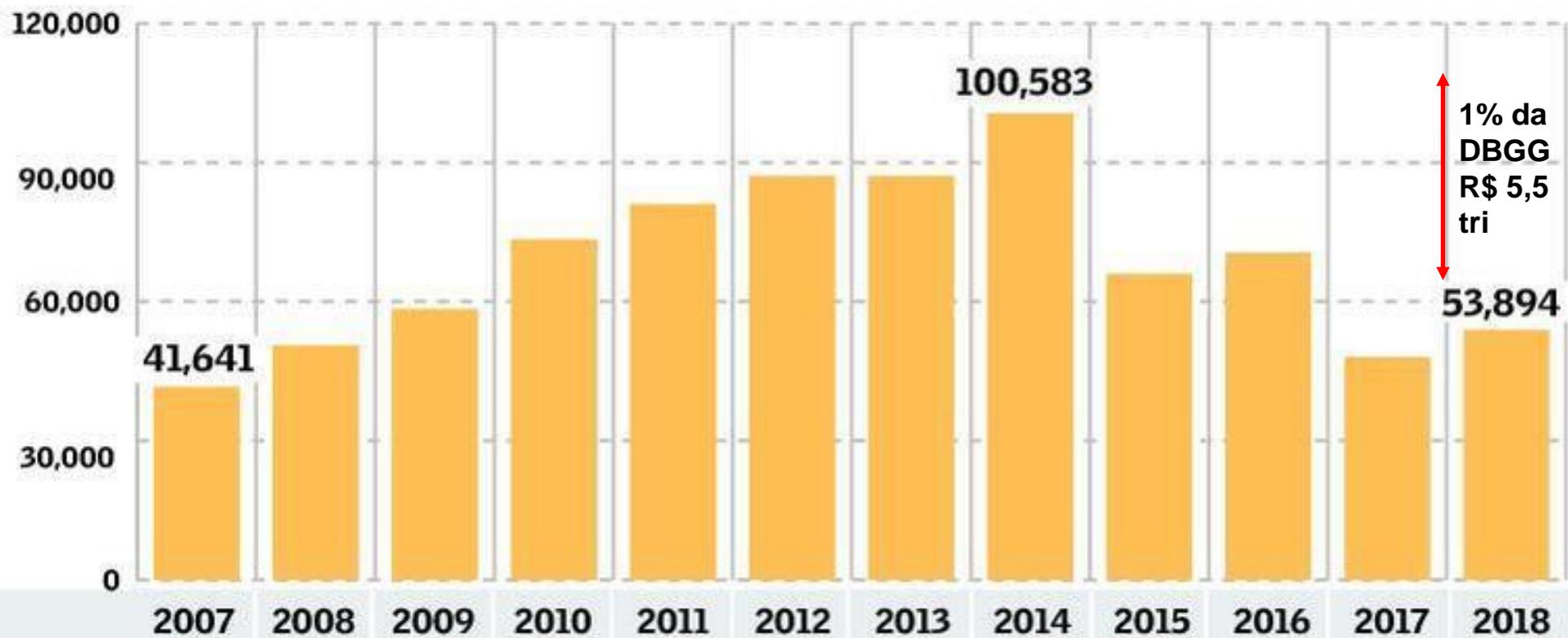
**Renda Mensal Familiar (Valores de Nov/17) Pessoa por Classe 2017 (%)**

Classe	Renda Mensal Familiar (Valores de Nov/17)	Pessoa por Classe 2017 (%)
Classe A	Acima de R\$11.001	5,0%
Classe B	De R\$ 7.278 à R\$ 11.001	5,3%
Classe C	De R\$ 1.819 à R\$ 7.278	54,4%
Classe D	De R\$ 1.100 à R\$ 1.819	16,7%
Classe E	Até R\$1.100	18,6%



# Em baixa

Investimento público federal, em R\$ bilhões

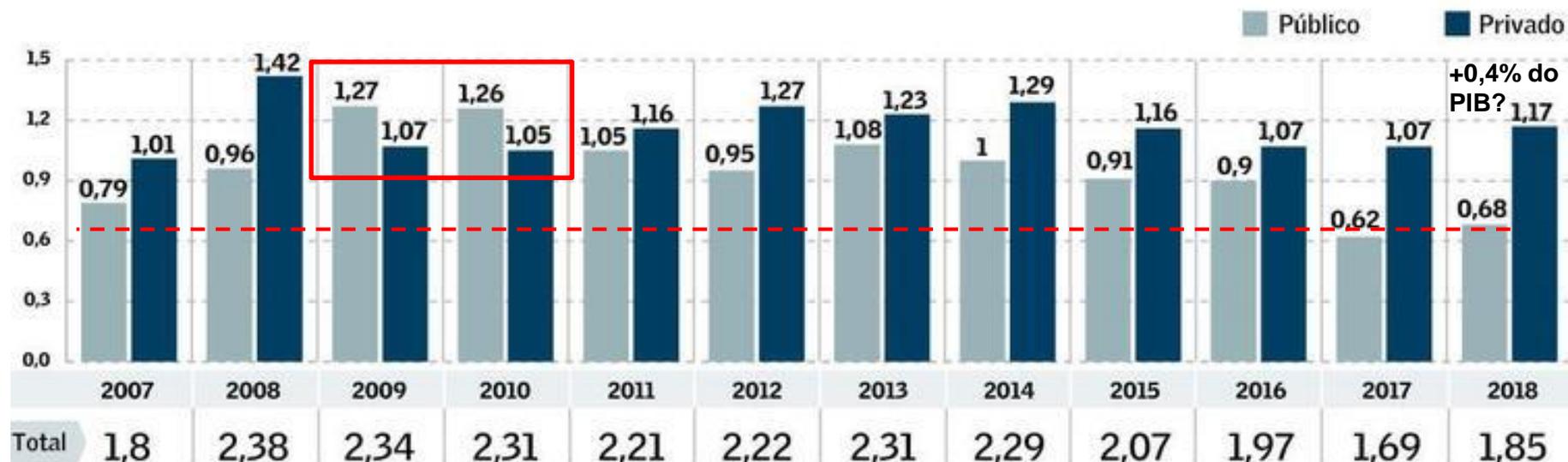


Fonte: Ministério da Economia

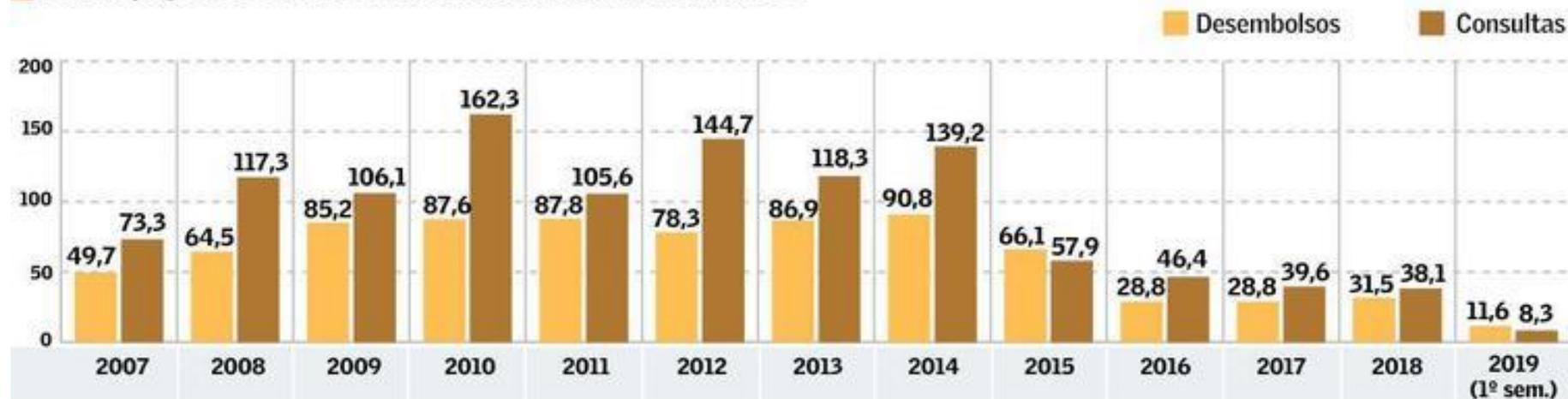
# Quem financia a infraestrutura no Brasil?

Total investido não consegue ultrapassar 2% do PIB

## Investimentos em infraestrutura, em % do PIB



## Participação do BNDES em infraestrutura- em R\$ bilhões



# Fatores condicionantes da evolução da Dívida Bruta do Governo Geral

Tabela 10 - Fatores condicionantes da evolução da DBGG - dados acumulados (metodologia atual)

Ano	Estoque DBGG <sup>1/</sup>	Juros nominais	Emissões líquidas de dívida interna e externa					Reconhecimento de dívidas	Impacto de variações cambiais	Efeito do crescimento do PIB nominal	
			Total	Emissões para bancos oficiais	Resultado primário do Governo Geral	Demais operações financeiras do Governo Geral	Operações com reservas internacionais				Movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do BCB
2006	55,5										
2007	56,7	6,6	1,6	0,0	-3,3	0,1	5,7	-1,0	0,2	-0,7	-6,3
2008	56,0	13,0	0,2	0,7	-6,6	0,0	5,3	0,8	0,3	0,4	-13,4
2009	59,2	18,8	2,5	3,8	-8,5	-0,2	7,2	0,2	0,3	-0,7	-17,2
2010	51,8	24,4	-2,2	6,4	-11,1	0,1	9,2	-6,8	0,4	-0,7	-25,6
2011	51,3	30,2	-3,1	7,4	-14,0	-0,5	11,1	-7,1	0,6	-0,5	-31,4
2012	53,7	35,3	-1,5	8,7	-16,2	-0,8	11,6	-4,8	0,7	-0,2	-36,1
2013	51,5	40,5	-4,0	9,3	-18,0	-1,3	11,2	-5,2	0,7	0,1	-41,3
2014	56,3	45,9	-1,0	10,3	-17,5	-1,4	11,5	-3,9	0,7	0,5	-45,3
2015	65,5	53,3	1,2	9,9	-15,7	-2,0	11,2	-2,2	0,8	2,0	-47,3
2016	69,9	61,5	0,9	7,9	-13,3	-2,3	11,8	-3,2	0,9	1,2	-50,1
2017	74,1	68,2	1,3	7,1	-11,6	-2,6	11,8	-3,4	1,0	1,2	-53,2
2018 Jun	77,4	71,3	2,3	6,2	-11,4	-2,4	12,0	-2,2	1,0	1,9	-54,6
2018 Dez	77,2	74,2	0,9	5,2	-11,0	-2,1	11,5	-2,8	1,1	1,9	-56,2

1/ Metodologia atual: exclui títulos do TN na carteira do BCB e inclui o total das operações compromissadas.



