

# BANCO DE DESENVOLVIMENTO E MERCADO DE CRÉDITO CORPORATIVO DE LONGO PRAZO: ONTEM, HOJE E AMANHÃ

*Development bank and corporate long-term credit market: Past, present, and future*

**Ernani Teixeira Torres Filho**

Economista. Doutorado em Economia da Indústria e da Tecnologia. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. Av. Pasteur 250. Urca. CEP: 22290-240. Rio de Janeiro, RJ, Brasil. [ernanit@hotmail.com](mailto:ernanit@hotmail.com)

**Resumo:** Este artigo tem como foco o desenvolvimento recente do crédito corporativo de longo prazo no Brasil. Historicamente, esse papel foi desempenhado pelos bancos públicos de desenvolvimento, em particular pelo BNDES, apoiados em fontes orçamentárias ou em fundos parafiscais formados por contribuições compulsórias. Entretanto, desde o sucesso do Plano Real em 1994, havia a expectativa de que a estabilidade monetária fosse capaz de, aos poucos, levar os capitais privados a verem valor em deter ativos de crédito de longo prazo, voltados para investimentos na indústria e na infraestrutura. Essa esperança só se tornou realidade duas décadas depois. Foi preciso que, antes, fossem realizadas reformas que se estenderam da racionalização da dívida pública à criação das debêntures incentivadas, passando pela modernização do mercado de capitais. A última condição importante para que esse mercado despontasse foi a forte redução da taxa de juros, orquestrada pelo banco central entre 2016 e 2021. O desabrochar do mercado privado de longo prazo foi acompanhado de um forte encolhimento do crédito do BNDES. Os desembolsos da instituição se reduziram em 80% em termos reais entre 2013 e 2019. Essa retração, surpreendentemente, não se deveu à maior competitividade do mercado privado. Foi, em sua maior parte, fruto da política do governo federal de reduzir a oferta de crédito do Banco de Desenvolvimento, com o objetivo de usar o caixa do banco para reduzir a dívida pública. Essa medida criou uma dualidade de mecanismos relativamente independentes. Essa dualidade precisa ser eliminada para permitir a criação de um único ambiente de mercados em atores públicos e privados possam competir em igualdade de condições, mas também se consorciar estimulando uma retomada do investimento no País, que há uma década tem se mantido em níveis historicamente baixos.

**Palavras-chave:** sistema financeiro brasileiro; mercado de crédito de longo prazo; BNDES; TJLP; TLP.

**Abstract:** This article focuses on the recent development of long-term corporate credit in Brazil. Historically, this role was played by public development banks, particularly BNDES, supported by budgetary sources or parafiscal funds. However, since the success of the Real Plan in 1994, there was an expectation that monetary stability would gradually lead private capital to see value in holding long-term credit assets aimed at investments in industry and infrastructure. This hope only became reality two decades later. Before that, reforms were needed, ranging from the rationalization of public debt to the creation of tax-free debentures, along with the modernization of the capital market. The last important condition for this market to emerge was the sharp reduction in interest rates, orchestrated by the central bank between 2016 and 2021. The blossoming of the private long-term market was accompanied by a sharp contraction in BNDES credit. Its disbursements fell by 80% in real terms between 2013 and 2019. Surprisingly, this decline was not due to greater competitiveness in the private market. It was, for the most part, the result of the federal government's policy to reduce the supply of credit from the Development Bank, aiming to use the bank's cash surpluses to reduce the public debt. This measure created a duality of relatively independent mechanisms. This separation needs to be eliminated to allow the creation of a single long-term credit market where public and private actors can compete on equal terms but also form partnerships to stimulate investment in the country, which has remained at historically low levels for a decade.

**Keywords:** Brazilian financial market; long-term credit loan market; BNDES; TJLP; TLP.

**JEL Classification:** G00; G01; G18; G21; G28

## 1 INTRODUÇÃO

Os primeiros anos da década de 2020 foram marcados por uma rápida expansão do crédito corporativo de longo prazo no Brasil. Esse fato é um marco importante nas transformações que se sucederam no sistema financeiro nacional, desde a segunda metade dos anos 1990. Tudo começou com a introdução de uma moeda nacional estável, o Real. Em seguida, vieram as reformas que modernizaram a dívida pública, o sistema bancário e o mercado de capitais. Em paralelo, o relaxamento dos controles cambiais permitiu, no início dos anos 2000, uma maior integração do Brasil ao sistema financeiro global, atraindo um volume relevante de capitais externos.

Graças a essas medidas, a dívida securitizada em moeda nacional foi, aos poucos, adquirindo porte e profundidade. Ao final da década de 2000, já se havia desenvolvido um mercado de dívida pública dotado de liquidez, volume e prazos relevantes. Esse novo mercado foi capaz de emprestar ao governo um volume expressivo de recursos para financiar ações destinadas a compensar os efeitos da Crise Financeira Internacional de 2008. No passado, um aumento dos gastos públicos dessa magnitude precisaria recorrer a fontes fiscais ou parafiscais, ou mesmo à emissão primária de moeda.

A existência de um mercado relevante de títulos públicos era condição necessária para que, mais à frente, pudesse se desenvolver um mercado de títulos privados com características semelhantes. Entretanto, esse passo adicional teve de esperar mais uma década para acontecer. Havia obstáculos estruturais difíceis de vencer. Entre eles, a falta de interesse dos investidores estrangeiros em adquirir dívida corporativa emitida em moeda local, característica que se mantém até os dias de hoje. Ao mesmo tempo, os nacionais demonstravam pouco apetite pelo risco privado de longo prazo. Continuavam atraídos por títulos públicos, que ofereciam baixíssimo risco, taxas de juros elevadas e plena liquidez.

Esse cenário começou a mudar a partir de 2015, quando a queda sustentada dos juros despertou o interesse crescente das empresas e dos capitais domésticos pela dívida corporativa de prazo mais longo. Esse processo chegou ao seu auge em 2024, quando as emissões desses títulos atingiram R\$ 773 bilhões, um valor seis vezes maior do que os R\$ 128 bilhões registrados em 2016. A maior parte desses recursos foi usada para alongar passivos de curto prazo ou aumentar o capital de giro das empresas. Entretanto, uma parcela crescente, que atingiu R\$ 239 bilhões no último ano, foi destinada a investimentos em infraestrutura.

