FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ECONOMIA E FINANÇAS – FGV EPGE
MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA E FINANÇAS

João Pedro Sussekind Peixoto Barata

AVALIAÇÃO DA SUBSTITUIÇÃO DO CRÉDITO BANCÁRIO PELO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Rio de Janeiro
2026

João Pedro Sussekind Peixoto Barata

Avaliação da substituição do crédito bancário pelo mercado de capitais no brasil

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional, da Fundação Getúlio Vargas, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia e Finanças.

Área de Concentração:

Orientador: Valdemar Rodrigues de Pinho Neto

Rio de Janeiro
2026

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Bibliotecas/FGV

Barata, João Pedro Sussekind Peixoto
Avaliação da substituição do crédito bancário pelo mercado de capitais no Brasil / João Pedro Sussekind Peixoto Barata. -- 2026.

38 f.

Dissertação (mestrado) – Escola Brasileira de Economia e Finanças.
Orientador: Valdemar Rodrigues de Pinho Neto.
Inclui bibliografia.

1. Crédito bancário. 2. Mercado de capitais. 3. Déficit financeiro. 4. Empresas - Financiamento. I. Pinho Neto, Valdemar Rodrigues de. II. Fundação Getulio Vargas. Escola Brasileira de Economia e Finanças. III. Título.

CDD – 332

Elaborada por Maria do Socorro Almeida – CRB-7/4254

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
EPGE ESCOLA BRASILEIRA DE ECONOMIA E FINANÇAS
MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA EMPRESARIAL E FINANÇAS
FOLHA DE APROVAÇÃO

JOÃO PEDRO SUSSEKIND PEIXOTO BARATA

"AVALIAÇÃO DA SUBSTITUIÇÃO DO CRÉDITO BANCÁRIO PELO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL".

DISSERTAÇÃO APRESENTADO/A AO CURSO DE **MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA EMPRESARIAL E FINANÇAS** QUE CONFERIU O GRAU DE **MESTRE** EM **ECONOMIA EMPRESARIAL E FINANÇAS.**

DATA DA DEFESA: **06/04/2026**

ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA

PRESIDENTE DA COMISSÃO EXAMINADORA: PROF. **VALDEMAR RODRIGUES DE PINHO NETO**

<ASSINADO ELETRONICAMENTE>
PROF. VALDEMAR RODRIGUES DE PINHO NETO
ORIENTADOR

<ASSINADO ELETRONICAMENTE>
PROF. BRUNO RICARDO DELALIBERA
MEMBRO EXTERNO - UNIVERSITAT DE BARCELONA

<ASSINADO ELETRONICAMENTE>
PROF. EDSON DANIEL LOPES GONÇALVES
MEMBRO INTERNO - FGV EPGE

RIO DE JANEIRO, 06 DE ABRIL DE 2026.

<ASSINADO ELETRONICAMENTE>
PROF. RAFAEL CHAVES SANTOS
COORDENADOR

<ASSINADO ELETRONICAMENTE>
PROF. FLAVIO CARVALHO DE VASCONCELOS
PRÓ-REITOR

ESTE É UM TRABALHO ORIGINAL ONDE FOI VERIFICADA A NÃO EXISTÊNCIA DE PLÁGIO E DE UTILIZAÇÃO DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL, NÃO EXPLICITADA, NO CORPO DO TRABALHO ATESTADO PELO ALUNO(A) E ORIENTADOR(A). ESTE DOCUMENTO NÃO CONFERE TÍTULO. PARA TAL DEVERÃO SER CUMPRIDOS OS REQUISITOS DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO.

D4Sign f341ea6e-bc1f-4b21-9708-db4aa5074604 - Para confirmar as assinaturas acesse https://secure.d4sign.com.br/verificar
Documento assinado eletronicamente, conforme MP 2.200-2/01, Art. 10º, §2. Brasil

Dedico este trabalho aos meus amados avôs, que já partiram e aos quais só tenho a agradecer por tanto, e ao meu filho Henrique, que acaba de chegar.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a toda a minha família, em especial à minha mãe, Irene de Mendonça Peixoto, e à minha esposa, Renata Miguez Ladogano, por todo o apoio que me deram durante este período. Gostaria de agradecer também ao meu orientador Valdemar Rodrigues de Pinho Neto e a todos os professores que, cientes ou não, tiveram papel relevante na minha trajetória.

"If you are going to try, go all the way. Otherwise, don't even start."

— Charles Bukowski.

RESUMO

Nos últimos anos, o crédito corporativo via mercado de capitais no Brasil apresentou crescimento expressivo, impulsionado pela expansão das debêntures incentivadas e de outros títulos de dívida privada, em um contexto de mudanças regulatórias, redução gradual do crédito direcionado e amadurecimento do sistema financeiro. Esse avanço tem contribuído para uma estrutura de endividamento mais eficiente, na medida em que o financiamento via mercado de capitais tende a oferecer prazos mais longos, maior previsibilidade e diversificação da base de investidores. A partir de dados mensais do crédito ampliado às pessoas jurídicas no período de 2013 a 2024, este trabalho investiga se a expansão do mercado de capitais ocorreu em substituição ao crédito bancário, com especial atenção ao crédito concedido com recursos livres, originado a taxas e condições de mercado. Para isso, estima-se um modelo por meio do método dos mínimos quadrados ordinários, no qual a participação do mercado de capitais no endividamento corporativo é explicada pela participação das diferentes modalidades de crédito e por variáveis de controle domésticas e externas. Os resultados indicam que não há evidência estatística de substituição entre o mercado de capitais e o crédito bancário com recursos livres no período analisado, sugerindo que essas modalidades evoluíram de forma complementar. Por outro lado, encontra-se evidência consistente de substituição entre o mercado de capitais e o crédito direcionado, refletindo a reconfiguração do papel do financiamento público de longo prazo na economia brasileira. Conclui-se que a transformação observada ainda não representa uma migração do crédito bancário privado para o mercado de capitais, mas sim a ocupação do espaço anteriormente associado ao crédito direcionado, indicando potencial para um arranjo ainda mais diversificado do financiamento corporativo no país.

Palavras-chave: Crédito Pessoa Jurídica, Crédito Ampliado, Mercado de capitais, Crédito bancário.

ABSTRACT

In recent years, corporate credit through capital markets in Brazil has experienced significant growth, driven by the expansion of tax-exempt debentures and other private debt securities, in a context marked by regulatory changes, a gradual reduction in directed credit, and the maturation of the financial system. This expansion has contributed to a more efficient debt structure, as capital market financing tends to provide longer maturities, greater predictability, and a more diversified investor base. Using monthly data on expanded credit to non-financial corporations from 2013 to 2024, this study investigates whether the growth of capital market financing occurred as a substitute for bank credit, with particular attention to credit granted with free resources at market-based rates and conditions. To address this question, an econometric model is estimated using the ordinary least squares method, in which the share of capital market financing in corporate indebtedness is explained by the shares of different credit modalities and by domestic and international control variables. The results indicate no statistical evidence of substitution between capital market financing and bank credit with free resources during the period analyzed, suggesting that these modalities evolved in a complementary manner. By contrast, consistent evidence of substitution is found between capital market financing and directed credit, reflecting a reconfiguration of the role of long-term public financing in the Brazilian economy. The findings suggest that the observed transformation does not represent a migration from private bank credit to capital markets, but rather the occupation of space previously associated with subsidized credit, indicating potential for a more diversified corporate financing structure in Brazil.

Keywords: Corporate Credit; Capital Markets; Bank Lending.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Crédito Ampliado Pessoa Jurídica 14
Figura 2 - Composição do endividamento por país 16
Figura 3 - Participações de mercado 21
Figura 4 - Participações de mercado expandido 22
Figura 5 - Variáveis de controle 27

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Teste ADF em nível 26
Tabela 2 – Teste ADF em primeira diferença 26
Tabela 3 - Estatísticas descritivas 27
Tabela 4 - Regressões exploratórias 30
Tabela 5 - Regressão do modelo principal 30
Tabela 6 - Teste F 31

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADF	Augmented Dickey-Fuller (Teste de Dickey-Fuller Aumentado)
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FIAGROS	Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais
FIIs	Fundos de Investimento Imobiliário
MPMEs	Micro, Pequenas e Médias Empresas
PIB	Produto Interno Bruto
SFN	Sistema Financeiro Nacional
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TLP	Taxa de Longo Prazo
VIX	Índice de Volatilidade da Chicago Board Options Exchange

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 12
2 CONTEXTO DO FINANCIAMENTO CORPORATIVO NO BRASIL 13
2.1 CRÉDITO AMPLIADO PESSOA JURÍDICA 13
2.2 PERFIL DO ENDIVIDAMENTO CORPORATIVO 15
2.3 CRESCIMENTO DOS TÍTULOS DE DÍVIDA 17
2.3.1 Fatores estruturais 17
2.3.2 Fatores conjunturais 20
2.4 DINÂMICA DO CRÉDITO AMPLIADO 2013 – 2024 21
3 METODOLOGIA 23
3.1 FONTE DE DADOS 23
3.2 VARIÁVEIS 24
3.3 PROPRIEDADES DAS SÉRIES 25
3.4 MODELO ECONOMÉTRICO 28
4 RESULTADOS 29
5 DISCUSSÃO 31
6 CONCLUSÃO 33
REFERÊNCIAS 36

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, historicamente, a principal forma de financiamento das empresas foi o crédito bancário via o Sistema Financeiro Nacional (SFN), conforme evidenciam as estatísticas monetárias e de crédito divulgadas pelo Banco Central do Brasil (BCB). Isso fez com que o SFN desempenhasse um papel central na alocação de recursos para o setor corporativo nas últimas décadas. Contudo, essa característica difere do padrão observado nos Estados Unidos, onde o mercado de capitais exerce papel mais relevante na oferta de crédito de longo prazo.

