Mercado de Renda Fixa

Captação de recursos: começando a pagar

A emissão de títulos no exterior por empresas brasileiras aumentou muito nos últimos anos, mas os pagamentos de empréstimos antigos fizeram reduzir a entrada líquida de recursos no primeiro semestre de 1997.



UMA das principais fontes de recursos de giro para as empresas brasileiras nos últimos anos tem sido as captações de recursos externos, seja na forma de repasses de instituições financeiras que captam no exterior a custos mais reduzidos que os do mercado doméstico, seja na forma de emissões diretas de títulos de empresas não-financeiras no exterior.

O aumento da entrada de recursos externos é explicado internamente tanto pela melhoria da avaliação de risco pelas instituições emprestadoras estrangeiras — em virtude das melhores perspectivas para o país depois do Plano Real e da maior abertura do mercado de capitais brasileiro —, como pela própria política econômica, que passou a estimular a entrada de recursos pela via tributária (redução de IOF) para ajudar na cobertura dos déficits externos em conta corrente.

No exterior, houve aumento da liquidez nos mercados financeiros dos países mais ricos, que, ultrapassados os traumas da crise da dívida latino-americana nos anos 80, voltaram a emprestar para os países em desenvolvimento. Esse movimento de capitais foi direcionado primeiramente para os países asiáticos, na virada da década, e em seguida para os mercados latinos, a começar pelos países que passavam por planos de combate à inflação e de reformas estruturais. Diferentemente dos fluxos de capital para a América Latina anteriores à crise da dívida externa mexicana de 1982 — fluxos esses concentrados em créditos bancários em moeda —, na década de 90 os empréstimos para capital de giro têm sido primordialmente realizados através da emissão de títulos, como bônus, *notes* e *commercial paper*.

De 1993, ano imediatamente anterior ao Plano Real, até 1996, os empréstimos concedidos sob a forma de bônus e *notes* cresceram 137,5%, passando de R$7,6 bilhões no primeiro ano para R$18 bilhões no último. Para se ter uma idéia da magnitude desses recursos, esse volume foi equivalente a 20,5% do total dos empréstimos do sistema financeiro no primeiro quadrimestre de 1997, enquanto o total de empréstimos em moeda (somadas outras modalidades) chegou a 37,3% do total dos empréstimos entre janeiro e abril deste ano.

O custo de captação desses empréstimos caiu de 11,3% ao ano em 1995 para 10,8% em 1996 e para 9,8% no primeiro trimestre deste ano, a despeito da tendência de ligeira elevação dos juros internacionais e graças à redução do

Captação de recursos externos (em US$ milhões)

	1993	1994	1995	1996	1996 Jan.-jun.	1997 Jan.-jun.	Cresc. % Jan.-jun.1997/ Jan.-jun.1996	Cresc. % 1996/1993
Total	32.667	43.073	53.885	78.999	36.167	52.069	44,0	141,8
Investimentos	15.928	27.214	28.010	35.152	16.785	25.487	51,8	120,7
Portfólios	14.971	21.600	22.559	24.684	11.518	18.063	56,8	64,9
Diretos	877	2.241	3.285	9.580	4.477	6.989	56,1	992,4
Outros	80	3.373	2.166	888	790	435	-44,9	1.010,0
Emprest. em moeda	11.031	8.756	15.883	28.078	12.215	13.243	8,4	154,5
Com. Firce nº 10*	769	1.053	2.170	2.626	1.353	1.862	37,6	241,5
Bônus e notes	7.598	5.961	9.650	18.046	7.735	9.609	24,2	137,5
Outros	2.664	1.742	4.063	7.406	3.127	1.772	-43,3	178,0
Outros	5.708	7.103	9.992	15.769	7.167	13.339	86,1	176,3

Fonte: Banco Central.
Elaboração: *Conjuntura Econômica*.
*Operação direta de empresas não-financeiras sem emissão de títulos.

spread (o componente que reflete o risco na concessão desses empréstimos) no período.

A melhoria na avaliação do risco-país pelos emprestadores internacionais permitiu a diminuição gradual do *spread* médio (diferença entre os juros praticados nesses empréstimos e a taxa oferecida pelos títulos do Tesouro norte-americano), de 5,3 pontos percentuais no segundo trimestre de 1995 para 3,5 pontos percentuais no início de 1997. Além disso, houve aumento do prazo médio de vencimento dos empréstimos, de cinco anos no início de 1995 para 7,9 anos no início de 1997, com o governo contribuindo para a aceleração do processo ao conceder estímulos tributários. Primeiramente, essa contribuição se deu através de taxas diferenciadas do IOF, de acordo com os prazos, entre setembro de 1995 e abril deste ano, a partir de quando a alíquota foi zerada para todos os empréstimos em moeda. Mais recentemente, ficaram isentos também do imposto de renda os empréstimos em moeda com prazo superior a oito anos (dependendo de regulamentação definitiva).

