



# Política Monetária e Financiamento

**Ideia Básica:** Instrumento Híbrido de Capital e Dívida possibilita *capitalização dos bancos públicos* para alavancar *novo ciclo de endividamento bancário*, ultrapassando as fases de desalavancagem financeira e política monetária de “empurrar corda”.

Fernando Nogueira da Costa  
Professor-Titular do IE-UNICAMP

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

# Narrativa Econômica

Era uma vez...

**Capital e Dívida**

Todos os dias...

**Economia de Mercado de Capitais**

Até que em um dia...

**Economia de Endividamento Bancário**

Por causa disso...

**Ciclos de Endividamento**

Finalmente...

**Política Monetária de “Empurrar Corda”**



# Alavancagem Financeira via Capitalização e/ou Endividamento

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



# Inovação - Empreendedorismo - Crédito

- 1. Usar dinheiro de outras pessoas em benefício próprio:**  
*conseguir associados*
- 2. Ganho do fundador:**  
*participação acionária (com divisão de lucros / prejuízos) e gestão*
- 3. Abertura de capital:**  
*IPO de parte minoritária com cotação atribuída por mercado de ações*
- 4. Tomar dinheiro emprestado para fusões e aquisições:**  
*elevação do valor de mercado e enriquecimento*

# Alavancagem Financeira via Crédito

1. Tem R\$ 100.000;  
compra terreno.



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

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



4. Vende casa por  
+ 25%: R\$ 500.000;  
obtém *rentabilidade*  
de 100% em 2 anos,  
*caso juro seja zero.*

# Instrumento Híbrido de Capital e Dívida

- **IHCD:** “quase-capital” tem características de *dívida (juros)* e de *capital próprio (lucro)*
- **Efeito neutro para TN:** *empréstimo perpétuo*, recebe *juros* iguais aos pagos por TDPb LP.
- **Hedge do banco:** para se proteger, *sua Tesouraria* *adquire esses títulos de dívida pública.*
- **Aumenta o grau de capitalização** (Índice de Basileia III): possibilita elevação da *razão de alavancagem financeira*, inclusive do dinheiro público.

# Economia de Mercado de Capitais e/ou Economia de Endividamento Bancário

Estados Unidos e Inglaterra



**sistemas financeiros baseados em mercado de capitais** com cotações competitivas: **mito-fundador** da *condução empresarial do crescimento.*

França e Japão



**sistemas financeiros baseados em crédito público** com juros administrados: *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.*

# Estratificação Social da Riqueza Financeira

- **Depositantes de poupança:** 90 milhões (57%): **R\$ 14**; 68 milhões (43%): **R\$ 12 mil**;  
***funding***: R\$ 730 bilhões
- **Varejo de Alta Renda:** 4,257 milhões CPFs:  
**R\$ 200 mil = *ganho*** de R\$ 42 mil per capita de dez2015 a jun2019
- **Varejo Tradicional:** 8,147 milhões CPFs:  
**R\$ 37 mil = *perda*** de R\$ 9 mil per capita de dez2015 a jun2019
- ***Private Banking*:** 118 mil CPFs:  
**R\$ 10 milhões = *ganho*** de R\$ 3,5 milhões per capita de dez2015 a jun2019

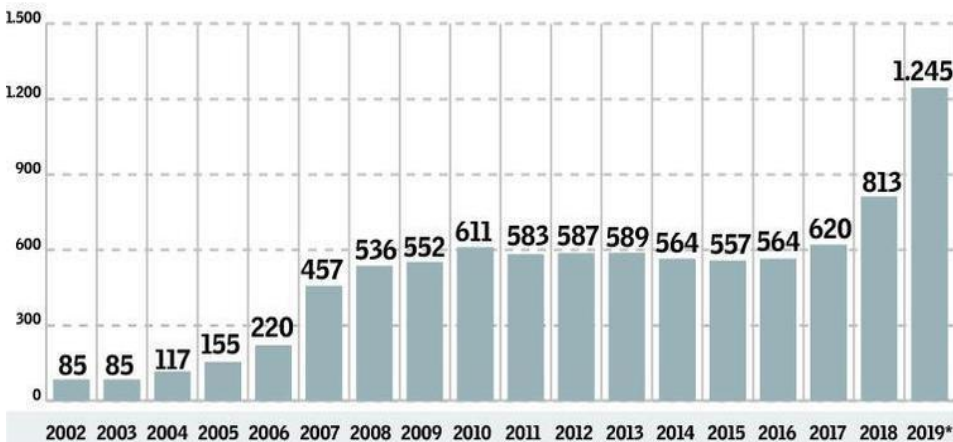
**Obs. 1:** segmentação de clientes considerando FIFs e TVMs;  
*Private* com VGBL/PGBL e ações.

**Obs. 2:** total de investidores em FIFs e TVMs (12,5 milhões) = número de formados em Ensino Superior.



## Fuga para o Risco

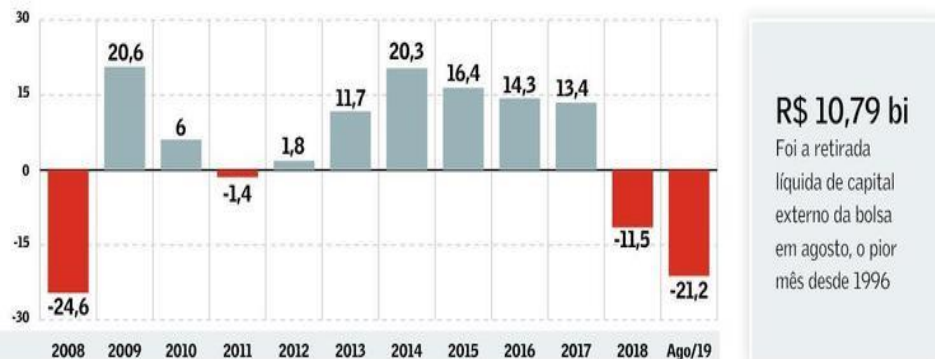
Investidores pessoas físicas no segmento Bovespa - em mil



Fonte: B3. Elaboração: Valor Data.\* Até o mês de julho  
**1.416.934 em set/2019**

## Em fuga

Fluxo dos estrangeiros acumulado em cada ano na B3 - em R\$ bilhões



Fonte: B3. Elaboração: Valor Data

### 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%
Não Residentes	51,1%	45,0%
Empresas	1,3%	1,0%
Inst. Financeiras	6,2%	5,0%
Outros	0,1%	0,0%