Além do crédito bancário, existem outras formas de uma empresa se financiar via dívida, como emissões de títulos no mercado de capitais e captações externas. Cada uma dessas modalidades apresenta estruturas de custos, prazos e riscos distintas, com diferentes sensibilidades a fatores macroeconômicos. Enquanto o crédito bancário tende a ser mais concentrado e de curto prazo, os títulos de dívida corporativa configuram instrumentos típicos de financiamento de longo prazo e diversificação da base de credores.

Uma adequada combinação entre endividamento de curto e longo prazo é fundamental para obter uma estrutura de capital eficiente, reduzindo o custo de capital total, contribuindo assim para maximizar o valor da firma. Desta forma, o acesso a diferentes fontes de financiamento é um fator relevante para as empresas brasileiras.

Nos últimos anos, a composição do mercado de crédito para pessoas jurídicas tem se alterado, influenciada por eventos macroeconômicos e microeconômicos. Entre os eventos macroeconômicos, destacam-se a recessão de 2015–2016, o ciclo de juros que alternou períodos de forte expansão e aperto monetário, as mudanças no ambiente político e os impactos da pandemia de Covid-19. No plano microeconômico, observa-se a redução da participação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) com a substituição da TJLP pela TLP, o surgimento de produtos de crédito incentivado como as debêntures de infraestrutura (Lei nº 12.431/11), a modernização regulatória promovida pela CVM e pelo Banco Central, a expansão das plataformas de investimento digitais com ampliação do canal de distribuição de renda fixa para investidores pessoas físicas e o crescimento do mercado secundário de títulos privados. Esse conjunto de fatores contribuiu para a expansão significativa do volume de títulos de dívida privados emitidos via mercado de capitais.

Diante desse contexto, o presente trabalho tem como objetivo avaliar se é possível identificar evidências de substituição entre o crédito bancário e o financiamento via mercado de capitais no Brasil, sob a ótica do conceito de crédito ampliado definido pelo BCB, tanto nos empréstimos de recursos livres, concedidos por instituições financeiras privadas a taxas e condições de mercado, quanto nos empréstimos de recursos direcionados, provenientes de instituições públicas de fomento ou de repasses de fundos governamentais com finalidades específicas. Busca-se, assim, compreender em que medida a expansão dos instrumentos de dívida corporativa tem se traduzido em menor participação do crédito bancário tradicional no total do endividamento das empresas, contribuindo para uma estrutura de financiamento mais diversificada e eficiente.

2 CONTEXTO DO FINANCIAMENTO CORPORATIVO NO BRASIL

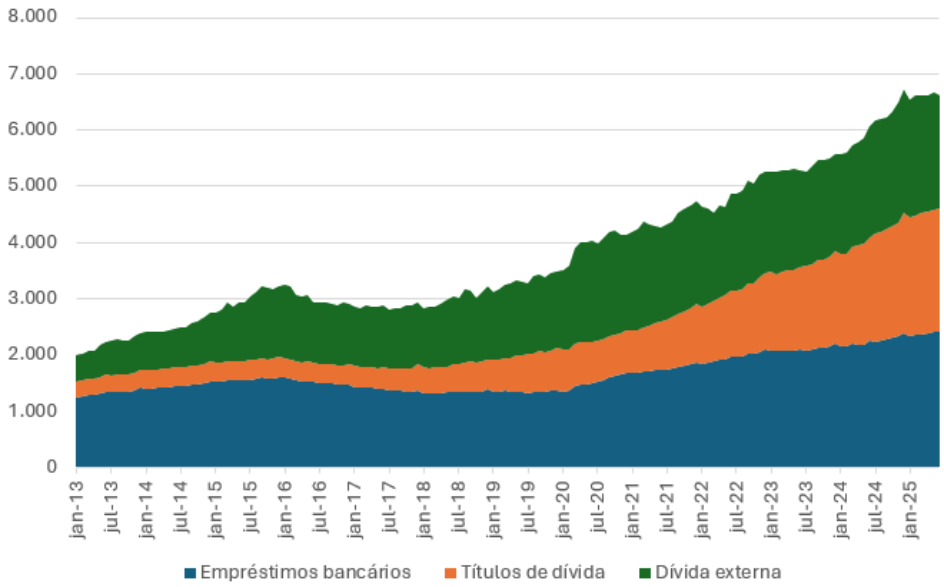
2.1 Crédito ampliado pessoa jurídica

As empresas em geral podem tomar crédito não apenas no Sistema Financeiro Nacional (SFN), mas também junto ao mercado de capitais e no exterior. Sendo assim, a partir de maio de 2019, o BCB passou a divulgar mensalmente, nas Estatísticas Monetárias e de Crédito e no Sistema Gestor de Séries Temporais (SGS), o crédito ampliado. Ele oferece uma visão completa das principais fontes de recursos utilizadas por empresas, famílias e governo, e possibilita obter um retrato mais fiel do endividamento total do setor não financeiro. As séries estatísticas foram construídas em conformidade com o padrão metodológico internacional definido no Manual de Estatísticas Monetárias e Financeiras e Guia de Compilação (MEMF), edição 20161, do Fundo Monetário Internacional (FMI), referência metodológica de melhores práticas para a produção de estatísticas monetárias e financeiras.

No caso das pessoas jurídicas, a série reflete a soma das (i) operações de crédito do SFN, (ii) dos títulos de dívida emitidos no mercado doméstico e (iii) dos créditos concedidos por não residentes. O SFN engloba o crédito bancário, isto é, empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil concedidos por bancos e outras instituições financeiras. Esse crédito é subdividido em recursos livres, negociados a taxas de mercado, e recursos direcionados, cujas condições são definidas por políticas públicas e possuem destinação específica, como as linhas operadas pelo BNDES e aquelas lastreadas em fundos compulsórios, a exemplo do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

(FGTS) e do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). Os títulos de dívida emitidos do mercado de capitais incluem instrumentos como debêntures, notas comerciais, CRI/CRA e cotas de FIDC, representando o financiamento direto das empresas junto a investidores no mercado local. Por fim, a dívida externa compreende empréstimos, financiamentos e emissões de títulos realizados no exterior, incluindo operações intercompanhia entre empresas de um mesmo grupo.

Figura 1 – Crédito Ampliado Pessoa Jurídica



Fonte: Banco Central do Brasil

Em dezembro de 2024, o crédito ampliado para pessoa jurídica totalizou R$6,7 trilhões, correspondendo a 57,1% do PIB. Deste total, 35% correspondem a empréstimos do SFN, 32% a mercado de capitais e 33% a dívida externa. O último estudo realizado pelo Banco Central sobre o tema foi o Estudo Especial nº 50/2019 chamado "Crédito ampliado às empresas: comportamento e perfil", divulgado originalmente como boxe do Relatório de Economia Bancária (2018). Nele, são apontado algumas características do mercado brasileiro de crédito como (i) grandes empresas possuem uma participação maior de mercado de capitais na sua estrutura de capital do que Médias e Pequenas empresas (MPMEs); (ii) tanto nas grandes empresas como nas MPMEs, a participação do crédito do SFN apresenta tendência de queda, enquanto que o financiamento proveniente do mercado externo e do mercado de capitais mostra elevação (iii) a fonte de recursos mais cara é o SFN, seguida do mercado de capitais e, por último, do mercado externo; (iv) as MPMEs pagam taxas mais elevadas que as grandes empresas tanto no SFN quanto no mercado de capitais, embora a diferença neste último seja menor e (v) o crédito ampliado às MPMEs é, em geral, de prazo inferior ao das grandes empresas.