**Resultado primário do governo geral em junho de 2019: - 1,8% do PIB**

**Previdência Social: receita de (5,8% do PIB) - despesa (8,6% do PIB) = - 2,9% do PIB**

**DBGG: 78,7% do PIB; DLGG: 57,2% do PIB; DLSP (BCB + EE): 55,2% do PIB**

# Operações Compromissadas:

## 2º. componente da DBGG X 1º. dívida mobiliária (47,7% PIB)

Tabela 2 - Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas

R\$ milhões

Ano	Estoque	Impacto monetário das operações do Banco Central				Impacto monetário das operações do Tesouro Nacional				Juros nominais e outras variações patrimoniais	Variação nominal dos estoques
		Operações do setor externo <sup>1/</sup>	Resultado caixa das operações de swap cambial	Compulsórios e demais operações do BCB	Total	Operações com títulos públicos	Resultado primário do Governo Federal	Demais operações financeiras do Governo Federal, com impacto monetário	Total		
					A				B	C	D=A+B+C
2000	6.049										
2001	-8.776	-18.572	0	-27.059	-45.631	41.274	-22.671	10.726	29.329	1.477	-14.824
2002	77.089	-26.427	10.942	82.585	67.101	31.216	-32.697	12.213	10.733	8.031	85.864
2003	65.810	643	-15.632	91.887	76.898	-102.680	-38.939	37.874	-103.745	15.568	-11.278
2004	58.892	14.556	-6.032	27.950	36.474	-9.409	-52.722	4.429	-57.702	14.309	-6.918
2005	37.168	52.395	-2.684	-18.126	31.584	-21.630	-56.053	13.046	-64.637	11.329	-21.724
2006	77.367	74.369	5.436	-14.988	64.817	21.613	-51.524	-7.987	-37.898	13.280	40.199
2007	187.416	155.391	8.812	-34.926	129.276	17.663	-60.083	4.483	-37.938	18.711	110.049
2008	325.155	-12.124	-4.801	57.979	41.054	138.058	-71.780	-2.532	63.746	32.940	137.739
2009	454.710	62.937	-3.199	-15.612	44.126	97.314	-43.073	-9.239	45.003	40.426	129.554
2010	288.666	75.553	0	-269.630	-194.077	43.239	-79.243	28.039	-7.965	35.998	-166.044
2011	341.878	85.156	-706	-15.134	69.316	72.049	-93.587	-32.046	-53.584	37.480	53.212
2012	523.995	25.897	-1.098	114.015	138.814	128.750	-86.838	-34.811	7.101	36.202	182.117
2013	528.734	-22.429	1.315	-22.570	-43.684	141.925	-76.609	-50.946	14.370	34.052	4.739
2014	809.063	16.275	17.329	53.635	87.238	126.611	20.357	-21.025	125.943	67.148	280.329
2015	913.280	-15.038	89.657	11.955	86.574	-145.704	115.956	-56.291	-86.038	103.681	104.217
2016	1.047.484	32.533	-75.562	14.216	-28.813	16.158	158.501	-146.217	28.442	134.575	134.204
2017	1.064.980	1.397	-7.033	-3.632	-9.267	-127.241	117.681	-65.548	-75.108	101.871	17.496
2018 Jun	1.144.228	17.051	16.428	64.774	98.253	-12.882	28.375	-65.350	-49.857	30.852	79.248
2018 Dez	1.128.342	-17.349	15.125	24.817	22.593	19.504	115.453	-159.939	-24.982	65.752	63.363

1/ Operações com Reservas Internacionais.

Obs.: Dados preliminares. Em 2018, dados de fluxos são acumulados no ano até o mês de referência.

**Operações Compromissadas em junho de 2019: R\$ 1,247 trilhão (17,8% do PIB): 4 X Crédito às IF Oficiais: 4,4% do PIB [BNDES: R\$ 268 bi (3,8%) + IHCD: R\$ 40 bi (0,6%)]**

# Estagdesigualdade: concentração da riqueza

## Evolução da Concentração da Riqueza Financeira por Segmentos de Clientes

Produtos Bancários (com Poupança)			Dezembro de 2015			
Riqueza Financeira	Valor (R\$ 1000)	Em %	Clientes	Em %	Per Capita (R\$)	Em %
<b>VAREJO TRADICIONAL</b>	<b>821.830.668,97</b>	<b>39%</b>	<b>66.583.725</b>	<b>93%</b>	<b>12.342,82</b>	<b>42%</b>
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	531.772.400,00	25%	60.260.349	84%	8.824,58	30%
FIFs e TVMs - R\$ Mil	290.058.268,97	14%	6.323.376	9%	45.870,79	156%
<b>VAREJO ALTA RENDA</b>	<b>569.896.866,99</b>	<b>27%</b>	<b>5.044.615</b>	<b>7%</b>	<b>112.971,33</b>	<b>385%</b>
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	71.807.734,09	3%	1.919.900	3%	37.401,81	128%
FIFs e TVMs - R\$ Mil	498.089.132,89	24%	3.146.863	4%	158.281,17	540%
<b>TOTAL DO VAREJO</b>	<b>1.391.727.535,95</b>	<b>66%</b>	<b>71.628.340</b>	<b>100%</b>	<b>19.429,84</b>	<b>66%</b>
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	603.580.150,66	29%	62.180.249	87%	9.706,94	33%
FIFs e TVMs - R\$ Mil	788.147.385,29	37%	9.448.091	13%	83.418,69	284%
<b>PRIVATE BANKING</b>						0%
<b>FIFs e TVMs - R\$ Mil</b>	<b>712.480.020,24</b>	<b>34%</b>	<b>109.894</b>	<b>0,2%</b>	<b>6.483.338,67</b>	<b>22103%</b>
<b>TOTAL GERAL PF</b>	<b>2.104.207.556,19</b>	<b>100%</b>	<b>71.738.234</b>	<b>100%</b>	<b>29.331,74</b>	<b>100%</b>
Saldos de Fim de Período			Maio de 2019			
Riqueza Financeira	Valor (R\$ 1000)	Em %	Clientes	Em %	Per Capita (R\$)	Em %
<b>VAREJO TRADICIONAL</b>	<b>918.418.340,33</b>	<b>30%</b>	<b>66.505.604</b>	<b>91%</b>	<b>13.809,64</b>	<b>34%</b>
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	618.830.400,72	20%	58.439.292	80%	10.589,29	26%
FIFs e TVMs - R\$ Mil	299.587.939,61	10%	8.066.312	11%	37.140,63	90%
<b>VAREJO ALTA RENDA</b>	<b>954.233.410,36</b>	<b>32%</b>	<b>6.728.919</b>	<b>9%</b>	<b>141.810,80</b>	<b>344%</b>
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	71.807.734,09	2%	2.492.174	3%	28.813,29	70%
FIFs e TVMs - R\$ Mil	882.425.676,27	29%	4.236.745	6%	208.279,16	505%
<b>TOTAL DO VAREJO</b>	<b>1.872.651.750,69</b>	<b>62%</b>	<b>73.234.523</b>	<b>100%</b>	<b>25.570,61</b>	<b>62%</b>
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	737.237.073,77	24%	60.931.466	83%	12.099,45	29%
FIFs e TVMs - R\$ Mil	1.135.414.676,92	38%	12.303.057	17%	92.287,20	224%
<b>PRIVATE BANKING</b>						0%
<b>FIFs e TVMs - R\$ Mil</b>	<b>1.151.193.460,79</b>	<b>38%</b>	<b>123.511</b>	<b>0,2%</b>	<b>9.320.574,37</b>	<b>22612%</b>
<b>TOTAL GERAL PF</b>	<b>3.023.845.211,49</b>	<b>100%</b>	<b>73.358.034</b>	<b>100%</b>	<b>41.220,37</b>	<b>100%</b>

Fonte: ANBIMA (elab. FNC) Obs.: Private Banking inclui Previdência Aberta (10,7% do total) e Renda Variável (13,6%)

# Desilusão monetária: juros nominais elevados importam para grande volume de negócio => menor propensão a consumir com finalidade de acumulação de reservas financeiras para aposentadoria

Rendimentos de juros mensais equivalentes a cada taxa de juros ao ano sobre capital financeiro disponível