Os recursos que entraram no país facilitaram a vida das empresas maiores e com boa situação financeira, que conseguiram captar no exterior a um custo inferior ao que conseguiriam no Brasil. Também os repasses das instituições financeiras (regidas pela Resolução 63) contribuíram para amenizar as dificuldades das empresas de menor porte.

Custo de captação de recursos externos

Spread (em pontos básicos)*

	Setor privado financeiro	Setor privado não-financeiro	Setor público	Total
1995 – I	437	435	nd	436
II	561	505	483	527
III	549	563	404	529
IV	495	568	513	517
1996 – I	469	476	422	462
II	478	495	374	465
III	525	443	nd	465
IV	400	455	307	407
1997 – I	378	394	229	352
II	393	451	440	436

Fonte: Banco Central.
*O *spread* em pontos básicos é a diferença entre a taxa de captação de recursos no exterior e a taxa de títulos do Tesouro norte-americano de prazo similar multiplicada por 100. Ex.: título do Tesouro americano paga 6% ao ano e bônus é emitido a 10%. O *spread* em pontos básicos é, então, de 400.
nd = não-disponível.

Mudanças em 1997

Neste ano, algumas mudanças se fazem sentir no fluxo de recursos captados no exterior. Em primeiro lugar, houve forte aumento do envio de recursos para a amortização dos empréstimos concedidos no passado. Observando-se os números da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid), cuja metodologia difere ligeiramente da do Banco Central e consegue captar de forma eficaz não somente a entrada, mas também a saída de capitais sob essas rubricas, a emissão líquida de títulos no exterior teria sido de US$6,1 bilhões no primeiro semestre de 1996 e de US$3,9 bilhões neste ano. A diferença decorre exatamente da maior saída de recursos para pagamento de empréstimos contraídos no passado. No primeiro semestre deste ano, as saídas de recursos para pagamento de juros e amortizações cresceram 72% sobre o ano passado, de US$2,5 bilhões para US$4,3 bilhões, e devem continuar crescendo nos próximos semestres, em função do forte aumento da captação em 1995 e 1996.

No primeiro semestre deste ano, as saídas de recursos para pagamento de juros e amortizações cresceram 72% sobre o ano passado.

Custo de captação pode aumentar

Foram verificadas também mudanças em relação aos custos de captação em 1997. No segundo trimestre, houve, pela primeira vez desde 1995, aumento significativo do *spread*, segundo os dados do Banco Central. Esse efeito foi diferenciado de acordo com o tipo de tomador de recursos, mas, guardadas as diferenças de magnitude, teve reflexos nas captações do setor privado financeiro e não-financeiro e, em maior escala, do setor público (ver tabela.) No mesmo período, aumentaram tanto o número de operações quanto o volume de operações, dificultando a interpretação de que o fenômeno seria fruto do *spread* incorrido em alguma operação pontual. O custo global da captação, que havia caído para 9,8% ao ano no primeiro trimestre, voltou a subir, ficando em 11% ao ano no segundo trimestre.

O aumento dos *spreads* e do custo total de captação no exterior, que se deu antes mesmo da crise cambial do Sudeste Asiático, poderia ser explicado por dois motivos, que teriam impactos bem diferenciados no que tange à possibilidade de manutenção dessa tendência nos próximos meses. O primeiro seria a avaliação negativa dos emprestadores estrangeiros diante da deterioração das contas externas brasileiras em 1997, o que certamente encareceria o custo de novas captações no exterior, dado o aumento do risco. O segundo seria a perspectiva de aumento dos juros nos EUA, levando a uma antecipação, pelos agentes econômicos externos, de uma mudança de patamar de juros nesse país, mas que não ocorreu na magnitude prevista. Nesse caso, os *spreads* poderiam voltar a cair e, com eles, o custo de captação brasileira no exterior.

Em todo caso, deve-se esperar o aumento da vulnerabilidade do país após a crise tailandesa, com possível impacto sobre a avaliação de risco do Brasil.

Se se considerar que há pouco espaço para se mexer na tributação para atrair mais capital, que há um menor diferencial hoje entre os juros internos e externos e que o excesso de endividamento externo pode acabar sendo prejudicial ao país, temos então um quadro em que esses empréstimos não seriam nem captados com tanta facilidade como nos últimos anos, nem tão desejáveis.