Em contraste, o crédito do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que historicamente era o principal supridor de recursos de longo prazo para projetos de investimento das empresas, sofreu, nesse mesmo período, uma brutal contração. Esse resultado decorreu de decisões tomadas pelo governo federal, seu acionista. As autoridades restringiram as operações de crédito do banco de desenvolvimento com o intuito de acelerar o pagamento dos vultosos empréstimos que a instituição havia contraído com a União, entre 2008 e 2014. Assim, entre 2015 e 2022, o BNDES foi obrigado a “devolver” liquidamente R\$ 560 bilhões ao Tesouro Nacional, em juros e amortizações antecipadas, ou seja, sem contar o que pagou a título de dividendos e impostos.

Diante desse cenário, o objetivo deste trabalho é mostrar que a perda de liderança do BNDES em favor do crédito privado no financiamento corporativo de longo prazo resultou, em grande medida, de uma estratégia de política econômica e não de um processo competitivo espontâneo. Essa mudança, no entanto, gerou desequilíbrios e fragilidades que podem e devem ser endereçados.

Para tanto, este texto está organizado em duas seções, além desta curta introdução e das conclusões. A primeira analisa o desenvolvimento do mercado privado de crédito corporativo de longo prazo nos últimos anos. A segunda trata do processo de “desmontagem” do BNDES.

## 2 O MERCADO DE CRÉDITO CORPORATIVO PRIVADO DE LONGO PRAZO

O crédito de longo prazo – originado pelo sistema bancário ou pelo mercado de capitais – é considerado, na literatura econômica, um fator importante para o desenvolvimento econômico. Entretanto, até a virada do milênio, esse tipo de financiamento era escasso ou praticamente inexistente nos países

menos desenvolvidos, inclusive os de maior porte. No Brasil, apenas os bancos de desenvolvimento públicos, em particular o BNDES, atuavam nessa área e eram muito dependentes de fundos públicos e de captações externas.

Esse cenário começou a mudar a partir da Crise da Ásia de 1998. O pânico, gerado pelos *hedge funds*, levou a uma parada súbita nos fluxos em moeda estrangeira, que inicialmente afetou os países asiáticos do Pacífico, mas posteriormente se espalhou para a Rússia e para a América Latina (Malaby, 2010). Essa experiência levou o Banco Mundial e o Fundo Monetário a perceberem que as economias emergentes, que dispunham de mercados financeiros de longo prazo em moeda local, tinham apresentado a maior capacidade de absorver o choque de 1998.

Diante dessa constatação, essas instituições multilaterais iniciaram programas para fomentar que mais países da periferia desenvolvessem e aprofundassem operações de longo prazo em moeda local. Essa iniciativa incluía a modernização e racionalização da dívida pública; a introdução de medidas que reduzissem o custo da intermediação financeira; a garantia dos direitos consagrados nas principais práticas internacionais aos investidores, em particular os acionistas minoritários; a liberalização do câmbio e dos fluxos das contas de capital; e o desenvolvimento dos mercados de derivativos.

O Brasil foi um dos países que, nos anos seguintes à crise da Ásia, adotaram esse conjunto de reformas. A reorganização do mercado de dívida pública e a liberalização da conta de capitais foram os dois eixos centrais desse processo. A existência de um novo ambiente de mercado, integrado ao sistema financeiro internacional, permitiu, em meados da década de 2000, que um fluxo relevante de capitais estrangeiros adentrasse o mercado financeiro brasileiro para investir em ações e em títulos do governo federal. Nesse último segmento, os capitais internacionais tiveram um papel importante no alongamento de prazos desses ativos e, conseqüentemente, na extensão da estrutura a termo da taxa de juros doméstica. Com isso, de fato, o Real adquiriu características de uma unidade de conta internacional para investimentos financeiros, uma *investment currency* (Cohen; Benney, 2013).

Esse processo permitiu que, entre os anos que vão da crise financeira de 2002 – associada à transição entre os governos de Fernando Henrique e Lula – e a de 2008 – imposta pela quebra do banco Lehman Brothers nos EUA –, fosse criado no Brasil um mercado de dívida pública de porte, longo prazo e estável. Com isso, a ação anticíclica levada a cabo pelo governo, como resposta à Crise Financeira Internacional, foi, pela primeira vez, inteiramente ancorada no lançamento de títulos públicos e não na arrecadação fiscal ou na emissão primária de moeda.

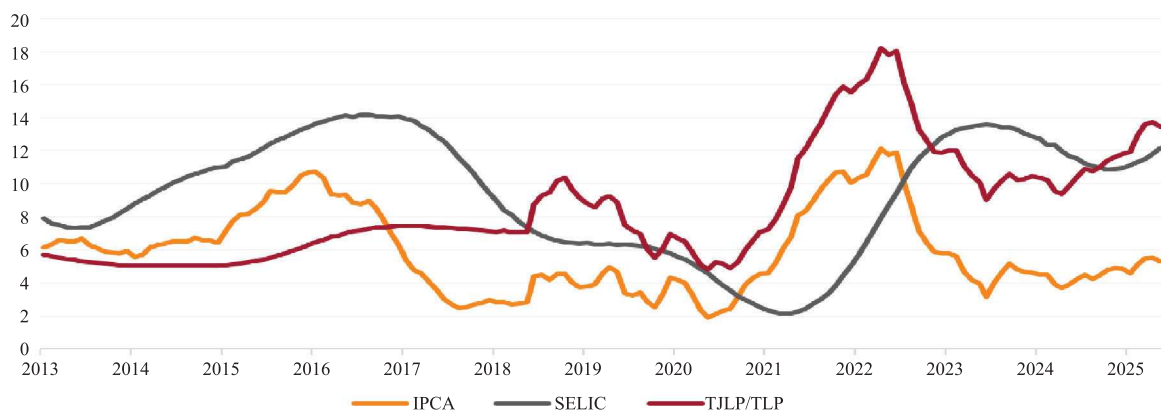
A consolidação de um mercado funcional da dívida pública permitiu que, aos poucos, o crédito privado de longo prazo em moeda nacional fosse se firmando. Mesmo assim, na primeira metade da década de 2010, ele ainda se caracterizava pelo alto custo e pela oferta escassa e de curto prazo. Assim, a demanda por esse tipo de financiamento para as empresas continuou sendo, em grande medida, suprida pelos mecanismos públicos de direcionamento de crédito, em particular pelo Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Entretanto, já havia indicações de que essa posição dos bancos públicos seria contestada em breve pelo setor privado. Em estudo publicado em 2012, Torres e Macahyba alertavam que o grande obstáculo que limitava o desenvolvimento da poupança privada de longo prazo no Brasil não era mais regulatório nem relacionado à funcionalidade dos mercados. Com as reformas introduzidas na década anterior, a principal limitação era a elevada taxa de juros que continuava sendo praticada. Nesse documento apontávamos que:

“O principal fator a restringir o desenvolvimento [do mercado de títulos privados de longo prazo] é a persistência das altas taxas de juros – tanto em termos reais quanto nominais. Essa condição vem se mantendo por muitas décadas no Brasil e conseguiu sobreviver até mesmo aos avanços registrados nas condições de estabilidade macroeconômica, frustrando as expectativas otimistas de muitos dos mais importantes analistas de mercado” (Torres; Macahyba, 2012, p. 72).