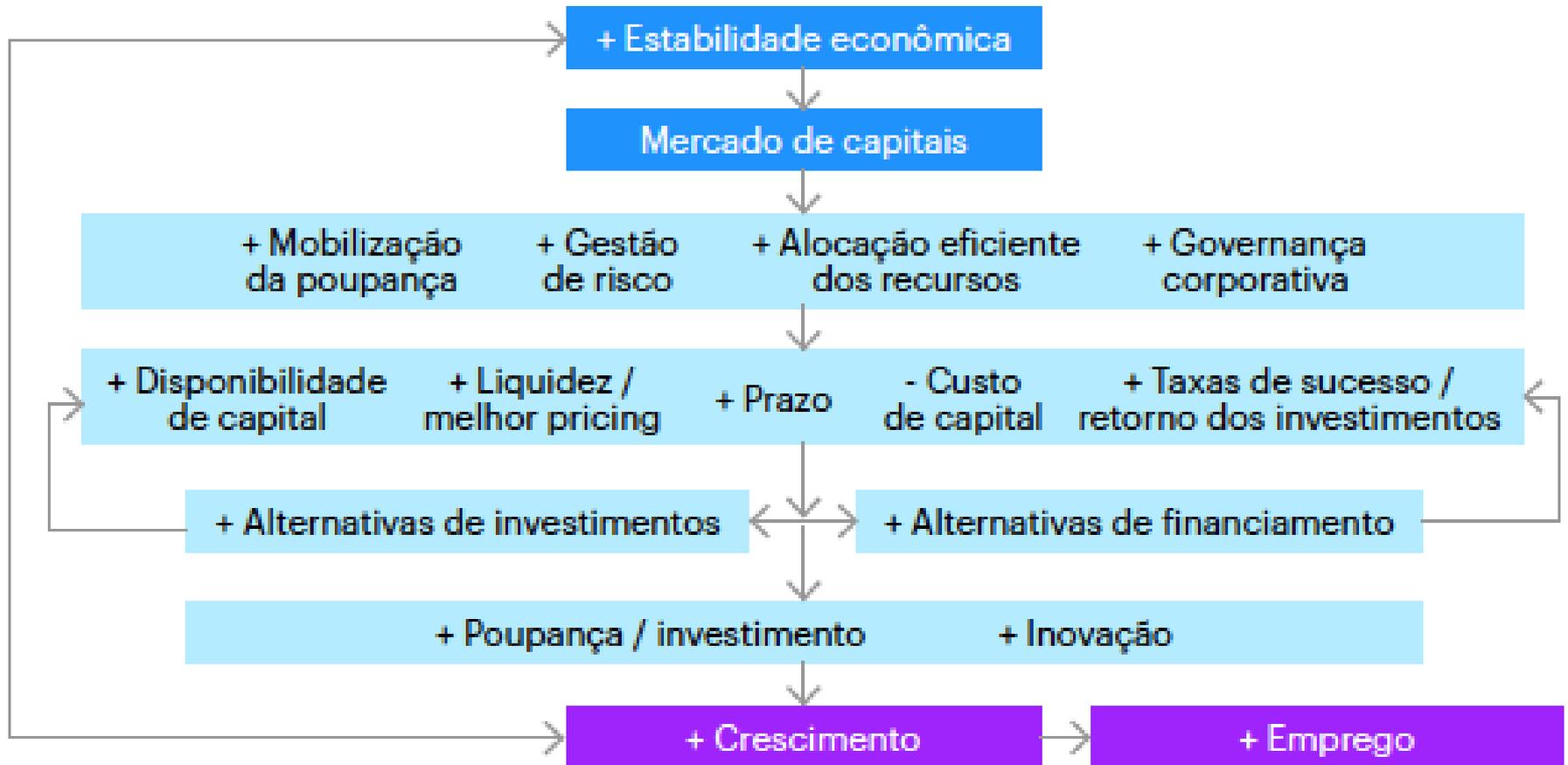
Equivalente anual Disponível \ Mensal	6,17% a.a. 0,5% a.m.	7,44% a.a. 0,60% a.m.	8,73% a.a. 0,70% a.m.	10,03% a.a. 0,80% a.m.	11,35% a.a. 0,90% a.m.	12,68% a.a. 1% a.m.	14,03% a.a. 1,1% a.m.
R\$ 100.000,00	R\$ 500,00	R\$ 600,00	R\$ 700,00	R\$ 800,00	R\$ 900,00	R\$ 1.000,00	R\$ 1.100,00
R\$ 200.000,00	R\$ 1.000,00	R\$ 1.200,00	R\$ 1.400,00	R\$ 1.600,00	R\$ 1.800,00	R\$ 2.000,00	R\$ 2.200,00
R\$ 300.000,00	R\$ 1.500,00	R\$ 1.800,00	R\$ 2.100,00	R\$ 2.400,00	R\$ 2.700,00	R\$ 3.000,00	R\$ 3.300,00
R\$ 400.000,00	R\$ 2.000,00	R\$ 2.400,00	R\$ 2.800,00	R\$ 3.200,00	R\$ 3.600,00	R\$ 4.000,00	R\$ 4.400,00
R\$ 500.000,00	R\$ 2.500,00	R\$ 3.000,00	R\$ 3.500,00	R\$ 4.000,00	R\$ 4.500,00	R\$ 5.000,00	R\$ 5.500,00
R\$ 600.000,00	R\$ 3.000,00	R\$ 3.600,00	R\$ 4.200,00	R\$ 4.800,00	R\$ 5.400,00	R\$ 6.000,00	R\$ 6.600,00
R\$ 700.000,00	R\$ 3.500,00	R\$ 4.200,00	R\$ 4.900,00	R\$ 5.600,00	R\$ 6.300,00	R\$ 7.000,00	R\$ 7.700,00
R\$ 800.000,00	R\$ 4.000,00	R\$ 4.800,00	R\$ 5.600,00	R\$ 6.400,00	R\$ 7.200,00	R\$ 8.000,00	R\$ 8.800,00
R\$ 900.000,00	R\$ 4.500,00	R\$ 5.400,00	R\$ 6.300,00	R\$ 7.200,00	R\$ 8.100,00	R\$ 9.000,00	R\$ 9.900,00
R\$ 1.000.000,00	R\$ 5.000,00	R\$ 6.000,00	R\$ 7.000,00	R\$ 8.000,00	R\$ 9.000,00	R\$ 10.000,00	R\$ 11.000,00
R\$ 2.000.000,00	R\$ 10.000,00	R\$ 12.000,00	R\$ 14.000,00	R\$ 16.000,00	R\$ 18.000,00	R\$ 20.000,00	R\$ 22.000,00
R\$ 3.000.000,00	R\$ 15.000,00	R\$ 18.000,00	R\$ 21.000,00	R\$ 24.000,00	R\$ 27.000,00	R\$ 30.000,00	R\$ 33.000,00
R\$ 4.000.000,00	R\$ 20.000,00	R\$ 24.000,00	R\$ 28.000,00	R\$ 32.000,00	R\$ 36.000,00	R\$ 40.000,00	R\$ 44.000,00
R\$ 5.000.000,00	R\$ 25.000,00	R\$ 30.000,00	R\$ 35.000,00	R\$ 40.000,00	R\$ 45.000,00	R\$ 50.000,00	R\$ 55.000,00
R\$ 6.000.000,00	R\$ 30.000,00	R\$ 36.000,00	R\$ 42.000,00	R\$ 48.000,00	R\$ 54.000,00	R\$ 60.000,00	R\$ 66.000,00
R\$ 7.000.000,00	R\$ 35.000,00	R\$ 42.000,00	R\$ 49.000,00	R\$ 56.000,00	R\$ 63.000,00	R\$ 70.000,00	R\$ 77.000,00
R\$ 8.000.000,00	R\$ 40.000,00	R\$ 48.000,00	R\$ 56.000,00	R\$ 64.000,00	R\$ 72.000,00	R\$ 80.000,00	R\$ 88.000,00
R\$ 9.000.000,00	R\$ 45.000,00	R\$ 54.000,00	R\$ 63.000,00	R\$ 72.000,00	R\$ 81.000,00	R\$ 90.000,00	R\$ 99.000,00
R\$ 10.000.000,00	R\$ 50.000,00	R\$ 60.000,00	R\$ 70.000,00	R\$ 80.000,00	R\$ 90.000,00	R\$ 100.000,00	R\$ 110.000,00

Obs.: elaboração de Fernando Nogueira da Costa

Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	Média 2014-18
Selic 252 média	11,00	13,90	14,08	10,08	6,48	11,11
Juros reais	4,39	4,49	4,88	6,40	2,72	4,58



# Projeto do Banqueiro de Negócios: Regime de Capitalização



# Tipologia de Sistemas Financeiros



**Modelo dos países anglo-saxões:**  
baseado em *ações* e *mercado de capitais*;



**Modelo franco-nipônico:**  
baseado em *bancos estatais* e *crédito público*;



**Modelo germânico:**  
baseado em *banco universal* e *crédito privado*.

# Tipos de sistemas financeiros: correlacionados aos modelos de transição

Estados Unidos e Inglaterra



**sistemas financeiros baseados em mercado de capitais**  
com preços determinados competitivamente, tiveram *condução empresarial do crescimento*.