2.2 Perfil do endividamento corporativo

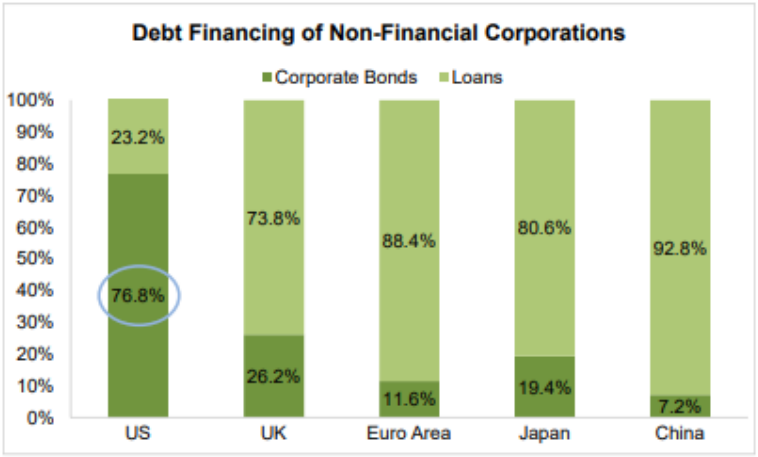
Até o início da década de 2010, o mercado de títulos corporativos no Brasil apresentava desenvolvimento relativamente limitado. Segundo Paula e Faria Jr. (2012), o financiamento de longo prazo permanecia fortemente concentrado no crédito bancário e em instrumentos indexados à Selic, com mercado secundário pouco desenvolvido e predominância de debêntures atreladas ao DI. A elevada rentabilidade da dívida pública e sua alta liquidez geravam concorrência direta com os títulos privados, restringindo o aprofundamento do mercado de capitais.

É a partir desse contexto que se observa, ao longo da série iniciada em 2013, uma alteração gradual no perfil do endividamento corporativo brasileiro, com aumento da participação do mercado de capitais e da dívida externa no crédito ampliado às pessoas jurídicas. No início da série, em 2013, o crédito ampliado total era composto por 63% de empréstimos, 23% de dívida externa e 14% de títulos de dívida. Vale notar que a dívida externa, embora seja uma categoria própria do crédito ampliado para pessoa jurídica, também pode ser aberta em crédito bancário e mercado de capitais. Analisando dessa forma, o endividamento total em 2013 era composto por 71% de empréstimos bancários e 29% de mercado de capitais.

No final de 2024, essa composição era de 35% de empréstimos do SFN, 33% de dívida externa e 32% de mercado de capitais. Entre 2013 e 2024, as taxas de crescimento anual composta dos empréstimos do SFN, da dívida externa e do mercado de capitais foram de 5%, 11% e 20%, respectivamente. A diferença do crescimento é significativa. Abrindo novamente a dívida externa, observa-se uma composição de 58% de empréstimos bancários e 42% de mercado de capitais.

Mesmo com essa mudança significativa, marcada pela forte expansão dos títulos privados via mercado de capitais, o Brasil permanece consideravelmente atrás dos Estados Unidos. Segundo o SIFMA Research Capital Markets Fact Book, divulgado em julho de 2025, os Estados Unidos possuem uma composição de 77% mercado de capitais e 23% empréstimo bancários. Contudo, vale mencionar que atualmente o Brasil está mais avançado nesse aspecto do que países como Reino Unido, Japão e a União Europeia agregada.

Figura 2 – Composição do endividamento por país



Fonte: SIFMA. Capital Markets Fact Book 2025

Do ponto de vista do crescimento econômico, estudos sugerem que uma maior participação de bancos ou de mercados pode ser menos determinante do que o grau de desenvolvimento financeiro e a qualidade institucional. Levine (2002) argumenta que o crescimento está mais associado ao desenvolvimento financeiro agregado do que ao modelo predominante de financiamento. Nesse sentido, fatores como a proteção a investidores e credores, a solidez dos direitos de propriedade e a eficiência na execução de contratos desempenham papel central na capacidade do sistema financeiro de promover o crescimento econômico.

Ainda assim, sob a ótica microeconômica, existem diferenças relevantes entre as modalidades de financiamento. De maneira geral, mercados de capitais desenvolvidos oferecem vantagens em relação ao financiamento bancário tradicional, sobretudo para endividamento de longo prazo. Conforme apresentado no artigo “The Rise of Domestic Capital Markets for Corporate Financing” (World Bank, 2019), a emissão de títulos corporativos tende a proporcionar prazos mais longos, maior previsibilidade e uma base de investidores mais ampla e diversificada, reduzindo riscos de refinanciamento e a dependência de poucos credores. Em contraste, o crédito bancário caracteriza-se por maturidades mais curtas, renegociações recorrentes e maior sensibilidade ao ciclo econômico, fatores que geram volatilidade no resultado das firmas em períodos de estresse. Portanto, do ponto de vista econômico, o financiamento via mercado de capitais se mostra mais adequado quando as empresas buscam alinhar seus passivos a projetos de investimento de longo prazo.

2.3 Crescimento dos títulos de dívida

O crescimento dos títulos de dívida, tanto privados quanto securitizados, ganhou tração e iniciou uma franca expansão a partir de 2017. Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), mais da metade das emissões de debêntures realizadas entre 1995 e 2019 foi feita a partir de 2017.

Uma série de fatores levou à expansão dos títulos de dívida privados via mercado de capitais, alguns destes com aspectos estruturais e outros mais conjunturais, que colaboraram para a aceleração do crescimento recente. Entre os fatores estruturais, ocorreram alterações regulatórias, redução do tamanho do BNDES e amadurecimento do mercado. Já os fatores conjunturais foram a trajetória da taxa de juros e as condições de mercado que levaram a uma grande procura pelos títulos privados, principalmente isentos, pelos investidores pessoa física.

2.3.1 Fatores estruturais

De acordo com Almeida e Bazilio (2015), a Instrução CVM 476 desempenhou papel importante na expansão do mercado de títulos de dívida no Brasil ao reduzir os custos e o tempo necessários para a realização de ofertas, tornando o processo de emissão mais ágil e acessível. Ao permitir que empresas de capital fechado passassem a emitir debêntures, a norma ampliou o universo de emissores e facilitou o acesso ao mercado de capitais. Além disso, ao possibilitar que operações tradicionalmente estruturadas como crédito bancário fossem convertidas em emissões de debêntures, sem a incidência de IOF, a 476 criou um incentivo econômico para a migração de operações para o mercado de capitais, elevando o número total de emissões no mercado primário. A simplificação regulatória promovida pela instrução também reduziu barreiras de entrada, atraindo novos emissores e estimulando o desenvolvimento do mercado. Por fim, ao se consolidar como instrumento amplamente utilizado, a 476 pavimentou o caminho para aperfeiçoamentos regulatórios posteriores, como a Resolução CVM (RCVM) n.º 160, de 13 de julho de 2022, que, segundo a comissão, regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor em geral e promover a eficiência e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Outro evento regulatório de impacto relevante, conforme apresentado por Bragança, Pessoa e Souza (2015), foi a promulgação da Lei 12.431/2011, que concedeu isenção de imposto de renda para as debêntures destinadas ao financiamento de projetos de infraestrutura, conhecidas como debêntures incentivadas. Essa medida ampliou significativamente a atratividade desse instrumento para o investidor de varejo. Em linha com essa análise, a ANBIMA (2022) destaca que a isenção de IR para pessoas físicas teve papel determinante para democratizar o acesso desses investidores ao mercado de capitais doméstico, fortalecendo a capacidade do setor privado de mobilizar recursos para projetos de longo prazo.

A redução da participação do BNDES como fonte de financiamento também teve papel relevante nesse processo. Embora, historicamente, o banco de desenvolvimento tenha exercido função importante no financiamento de projetos de longo prazo no Brasil, especialmente nos setores de infraestrutura e indústria, oferecendo crédito com taxas subsidiadas e prazos alongados em um contexto de mercado de capitais pouco desenvolvido, sua atuação atingiu proporções elevadas em relação ao crédito total ao longo do tempo, contribuindo para distorções na alocação de recursos e para a redução dos incentivos ao desenvolvimento de fontes privadas de financiamento de longo prazo (Aparecida, Lazzarini & Bortoluzzo, 2022). Conforme discutido no artigo, empresas com acesso a alternativas privadas frequentemente recorreram ao crédito subsidiado, caracterizando um efeito de substituição do financiamento privado pelo público.

A partir da segunda metade da década de 2010, mudanças institucionais e operacionais alteraram significativamente esse papel. A substituição da TJLP pela TLP representou uma inflexão relevante na política de crédito do BNDES, ao reduzir o subsídio implícito das operações e alinhar o custo do financiamento de longo prazo às condições de mercado, tornando mais transparente o custo fiscal do crédito direcionado (Giambiagi, Borça Jr. & Magalhães, 2024). Além disso, o texto destaca a redução progressiva da participação do Tesouro Nacional como fonte de funding do BNDES, o que limitou a capacidade de expansão do crédito direcionado e reforçou a retração dos desembolsos do banco. Esse conjunto de fatores diminuiu a competitividade relativa do financiamento público frente ao mercado de capitais, incentivando empresas com melhor perfil de risco a acessarem diretamente investidores privados por meio da emissão de títulos de dívida. Assim, o reposicionamento do BNDES contribuiu para uma reconfiguração do sistema de financiamento corporativo no Brasil, reforçando a transição

para um arranjo mais diversificado, no qual o banco de desenvolvimento passa a atuar de forma mais complementar ao capital privado.