**Valor de Mercado:**

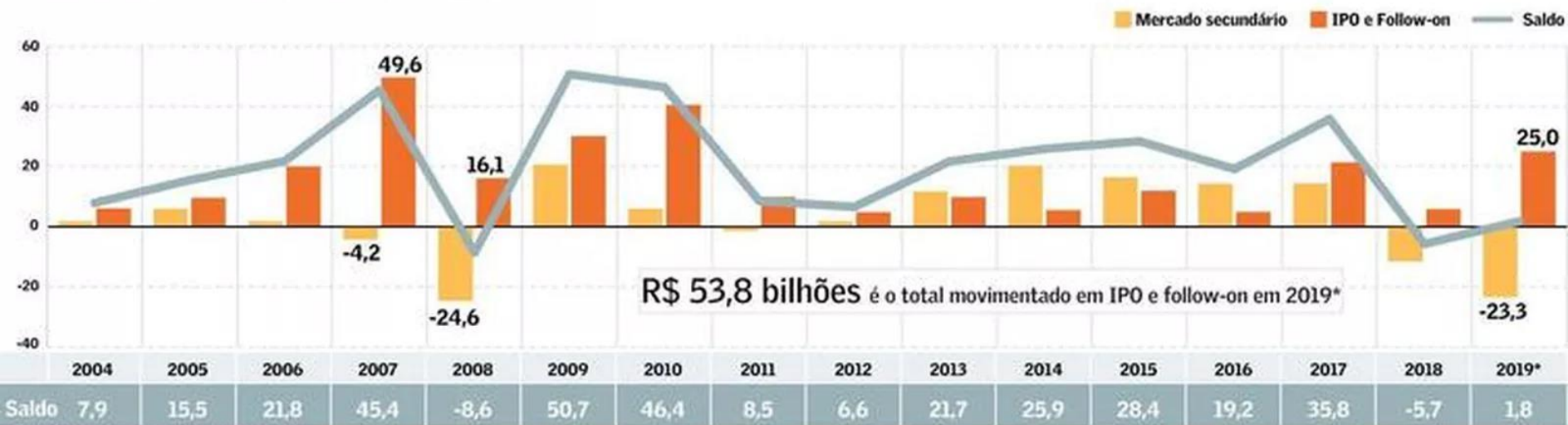
R\$ 4 trilhões =  
57,5% do PIB de  
R\$ 7 trilhões

# Bolha de Ações

- De junho de 2018 a setembro de 2019, **investidores acima de 56 anos:** de 46.171 (30%) para 275 mil (20%), valor acumulado de 65% para 62%;
- investidores até 55 anos:** de 494 mil para 1,141 milhão de investidores.
- faixa de 26 a 35 anos:** > dobro para 435.648 (31%); valor: R\$ 15,3 bilhões (5% do valor total); valor médio per capita acumulado: **R\$ 35.052.**
- faixa acima de 66 anos:** 128.946 (9%); valor: R\$ 115 bilhões (40%); valor per capita: **R\$ 891.975.**
- 118.189 clientes Private Banking:** R\$ 2.203.407 per capita em **ações** – **Total ago 2019:** R\$ 260 bilhões (22%)

# Raio-x do mercado de ações

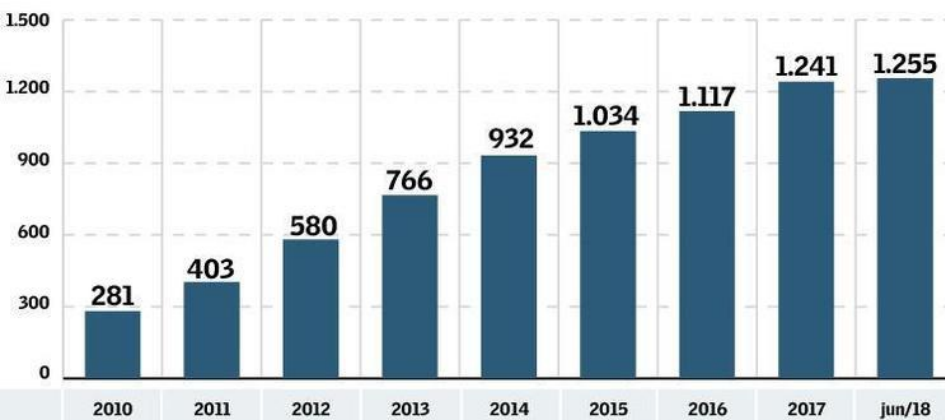
Movimentação dos estrangeiros – fluxo em R\$ bilhões



R\$ 53,8 bilhões é o total movimentado em IPO e follow-on em 2019\*

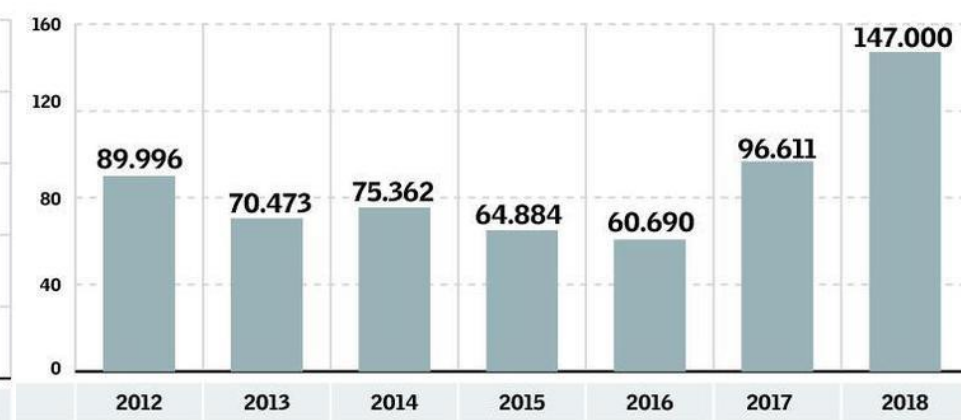
# Mais empresas acessam mercado de dívida

Número acumulado de novas empresas que emitiram títulos\*



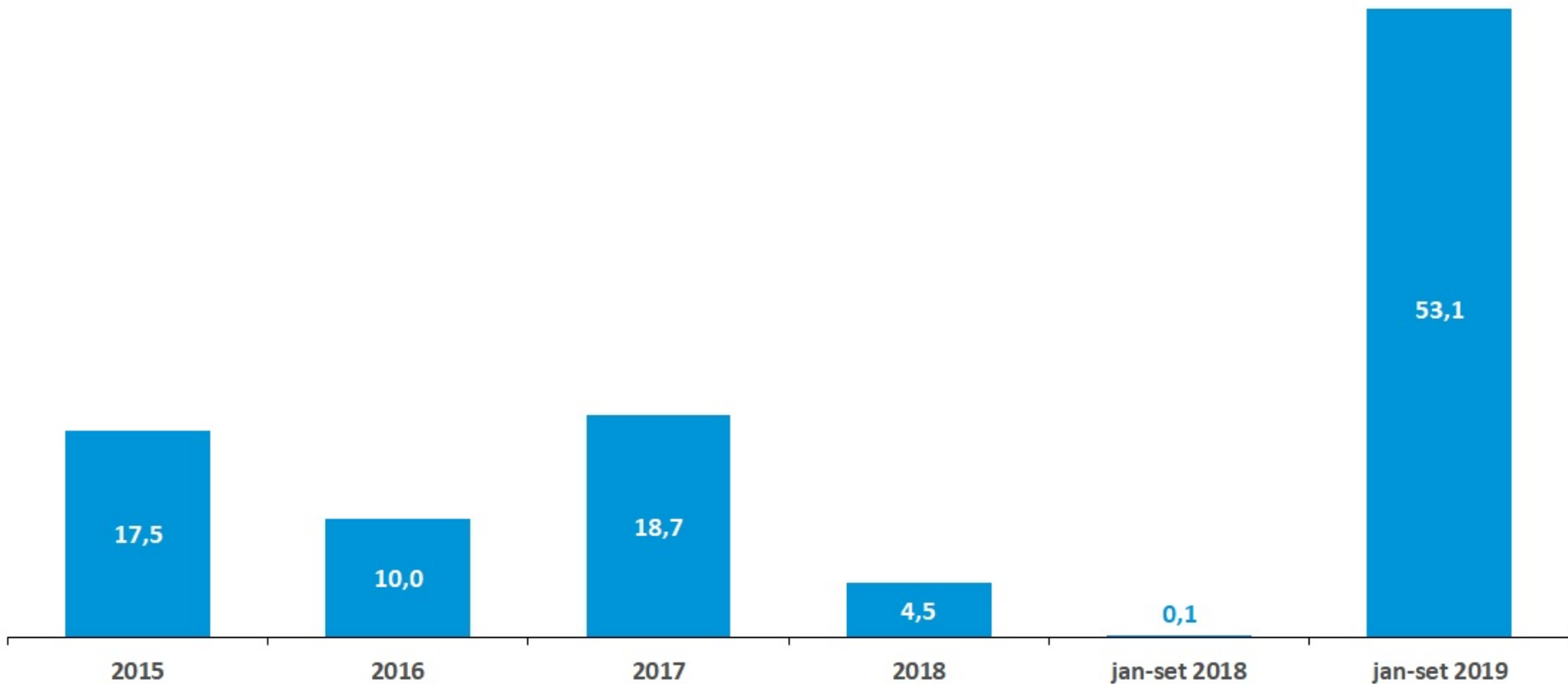
# Cresce captação via mercado de capitais