França e Japão

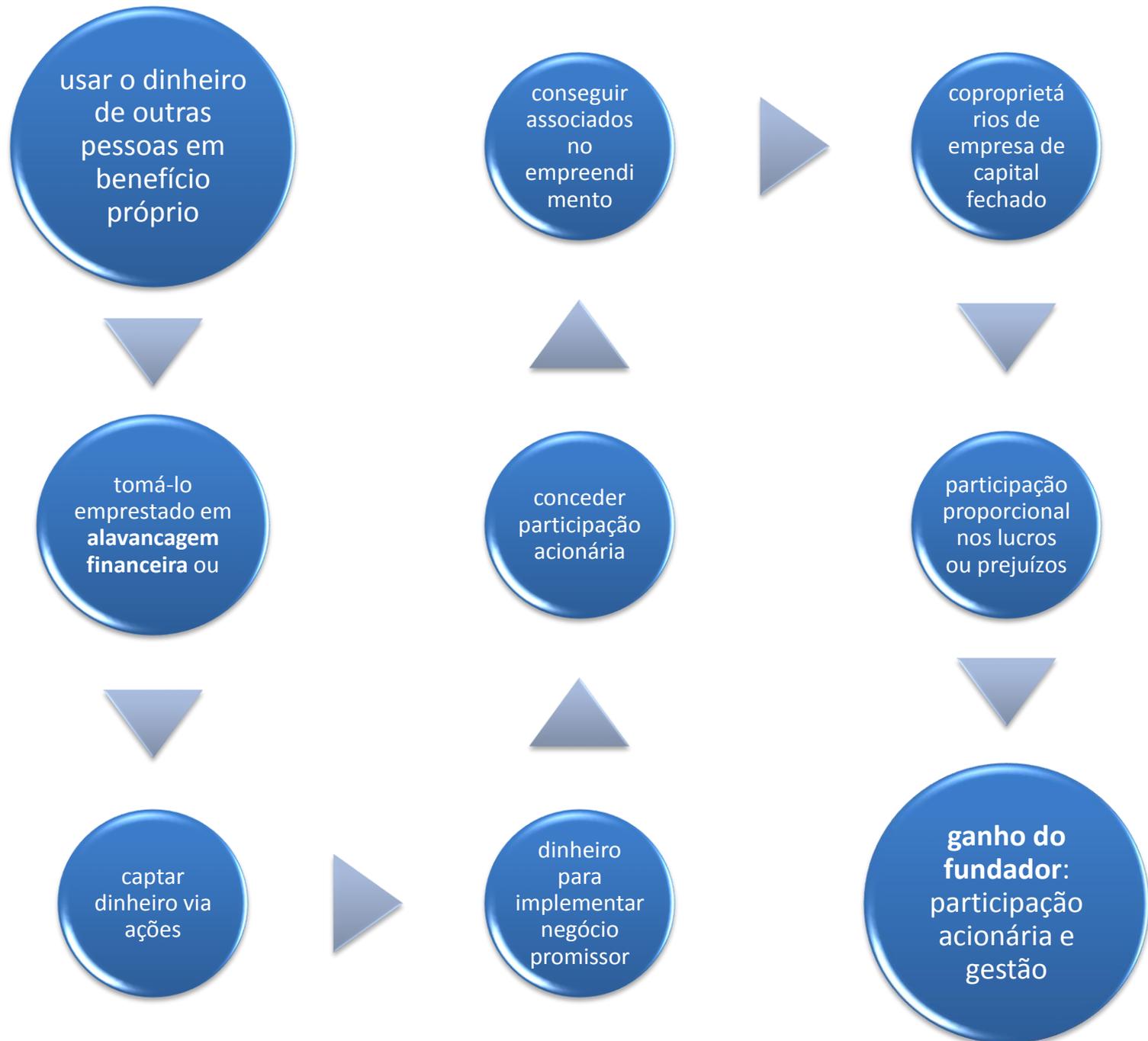


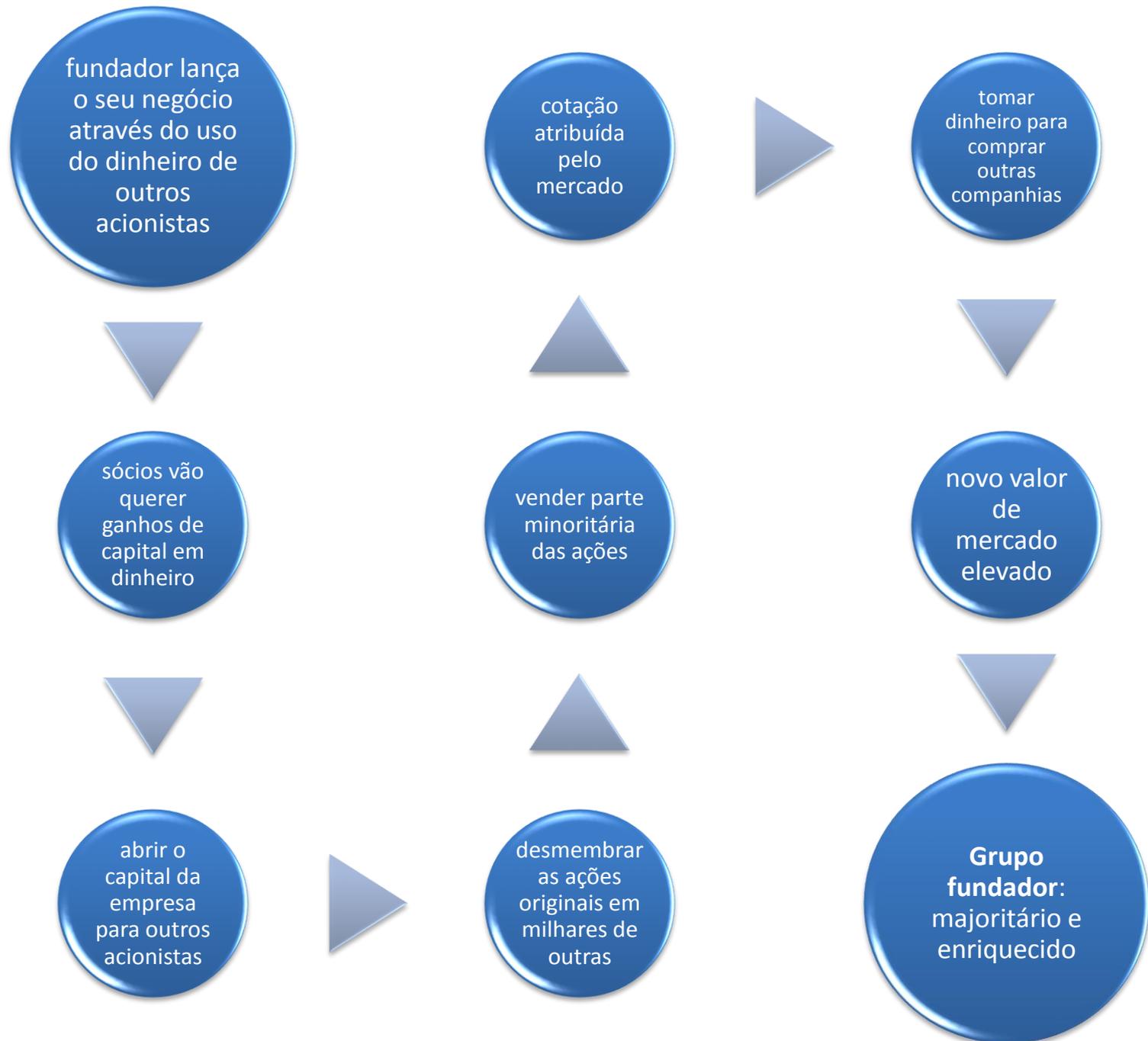
**sistemas financeiros baseados em crédito e preços administrados,**  
tiveram *condução estatal do processo de salto de etapas para tirar atraso histórico*.

Alemanha



**sistema financeiro baseado em crédito privado,** mas com *uma instituição estatal dominante, teve negociação política no processo de mudança*.





- **Tamanho excessivo do Estado muito endividado**

- ***Crowding out* do mercado de capitais pelo BNDES**

**Tamanho reduzido da base de emissores**

**Concentração em poucos investidores**

**Excesso de burocracia e regulação defasada**

**Instabilidade econômica e jurídica**

- **Distorções tributárias e desequilíbrios fiscais**

**Concentração bancária e crédito bancário em curto prazo**

# Número de Investidores em Ações

## Total de Acionistas PF

Ano	Total PF	Variação Anual (%)
	Qty	
2002	85.249	
2003	85.478	0,3
2004	116.914	36,8
2005	155.183	32,7
2006	219.634	41,5
2007	456.557	107,9
2008	536.483	17,5
2009	552.364	3,0
2010	610.915	10,6
2011	583.202	-4,5
2012	587.165	0,7
2013	589.276	0,4
2014	564.116	-4,3
2015	557.109	-1,2
2016	564.024	1,2
2017	619.625	9,9
2018	813.291	31,3
2019	1.161.514	42,8

\*Posição de Junho/2019

	Quantidade de Investidores*	%
<b>Pessoas Físicas</b>	<b>1.137.025</b>	<b>97,89%</b>
Homens	887.234	76,39%
Mulheres	249.791	21,51%
<b>Pessoas Jurídicas</b>	<b>24.489</b>	<b>2,11%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.161.514</b>	

\* Contagem dos CPFs/CNPJs de investidores por Agente de Custódia

**Posição de junho de 2019:** quase mais 600 mil investidores desde 2016.

Perfil PF por Faixa etária	Contas	Valor	%	Média
	TOTAL	R\$ bilhões		Per Capita
Até 15 anos	3.544	1,37	0,58%	385.332,49
De 16 a 25 anos	68.922	1,37	0,58%	19.873,70
De 26 a 35 anos	283.493	10,44	4,46%	36.825,19
De 36 a 45 anos	283.732	29,21	12,47%	102.933,62
De 46 a 55 anos	159.847	40,56	17,31%	253.765,13
De 56 a 65 anos	126.889	48,47	20,69%	381.971,05
Maior de 66 anos	119.817	102,89	43,91%	858.712,10
<b>TOTAL</b>	<b>1.046.244</b>	<b>234,30</b>	<b>100,00%</b>	<b>223.944,34</b>

**121.383 clientes Private Banking:**  
R\$ 1.748.456,66 per capita em ações –  
**Total dez 2018:** R\$ 212 bilhões (20%).

Acima de 56 anos, os investidores têm **24%** das contas e **65%** do valor total.

# Indicadores da Bovespa

## Participação dos Investidores

Mercado à Vista e Der. sobre Ações	dez/15	jun/19
Pessoas Físicas	11,9%	17,6%
Institucionais Locais	29,4%	31,4%
<b>Não Residentes</b>	<b>51,1%</b>	<b>45,0%</b>
Empresas	1,3%	1,0%
Inst. Financeiras	6,2%	5,0%
Outros	0,1%	0,0%

## III.14 - Valor de mercado

Período	Valor total das empresas listadas na Bovespa		
	R\$ bilhões	US\$ bilhões <sup>1/</sup>	Quantidade de companhias
2017 Dez	3 161,0	955,6	344
2018 Dez	3 180,2	820,7	339
2019 Jan	3 541,7	953,3	336
Fev	3 855,1	1 037,7	336
Mar	3 829,3	1 030,8	336
Abr	3 851,6	1 036,7	337
Mai	3 879,1	1 044,1	333
<b>Jun</b>	<b>4.022,6</b>	<b>1.058,7</b>	<b>332</b>