O amadurecimento do mercado de capitais brasileiro constitui outro fator estrutural relevante para a expansão do financiamento via títulos privados. Conforme discutido no relatório “A Contribuição do Mercado de Capitais para o Desenvolvimento Econômico” (ANBIMA, 2025), esse processo se manifesta, em primeiro lugar, pela ampliação e diversificação do conjunto de instrumentos disponíveis, com destaque para produtos como CRI, CRA, notas comerciais, FIDCs, fundos imobiliários (FIIs) e Fiagros. A introdução e consolidação desses instrumentos ampliou o escopo de projetos e setores passíveis de financiamento via mercado de capitais, permitindo que segmentos como o imobiliário, o agronegócio e empresas de médio porte acessassem recursos de forma mais direta e em linha com as suas necessidades.

Em paralelo, o crescimento da indústria de fundos de investimento desempenhou papel importante nesse processo de amadurecimento, ao ampliar a capacidade de intermediação entre a poupança dos investidores e as necessidades de financiamento das empresas. Conforme discutido no relatório da ANBIMA (2025), a expansão da indústria de fundos contribuiu para a absorção de volumes crescentes de emissões no mercado primário, além de fortalecer a liquidez no mercado secundário, reduzindo fricções e ampliando a eficiência alocativa do sistema financeiro. Esse movimento foi reforçado pela consolidação das plataformas digitais de investimento, que, segundo o Banco Central do Brasil (2022, Relatório de Economia Bancária), reduziram os custos de intermediação e de distribuição de produtos financeiros, ampliando o alcance dos produtos de mercado de capitais e democratizando o acesso de investidores pessoas físicas a instrumentos anteriormente restritos a investidores institucionais, como fundos estruturados e títulos de securitização. Evidências institucionais apresentadas no Relatório de Gestão da CVM (2023) indicam que esse processo resultou em uma ampliação expressiva da base de investidores e participantes do mercado regulado, aumentando a capacidade de absorção das emissões de títulos privados.

Por fim, conforme destacado pela ANBIMA (2025), a expansão e o aprofundamento do mercado secundário de títulos corporativos reforçaram a atratividade do financiamento via mercado de capitais. O aumento das emissões, combinado à maior participação de fundos e investidores de varejo, resultou em maior volume de negociações e liquidez, reduzindo o prêmio exigido pelos investidores

e ampliando a previsibilidade das condições de financiamento. Esse avanço é fundamental para o funcionamento eficiente do mercado de capitais, na medida em que fortalece a formação de preços, reduz riscos de liquidez e sustenta o crescimento do mercado primário de títulos privados.

2.3.2 Fatores conjunturais

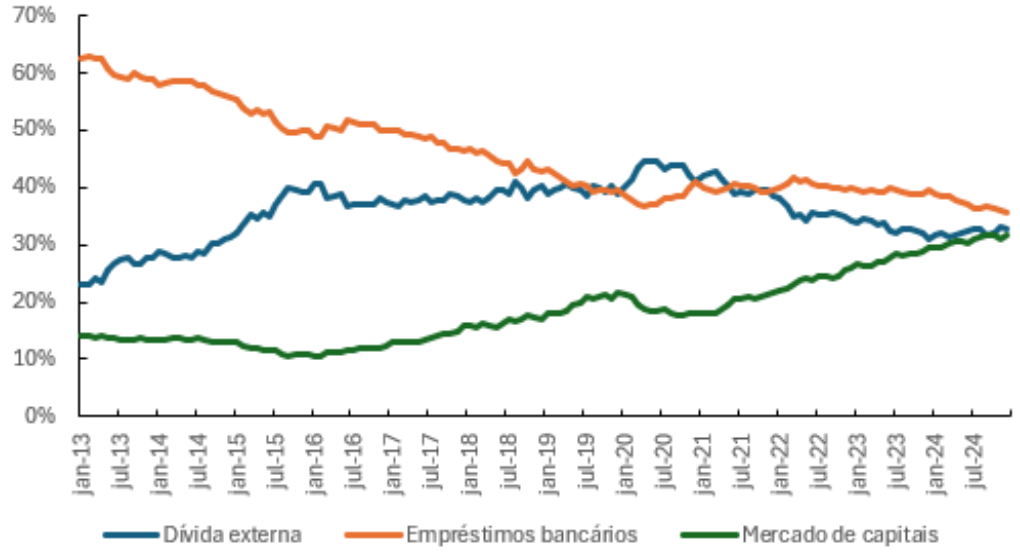
Entre os fatores conjunturais, o ciclo de queda da taxa de juros observado a partir de 2017 teve papel relevante para a expansão do mercado de capitais no Brasil. Conforme discutido no relatório "A Contribuição do Mercado de Capitais para o Desenvolvimento Econômico" (ANBIMA, 2025), a redução da taxa básica de juros alterou o trade-off risco–retorno enfrentado pelos investidores, diminuindo a atratividade relativa dos instrumentos tradicionais de renda fixa bancária e estimulando a demanda por títulos privados de maior prazo e retorno. Esse ambiente favoreceu a migração da poupança financeira para o mercado de capitais, ampliando a base de investidores e sustentando o aumento das emissões de debêntures, instrumentos de securitização e cotas de fundos. Sob a ótica das empresas, a queda dos juros reduziu o custo de captação e ampliou a viabilidade econômica do financiamento via mercado, incentivando a substituição parcial do crédito bancário por emissões de títulos. Em linha com essa interpretação, o Relatório de Economia Bancária do Banco Central do Brasil (2022) destaca que o ciclo monetário mais acomodatício contribuiu para mudanças na composição do crédito às pessoas jurídicas, com maior participação relativa do mercado de capitais no crédito ampliado.

Posteriormente, com a reversão do ciclo monetário e a rápida elevação da taxa de juros para patamares de dois dígitos, observou-se uma nova reconfiguração das preferências dos investidores. Nesse cenário, produtos de renda fixa passaram a oferecer uma combinação de retorno elevado, menor volatilidade e maior previsibilidade, especialmente aqueles com benefícios tributários, como debêntures incentivadas, CRIs e CRAs. A elevação dos juros aumentou a atratividade relativa desses instrumentos em comparação com ativos de maior risco, como a renda variável, favorecendo a realocação de portfólios em direção ao crédito privado e aos fundos de renda fixa. Assim, mesmo em um ambiente de maior custo de capital para as empresas, a forte demanda dos investidores por produtos de renda fixa e isentos contribuiu para sustentar o crescimento do mercado de capitais, evidenciando que diferentes fases do ciclo de juros podem influenciar o financiamento via mercado por canais distintos.

2.4 Dinâmica do crédito ampliado 2013 – 2024

A dinâmica do crédito ampliado é analisada a partir da evolução das participações relativas de suas diferentes modalidades ao longo do tempo, permitindo examinar mudanças na composição do financiamento corporativo. Ao observar a participação de mercado dos empréstimos bancários, do mercado de capitais e da dívida externa, é possível identificar três períodos distintos ao longo de 2013 a 2024.

Figura 3 – Participações de mercado



Fonte: Banco Central do Brasil

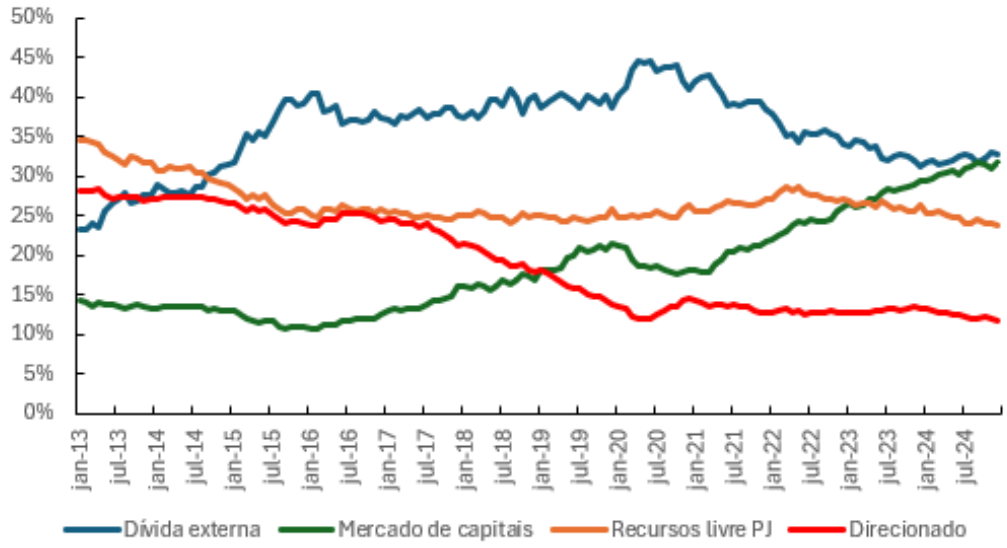
O primeiro período, entre 2013 e 2016, é marcado pelo aumento expressivo da participação da dívida externa, que passou de aproximadamente 25% para 45% do crédito ampliado. Esse movimento é explicado em parte pela dinâmica cambial do período, em que a taxa de câmbio se depreciou de cerca de R$2 para R$4 por dólar, elevando, em termos de reais, o estoque das captações externas.