Volume de emissões de debêntures - em R\$ milhões



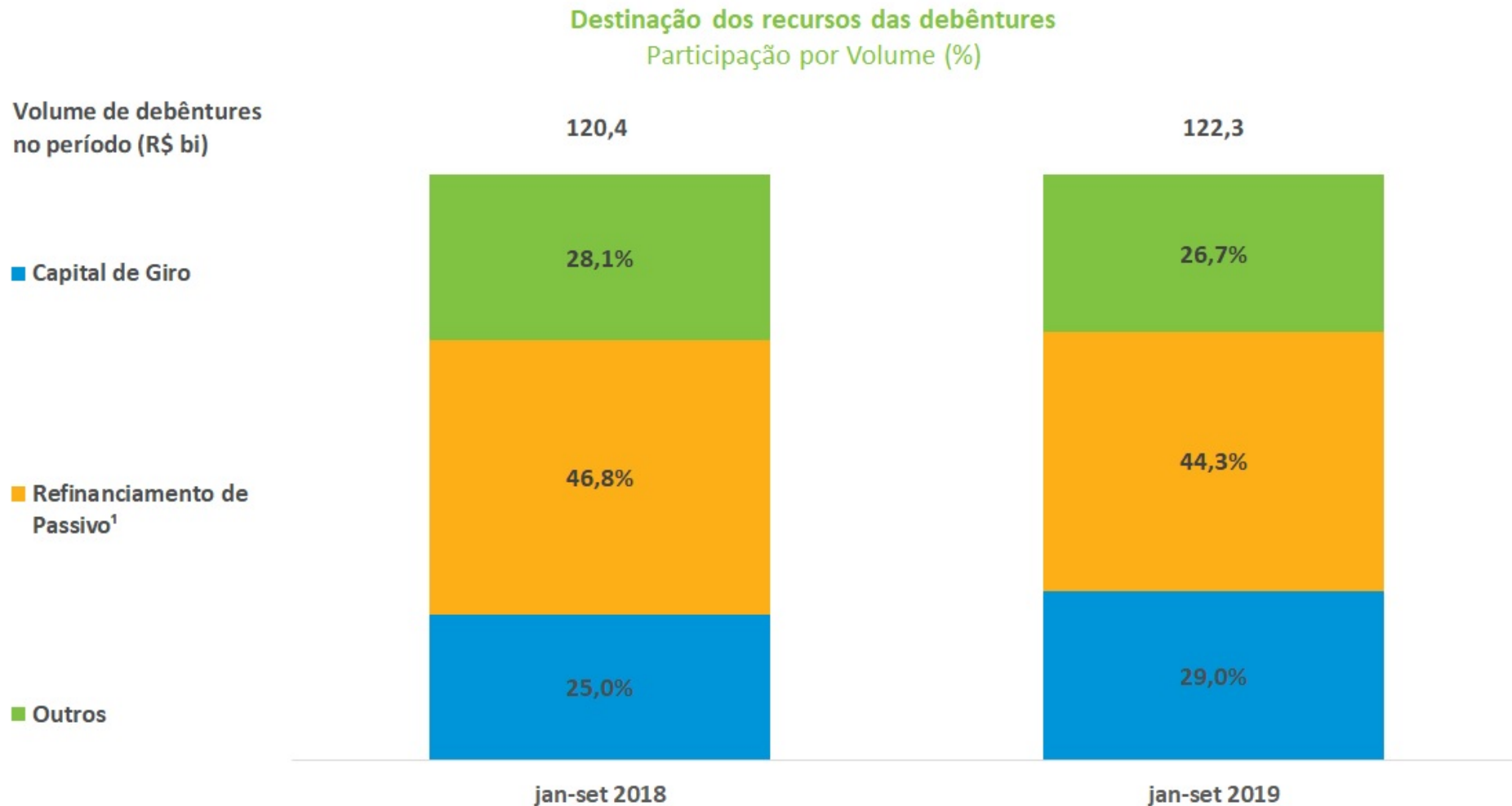
# venda de ações sobretudo por estatais

Ofertas públicas de ações (follow-on)  
Volume R\$ bilhões



Fonte: CVM.

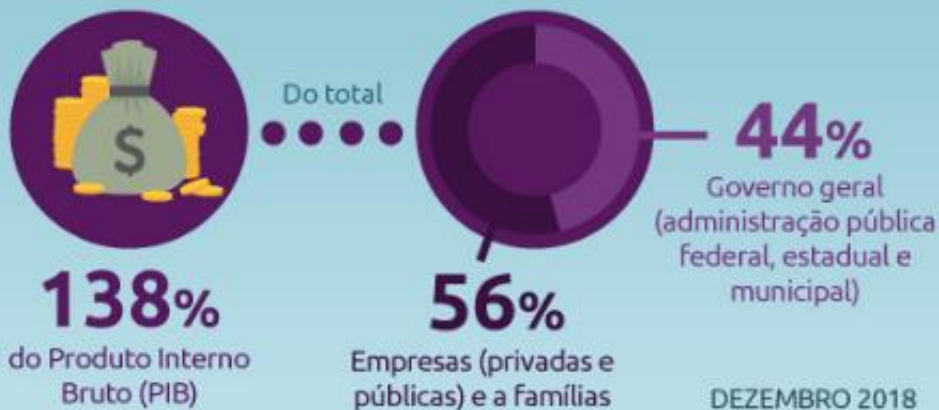
# fase de desalavancagem financeira: abaixando *o custo financeiro* e alongando *o perfil das dívidas corporativas*



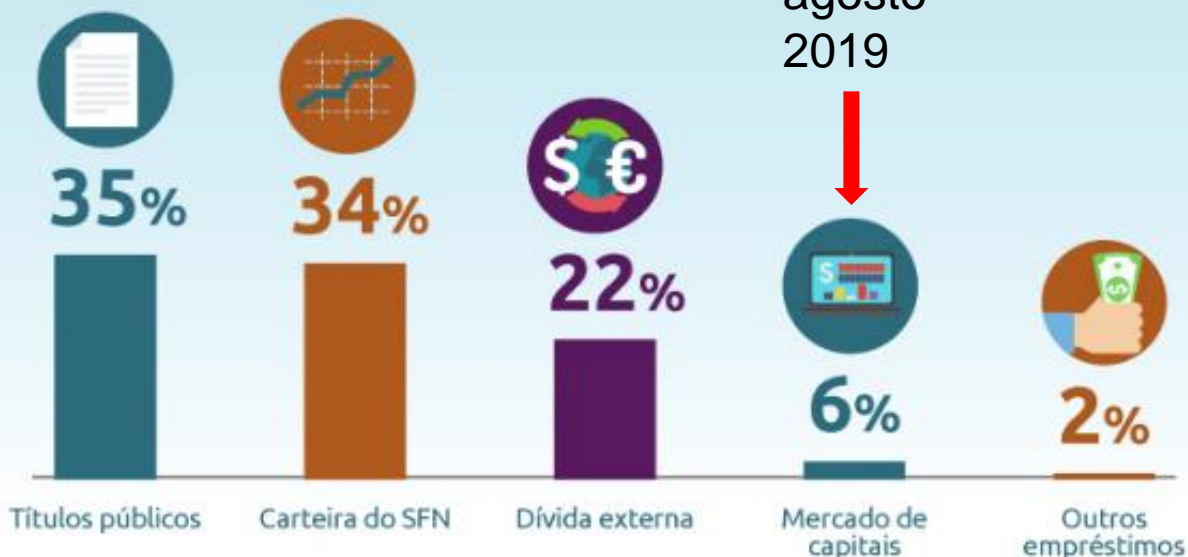
¹ Inclui a parcela destinada para recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior. Fonte: CVM e ANBIMA.