De fato, quatro anos depois, quando as taxas de juros começaram a ceder de forma consistente, o mercado de crédito privado floresceu. Como se pode ver no Gráfico 1, a taxa SELIC saiu de um máximo de mais de 14% em 2016 e foi caindo consistentemente até atingir um mínimo de pouco mais de 2% ao ano em 2021.

Gráfico 1 – Evolução da SELIC, da TJLP/TLP e da IPCA e TJLP (2013-2025). Em % acumulado em 12 meses



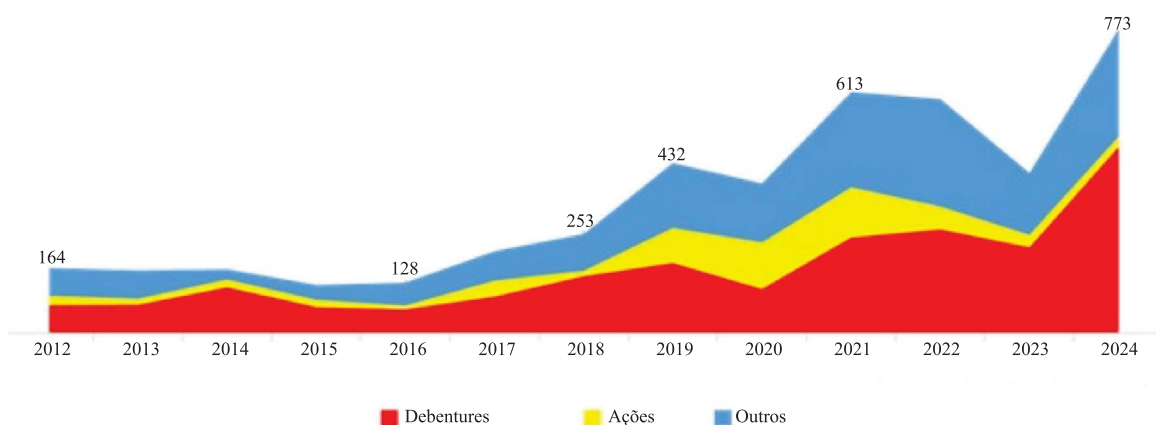
Fonte: Banco Central do Brasil (2025).

Nota: Dados da curva TJLP/TLP correspondem à TJLP até o surgimento da TLP em 2018.

Do lado da oferta de títulos, as empresas se sentiram estimuladas a lançar títulos com o intuito de captar recursos, agora mais baratos, e, com isso, promover a redução do custo médio de seus passivos. Do lado da demanda, houve aumento da procura, particularmente de pessoas físicas, por ativos que proporcionassem maior rentabilidade do que os oferecidos pelos títulos públicos, apesar de carregarem maior risco.

Como se pode ver no Gráfico 2, as emissões no mercado de capitais aumentaram cinco vezes entre 2016 e 2024, passando de R\$ 128 bilhões para R\$ 773 bilhões. Esse crescimento foi, em sua maior parte, liderado pelas debêntures. Os lançamentos desse tipo de título multiplicaram-se por quatro nesse mesmo período, passando de R\$ 60 bilhões para R\$ 474 bilhões.

Gráfico 2 – Emissões no Mercado de Capitais (2012-2024)



Fonte: Anbima (2025).

A análise mais detalhada dos lançamentos das debêntures revela características importantes em termos de funcionalidade e de papel desse segmento de crédito corporativo de longo prazo no âmbito da concorrência financeira. Como se pode ver no Quadro 1, entre 2015 e 2024, o prazo médio da primeira repactuação das debêntures lançadas aumentou de pouco menos de 5 para quase 8 anos, uma evolução relevante do ponto de vista do apetite dos investidores por prazos mais longos.

Ao mesmo tempo, essas emissões de debêntures foram, em sua grande maioria, destinadas a refinaranciar passivos, ampliando ou alongando o capital de giro das empresas. A necessidade de recursos para financiar projetos de investimento foi um motivo pouco expressivo entre 2017 e 2021, até porque a taxa

de investimento da economia se manteve, nesse período, em patamares historicamente muito baixos. Entre 2015 e 2017, a formação bruta de capital fixo caiu de mais de 21% para menos de 15% do PIB e, desde então, manteve-se em patamares similares.

Outra característica importante desses lançamentos foi a destinação de sua maior parte a um público muito restrito, de, no máximo, 50 investidores (Instrução CVM 476). Essa estratégia, na medida em que limita o impacto da concorrência na precificação desses papéis, pressupõe a aceitação prévia, por parte do emissor, das taxas oferecidas pelos estruturadores da operação, os bancos e as grandes casas gestoras. O poder dessas instituições também se revela quando se observam os dados referentes à colocação junto a investidores relacionados à operação de distribuição (oferta). Em geral, mais de 50% das aquisições foram realizadas por essas instituições. Muitas mantêm esses papéis apenas temporariamente em sua tesouraria, com a intenção de, no momento seguinte, revendê-los a seus clientes, diretamente ou por meio dos fundos de investimento sob sua gestão.

Quadro 1 – Características das Emissões no Mercado de Debêntures (2015-2024)

Anos	Anos até 1ª Repactuação	Refinanciamento de passivo (%)	Ligados à oferta (%*)	Público restrito (%)
2015	4,80	69	63	84
2016	4,80	86	65	97
2017	5,00	90	35	93
2018	5,90	81	45	98
2019	6,40	83	41	92
2020	6,90	80	64	97
2021	6,40	74	46	96
2022	6,30	72	46	n.d.
2023	6,30	55	56	n.d.
2024	7,90	54	46	n.d.

Fonte: Anbima (2025).

Nota: Investidores relacionados às instituições envolvidas com a oferta.

Esses aspectos fazem com que o mercado brasileiro apresente uma diferença marcante em relação às grandes praças financeiras, como Londres e Nova Iorque. Aqui, as ofertas se apoiam em mecanismos pouco usuais no exterior, como a garantia firme dos coordenadores e a precificação por meio de um leilão pela menor taxa (modalidade holandesa). Nos EUA e no Reino Unido, existe uma relação mais próxima entre emissores e investidores, que se traduz na preocupação das empresas em oferecer uma remuneração diferenciada e atraente aos compradores pulverizados, de modo a promover a liquidez de seus papéis (Torres *et al.*, 2014).