57,5% do PIB de R\$ 7 trilhões

## Segmento Bovespa - Concentração de Mercado das companhias listadas

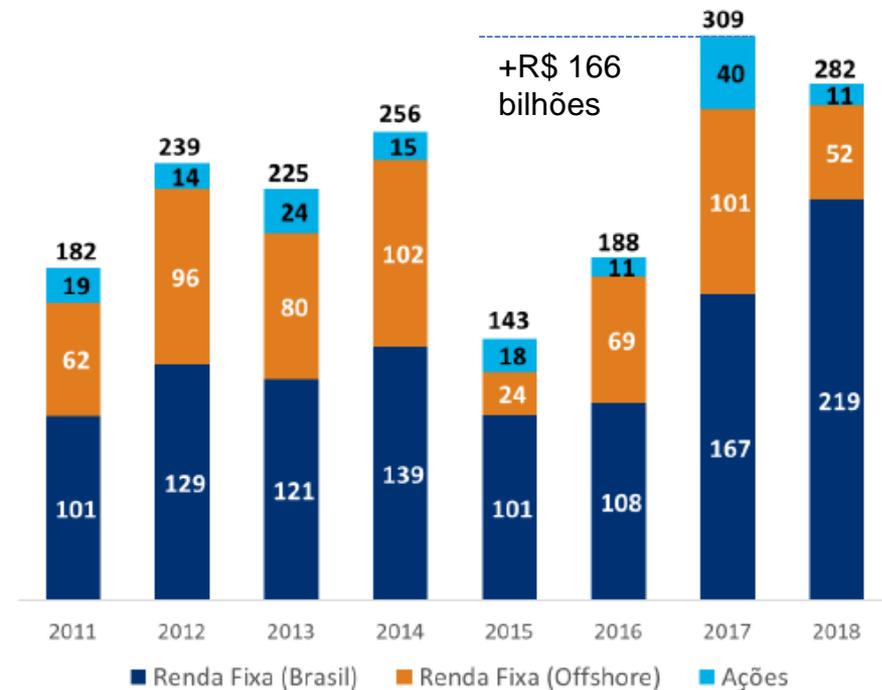
Período	Bolsas de valores		Empresa / Company	A maior / TOP 1	5 maiores / TOP 5	10 maiores / TOP 10	20 maiores / TOP 20	30 maiores / TOP 30	40 maiores / TOP 40	50 maiores / TOP 50
	R\$ milhões									
	Índices	Volume financeiro <sup>1/</sup>								
	Ibovespa	Bovespa	dez/18	14,77%	35,20%	45,98%	57,90%	66,45%	73,18%	78,89%
			jan/19	10,78%	34,51%	45,62%	57,47%	66,33%	73,31%	78,92%
			fev/19	9,92%	33,51%	45,71%	57,59%	66,59%	73,42%	78,74%
2017 Dez	76 402	9 582	mar/19	12,72%	34,85%	46,86%	59,68%	68,91%	76,30%	81,91%
2018 Dez	87 887	14 601	abr/19	14,37%	33,05%	44,14%	58,18%	67,46%	74,42%	80,10%
2019 Jun	100 967	15 691	mai/19	9,37%	30,17%	42,35%	57,07%	67,19%	74,64%	80,85%
2019 Jul 10	105 817	23 240	jun/19	9,32%	29,54%	42,62%	56,25%	65,82%	73,15%	78,94%
	11 105 146	16 857								
	12 103 905	16 458								

Pela ordem: Petrobras – Itaú – Bradesco – Vale – Banco do Brasil – Eletrobrás – JBS – Itaúsa – Braskem – Oi

# Economia de Mercado de Capitais: competição com BNDES e demais bancos

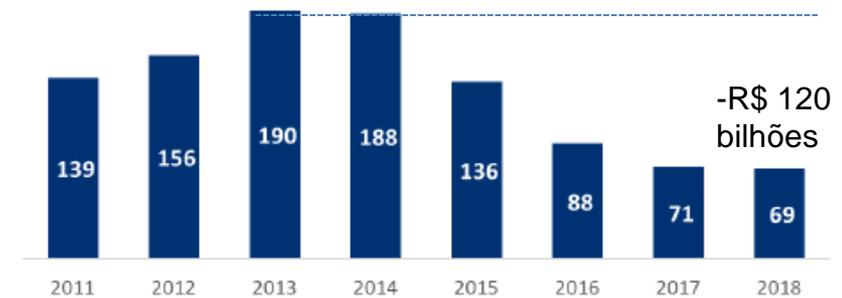
## Captações de empresas brasileiras

(R\$ bilhões)



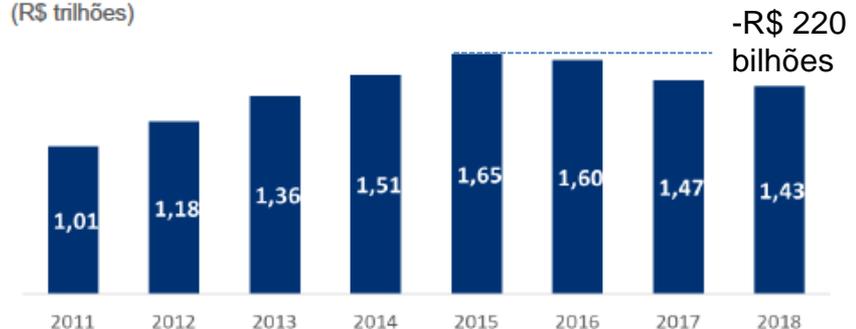
## Desembolsos do BNDES

(R\$ bilhões)



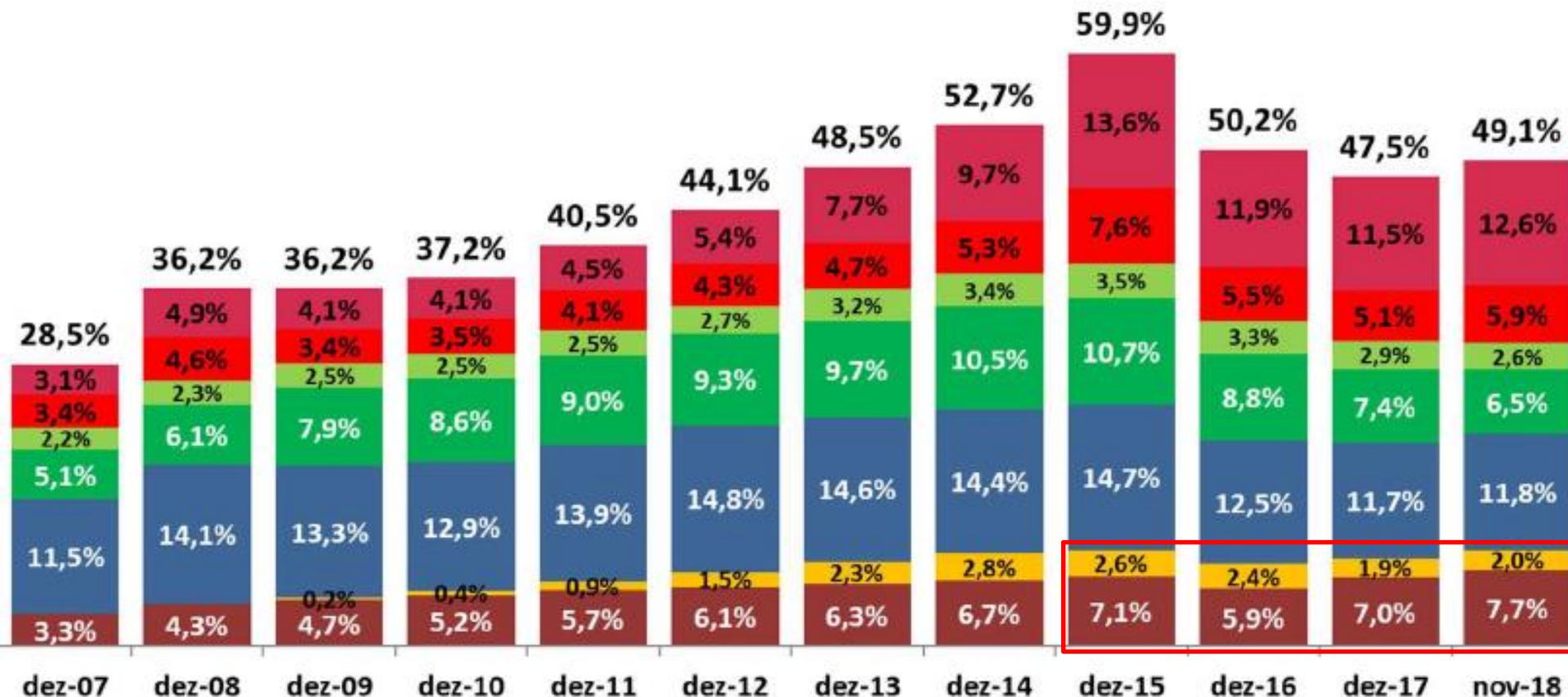
## Saldo de crédito bancário para pessoas jurídicas

(R\$ trilhões)



# debêntures (9,7%) não substituí crédito direcionado (9,1%) nem endividamento externo (18,5%)

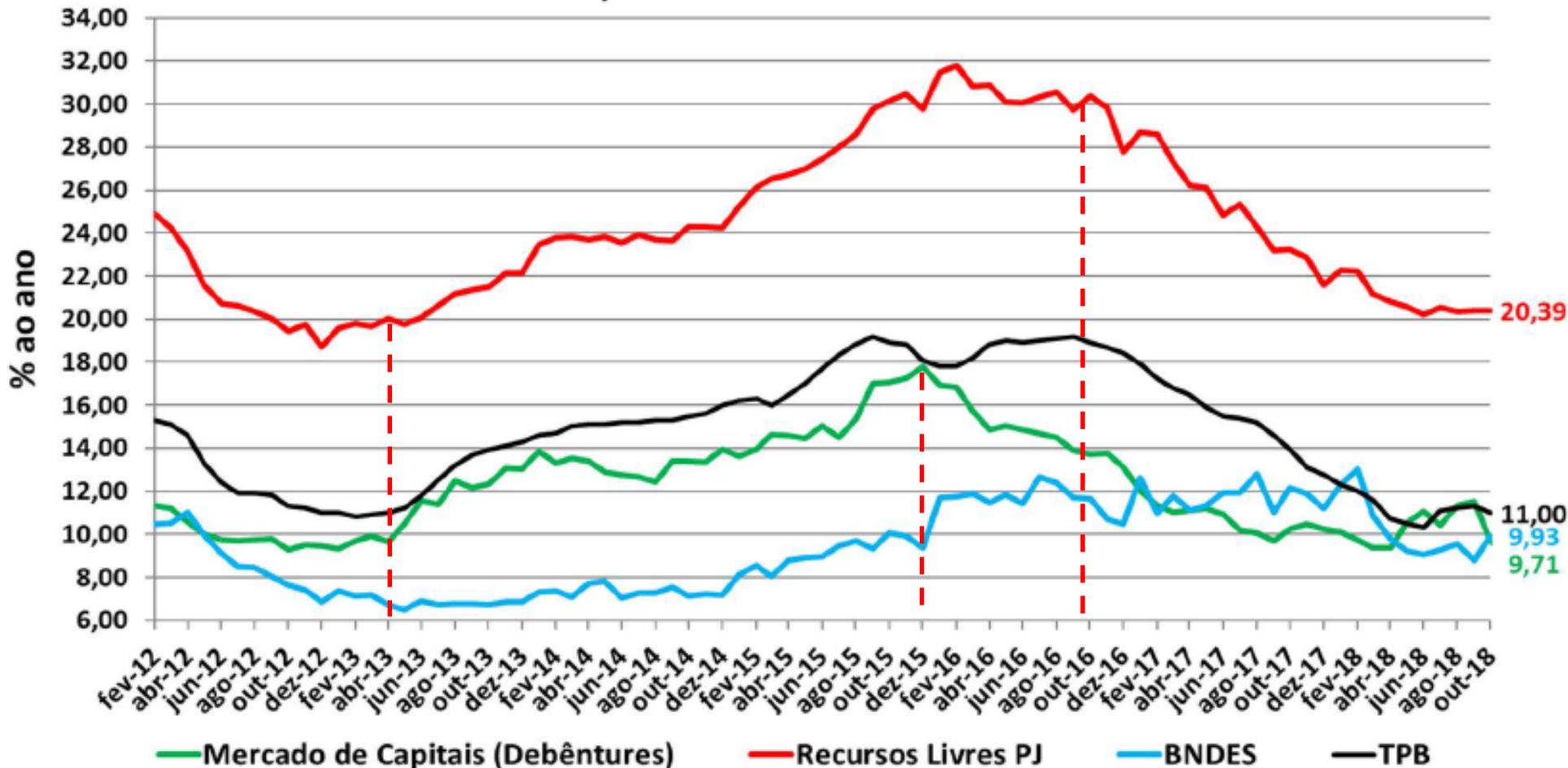
Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras  
% do PIB