# ESTATÍSTICA DE CRÉDITO AMPLIADO AO SETOR NÃO FINANCEIRO

R\$9,4 trilhões



Participação dos componentes do crédito ampliado



**Agosto 2019:**  
**R\$ 10**  
**trilhões =**  
**141% do PIB**

**Governo Geral:**  
**62% do PIB**

**Empresas e Famílias:**  
**79% do PIB**

**332 empresas:**

**10 maiores**  
com **43%**  
do mercado:  
Petrobras –  
Itaú – Bradesco  
– Vale –  
Banco do Brasil  
– Eletrobrás –  
JBS – Itaúsa –  
Braskem – Oi

**30 maiores**  
com **66%**.

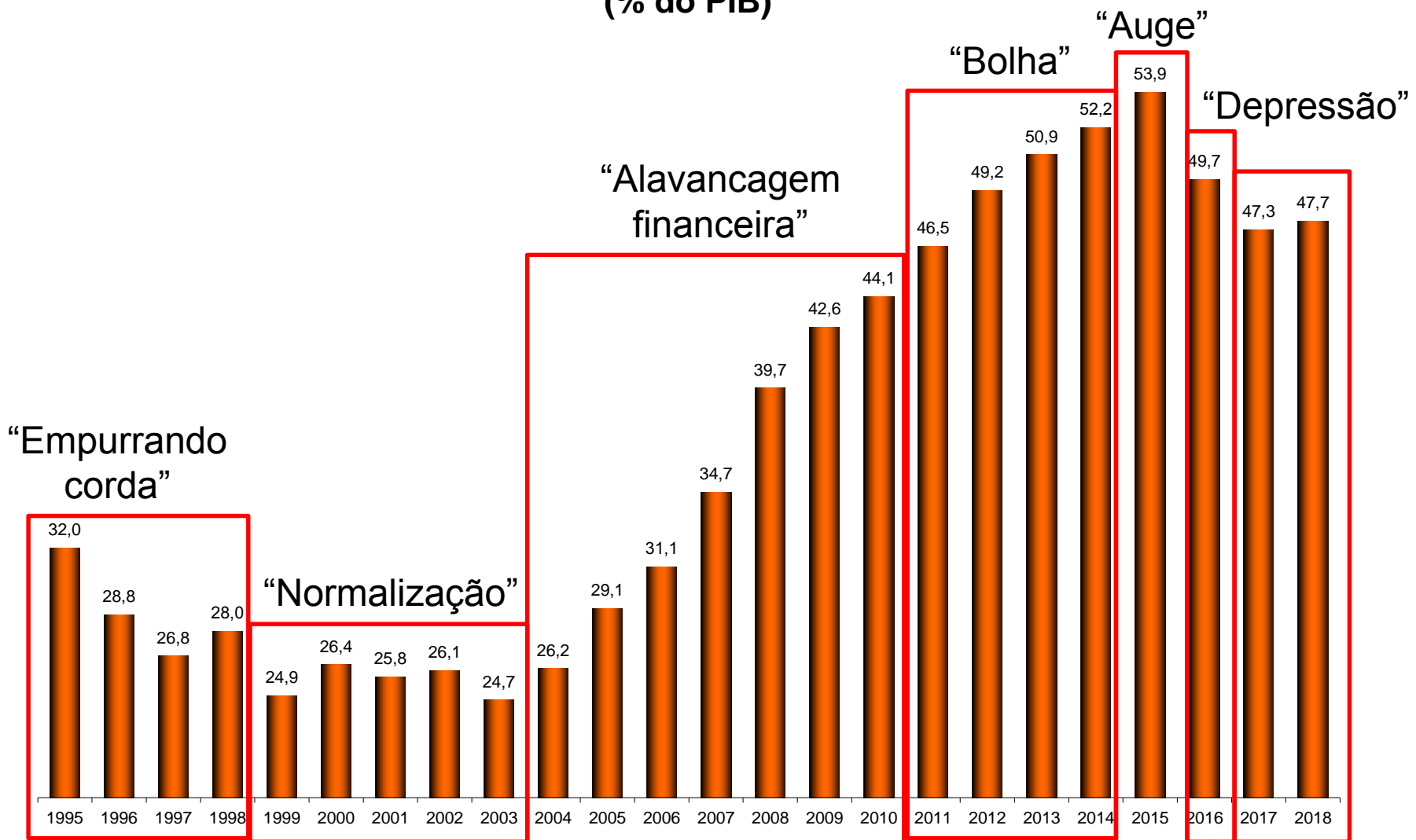


# Desalavancagem Financeira

*“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”.*

# CRÉDITO TOTAL SALDO EM FINAL DE PERÍODO (% do PIB)



Fonte: BCB

“Desalavancagem  
financeira”

# Taxas de juros no mundo

Em % ao ano

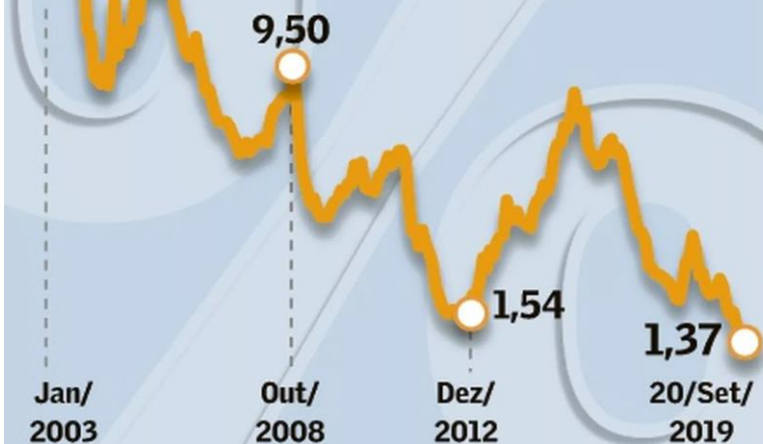
Posição*	País	Taxa
38º	México	8,00
46º	Rússia	7,00
49º	África do Sul	6,50
59º	Brasil	5,50
64º	Índia	5,40
65º	Indonésia	5,25
81º	China	4,25
102º	Malásia	3,00
158º	Zona do euro	0

Fonte: Bancos Centrais e Investing.com. Elaboração: Valor Data. \* No ranking global - total de 162 países



# 16,42 Na Cadência dos Juros\*

Swap 360 - em % ao ano



Fonte: Banco Central/Focus e B3. Elaboração: Valor Data.  
\* Em fim de período; Deflator: IPCA projetado para 12 meses.