Diante desse cenário, os indicadores apresentados no Quadro 1 ilustram que a oferta de dívida corporativa de longo prazo no Brasil é comandada por um grupo limitado de gestores de recursos (*asset managers*) e por grandes bancos. Esse segmento apresenta, portanto, fortes características de “intermediação bancária”, apesar de os ativos não serem originados nem terem como destino o balanço dessas instituições.

Os estruturadores adquirem esses papéis no lançamento e depois os colocam junto a seus clientes. Ademais, desempenham um papel ainda mais importante para o sucesso desses lançamentos. Eles assumem diretamente o risco da colocação final desses papéis, oferecendo uma “garantia firme” de colocação. Em troca, exercem grande poder sobre as ofertas quanto à precificação e à alocação.

Na prática, as emissões de debêntures assemelham-se a operações de crédito bancário com vantagem tributária, na medida em que não estão sujeitas à incidência do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) nem ao Imposto de Renda, no caso dos títulos incentivados. Adicionalmente, quando os bancos revendem os papéis que adquiriram no mercado primário, retiram de seus balanços o risco de contraparte, reduzindo assim a exigência de capital regulatório.

Em um segundo momento, os recursos captados são usados para liquidar as operações de prazo mais curto que congestionam os limites e as linhas de crédito desses emissores junto aos bancos. Assim, o crédito se origina no sistema bancário e retorna a ele, tomando, no caminho, a forma de títulos securitizados, que são distribuídos a fundos de investimento gerenciados pelas instituições financeiras envolvidas na oferta.

À primeira vista, o mercado de crédito de longo prazo que despontou na segunda metade dos anos 2010 parece ter se constituído de forma incompleta, na medida em que, diferentemente da experiência internacional, não contempla o financiamento do investimento produtivo. Entretanto, uma avaliação mais detida dos dados mostra que um volume crescente dos recursos carreados pelas debêntures vem sendo destinado a gastos com ativos fixos.

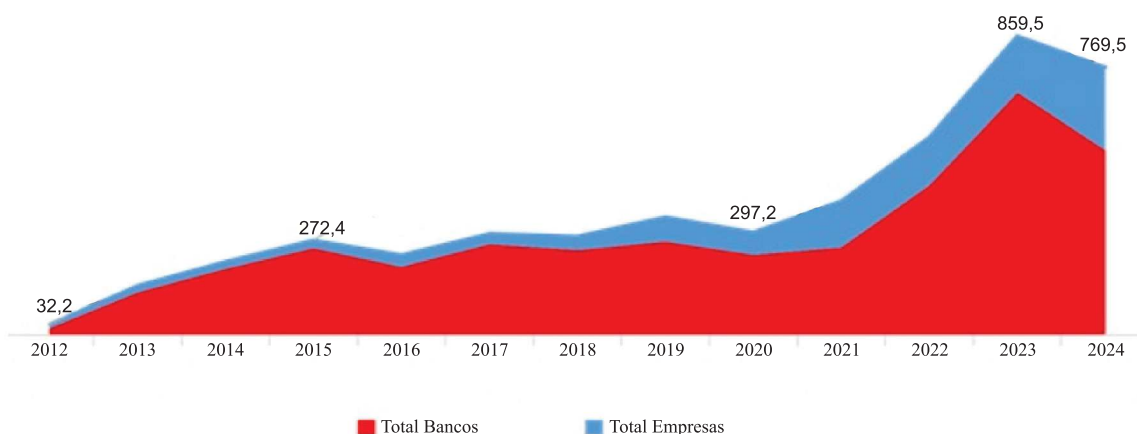
Essa demanda corporativa por recursos para financiar despesas com capital fixo (CAPEX) veio, no entanto, a se concentrar em um segmento específico do mercado: o das debêntures que gozam de isenção do imposto de renda. Desde 2012, as pessoas físicas podem acessar esse benefício se adquirirem títulos lastreados em projetos de investimento aprovados pelo governo. Foi assim criada uma modalidade que permite que as empresas de infraestrutura disputem recursos sujeitos a menores taxas de juros com os segmentos que já eram contemplados por essa isenção, a exemplo dos setores imobiliário e agrícola.

Conforme os dados apresentados no Gráfico 3, os ativos de crédito incentivados também apresentaram um crescimento explosivo após 2016, que só teve início quatro anos depois. Entre 2020 e 2023, as emissões de títulos incentivados passaram de quase R\$ 300 bilhões para mais de R\$ 850 bilhões, quase triplicando em valor. A maior parte desses lançamentos deveu-se aos papéis de banco, como as Letras de Crédito Agrícola e as Letras de Crédito Imobiliário. Entretanto, uma fração cada vez mais relevante desses recursos direcionou-se para os títulos corporativos.

O Gráfico 4 mostra a composição dos títulos corporativos incentivados. É possível ver que a aceleração verificada no lançamento desses papéis, a partir de 2022, foi, em grande medida, impulsionada pelas debêntures incentivadas ou de infraestrutura. Trata-se de um segmento cujas emissões são integralmente lastreadas em despesas com a constituição de ativos fixos desse setor.

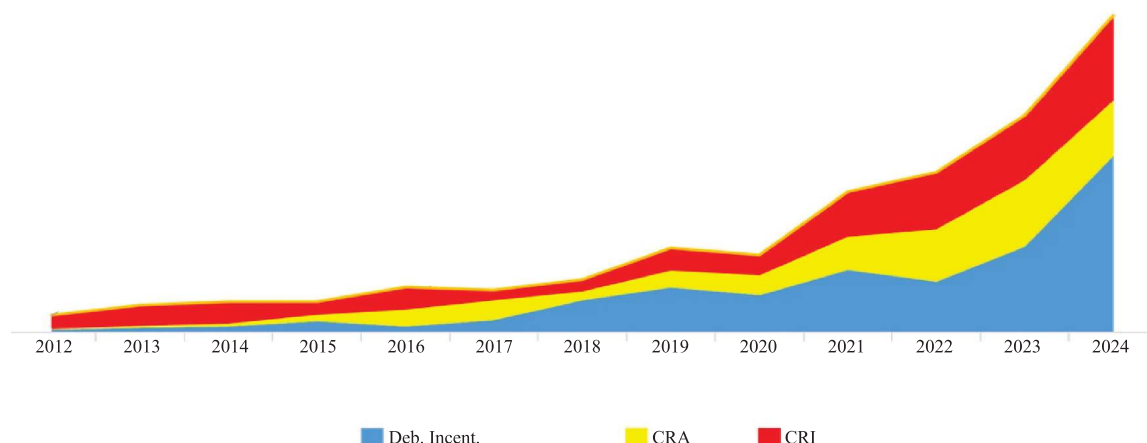
Essa expansão tornou possíveis lançamentos de grande porte – superiores a nove dígitos – que exigem prazos extensos, como, por exemplo, mais de duas décadas. Ademais, como a isenção fiscal é limitada às pessoas físicas, criou-se um mercado secundário bastante líquido para esse tipo de título incentivado. Entre 2020 e 2024, o volume de emissões dessas debêntures quadruplicou, atingindo quase R\$ 240 bilhões. Esse valor é semelhante aos desembolsos do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social no mesmo ano.