- Títulos de Dívida Corporativa
- Crédito Bancário - Recursos Livres
- Crédito Direcionado Outros
- Mercado Internacional - empréstimo intercompanhias
- Debentures em instituições financeiras
- Crédito Direcionado BNDES
- Mercado Internacional - dívida registrada

# custo com debêntures pouco abaixo do custo com BNDES

Taxas Anuais de Juros de Crédito Bancário, Debêntures, Notas Promissórias, BNDES e Taxa Preferencial Brasileira



TPB: taxa de juros cobrada pelos bancos às *empresas de menor risco* X OLJ

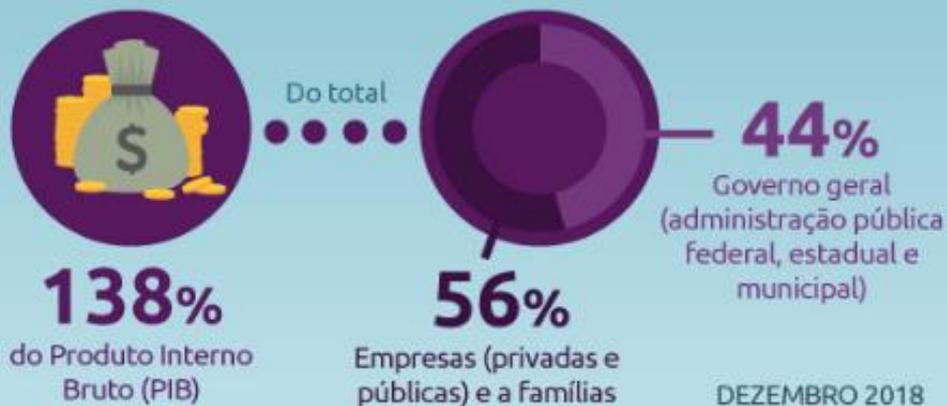


**Alavancagem financeira de  
políticas públicas pelo  
crédito de bancos públicos:  
desafio de superação do  
“Capitalismo de Compadrio” e  
apoio prioritário às MPME**



# ESTATÍSTICA DE CRÉDITO AMPLIADO AO SETOR NÃO FINANCEIRO

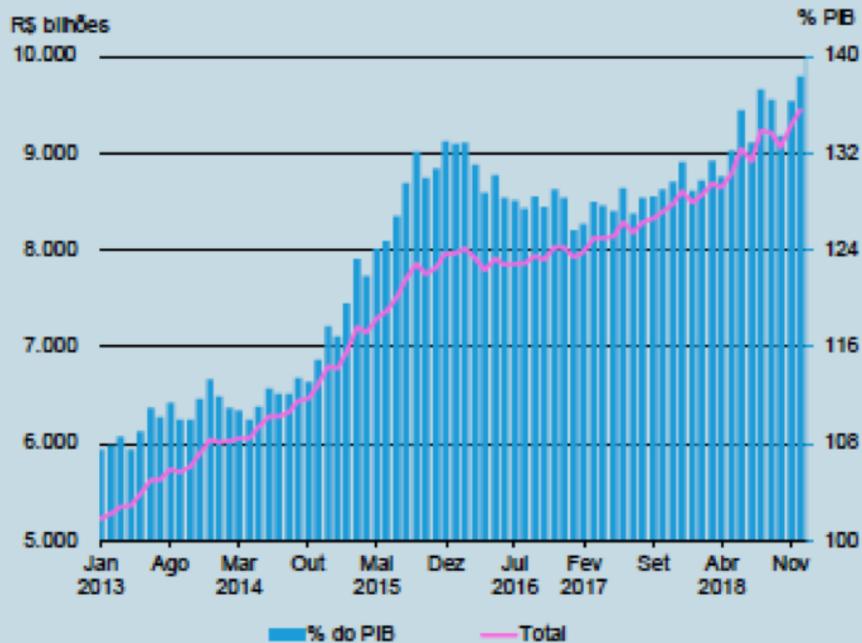
R\$9,4 trilhões



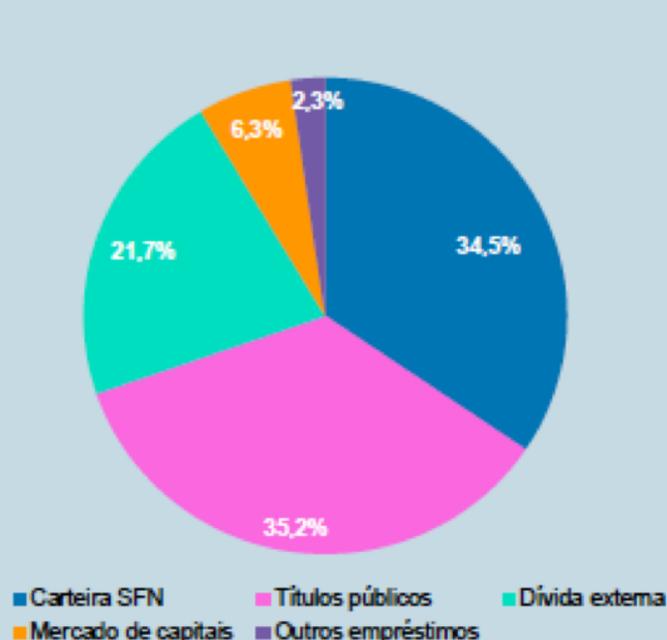
Participação dos componentes do crédito ampliado