Juro real projetado\* dia a dia – swap 360, em %



Fonte: Banco Central/Focus e B3. Elaboração: Valor Data. \* Deflator: IPCA acumulado para os próximos 12 meses

# Desalavancagem Financeira Incompleta

## Fora da curva

Fatores excepcionais contribuíram para os ganhos do período

■ O resultado das companhias abertas no 2º trimestre (exclui Petrobras e Eletrobras) \* - dados em R\$ bilhões

	2º trim./18	2º trim./19	Variação %
Receita líquida	387,4	430,7	11,2
Lucro operacional	55,0	56,0	1,8
Despesas financeiras líquidas	-46,4	-17,4	-62,5
Lucro líquido <sup>1</sup>	4,7	24,4	418,5
Ebitda <sup>2</sup>	79,2	87,9	10,9
Dívida financeira líquida	572,3	625,8	9,3
Margens e alavancagem financeira			
	2º trim./18	2º trim./19	Variação (pts.)
Margem bruta (em % da receita líquida)	28,4	28,8	0,5
Margem ebit (em % da receita líquida)	14,2	13,0	-1,2
Margem ebitda (em % da receita líquida) <sup>2</sup>	20,5	20,4	-0,1
Margem líquida (em % da receita líquida) <sup>3</sup>	1,2	5,7	4,4
Alavancagem financeira (em pontos) <sup>4</sup>	1,92	1,93	0,01

## Risco controlado

Após a crise, as empresas reduziram o endividamento total e a exposição em moeda estrangeira

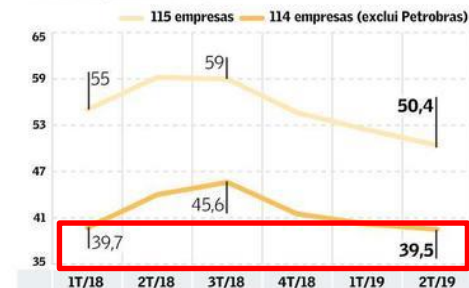
### Alavancagem financeira\*

Em vezes



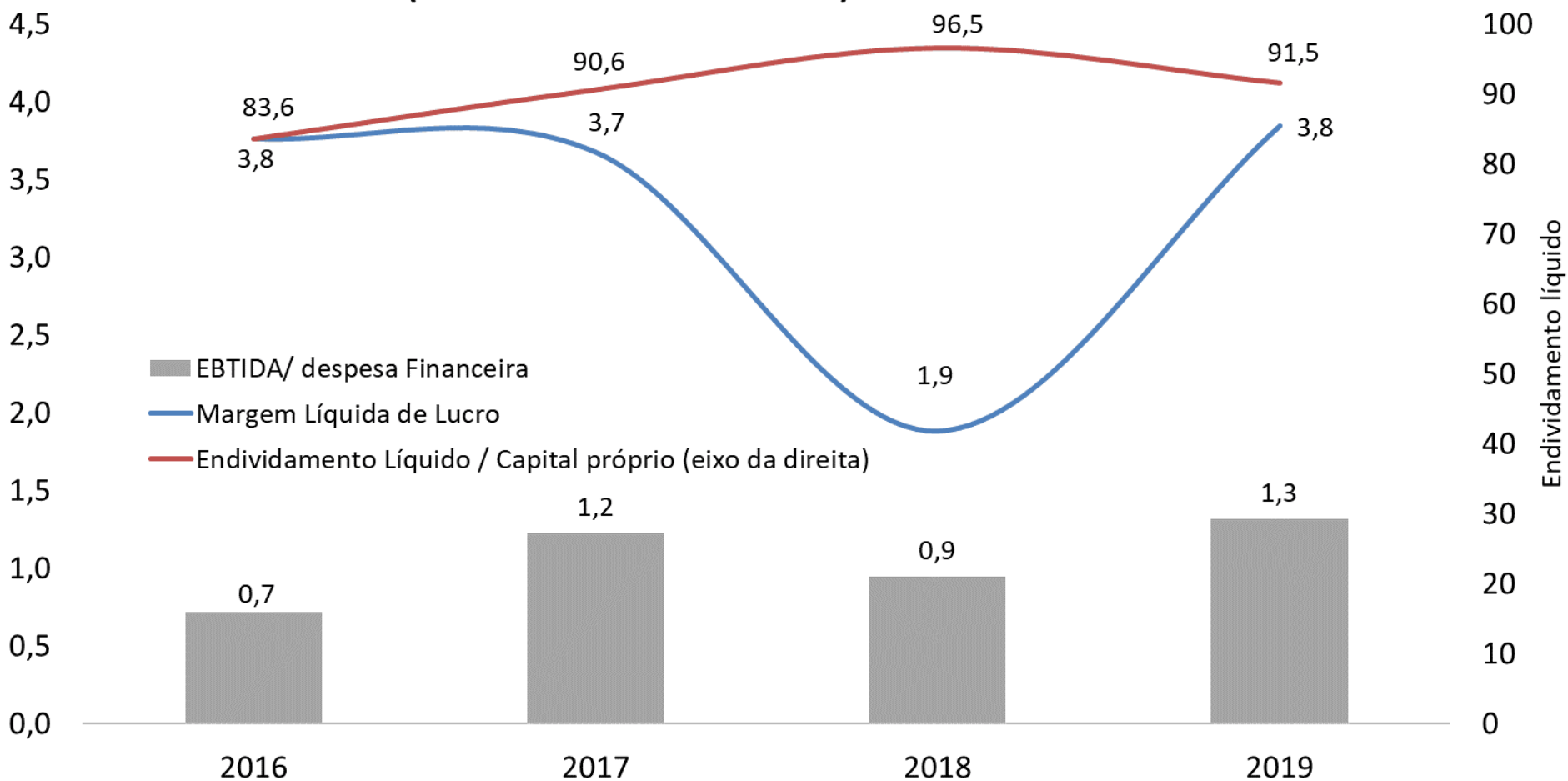
### Alavancagem em moeda estrangeira\*\*\*

Em % do patrimônio líquido



Fontes: anuário Valor 1000 (ed. 2019) e Valor PRO. Elaboração: Valor Data. \* Relação entre a dívida financeira líquida e o ebitda das empresas do ranking das 1000 maiores com dados disponíveis para o cálculo em cada ano. \*\* Considera somente as empresas com informações disponíveis para o cálculo. Os números incluem empresas com caixa líquido (caixa e equivalentes de caixa superiores à dívida financeira bruta); \*\*\* Relação entre a dívida financeira denominada em moeda estrangeira e o patrimônio líquido no fim de cada trimestre. Obs.: empresas com informação sobre dívida financeira em moeda estrangeira presente na base de dados do Valor PRO no encerramento do 2º trimestre de 2019 e em pelo menos cinco dos últimos seis trimestres apresentados no gráfico.