Gráfico 3 – Emissões de Títulos de Crédito com Isenção de Imposto de Renda (2012-2024)



Fonte: Anbima (2025).

Gráfico 4 – Emissões de Títulos Corporativos com Isenção de Imposto de Renda (2012-2024)



Fonte: Anbima (2025).

O mercado de debêntures incentivadas mostrou resiliência diante do pânico da recuperação judicial das Lojas Americanas e das incertezas associadas ao período eleitoral de 2022. Foi também impulsionado por dois grandes lançamentos de um setor não tradicional, o de saneamento básico. Outra novidade importante foi a participação do BNDES nessas operações. O banco de desenvolvimento ofereceu garantia firme e subscreveu uma parcela relevante dessas colocações.

Ao mesmo tempo, houve um deslocamento de uma demanda que antes preferia comprar títulos incentivados emitidos por bancos para a sua direção. Esse redirecionamento foi motivado pela medida adotada pelo governo de restringir as emissões de títulos isentos por parte dos bancos, o que direcionou uma parte relevante da demanda por papel isento de imposto de renda para as debêntures incentivadas.

### 3 O “ENXUGAMENTO” DO BNDES

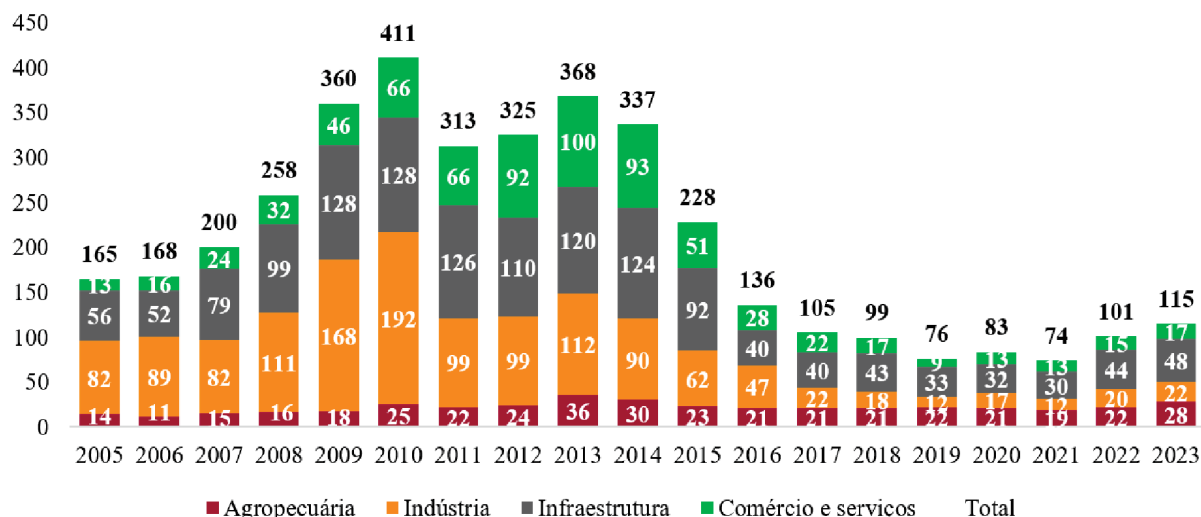
O cenário auspicioso do crédito corporativo privado de longo prazo contrasta com o desempenho da principal agência brasileira de financiamento do investimento corporativo, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Esse banco historicamente respondeu pela maior parte do crédito de longo prazo em moeda nacional destinado aos investimentos da indústria e da infraestrutura.

Como se pode ver no Gráfico 5, essa atuação atingiu seu auge em 2010, quando seus desembolsos atingiram R\$ 410 bilhões, a preços constantes de 2023. Desde então, diminuíram, mas essa redução acelerou sobremaneira a partir de 2015, atingindo um mínimo de R\$ 73 bilhões em 2021.

O contraste entre a evolução do crédito corporativo público de longo prazo e do privado permite diferentes interpretações. Uma delas, mais *mainstream*, sustenta que esses dois fenômenos estão conectados. Uma possível explicação seria o fim de um processo de *crowding-out* do mercado privado pelo BNDES<sup>1</sup>. Desse ponto de vista, a retração do banco de desenvolvimento, em simultâneo com o crescimento do crédito privado, seria evidência de que a instituição pública teria, por força da maior competitividade de seus recursos, inibido por muito tempo a maior participação do crédito privado no financiamento do investimento. Assim, à medida que os fatores dessa “repressão financeira” deixaram de existir, a poupança privada pode florescer.

<sup>1</sup> Para uma resenha da visão liberal de economistas brasileiros sobre os bancos de desenvolvimento, ver Torres e Costa (2013).

Gráfico 5 – Desembolso Anual do BNDES por setor (2005-2023). Em R\$ bilhões constantes de 2023



Fonte: Giambiagi *et al.* (2024).

A visão alternativa trata esses mesmos fenômenos como fatos menos conectados entre si. Em todo o mundo, a expansão do crédito privado de longo prazo levou os bancos públicos a perderem espaço em suas áreas tradicionais de atuação (Torres *et al.*, 2014). Entretanto, esses processos foram, em geral, mais lentos do que o verificado no Brasil e acompanhados de respostas competitivas dessas instituições no sentido de redirecionar seus instrumentos de financiamento e seu foco de atuação.

Desse ponto de vista, o encolhimento do BNDES não guarda semelhança com o ajuste que os bancos de desenvolvimento no resto do mundo fizeram à medida que os mercados de capitais em moeda local se desenvolveram. No Brasil, diferentemente, o processo foi relativamente rápido, apresentou baixa substituição e reduzida capacidade de adaptação da instituição pública.