**Gráfico 1 – Crédito ampliado ao setor não financeiro**

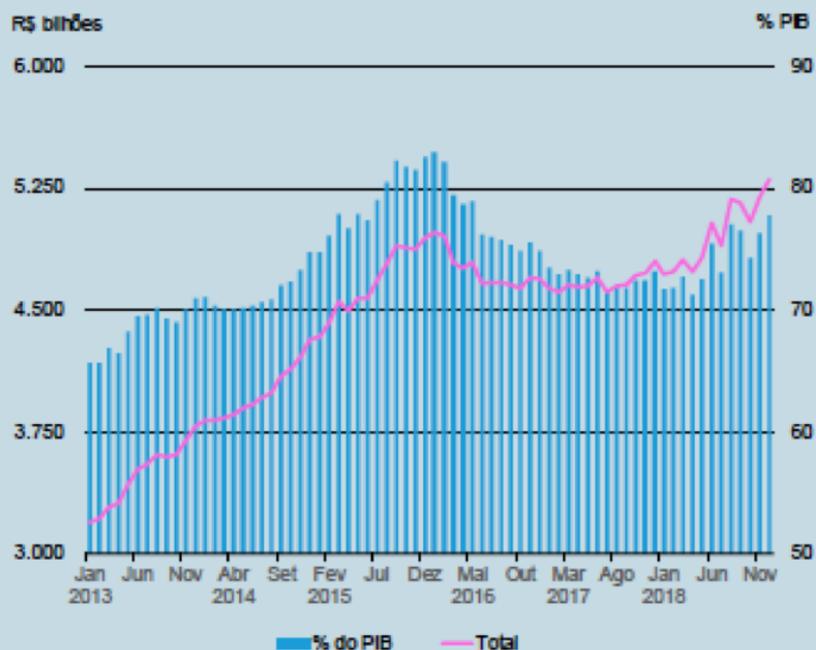


**Gráfico 2 – Componentes do crédito total (%) – Dez/18**

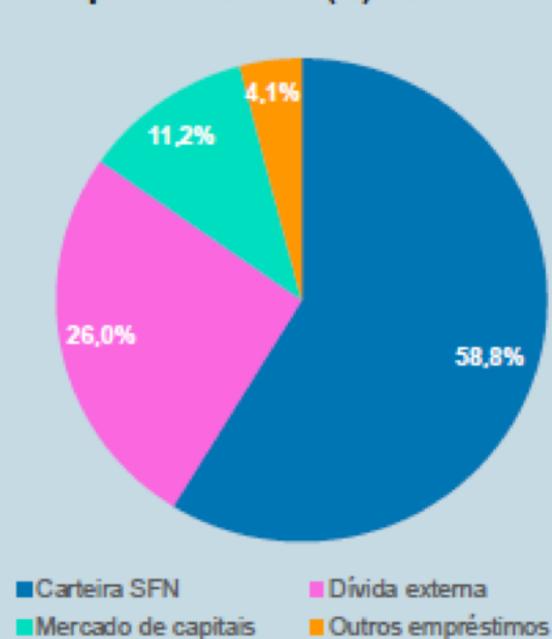


**Com títulos de dívida pública**

**Gráfico 3 – Crédito ampliado a empresas e famílias**



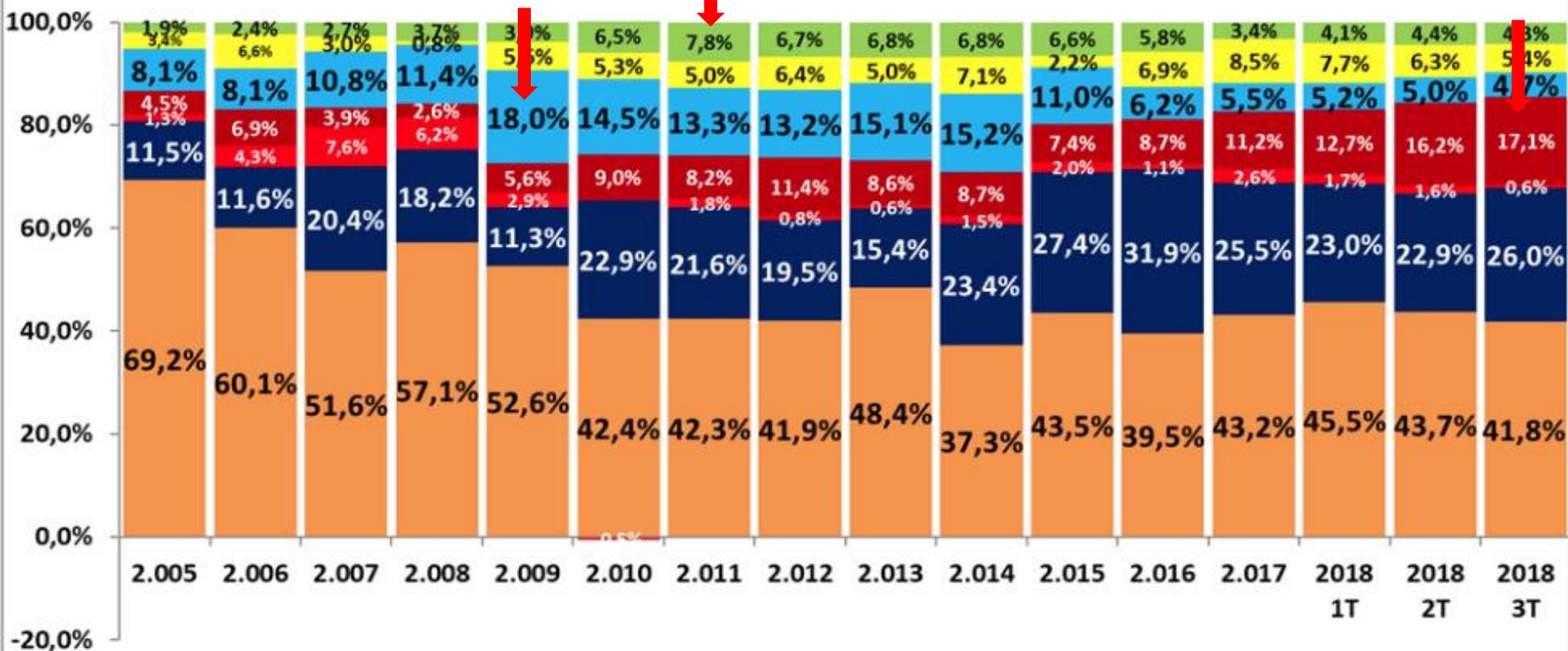
**Gráfico 4 – Componentes do crédito a empresas e famílias (%) – Dez/18**



**Sem títulos de dívida pública**

Grupos / Porte	Financ. total	Financ. médio	SFN	Mercado Capitais	Mercado Externo
> ME: 264 G	R\$ 808 bi (27,3%)	R\$ 3,1 bi	22,9%	3,6%	<b>73,5%</b>
> ME: 6.750 (138 G)	R\$ 321 bi (10,8%)	R\$ 47,7 milhões	23,2%	3,2%	<b>73,4%</b>
> MK: 23.497 (518 G)	R\$ 629 bi (21,2%)	R\$ 26,8 milhões	43,1%	<b>32,2%</b>	24,7%
=: 315.251 (387 G)	R\$ 378 bi (12,7%)	R\$ 1,2 milhão	<b>53,6%</b>	17,6%	28,7%
> SFN: 1.416.289 (238 G)	R\$ 461 bi (15,5%)	R\$ 326 mil	<b>73,6%</b>	7,3%	19,2%
> SFN + ME 939.433 (347 G)	R\$ 362 bi (12,2%)	R\$ 386 mil	<b>54,5%</b>	6,9%	38,6%
<b>Total:</b> 2.701.484	<b>R\$ 2.959 bi</b> (100%)	<b>R\$ 1.095 mil</b>	<b>42,9%</b>	<b>12,4%</b>	<b>44,7%</b>

## Padrão de Financiamento dos Investimentos (FBCF) de Empresas e Famílias 2005 a 2018 3T - em % do Total



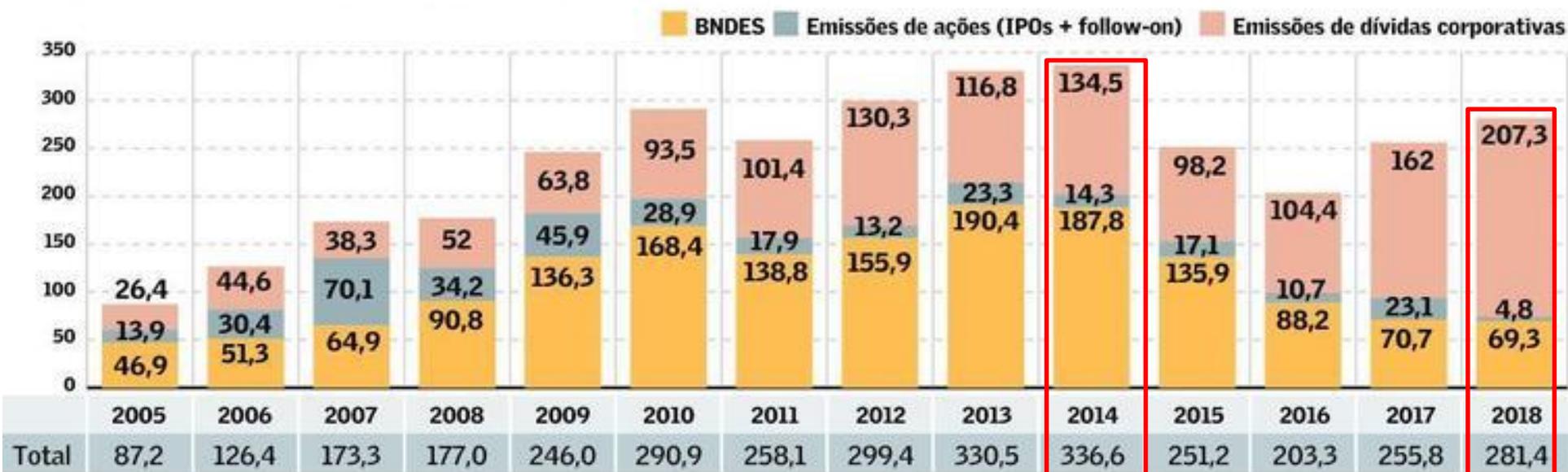
■ RECURSOS PRÓPRIOS (poupança e lucros retidos)  
■ Emissão primária de ações  
■ DESEMBOLSO BNDES (FINEM e FINAME) ←  
■ HABITACIONAL (FGTS+SBPE) ←

■ INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NO PAÍS  
■ Mercado de Capitais ←  
■ FONTES FINANC. MERCADO INTERNACIONAL

# Sem substituição do BNDES por mercado de capitais

## Substituição

Fontes de financiamento empresarial (em R\$ bilhões)



Fonte: Cemec-Fipe

Em **2014**, o total de financiamento empresarial foi **R\$ 336,6 bilhões**, sendo R\$ 148,8 bilhões em *emissões de debêntures e ações*. Em **2018**, o total baixou para **R\$ 281,4 bilhões**. Essas *emissões* atingiram R\$ 212,1 bilhões, ou seja, o *aumento de R\$ 63,3 bilhões nessas emissões não compensou a queda de R\$ 118,5 bilhões nos financiamentos do BNDES*.



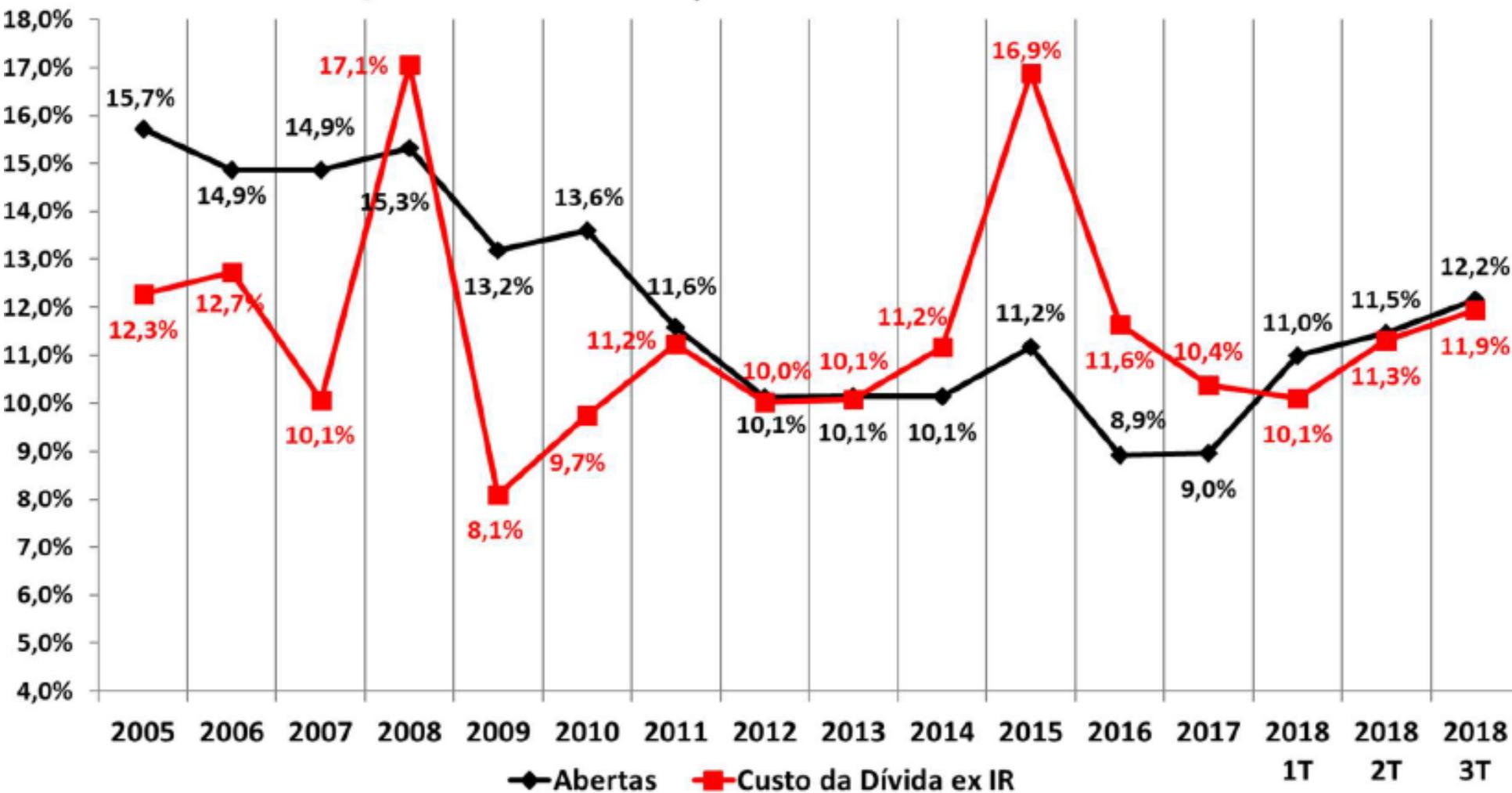
# Desalavancagem Financeira

*“Administrar as crises da dívida é espalhar a dor das dívidas malfeitas e isso pode ser bem feito se as dívidas estiverem na própria moeda.*