O segundo período, entre 2017 e 2019, caracteriza-se pelo ganho de participação do mercado de capitais, sobretudo em detrimento dos empréstimos bancários. Nesse intervalo, a participação do mercado de capitais dobrou, passando de aproximadamente 10% no início de 2017 para cerca de 20% ao final de 2019. Esse movimento ocorreu em um contexto de queda da taxa de juros, amadurecimento institucional do mercado de capitais e retração do crédito direcionado, configurando um ambiente mais favorável às emissões de títulos de dívida no mercado doméstico.

O terceiro período, de 2020 a 2024, inicia-se com o choque provocado pela pandemia de Covid-19, que resultou em uma retração temporária das emissões no mercado de capitais e em uma nova depreciação cambial, com a taxa de câmbio se aproximando de R$5,60 por dólar. Inicialmente, observa-se um aumento transitório da participação dos empréstimos bancários e da dívida externa. Nos anos subsequentes, contudo, esse movimento é revertido, com queda recorrente da participação dessas modalidades e retomada consistente do mercado de capitais, que alcança cerca de 32% do crédito ampliado ao final de 2024. Nesse período mais recente, o ganho de participação do mercado de capitais ocorreu principalmente em detrimento da dívida externa.

A decomposição dos empréstimos bancários em recursos livres e recursos direcionados permite aprofundar a compreensão dessa dinâmica. Durante a segunda fase, entre 2017 e 2020, o aumento da participação do mercado de capitais ocorreu majoritariamente em detrimento do crédito direcionado, movimento associado à redução da atuação do BNDES e à mudança nas diretrizes do crédito público de longo prazo. Nesse intervalo, a participação dos recursos livres permaneceu relativamente estável. Já no período mais recente, a partir de 2020, o mercado de capitais ampliou sua participação em aproximadamente 11 pontos percentuais, enquanto a dívida externa perdeu cerca de 8 pontos percentuais, os recursos direcionados 2 pontos percentuais e os recursos livres 1 ponto percentual. Esses padrões sugerem que, embora o recuo do crédito direcionado tenha sido relevante em um primeiro momento, a expansão mais recente do mercado de capitais passou a afetar também outras fontes de financiamento.

Figura 4 – Participações de mercado expandido



Fonte: Banco Central do Brasil

Do ponto de vista do custo do financiamento, o Estudo Especial nº 50 do Banco Central do Brasil (BCB, 2019) indica que, para empresas de todos os portes, o crédito proveniente do Sistema Financeiro Nacional apresenta em média o maior custo relativo, seguido pelas captações realizadas via mercado de capitais e, por fim, pelo financiamento externo. Segundo o estudo, para as grandes empresas, a diferença entre as taxas praticadas pelo SFN e aquelas observadas no mercado de capitais alcançou aproximadamente 1,3 ponto percentual ao final de 2018. De forma geral, micro, pequenas e médias empresas enfrentam custos mais elevados do que as grandes empresas tanto no crédito bancário quanto no mercado de capitais, ainda que essa assimetria seja menor no mercado de capitais. Esses elementos reforçam a relevância do desenvolvimento do mercado de capitais como fonte alternativa de financiamento e da ampliação do acesso das empresas de diferentes tamanhos a essa modalidade.

A partir da dinâmica descrita, esta seção estabelece o pano de fundo para a análise desenvolvida ao longo do estudo, ao examinar a evolução da composição do crédito ampliado às empresas no período de 2013 a 2024. Considerando a trajetória observada entre empréstimos bancários de recursos livres e direcionados, emissões no mercado de capitais e dívida externa, a análise investiga em que medida as mudanças nas participações relativas dessas modalidades são consistentes com um processo de substituição entre fontes de financiamento. Em particular, o foco recai sobre o papel do mercado de capitais como alternativa ao crédito bancário com recursos livres, concedidos por instituições financeiras privadas a taxas e condições de mercado, levando em conta o impacto de variáveis macroeconômicas.

3 METODOLOGIA

3.1 Fonte de dados

Os dados utilizados neste trabalho foram obtidos a partir de bases oficiais e amplamente utilizadas em estudos acadêmicos e análises econômicas. As informações referentes ao crédito ampliado para pessoa jurídica e à sua decomposição em empréstimos do SFN, mercado de capitais e dívida externa foram coletadas junto ao Banco Central do Brasil, por meio das Estatísticas Monetárias e de Crédito e do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS).

As séries macroeconômicas domésticas, incluindo taxa básica de juros e produto interno bruto, também foram obtidas a partir das bases de dados do Banco Central do Brasil, garantindo coerência temporal entre as variáveis utilizadas.

As séries macroeconômicas internacionais foram obtidas a partir de bases externas. A taxa de juros dos títulos do Tesouro norte-americano de longo prazo (Treasury 10 anos), foi coletada junto à base Federal Reserve Economic Data (FRED), mantida pelo Federal Reserve Bank of St. Louis. Adicionalmente, dados de mercado relevantes para a dinâmica do financiamento corporativo brasileiro, como a taxa de câmbio e o índice de volatilidade (VIX), foram obtidos por meio do terminal da Bloomberg.

3.2 Variáveis

A análise desenvolvida neste estudo tem como foco a avaliação da existência de um processo de substituição entre o crédito bancário concedido com recursos livres e o financiamento via mercado de capitais no Brasil. Para esse fim, as variáveis do modelo são construídas a partir das participações relativas das diferentes fontes de financiamento no crédito ampliado total às pessoas jurídicas, permitindo capturar alterações na composição do endividamento corporativo ao longo do tempo.

A variável dependente do estudo é a participação do mercado de capitais. Essa variável reflete a trajetória relativa dos títulos de dívida emitidos no mercado doméstico como fonte de financiamento das empresas. A variável explicativa de interesse é a participação dos empréstimos bancários com recursos livres no crédito ampliado. Essa medida representa o crédito concedido por instituições financeiras privadas a taxas e condições de mercado. A relação entre essas duas participações permite avaliar se a expansão do mercado de capitais ocorre em detrimento do crédito bancário privado, caracterizando um processo de substituição entre fontes de financiamento.

O modelo incorpora ainda um conjunto de variáveis de controle macro e microeconômico, selecionadas com base na relevância para a determinação das condições de crédito. Entre as variáveis domésticas, incluem-se o produto interno bruto, como indicador do nível de atividade econômica, a taxa básica de juros, que influencia o custo relativo das diferentes modalidades de crédito, e a taxa de inadimplência das pessoas jurídicas, utilizada como medida indireta para o risco de crédito no sistema financeiro doméstico.

Adicionalmente, são consideradas variáveis que capturam o ambiente financeiro internacional. A taxa de juros dos títulos do Tesouro norte-americano de longo prazo é utilizada como referência para o custo do capital em nível global. A taxa de câmbio é incluída para captar seus efeitos sobre o custo relativo do endividamento externo e sobre a valorização ou desvalorização, em moeda doméstica, dos estoques de dívida. Por fim, o índice de volatilidade (VIX), que mede a volatilidade implícita das opções do S&P 500, é utilizado como medida indireta de aversão global ao risco e das condições financeiras externas. Essa escolha segue uma literatura que associa o comportamento dos fluxos internacionais de capital ao ciclo financeiro global e a mudanças no apetite a risco dos investidores. Rey (2015), em seu trabalho sobre o ciclo financeiro global e a independência da política monetária, argumenta que há um ciclo financeiro comum entre países, observado em fluxos de capital, preços de ativos e crescimento do crédito, que se move conjuntamente com o VIX, utilizado como medida de incerteza e aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais. De forma complementar, Ahmed e Zlate (2014), ao analisarem os determinantes dos fluxos de capital para economias emergentes, incluem o VIX como medida do apetite global a risco, reconhecendo que mudanças nas condições financeiras internacionais podem afetar a direção e a intensidade dos fluxos para essas economias. Dessa forma, a inclusão do VIX no modelo busca capturar choques de incerteza financeira internacional que podem afetar o custo e a disponibilidade de financiamento externo para empresas brasileiras, influenciando a composição do crédito ampliado às pessoas jurídicas.

A escolha desse conjunto de variáveis busca capturar os canais pelos quais fatores domésticos e internacionais influenciam a composição do financiamento corporativo no Brasil. Em linha com a literatura econométrica, optou-se por uma especificação parcimoniosa, mantendo apenas variáveis com papel econômico bem definido na determinação das condições de crédito, de modo a preservar a identificação do modelo e a interpretação econômica dos coeficientes estimados.

3.3 Propriedades das séries

Antes da estimação dos modelos econométricos, foi realizada a análise das propriedades estatísticas das séries temporais utilizadas no estudo, com especial atenção à presença de raiz unitária. Essa etapa é importante para evitar relações espúrias e dar suporte à interpretação do coeficiente de interesse do estudo.