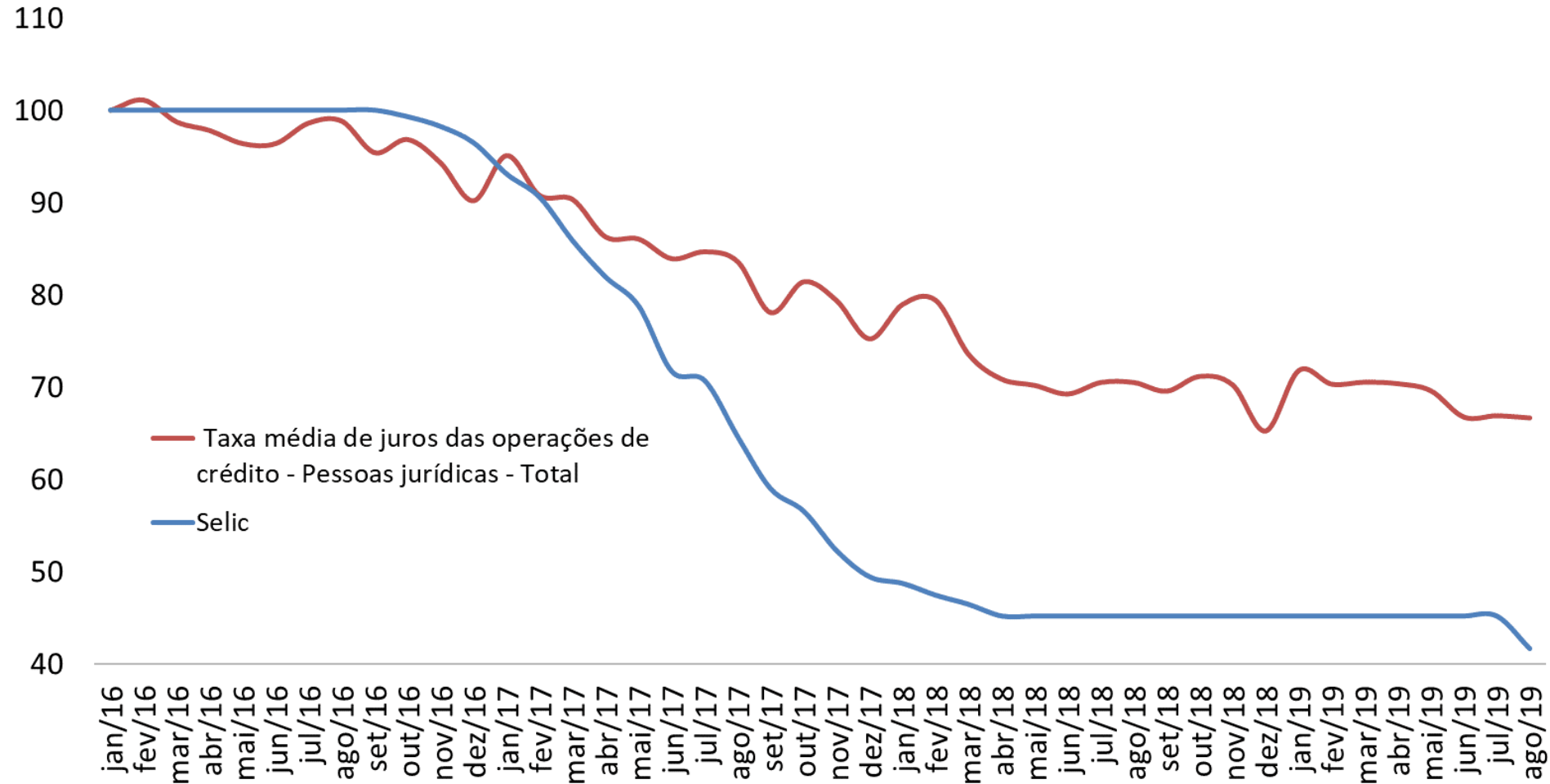
## Margem Líquida de Lucro e Indicadores de Endividamento no acumulado dos 1º semestres de cada ano: Total das empresas industriais (exceto a Petrobras e a Vale) em % – 2016 a 2019



Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações de resultados. Elaboração IEDI.

**EBTIDA / Despesas Financeiras** mede o grau de cobertura das despesas financeiras pela geração de lucro operacional

## Ritmo de Queda da Taxa de Juros de Empréstimos à empresa e da Taxa Selic Em Número Índice - jan/16 = 100



Fonte: Banco Central do Brasil

# Gráfico 2.2.1 – Crédito Amplo PJ

Por fonte de recursos

**Endividamento Externo** quase iguala ao **Endividamento Interno**;  
**Mercado de Capitais** aumenta +4,5 p.p.

R\$ bilhões

3.500

2.800

2.100

1.400

700

0

+20,3 pp

44,2%

-24,8 pp

21,8%

9,2%

32,0%

37,0%

42,1%

13,7%

18,5%

25,7%

69%

Dez  
2010

Dez  
2011

Dez  
2012

Dez  
2013

Dez  
2014

Dez  
2015

Dez  
2016

Dez  
2017

Dez  
2018

Crédito livre

Crédito direcionado

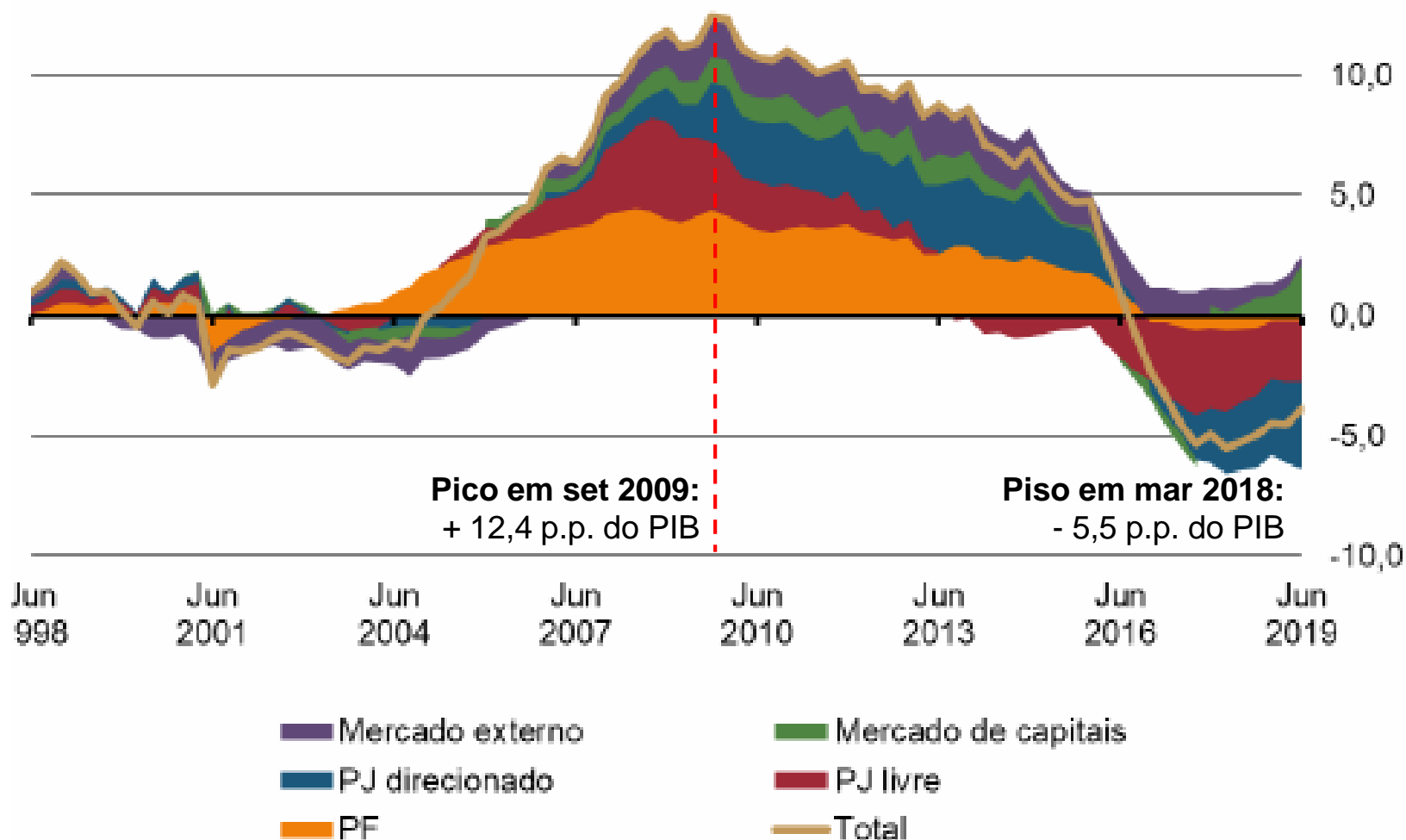
Mercado de capitais

Mercado externo

# Gap de crédito amplo/PIB sem variação cambial

Por tipo de financiamento

**Hiato do crédito:** mostra acima ou abaixo de sua tendência em longo prazo; *mercado bancário negativo* em -6,4 p.p. do PIB; *mercado de capitais positivo* em +2,5 p.p. do PIB.