Impacto macroeconômico

O quadro atual recomenda cautela. O país deve acionar os mecanismos que estimulem a poupança interna. Esta se reduziu muito nos últimos anos, passando de 20% do PIB em 1992 para cerca de 16% em 1996 (estimado), em contrapartida ao avanço da poupança externa, que em 1997 poderá chegar a 4,5% do PIB. Além do equacionamento das contas públicas interna e externa e das reformas estruturais, que contribuiriam, por exemplo, para o aumento dos recursos dos fundos de pensão advindos da reforma da previdência, deve-se atentar aos mecanismos que vêm mantendo muito elevadas as taxas de juros internas para empréstimo. Nesse contexto, um dos fatores que poderiam a princípio reduzir os *spreads* bancários internos seria a aceleração do processo de retirada das exigências compulsórias sobre o setor financeiro.

Por outro lado, o impacto de uma possível redução na entrada líquida de recursos nessa rubrica não seria suficiente para inviabilizar o financiamento do déficit em transações correntes do país nos próximos anos, que estaria, de certa forma, garantido pela entrada de recursos decorrente das privatizações.

Os investimentos diretos na economia, por conta da melhoria da situação do país e das privatizações, cresceram 10 vezes entre 1993 e 1997, de US$877 milhões para US$9,6 bilhões, e espera-se uma entrada de US$14 bilhões já neste ano. Para 1998, os números prometem novos saltos, podendo chegar a 3% do PIB (US$24 bilhões), um recorde histórico para a economia brasileira e que pode ser comparado com um possível déficit de transações correntes, da ordem de 5% do PIB. Mais recursos poderiam entrar ainda no mercado acionário, que até maio contava com cerca de US$37 bilhões de recursos externos (patrimônio líquido do Anexo IV).

Contudo, se é verdade que a redução da entrada de recursos externos para empréstimos não significará necessariamente uma crise cambial, isso não quer dizer que o risco está totalmente afastado. A julgar pela evolução da dívida externa e do crescimento do déficit em transações correntes (principalmente no lado dos serviços), caso nada mude em termos de política cambial ou fiscal, assim que os recursos de privatização começarem a escassear, ou mesmo em função de novos acontecimentos no *front* externo, a economia brasileira poderá passar por maus bocados..

Saldos das principais aplicações

Em R$ milhões

Aplicação	Captação líquida			Pat. líquido em 30.6.97
	Abril	Maio	Junho	
FIF de 60 dias	-66	-1.192	1.008	106.847
CDB/RDB	-991	3.562	5.885	88.279
Poupança	22	-6	242	82.247
Carteira livre	1.644	2.754	2.701	16.121
FIF de 30 dias	13	1.661	-95	8.151
FIF de curto prazo	-1.296	-732	-578	6.015
Renda fixa – capital estrangeiro	-136	-105	-78	5.020
Fundo de ações	57	66	267	2.551

Fonte: Andima e Anbid.

Rentabilidade dos principais ativos financeiros

Em %

	Abril	Maio	Junho	Total nominal no ano (*ranking*)
Ibovespa	10,37	13,64	10,78	78,51
IBV	9,15	10,71	12,48	71,74
FGV-100	2,17	1,05	6,45	30,75
FIF de 60 dias	1,50	1,74	1,76	10,40
Overnight (títulos públicos)	1,66	1,58	1,61	10,31
FIF de 30 dias	1,43	1,47	1,47	9,07
CDB-pré – de 30 dias	1,36	1,38	1,44	9,02
Poupança	1,12	1,14	1,16	7,16
IGP-M	0,68	0,21	0,74	5,08
TR	0,62	0,63	0,57	3,98
Dólar comercial	0,39	0,68	0,59	3,59
FIF-CP	0,42	0,40	0,42	2,45
Taxas de empréstimos bancários				
TJLP[1]	10,33	10,33	10,15	
Capital de giro	2,87	2,86	2,66	17,47
Desconto de duplicatas	2,67	2,69	2,59	16,56
Hot-money	2,09	2,15	2,11	13,25
CDI	1,66	1,58	1,59	10,27
Crédito ao consumidor				
Cheque especial	10,42	10,65	10,15	77,68
Cartão de crédito	9,27	9,28	9,28	70,34
Crédito ao consumidor	7,00	7,00	7,00	50,07

Fonte: Andima, Banco Central, *Jornal do Commercio* e *Conjuntura Econômica*.

[1] Taxa anual.

Aloisio Campelo Jr.
Redator-assistente