No caso das variáveis construídas como participações, como mercado de capitais, recursos livres, recursos direcionados e dívida externa, adotou-se a utilização em nível. Essas séries são, por construção, limitadas ao intervalo [0,1], de modo que não podem apresentar comportamento divergente no longo prazo, como em um passeio aleatório sem restrições. Ainda assim, vale ressaltar que testes como o ADF podem não rejeitar a hipótese nula de raiz unitária em amostras finitas quando as séries de participação apresentam mudanças significativas, persistentes, ao longo do período analisado, fenômeno compatível com a transição observada na composição do crédito ampliado entre 2013 e 2024. Assim, a decisão de mantê-las em nível preserva sua interpretação econômica direta como participação relativa no crédito ampliado, ao mesmo tempo em que reconhece as limitações usuais dos testes de raiz unitária nesse contexto.

Para as variáveis de controle, foram realizados testes ADF em nível e em primeira diferença, de forma a verificar a presença de raiz unitária e orientar a forma de utilização dessas séries nas regressões.

Tabela 1 – Teste ADF em nível

Variável	Valor do teste	1%	5%	10%	sig.
Selic	-1,53	-3,99	-3,43	-3,13	-
PIB	-2,51	-3,99	-3,43	-3,13	-
Câmbio	-2,29	-3,99	-3,43	-3,13	-
VIX	-4,50	-3,99	-3,43	-3,13	***
Govt 10y	-1,55	-3,99	-3,43	-3,13	-
Inad. PJ	-1,26	-3,99	-3,43	-3,13	-

Tabela 2 – Teste ADF em primeira diferença

Variável	Valor do teste	1%	5%	10%	sig.
Δ Selic	-2,39	-2,58	-1,95	-1,62	**
Δ PIB	-13,63	-2,58	-1,95	-1,62	***
Δ Câmbio	-7,80	-2,58	-1,95	-1,62	***
Δ VIX	-11,72	-2,58	-1,95	-1,62	***
Δ Govt 10y	-8,03	-2,58	-1,95	-1,62	***
Δ Inad. PJ	-8,74	-2,58	-1,95	-1,62	***

Os resultados indicaram que, em geral, as variáveis de controle não rejeitam a hipótese nula de raiz unitária quando consideradas em nível, tornando-se estacionárias após a diferenciação. Com base nessas evidências, optou-se por utilizar as variáveis de controle em primeira diferença nas estimações, de forma a assegurar a validade estatística das estimativas. Como exceções, o índice de volatilidade

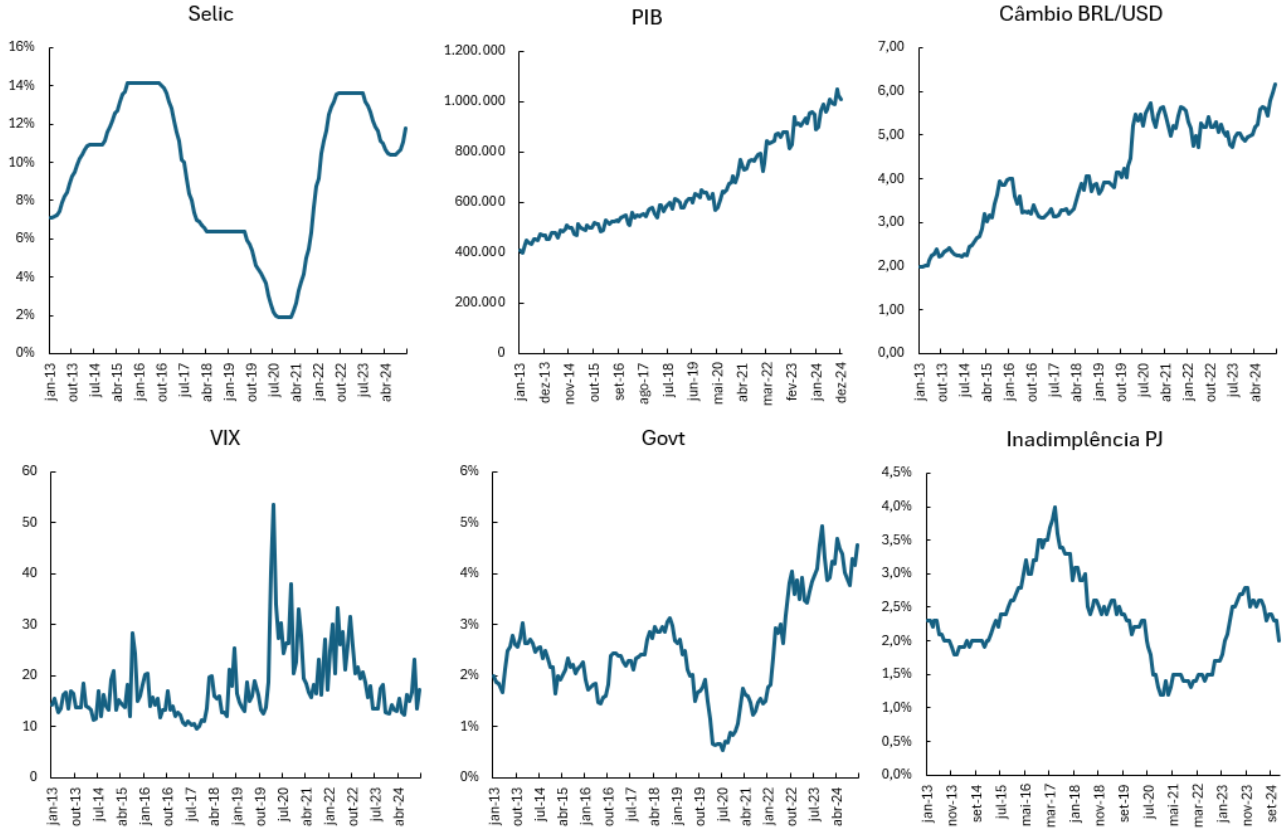
dos mercados financeiros internacionais (VIX) foi utilizado em nível, dado que os testes indicaram estacionariedade nessa forma. Além disso, o PIB foi utilizado em logaritmo, pois essa transformação torna as variações da série mais estáveis e comparáveis ao longo do tempo, além de permitir interpretar mudanças como variações percentuais.

A seguir, são apresentadas a tabela de estatísticas descritivas das séries temporais das variáveis de controle e seus respectivos gráficos.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas

Variável	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Câmbio BRL/USD	144	R$ 4,04	R$ 3,92	R$ 1,16	R$ 1,98	R$ 6,17
Govt	144	2%	2%	1%	1%	5%
Inadimplência PJ	144	2,3%	2,3%	0,6%	1,2%	4,0%
PIB	144	R$ 650.999	R$ 595.058	R$ 173.863	R$ 398.087	R$ 1.047.227
Selic	144	9%	10%	4%	2%	14%
VIX	144	17,83	16,11	6,65	9,51	53,54

Figura 5 – Variáveis de controle



3.4 Modelo econométrico

Este trabalho busca avaliar se há evidências de substituição entre o crédito bancário concedido com recursos livres e o financiamento via mercado de capitais no Brasil. Para isso, estima-se a relação entre a participação do mercado de capitais no crédito ampliado às pessoas jurídicas e a participação dos empréstimos bancários com recursos livres, controlando por variáveis macroeconômicas domésticas e externas que podem afetar a composição das fontes de financiamento. A hipótese central é que, caso a expansão do mercado de capitais ocorra em detrimento do crédito bancário com recursos livres, espera-se uma relação negativa entre essas participações. Em contrapartida, uma relação positiva sugere ausência de substituição, com movimentos conjuntos entre as modalidades.

A modelagem econométrica enfrenta um desafio quando a variável de interesse é construída a partir de participações relativas das diferentes modalidades de financiamento. No caso do crédito ampliado às pessoas jurídicas, as modalidades somam, por construção, a totalidade do crédito ampliado em cada período. Essa característica impõe uma restrição linear exata entre as variáveis, o que inviabiliza a inclusão simultânea de todas as participações em uma mesma regressão sem incorrer em multicolinearidade.

Para contornar esse problema, adota-se a estratégia de omitir uma das categorias de financiamento e interpretar os coeficientes de forma condicional à participação excluída. Desta forma, as estimativas capturam como variações relativas entre as modalidades incluídas no modelo se ajustam, dado que o aumento da participação de uma fonte de financiamento necessariamente implica a redução de outra. Neste trabalho, a dívida externa é tratada como a categoria omitida, de modo que os coeficientes estimados refletem realocações relativas entre o mercado de capitais e as diferentes formas de crédito doméstico, condicionadas à evolução da dívida externa e às variáveis de controle. Assim, o coeficiente associado ao crédito bancário com recursos livres deve ser interpretado como a relação entre mudanças na sua participação e mudanças na participação do mercado de capitais, dadas as demais fontes de financiamento e o ambiente macroeconômico.

Essa abordagem permite estimar as relações de interesse sem violar as propriedades estatísticas. O modelo é especificado da seguinte forma:

$$Share_t^{MC} = \alpha + \beta_1 Share_t^{RL} + \beta_2 Share_t^{RD} + \beta_3 \Delta \ln\ PIB_t + \beta_4 \Delta Selic_t + \beta_5 \Delta Govt10y_t + \beta_6 \Delta Câmbio_t + \beta_7 VIX_t + \beta_8 \Delta InadimplênciaPJ_t + \varepsilon_t$$

O modelo é estimado por mínimos quadrados ordinários (MQO).