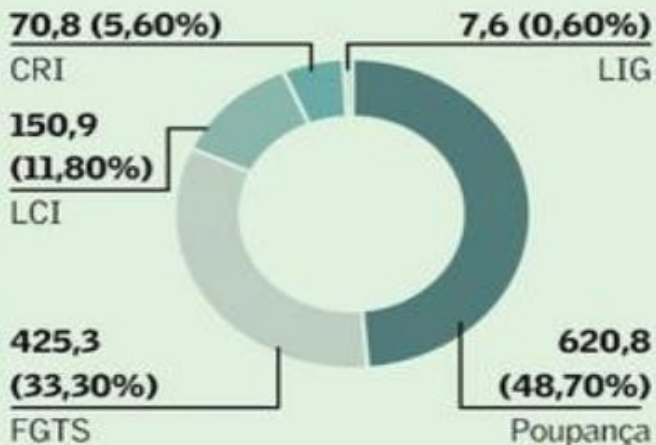


# Má Política Econômica: devolução de IHCD

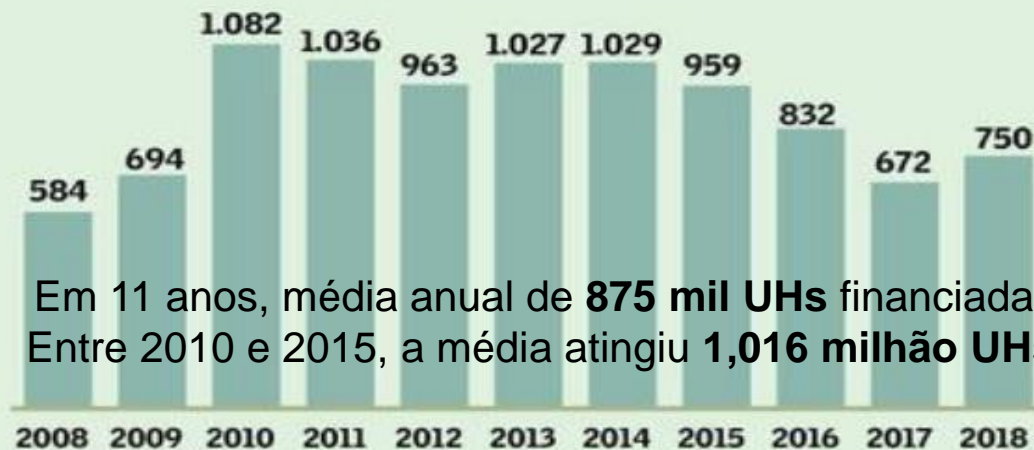
contraditória com objetivos anunciados de *ajuste fiscal e desalavancagem financeira*: pouco diminui do **estoque da DBGG** atual, mas cairão os futuros **fluxos** de dividendos e dificultará a *retomada do crescimento econômico* com *expansão do crédito público*.



## Estrutura em junho de 2019 - R\$ bi (Participação %)



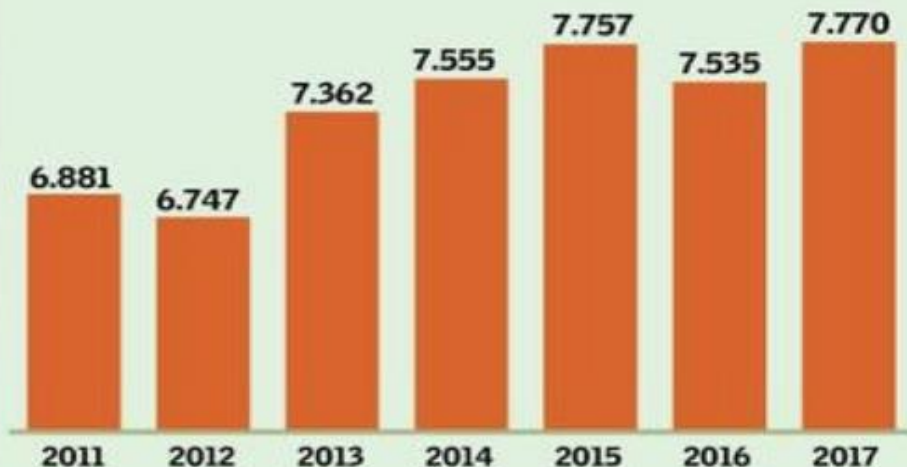
## Unidades financiadas por SBPE e FGTS - Em mil



Em 11 anos, média anual de **875 mil UHs** financiadas. Entre 2010 e 2015, a média atingiu **1,016 milhão UHs**.

\* Há na média **294 mil unidades** por ano que precisariam ser financiadas pelo mercado para atender demanda