De fato, a perda de expressão do banco de desenvolvimento foi resultado da ação de determinantes específicos, que comprometeram sua ação finalística e, conseqüentemente, promoveram um brutal encolhimento de seu estoque de ativos de crédito. Por um lado, esse enxugamento, promovido pelo governo, acelerou a substituição por recursos privados. Entretanto, o vácuo deixado pelo BNDES levou esse processo a ser incompleto, gerando conseqüências deletérias para a taxa de investimento e para o crescimento da economia.

O fator mais importante da contração do BNDES foi a decisão tomada pelo governo em 2015 de promover um ajuste fiscal, que teve como uma de suas principais âncoras a aceleração dos pagamentos referentes ao serviço da dívida que a instituição tinha contraído com o Tesouro Nacional entre 2008 e 2014. Segundo Borça e Souza (2023), o fluxo de caixa apenas desses empréstimos do BNDES com a União, ou seja, sem incluir os lucros distribuídos e impostos, tornou-se negativo a partir de 2013. Inicialmente, as somas envolvidas eram pequenas, pouco superiores a R\$ 10 bilhões por ano. Entretanto, a partir de 2016, esses valores aumentaram substancialmente, atingindo R\$ 203 bilhões em 2018. Com isso, essas transferências líquidas totalizaram R\$ 536 bilhões entre 2015 e 2022.

Só para fins ilustrativos, esse fluxo negativo total, a preços nominais, equivale ao estoque de crédito do BNDES em 2018 – e novamente em 2024. Assim, pode-se afirmar que a política de ajuste fiscal adotada pelas administrações Temer e Bolsonaro foi responsável por esterilizar recursos, até então destinados a operações de crédito corporativo de longo prazo, no montante equivalente à dimensão que o BNDES tem atualmente no mercado de crédito. Do ponto de vista macroeconômico, foi equivalente à metade da Formação Bruta de Capital Fixo de 2018.

Para que uma transferência tão massiva de recursos fosse realizada com tanta rapidez, era necessário que a demanda de recursos do BNDES também se ajustasse. Para tanto, a metodologia de cálculo dos juros cobrados pela instituição foi alterada. Sua taxa básica, a TJLP, foi substituída pela TLP, taxa que acompanha integralmente o IPCA, acrescida ainda de um *spread* fixado com base na taxa de juros

real praticada nos leilões de colocação dos títulos públicos de cinco anos, indexados à inflação. Como se pode ver no Gráfico 1, o custo básico do BNDES, desde 2018, superou a inflação em todos os anos. Além disso, foi maior que a taxa SELIC, exceto por um curto período entre 2023 e 2024.

À medida que os recursos ofertados pelo BNDES ficaram demasiadamente caros para horizontes de até 7 anos, seus clientes desistiram de investir ou buscaram alternativas. Como resultado, o número de suas operações reduziu-se entre 2013 e 2024 de quase 1 milhão por ano para pouco mais de 200 mil. O Quadro 2 apresenta uma comparação entre opções de financiamento para um projeto de investimento em energia eólica, considerando a oferta de recursos do BNDES, do Banco do Nordeste (BNB) e do mercado de debêntures incentivadas. Fica patente que, entre todos, a taxa de juros do BNDES é a mais alta.

A despeito do encolhimento do BNDES ter se iniciado em 2015, a resposta do mercado foi tardia e parcial. Inicialmente, nada aconteceu. De fato, no biênio 2015-2016, o Brasil atravessou uma das piores recessões de sua história, com queda acumulada de cerca de -7% do PIB, seguida por uma recuperação de apenas 1% em 2017. No mesmo período, houve uma contração significativa da formação de capital fixo, reduzindo a taxa de investimento da economia de 21,5% do PIB para 4,5%. Nesse período, o crédito bancário apresentou um desempenho particularmente negativo, que se estendeu até 2018. Os empréstimos dos bancos às pessoas jurídicas recuaram em quase 28%.

Desde então, o cenário contracionista do crédito corporativo de longo prazo deu lugar a um ciclo de expansão com duas características. A primeira é que, devido aos lançamentos de debêntures, o mercado de capitais se tornou a principal fonte de investimentos corporativos. A segunda é que esse aumento da demanda das empresas por empréstimos mais longos ainda não gerou impacto positivo no crédito do BNDES. Esse dado evidencia que, nesse novo ciclo, deixou de existir a relação de complementaridade entre o crédito corporativo de longo prazo público e o privado, rompendo-se, assim, um padrão que existia há décadas.

Quadro 2 – Opções de financiamento ao setor eólico: Características por Fonte

	<b>BNDES</b>	<b>BNB</b>	<b>Mercado de Capitais</b>
Produto Financeiro	Finem	FNE-Verde	Debêntures Incentivadas
Porte da Empresa	Grande	Qualquer	Grande
Amortização	24 anos	24 anos	Não há
Prazo Médio	20 anos	23 anos	17 anos
Carência	até 6 meses da operação do projeto	até 8 anos	Não há
Juros	6,6%	3,86%	6,49%
Ticket médio (R\$ mm)	435,2	110,4	R\$ 336,5
Participação máxima	até 80%	até 50%	Não há
Limite	100% dos itens financiáveis	R\$ 150 milhões por grupo econômico	Tamanho do Investimento

Fonte: Vieira e Paula (2025).

Essa ruptura, em grande medida, é explicada pela falta de competitividade do BNDES e pelo fato de que a maior parte das emissões de debêntures visa ao refinanciamento de passivos ou à aquisição de ativos já existentes. Essas finalidades não podem ser atendidas pelo BNDES, independentemente de sua taxa de juros, pois não estão previstas entre os objetivos da instituição.

Entretanto, uma parcela menor desses lançamentos, de pouco mais de 20%, grosso modo equivalente aos lançamentos de debêntures incentivadas, destinou-se a financiar investimentos produtivos. É nesse universo que se observa a substituição do crédito do BNDES pelo mercado de capitais. Até 2015, muitos desses projetos buscavam corriqueiramente o financiamento do banco de desenvolvimento. Desde então, as vantagens das debêntures incentivadas foram ampliadas pela queda das taxas de juros privadas, acompanhando a taxa SELIC, em contraste com o aumento da taxa de juros do BNDES, decorrente da entrada em vigor da TLP. A esse diferencial soma-se o benefício da isenção do imposto de renda, que grava os resultados do banco de desenvolvimento com alíquota de 15% sobre os juros e os ganhos de capital.