Onde:

$Share_t^{MC}$ = Participação do mercado de capitais no crédito ampliado PJ total

$Share_t^{RL}$ = Participação do dos recursos livres no crédito ampliado PJ total

$Share_t^{RD}$ = Participação do dos recursos direcionados no crédito ampliado PJ total

$\Delta \text{LN}PIB_t$ = Log do produto interno bruto em primeira diferença

$\Delta Selic_t$ = Taxa básica de juros em primeira diferença

$\Delta Govt10y_t$ = Treasury 10 anos em primeira diferença

$\Delta Câmbio_t$ = Taxa de câmbio em primeira diferença

VIX_t = índice de volatilidade VIX em nível

$\Delta InadimplênciaPJ_t$ = a taxa de inadimplência em primeira diferença

Na regressão acima, o coeficiente β_1 é o parâmetro de interesse do estudo e mede a relação entre variações relativas na participação do crédito bancário com recursos livres e do mercado de capitais, condicionada à categoria omitida do modelo, à participação dos recursos direcionados e às variáveis de controle. Um coeficiente negativo e estatisticamente significante indica substituição entre as modalidades, enquanto um coeficiente positivo sugere movimentos conjuntos.

4 RESULTADOS

A Tabela 4 apresenta regressões exploratórias das participações do mercado de capitais, dos empréstimos bancários com recursos livres, dos recursos direcionados e da dívida externa em relação às variáveis macroeconômicas utilizadas como controles no modelo principal. Essas regressões são realizadas com todas as variáveis em nível, têm caráter descritivo e visam verificar se os padrões observados nos dados são consistentes com o que a teoria e a literatura econômica sugerem.

Tabela 4 – Regressões exploratórias

	Mercado de capitais			Recursos livres			Recursos direcionados			Dívida externa		
	Coef.	EP	p-valor	Coef.	EP	p-valor	Coef.	EP	p-valor	Coef.	EP	p-valor
Selic	-0,279	0,048	***	0,061	0,032	.	0,380	0,037	***	-0,162	0,032	.
LN PIB	0,244	0,021	***	0,036	0,014	*	-0,147	0,016	***	-0,133		*
Inad. PJ	-0,345	0,279		-2,865	0,191	***	-0,390	0,215	.	3,550	0,191	***
Câmbio	-0,011	0,004	**	-0,026	0,003	***	-0,017	0,003	***	0,054	0,003	***
VIX	0,001	0,000	.	0,000	0,000		-0,001	0,000	***	0,000	0,000	
Govt 10y	1,524	0,279	***	0,046	0,190		0,267	0,215		-1,837	0,190	***

De modo geral, os sinais estimados são compatíveis com a intuição econômica. Variáveis associadas ao custo do crédito e às condições financeiras, como a taxa Selic, a taxa de câmbio e a taxa de juros dos títulos do Tesouro norte-americano, apresentam associações estatisticamente significantes com diferentes modalidades de financiamento. Da mesma forma, indicadores de atividade econômica e risco de crédito doméstico também se mostram relevantes para explicar a composição do crédito ampliado.

Tabela 5 – Regressão do modelo principal

Variável dependente: Mercado de capitais

Variável	Coeficiente	Erro padrão	p-valor	
Constante	0,321	0,032	0,000	***
Share recursos livres	0,580	0,139	0,000	***
Share Recursos direcionados	-1,217	0,059	0,000	***
Δ LN PIB	-0,016	0,067	0,808	
Δ Selic	0,593	0,075	0,428	
Δ Govt 10y	0,507	1,040	0,627	
Δ Câmbio	0,020	0,015	0,177	
VIX	-0,003	0,000	0,000	***
Δ Inad. PJ	2,131	1,902	0,265	

R^2 = 0,801, R^2 ajustado = 0,790

A Tabela 5 apresenta os resultados do modelo principal, no qual a participação do mercado de capitais é explicada pela participação dos empréstimos bancários com recursos livres, com recursos direcionados e pelo conjunto de variáveis de controle. O coeficiente associado aos recursos livres é positivo e estatisticamente significante, indicando que aumentos na participação do crédito bancário privado estão associados a aumentos na participação do mercado de capitais. Esse resultado sugere ausência de substituição direta entre essas modalidades, com movimentos conjuntos na composição

do crédito ampliado, condicionados à categoria omitida (dívida externa) e às variáveis macroeconômicas.

Em contraste, a participação dos recursos direcionados apresenta coeficiente negativo e estatisticamente significante, indicando que a expansão do mercado de capitais ocorre, sobretudo, em detrimento do crédito direcionado. Esse resultado é consistente com a retração do papel do crédito público de longo prazo no Brasil e com o reposicionamento do BNDES ao longo do período analisado.

As variáveis de controle, em sua maioria, não apresentam significância estatística individual, com exceção do índice de volatilidade internacional (VIX), que apresenta coeficiente negativo e significante. Esse padrão sugere que, embora as condições macroeconômicas e financeiras sejam relevantes para caracterizar o ambiente em que ocorre a alocação do crédito, a dinâmica de substituição entre modalidades está mais associada a fatores estruturais do que a flutuações conjunturais de curto prazo.

Tabela 6 – Teste F

Modelo	Resíduos (RSS)	graus de liberdade	Estatística F	p-valor
Modelo restrito	0,176	146	-	-
Modelo completo	0,1302	140	8,21	0,00

Diante desses resultados, para avaliar a relevância conjunta das variáveis de controle, foi realizado um teste F comparando o modelo completo com uma especificação restrita que inclui apenas as participações dos recursos livres e dos recursos direcionados. O teste rejeita a hipótese nula de que os coeficientes das variáveis de controle são conjuntamente iguais a zero, ao nível de significância de 1%. Esse resultado indica que, embora as variáveis de controle não apresentem significância estatística individual em sua maioria, sua inclusão melhora de forma estatisticamente significativa o ajuste do modelo. Assim, o teste reforça a adequação da especificação adotada e a validade da inferência sobre os coeficientes de interesse.

5 DISCUSSÃO

Os resultados deste trabalho indicam que a dinâmica de substituição entre as diferentes modalidades de financiamento corporativo no Brasil não é uniforme e depende do tipo de crédito analisado. No

caso do crédito direcionado, a evidência empírica de substituição em favor do mercado de capitais era esperada em função das transformações institucionais observadas ao longo da última década, como a retração do papel do BNDES no financiamento de longo prazo, a transição da TJLP para a TLP e a redução dos subsídios implícitos.

No caso do crédito bancário com recursos livres, não havia indicativos prévios que permitissem afirmar se o crescimento do mercado de capitais estaria ou não ocorrendo em substituição a essa modalidade. Embora uma eventual substituição pudesse ser considerada desejável, especialmente em um país historicamente dependente do crédito bancário, os resultados indicam que, no período analisado, não se observa uma relação inversa.

Dessa forma, mesmo diante do forte crescimento do mercado de capitais nos anos recentes e da redução da participação dos recursos livres observada em 2024, não há evidência de que esse movimento esteja ocorrendo em detrimento do crédito bancário com recursos livres, modalidade caracterizada pela concessão a taxas de mercado e sem direcionamento governamental. Assim, embora o crédito via recursos livres tenha papel relevante, sobretudo no financiamento de curto prazo e no relacionamento contínuo entre bancos e empresas, é plausível supor que ainda exista espaço para a ampliação do financiamento via mercado de capitais, dada sua vantagem relativa em termos de prazos, custos e diversificação de fontes.

Sob essa ótica, uma maior participação do mercado de capitais no financiamento corporativo seria consistente com um sistema financeiro mais equilibrado e resiliente. A ausência de evidência estatística de substituição até o momento reforça, portanto, a relevância de iniciativas voltadas à facilitação do acesso e à redução da burocracia, especialmente para empresas de menor porte. Como exemplo, pode-se citar o regime FÁCIL (Facilitação do Acesso a Capital e Incentivo a Listagens), instituído pela CVM e operacionalizado pela B3, que tem como objetivo criar um ambiente regulatório mais simples e menos oneroso para que empresas menores possam emitir ações e títulos de dívida no mercado de capitais. Ao reduzir custos, exigências de divulgação e barreiras de entrada, iniciativas nessa direção podem ampliar o uso do mercado de capitais e contribuir para um processo gradual e saudável de reequilíbrio das fontes de financiamento no Brasil.

6 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo avaliar se a expansão recente do crédito via mercado de capitais no Brasil ocorreu em substituição ao crédito bancário no financiamento corporativo, a partir da análise da composição do crédito ampliado às pessoas jurídicas (BCB). Em particular, buscou-se distinguir o comportamento do crédito bancário com recursos livres, concedido a taxas de mercado e sem direcionamento governamental, do crédito direcionado, historicamente associado a políticas públicas de financiamento.