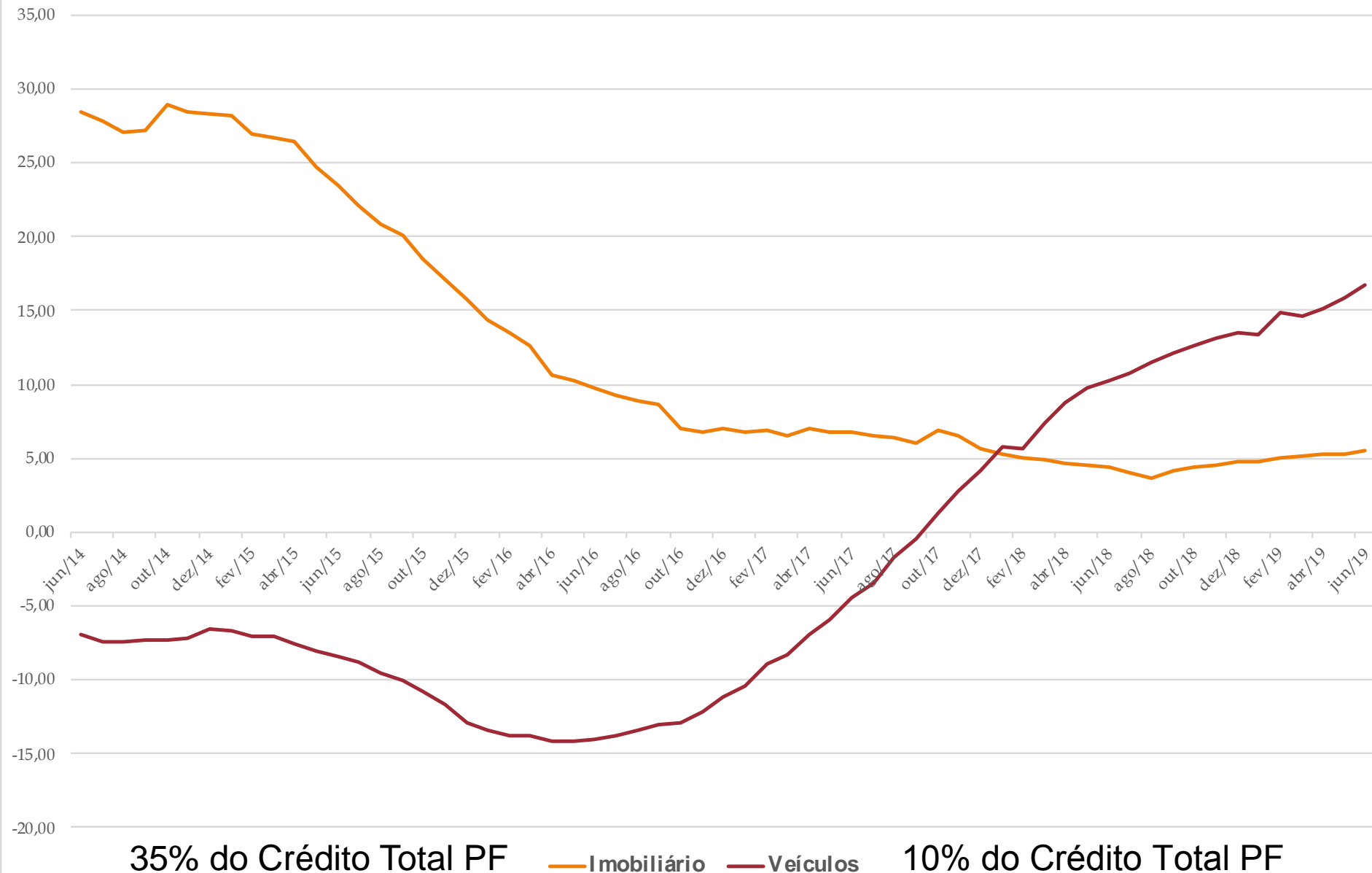
## Déficit habitacional - Em mil unidades



## Necessidades habitacionais\*\* - 2018 a 2027 Número de domicílios - Em mil unidades



## Carteira de crédito a pessoas físicas – Crescimento anual



35% do Crédito Total PF

Imobiliário

Veículos

10% do Crédito Total PF



Gráfico 2 – Evolução das operações compromissadas – BCB

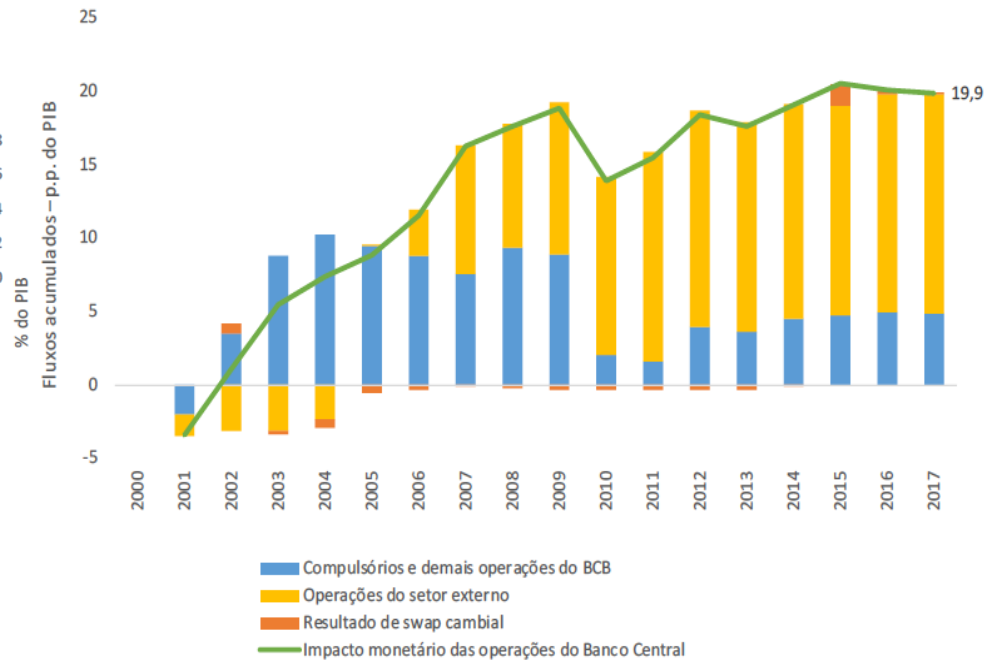
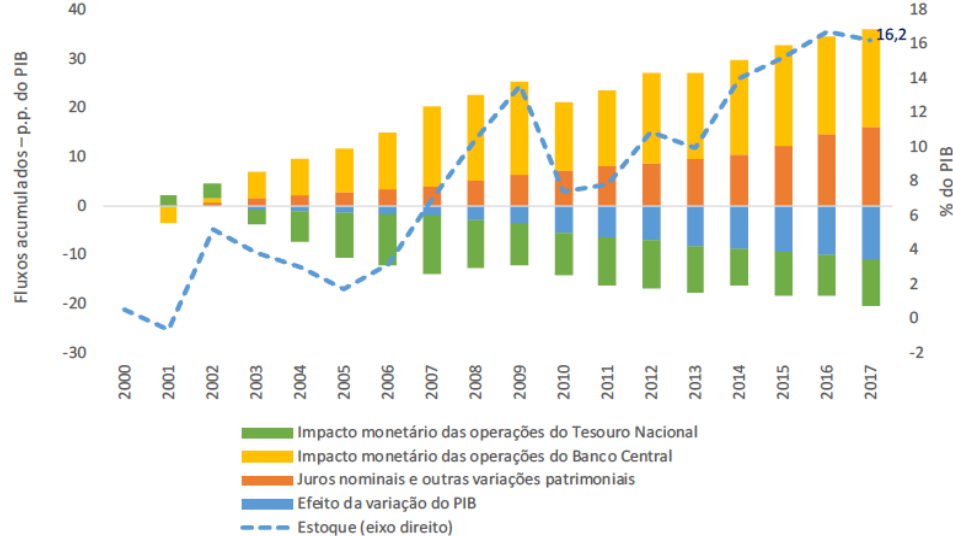


Gráfico 1 – Evolução das operações compromissadas



Dentre as operações realizadas pelo BCB (Gráfico 2), em termos acumulados no período, destacam-se:

- 1. aquisições de reservas cambiais:** + 14,9 p.p. do PIB no estoque das operações compromissadas;
- 2. movimentações em depósitos compulsórios e outras operações do Banco Central:** + 4,9 p.p.; e
- 3. resultado das operações de swap cambial:** + 0,2 p.p.

**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%)]

Por que não troca por **Depósitos Voluntários (remunerados ou não) no Banco Central** como em outros países?

# Conclusão

- **Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida dos Bancos Oficiais** (0,5% do PIB) são *problema menor* para a Dívida Bruta do Governo Geral: R\$ 5,6 trilhões com um PIB de R\$ 7 trilhões, ou seja, **79,8% do PIB**.
- É apenas uma *falsa alegação* do ministro da Economia para a **verdadeira pretensão de sua ingerência política nos bancos públicos federais**: “*desestatização do mercado de crédito*”.
- **Leia-se**: atuar *contra os interesses públicos e em favor dos parceiros* do mercado de capitais.



**fercos@eco.unicamp.br**

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