A ação simultânea desses três elementos ampliou a vantagem de custos dos lançamentos no mercado de capitais em relação aos recursos do BNDES, o que atraiu, inicialmente, as empresas do setor elétrico. Muitas delas têm obrigações de investimento vultosas e recorrentes. Diante das elevadas taxas cobradas pelo banco de desenvolvimento e da isenção do imposto de renda, passaram a emitir debêntures incentivadas em vez de continuarem a buscar o banco de desenvolvimento. Posteriormente, os setores de transportes e logística e, mais recentemente, saneamento básico, seguiram o mesmo caminho.

O processo de substituição do crédito do BNDES por fontes privadas, no entanto, não se limitou ao mercado de capitais. Estendeu-se também ao crédito bancário, em particular às operações voltadas à aquisição de máquinas e equipamentos nacionais. A título de ilustração, os desembolsos do BNDES para equipamentos de transporte caíram de R\$ 35 bilhões em 2017 para R\$ 7,8 bilhões em 2021. Nesse mesmo período, os empréstimos com recursos livres dos bancos comerciais para a compra de veículos por pessoas jurídicas aumentaram de R\$ 12,7 bilhões para R\$ 53,7 bilhões (Torres *et al.*, 2021). Esses dados mostram que, diferentemente do mercado de capitais, a substituição do BNDES pelo crédito bancário foi rápida e abrangente.

Diante desse quadro, a FIESP (2022) estimou que, do encolhimento de R\$ 148 bilhões nos desembolsos do BNDES entre 2015 e 2021, 56% deixaram de existir por não terem sido substituídos por fontes de mercado. A troca dos recursos do banco de desenvolvimento pelos privados responderia por 30% desse total, sendo 17% por meio do mercado de capitais, sobretudo pelas debêntures incentivadas, e 13% por empréstimos bancários destinados à aquisição de equipamentos de transporte. Não foi possível identificar o que se passou com os 14% restantes.

## 4 CONCLUSÕES

Este texto analisou as principais transformações sofridas pelo mercado de crédito privado brasileiro de longo prazo entre 2015 e 2024. Ficou patente que, a partir dos primeiros anos da década de 2020, houve uma rápida expansão nos lançamentos de debêntures corporativas, marcando uma nova fase no processo de modernização do sistema financeiro nacional, iniciado na segunda metade dos anos 1990.

Em 2024, as emissões desses papéis atingiram R\$ 473 bilhões, um valor quatro vezes maior do que o registrado em 2020. A maior parte desses recursos destinou-se a refinar passivos de curto prazo ou a aumentar o capital de giro das empresas. Entretanto, uma parcela crescente, que atingiu 30% no último ano, foi destinada a investimentos em infraestrutura.

A nova dimensão alcançada por esse mercado baseou-se em dois fatores. O mais importante deles foi a redução consistente das taxas de juros entre 2017 e 2021, quando a SELIC caiu de mais de 14% ao ano para cerca de 2%. Como resultado, as empresas se animaram a emitir títulos de longo prazo para liquidar passivos mais curtos ou com custos mais elevados. Ao mesmo tempo, os investidores, na busca de retornos acima dos oferecidos pela dívida pública, aumentaram seu apetite pelo risco dessas corporações. Nesse cenário, uma parte desses recursos, atraída pela isenção do imposto de renda, foi destinada às debêntures incentivadas, lastreadas por investimentos do setor de infraestrutura.

Em paralelo, os desembolsos do BNDES foram substancialmente reduzidos. Em valores reais, passaram de um máximo de R\$ 410 bilhões em 2010 para um mínimo de R\$ 73 bilhões em 2021. Para tanto, foi importante a decisão do governo de elevar os juros cobrados pela instituição para níveis superiores aos praticados pelo mercado privado, substituindo a TJLP pela TLP.

O propósito dessa medida era frear bruscamente a demanda por empréstimos do banco de desenvolvimento, gerando um gigantesco empoçamento de recursos, e, com isso, acelerar o pagamento de quase toda a dívida que a instituição detinha com o Tesouro Nacional. Com isso, entre 2015 e 2022, as transferências líquidas de caixa à União, apenas à conta de empréstimos e seu serviço, atingiram R\$ 536 bilhões, cerca da metade do estoque de crédito do BNDES.

Apesar de o encolhimento do banco de desenvolvimento ter se iniciado em 2015, o mercado de capitais precisou de mais quatro anos para atender de forma mais intensa à demanda corporativa por recursos de longo prazo. Esses recursos foram em sua maioria destinados ao refinanciamento de passivos, alimentados por empresas que buscavam reduzir seus custos financeiros por prazos longos.

Entretanto, uma parcela crescente dessas emissões foi destinada a investimentos no setor de infraestrutura, graças à isenção do imposto de renda que esses títulos oferecem às pessoas físicas. Esses recursos substituíram os do BNDES por serem mais competitivos para o tomador final. Em 2024, os valores dessas emissões atingiram R\$ 132 bilhões, um montante semelhante ao dos desembolsos do banco de desenvolvimento no mesmo ano.

Os bancos privados, porém, responderam rapidamente e alteraram a origem dos recursos que utilizavam em suas operações de aquisição de máquinas e equipamentos. Em vez de continuarem a fazer uso de fundos do BNDES, trocando-os por fundos de sua própria captação.

Diante desse quadro, o cenário mais provável para o crescimento do crédito corporativo privado de longo prazo nos próximos anos é de moderação e maior volatilidade. Ao que tudo indica, o rápido crescimento das emissões de debêntures incentivadas, verificado nos últimos anos, assemelha-se ao de um produto financeiro relativamente novo, que estava em fase inicial de difusão entre emissores e investidores.

Sendo assim, o ritmo de crescimento desse mercado deve perder fôlego nos próximos anos. Adicionalmente, as taxas de juros devem permanecer elevadas, o que também gera pressão negativa. Com isso, a expansão do crédito corporativo, particularmente do incentivado, ficará cada vez mais dependente da estabilidade macroeconômica, da retomada do investimento e das regras fiscais e regulatórias.

Desse ponto de vista, a presença de bancos de desenvolvimento que possam prover recursos públicos de forma mais estável deveria ser vista como um mecanismo relevante para complementar o mercado privado. Para tanto, é importante introduzir algumas mudanças.

De um lado, é necessário reduzir as taxas de juros cobradas pelo BNDES, ajustando-as à competitividade dos recursos privados que gozam de benefícios fiscais. O lançamento da Letra de Crédito do Desenvolvimento é uma iniciativa importante, mas enfrenta limitações regulatórias. Outra medida importante seria eliminar a incidência de imposto de renda sobre as operações do BNDES, equalizando ao tratamento dado às debêntures incentivadas. Restaurar essa atratividade permitirá uma melhor articulação entre as fontes públicas e privadas de financiamento ao investimento, que ainda operam de forma relativamente independente. O propósito seria, em pouco tempo, unificá-los em um único mercado quanto à estruturação, distribuição e liquidez.