*Os maiores riscos normalmente não são das dívidas em si, mas do fracasso dos tomadores de decisões de política econômica em fazer as coisas certas, devido à falta de conhecimento e/ou falta de autoridade”.*

# custo de alavancagem negativo entre 2013 e 2017

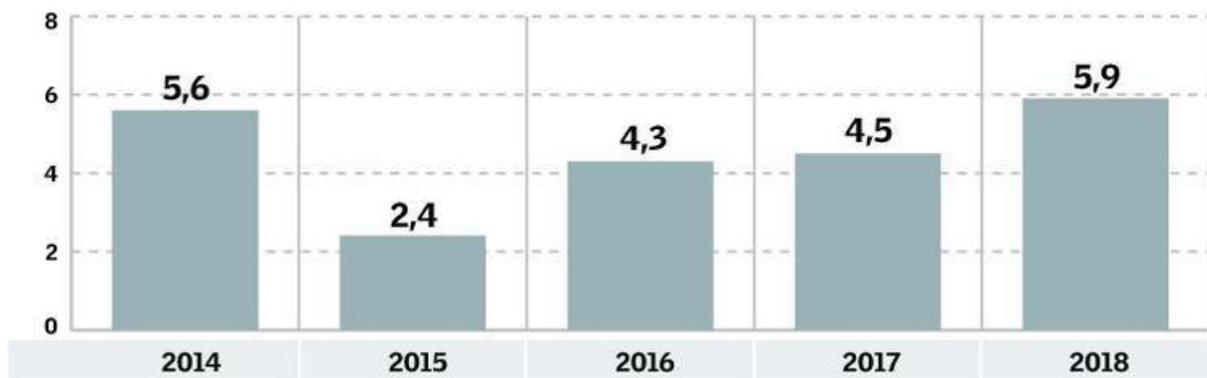
Retorno sobre Capital Investido (ROIC) das Cias Abertas (sem Petrobras, Eletrobras e Vale) e Custo Financeiro da Dívida ex IR



# Retomada desigual

Evolução anual da margem líquida por setores - Em %\*

## Total



	2014	2015	2016	2017	2018
Indústria	5,7	1,6	2,6	3,7	4,6
Serviços	5,9	1,3	7,6	6	10,4
Comércio	2,3	0,5	0,3	0,8	3,4

## Indústria mais endividada

Relação entre endividamento líquido e capital próprio - Em %\*

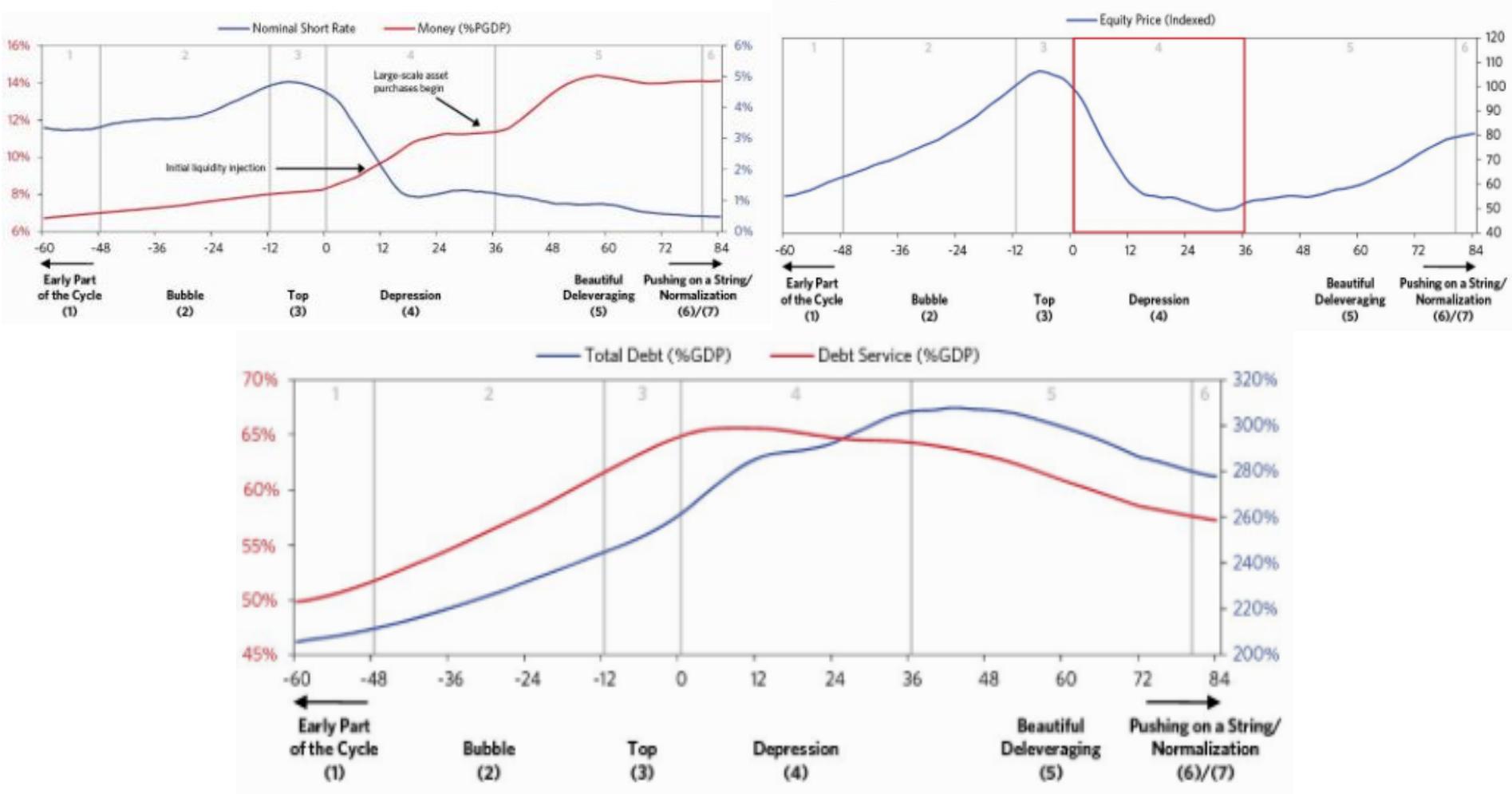


Fonte: Balanços patrimoniais e demonstrações financeiras. Elaboração: Iedi. \*A amostra da indústria desconsidera os resultados da Petrobras e da Vale. Já no total, além das duas empresas, também é excluída a Eletrobras

# Entraves na desalavancagem

- A *depreciação da moeda nacional* ocorrida em 2018 elevou **o passivo das empresas endividadas em dólar.**
- Muitas empresas estavam com **dívidas atrasadas acumuladas.**
- Elas as **refinanciaram** ou *trocaram por debêntures.*
- Com a **repactuação dos juros**, *o principal das dívidas pode ter aumentado.*

# Ray Dalio. *Crise da Grande Dívida* ([“Big Debt Crises”] Bridgewater; sept 2018)



- **Limite do afrouxamento monetário:** *cortar taxas de juros para produzir um efeito riqueza positivo, estimular a atividade econômica e aliviar os encargos do serviço da dívida, considerando o risco cambial.*

Ciclo de endividamento	Boa política econômica	Má política econômica
<b>Bolha</b>	Previne o crescimento excessivo de dívida e a inflação de ativos com <i>políticas macroprudenciais e política fiscal rígida.</i>	Permissiva com <i>novos investimentos financiados por dívida</i> de especuladores apostando na tendência de alta dos preços com juros baixos demais.
<b>Topo do Ciclo ou Auge</b>	Depois do controle, <i>facilita a retomada do crescimento</i> , via políticas setoriais seletivas.	Continua a <i>apertar a política monetária</i> , mesmo depois de <i>estourar a bolha.</i>
<b>Depressão</b>	Fornece ampla liquidez, <i>reduz rapidamente as taxas curtas</i> até atingirem 0%, busca <i>monetizações agressivas</i> , adota <i>estímulos fiscais e proteção para os bancos "too big to fail"...</i>	Lenta em cortar taxa de juro, fornece <i>liquidez limitada</i> , adota <i>austeridade fiscal</i> e instituições financeiras sistemicamente importantes são deixadas <i>danificadas ou falidas.</i>

Ciclo de endividamento	Boa política econômica	Má política econômica
<b>Desalavancagem financeira</b>	<p>As reflexões começam com <i>monetizações agressivas</i> por meio de compras de ativos ou grandes depreciações da moeda, o suficiente para <i>levar o crescimento nominal do PIB acima das taxas de juros nominais</i>.</p>	<p>As <i>monetizações iniciais</i> vacilam, as <i>compras de ativos de risco</i> são mais discretas, para evitar efeito riqueza, e o <i>estímulo da política monetária</i> é prejudicado, dada a obsessão por <i>austeridade e ajuste fiscal</i>.</p>
<b>Normalização</b>	<p>Equilibra as <i>forças depressivas</i> de inadimplência e austeridade com as <i>forças reflacionárias</i> de monetização da dívida, depreciações cambiais e estímulo fiscal.</p>	<p>As “<b>depressões inflacionárias feias</b>” surgem nos casos onde os formuladores de políticas permitem <i>a confiança na moeda nacional entrar em colapso ao imprimir excesso de dinheiro</i>.</p>



**fercos@eco.unicamp.br**

**<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>**