Os resultados indicam que a dinâmica de substituição entre as modalidades de financiamento não é uniforme. No caso do crédito direcionado, os resultados são compatíveis com uma dinâmica de substituição em favor do mercado de capitais, em linha com as transformações institucionais observadas ao longo da última década, como a retração do papel do BNDES no financiamento de longo prazo, a transição da TJLP para a TLP e a redução dos subsídios implícitos. O crescimento do mercado de capitais, nesse segmento, reflete em grande medida a ocupação de um espaço anteriormente dominado pelo crédito público.

Em contraste, não há evidência estatística de que a expansão do mercado de capitais esteja ocorrendo em substituição ao crédito bancário com recursos livres. As participações dessas modalidades não apresentaram movimentos em sentidos opostos no período analisado. Esse resultado sugere que, apesar do forte crescimento observado no mercado de capitais nos anos recentes, essa modalidade ainda não ocupou de forma significativa o espaço do crédito bancário privado.

Nesse contexto, a ampliação do uso do mercado de capitais pode ser desejável do ponto de vista econômico, dadas suas vantagens relativas em termos de prazos mais longos e custos potencialmente mais competitivos. Contudo, isso não implica que o crédito bancário seja necessariamente ineficiente ou indesejável, tampouco que uma maior participação relativa do mercado de capitais constitua condição necessária para o desenvolvimento financeiro das empresas. Como argumentam Demirgüç-Kunt e Maksimovic (2000), o crescimento das firmas está mais associado ao grau de desenvolvimento financeiro agregado do que à predominância de sistemas baseados em bancos ou em mercados, indicando que diferentes fontes de financiamento podem coexistir de forma complementar ao longo do tempo.

A conclusão deste trabalho converge com a interpretação de que o avanço recente do mercado de capitais brasileiro decorre de um conjunto de transformações estruturais e institucionais, e não de um fator isolado. Nesse sentido, a análise está em linha com Paula e Faria Jr. (2012), que destacam as limitações históricas do mercado brasileiro de dívida privada, com Bragança, Pessoa e Souza (2015), que apontam a relevância da Lei nº 12.431/2011 e das debêntures incentivadas para a ampliação da base de investidores, e com Aparecida, Lazzarini e Bortoluzzo (2021), que associam o avanço recente das debêntures à menor centralidade do financiamento público de longo prazo e ao maior desenvolvimento de fontes privadas de funding. A análise também dialoga com Carvalho (2024), ao reconhecer que as debêntures podem apresentar simultaneamente relações de concorrência e complementaridade com outras fontes de financiamento, como crédito bancário, BNDES e dívida externa. De forma complementar, o diagnóstico da ANBIMA (2025) reforça que o mercado de capitais passou a desempenhar papel mais relevante no financiamento da economia real brasileira, com maior participação dos instrumentos de renda fixa na dívida das companhias não financeiras, mas ainda com espaço para continuidade desse crescimento à medida que se ampliam a diversidade de instrumentos, a base de investidores e a liquidez do mercado.

Por outro lado, parte da literatura ressalta que a expansão do mercado de capitais não deve ser interpretada como substituição da função exercida pelo BNDES no financiamento corporativo brasileiro. Barboza et al. (2025) argumentam que a substituição do BNDES pelo mercado de capitais é frequentemente superestimada, uma vez que há diferenças relevantes entre essas fontes em termos de perfil dos tomadores, prazos, destinação dos recursos, prociclicidade das operações e avaliação dos incentivos fiscais. Essa distinção é importante porque, embora os resultados deste trabalho indiquem evidência de substituição entre mercado de capitais e crédito direcionado em termos agregados, isso não significa que o mercado de capitais tenha passado a cumprir a mesma função econômica do BNDES. Em linha semelhante, Carvalho (2024) mostra que debêntures, crédito bancário, BNDES e dívida externa podem apresentar relações simultâneas de concorrência e complementaridade, dependendo do custo, prazo e velocidade de contratação de cada fonte. Torres Filho, Macahyba e Martins (2021) também destacam que a expansão da intermediação privada no financiamento corporativo de longo prazo traz desafios e limites próprios, sobretudo quando comparada ao papel exercido pelo BNDES no financiamento do investimento no país.

A contribuição deste trabalho ao debate está em oferecer uma análise empírica adicional sobre a transformação recente da composição do financiamento corporativo no Brasil. Para isso, o estudo utiliza as estatísticas de crédito ampliado às pessoas jurídicas do BCB, separa o crédito bancário entre recursos livres e recursos direcionados e estima um modelo econométrico baseado nas participações relativas dessas fontes no crédito ampliado. Os resultados não encerram o debate, mas oferecem um ponto de vista adicional para a discussão sobre a reorganização do financiamento corporativo brasileiro.

Por fim, este trabalho apresenta a limitação de basear-se em dados agregados das empresas, o que impede a identificação de dinâmicas distintas entre empresas de diferentes portes. Essa limitação pode ser relevante porque o acesso ao mercado de capitais tende a ser heterogêneo, especialmente quando se compara grandes companhias com pequenas e médias empresas. Rodrigues (2018), ao analisar a percepção de gestores de PMEs em crescimento, destaca que essas empresas enfrentam dificuldades para obter recursos para financiar seus projetos de longo prazo e que o mercado de capitais poderia representar uma alternativa, embora ainda existam barreiras relevantes, como custos de acesso, exigências de governança e limitações relacionadas ao processo de abertura de capital. Dessa forma, pesquisas futuras podem aprofundar a análise a partir da segmentação por porte de empresa, distinguindo pequenas, médias e grandes, contribuindo para uma compreensão mais detalhada da dinâmica da composição do crédito ampliado às pessoas jurídicas no Brasil.

REFERÊNCIAS

ABRAHAM, Facundo; CORTINA, Juan J.; SCHMUKLER, Sergio L. **The Rise of Domestic Capital Markets for Corporate Financing**. Policy Research Working Paper 8844. Washington, DC: World Bank, 2019.

AHMED, Shaghil; ZLATE, Andrei. **Capital flows to emerging market economies: a brave new world?** Journal of International Money and Finance, v. 48, p. 221–248, 2014.

ALMEIDA, Carolina Amaral de; BAZILIO, Juliana Kramer. **Liquidez do mercado secundário de debêntures: dinâmica recente, fatores determinantes e iniciativas**. Revista do BNDES, n. 44, p. 175–223, dez. 2015.

ANBIMA. **A contribuição do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico**. São Paulo, 2025.

ANBIMA. **Os impactos positivos do mercado de capitais na economia brasileira**. São Paulo, 2022.

APARECIDA, Lucas Boareto da; LAZZARINI, Sergio Giovanetti; BORTOLUZZO, Adriana Bruscato. **Financiamento de longo prazo: explorando o avanço recente do mercado de debêntures brasileiro**. São Paulo: Insper, 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Crédito ampliado ao setor não financeiro**. Estudo Especial n. 49. Brasília, 2019. (Divulgado originalmente como boxe do Relatório de Economia Bancária, 2018).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Crédito ampliado às empresas: comportamento e perfil**. Estudo Especial n. 50. Brasília, 2019. (Divulgado originalmente como boxe do Relatório de Economia Bancária, 2018).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária**. Brasília, 2022.COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Gestão**. Rio de Janeiro, 2023.

BARBOZA, Ricardo de Menezes; TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MARTINS, Norberto Montani; MAGALHÃES, Letícia; PEREIRA, Thiago Rabelo; LIBERA, Victor. **O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil**. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 45, n. 2, p. 320–340, abr./jun. 2025.

BRAGANÇA, Gabriel G. Fiuza de; PESSOA, Marcelo de Sales; SOUZA, Gustavo Moreira de. **Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil: as debêntures incentivadas**. Brasília: Ipea, 2015. (Texto para Discussão, n. 2158).

CARVALHO, Paula Silva de. **Mercado de debêntures e fontes alternativas de financiamento no Brasil: uma análise comparativa** (2004–2014). Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 28, 2024.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. **Funding growth in bank-based and market-based financial systems.** Washington, DC: World Bank, 2000. (Policy Research Working Paper, n. 2432)

GIAMBIAGI, Fabio; BORÇA JR., Gilberto; MAGALHÃES, Leonardo. **Três décadas: o BNDES depois da estabilização**. Texto para Discussão n. 163. Rio de Janeiro: BNDES, 2024.

LEVINE, Ross. ***Bank-based or market-based financial systems: which is better?*** Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2002. (NBER Working Paper, n. 9138).

PAULA, Luiz Fernando de; FARIA JR., João Adelino de. **Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente**. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, p. 107–137, jan./abr. 2012.

RODRIGUES, Leandro. **Mercado de capitais para pequenas e médias empresas: percepções de um grupo de gestores de empresas em crescimento**. 2018. 114 p. Dissertação (Mestrado em Ciências) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2018.

REY, Hélène. Dilemma not trilemma: **the global financial cycle and monetary policy independence**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2015. (NBER Working Paper, n. 21162).

SIFMA. **Capital Markets Fact Book 2025**. Washington, DC: Securities Industry and Financial Markets Association, 2025.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MACAHYBA, Luiz; MARTINS, Norberto Montani. **Crédito corporativo de longo prazo no Brasil: do BNDES à intermediação privada?** Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2021. Texto para Discussão IE-UFRJ, n. 012.