Para tanto, é preciso que também se avance na modernização das instituições públicas, de modo que possam lidar adequadamente com as novas formas de intermediação que vêm sendo adotadas com sucesso pelo mercado de capitais. É preciso que os bancos de desenvolvimento estejam aptos a trabalhar com operações estruturadas e a assumir a liderança quando necessário. Ao mesmo tempo, que sejam capazes de reciclar os créditos que venham a originar em mercados secundários ou de criar fundos cujos recursos sejam provenientes do público, particularmente das pessoas físicas que gozem de benefícios fiscais.

Essa convergência entre os mecanismos públicos e privados de sustentação do investimento talvez venha a adquirir um caráter de urgência diante das transformações em curso na ordem internacional. Os EUA estão demolindo vários dos princípios e mecanismos que sustentaram o processo de globalização financeira ao longo das últimas décadas.

No caso de aprofundamento desse cenário, as nações precisarão reforçar seus mecanismos financeiros domésticos para absorver e responder a choques exógenos. As mudanças sugeridas permitem ampliar e modernizar a atuação dessas instituições para promover investimentos prioritários, reforçando os mecanismos privados de crédito de longo prazo desenvolvidos recentemente.

## REFERÊNCIAS

- ANBIMA - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **ANBIMA DATA**. 2025. Disponível em: [data.anbima.com.br/?utm\\_source=Portal-ANBIMA&utm\\_medium=link-rodape&\\_ga=2.102626437.587647410.1762803704-2024374846.1762803704](https://data.anbima.com.br/?utm_source=Portal-ANBIMA&utm_medium=link-rodape&_ga=2.102626437.587647410.1762803704-2024374846.1762803704). Acesso em: 10 out. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries Temporais**. 2025. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 10 out. 2025.
- BORÇA, G.; SOUZA, J. Mito e realidade sobre os empréstimos do Tesouro ao BNDES. **Blog do IBRE**. FGV. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/mito-e-realidade-sobre-os-emprestimos-do-tesouro-ao-bndes>. 2023. Acesso em: 10 out. 2025.
- COHEN, B.; BENNEY, T. M. What does the international currency system really look like? **Review of International Political Economy**, v. 21, n. 5, p. 1017-1041, 2013.
- FIESP – FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DE SÃO PAULO. **Mercado de Capitais e Crédito Corporativo de Longo Prazo: Oportunidades e Perspectivas**. 2022. Disponível em: <https://www.fiesp.com.br/file-20230404200849-ivmercadodecapitais/>. Acesso em: 10 out. 2025.
- GIAMBIAGGI, F.; BORÇA, G.; MAGALHÃES, L. Três décadas – O BNDES depois da estabilização: 1994-2023. **Texto para Discussão**, n. 163, 2024. Rio de Janeiro: BNDES, 2025. 16 p. (Estudos especiais do BNDES; 48). Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25788/1/PRLiv\\_216284\\_TD%20163\\_Tr%20%20aas%20d%20%20a9cadas\\_o%20BNDES%20depois%20da%20estabiliza%20%20a7%20%20a3o\\_.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25788/1/PRLiv_216284_TD%20163_Tr%20%20aas%20d%20%20a9cadas_o%20BNDES%20depois%20da%20estabiliza%20%20a7%20%20a3o_.pdf). Acesso em: 10 out. 2025.
- MALLABY, S. **More Money than God: hedge funds and the making of a new elite**. New York: Penguin Books, 2010. 653 p.
- TORRES FILHO, E. T. Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES. *In*: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (org). **Ensaio sobre Economia Financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 11-56. ISBN: 978-85-87545-31-2.
- TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L.; MARTINS, N. M. Crédito Corporativo de Longo Prazo no Brasil: do BNDES à Intermediação Privada. **Texto para Discussão**, n. 12, 2021, 53 p. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ. Disponível em: [https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2021/TD\\_IE\\_012\\_2021\\_TORRES%20FILHO\\_MACAHYBA\\_MARTINS.pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2021/TD_IE_012_2021_TORRES%20FILHO_MACAHYBA_MARTINS.pdf) Acesso em: 10 out. 2015.
- TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L.; ZEIDAN, R. Restructuring Brazil's National Financial System. *In*: INTERNATIONAL RESEARCH INITIATIVE ON BRAZIL AND AFRICA (IRIBA). **IRIBA Working Paper nº 06**. School of Environment, Education and Development, Manchester: The University of Manchester. ISBN 978-1-910502-05-1. Disponível em: [IRIBA\\_WP06\\_Restructuring\\_Brazils\\_National\\_Financial\\_System.pdf](https://www.iriba.org.uk/wp-content/uploads/2015/06/IRIBA_WP06_Restructuring_Brazils_National_Financial_System.pdf) Acesso em: 10 out. 2015.

TORRES FILHO, E. T.; COSTA, F. N. (2013). Financiamento de Longo Prazo no Brasil: um Mercado em Transformação, **Texto para Discussão**. Brasília: Rio de Janeiro: IPEA, n. 1843, 2013. 54 p. ISSN 1415-4765. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/server/api/core/bitstreams/48de5a33-8c0c-4c10-a8f4-96b97d8a5334/content>. Acesso em: 10 out. 2015.

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. (2012). **O Elo Perdido: O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas**. São Paulo: IEDI. Disponível em: [https://iedi.org.br/artigos/top/estudos\\_industria/20120706\\_o\\_elo\\_perdido\\_mercado\\_de\\_titulos\\_de\\_divida\\_corporativa.html](https://iedi.org.br/artigos/top/estudos_industria/20120706_o_elo_perdido_mercado_de_titulos_de_divida_corporativa.html). Acesso em: 10 out. 2015.

VIEIRA, F. C.; PAULA, L. F. Perspectivas recentes sobre o financiamento do setor eólico no Brasil. In: MACAHYBA, L.; PAULA, L. F.; TORRES FILHO, E. T. (org.) **Retrospectiva do Sistema Financeiro para 2024**. 2025, p. 20-28. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/392626126\\_Retrospectiva\\_do\\_Sistema\\_Financeiro\\_2024](https://www.researchgate.net/publication/392626126_Retrospectiva_do_Sistema_Financeiro_2024). Acesso em: 10 out. 2015.