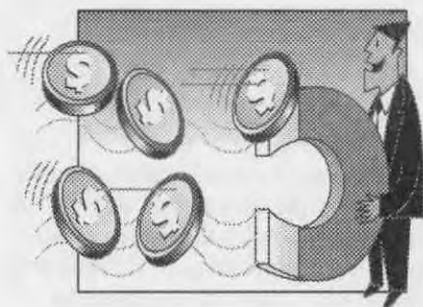




O Custo de Captação Externa por meio de *Bonds*: Considerações sobre as Recentes Experiências de Argentina, Brasil e México*

SELMO ARONOVICH**

RESUMO O objetivo do presente texto é formalizar o entendimento teórico acerca dos fatores determinantes do custo de captação externa por meio de títulos de dívida, que permitiu o desenvolvimento de um modelo simplificado e uma breve análise comparativa dos desempenhos da Argentina, do Brasil e do México.

ABSTRACT *The objective of this article is to formalize the theoretical understanding of factors which determine the cost of raising foreign funds through bond issues. A simplified model is developed and a brief comparative analysis of the performance of Argentina, Brazil and Mexico is presented.*

* As inúmeras conversas mantidas com Maria Isabel R. Aboim e José Roberto Fiorêncio acerca do desenvolvimento do mercado financeiro internacional nos últimos anos vieram a se constituir em importante estímulo à materialização do presente texto, a quem desejo expressar meus agradecimentos, bem como aos comentários de Isac Zagury a uma primeira versão. Os agradecimentos são estendidos também a Juliana Alves, pela assistência durante a realização do presente trabalho, e a dois pareceristas anônimos desta revista. As opiniões aqui contidas, assim como as possíveis falhas e omissões, são da responsabilidade do autor.

** Economista da Área Financeira e Internacional do BNDES.

1. Introdução

O marco de criação do mercado de eurobônus é normalmente identificado pela emissão, em 1963, de títulos de dívida em dólares da Autostrada, empresa italiana voltada para a construção de infra-estrutura rodoviária. A operação foi possível porque o banco britânico S. G. Warburg (hoje incorporado ao Swiss Bank Corporation) detectou o potencial de aplicação de recursos suscitado por um significativo volume de recursos financeiros que já circulava pela Europa, usufruindo de um ambiente extremamente desregulamentado em comparação com os mercados estritamente nacionais, disciplinados por diretrizes que combinavam tratamento preferencial ao emissor doméstico e controle rigoroso sobre o fluxo de entrada de capitais.

O mercado, que passou a ser conhecido como *eurobond market*, recebeu um impulso decisivo da regulamentação norte-americana que instituiu uma espécie de lei de usura, com o estabelecimento de um teto para as taxas de juros domésticas ao início dos anos 60. O investidor dos Estados Unidos, tentado pelo diferencial de taxas de juros que poderia usufruir no mercado europeu, descobriu meios legais de driblar as restrições regulatórias através das empresas transnacionais e da transferência de recursos a bancos norte-americanos autorizados a operar em praças financeiras européias, como as de Londres e Luxemburgo. O resultado foi a transferência de parte do excedente de caixa norte-americano para a Europa. O mecanismo de equalização fiscal das taxas de juros foi abolido pelos Estados Unidos em 1974, porém o euromercado já havia se solidificado como uma concreta alternativa para investidores internacionais e continua sendo, até hoje, uma opção consideravelmente menos regulamentada.

Como consequência natural do aprofundamento do mercado, passaram a estar à disposição de investidores e emissores uma enorme variedade de estruturas financeiras, desde as mais tradicionais (*fixed rate notes*, *floating rate notes*, *zero coupon bond* etc.) aos mais sofisticados produtos que mesclam características de títulos de dívida com ações e derivativos dos mais diversos.

Apesar do variado leque de alternativas disponíveis, acrescido a cada ano por novos produtos derivados dos já existentes, a modalidade ainda predominante é a de títulos de taxas de juros fixas. Tal padrão também se reflete a nível de mercados domésticos, aparentemente impulsionado pelas taxas de inflação nacionais relativamente baixas e sob controle. A concentração

TABELA 1

Principais Instrumentos de Captação Internacional de Bonds – 1994/96

(Em US\$ Bilhões Equivalentes)

INSTRUMENTO	1994	COMPOSIÇÃO (%)	1995	COMPOSIÇÃO (%)	1996	COMPOSIÇÃO (%)
Taxa de Juros Fixa	253,2	70,0	280,6	78,3	370,2	67,7
Taxa de Juros Flutuante	75,2	20,8	59,9	16,7	136,9	25,0
Títulos Vinculados a Ações	33,2	9,2	18,1	5,0	39,7	7,3
Total	361,6	100,0	358,5	100,0	546,8	100,0

Fonte: Bank for International Settlements (1997).

de títulos de renda fixa no mercado de *bonds* parece também refletir a diferenciação de produtos entre o mercado de *securities* e o de empréstimos bancários, no qual existe absoluta predominância da *libor* como taxa básica de financiamento. Observe-se que a difusão e o aprofundamento do mercado de derivativos habilitam qualquer investidor e/ou emissor a mudar o tipo de taxa de juros e unidade cambial por aquela mais interessante às suas políticas de investimento e *hedge*.

Com o objetivo de concentrar o foco da análise na alternativa mais utilizada – o título de dívida com taxa de juros fixa –, na seção seguinte faremos uma breve exposição dos fatores que a teoria das finanças usualmente assinala como determinantes das taxas de juros a termo. Além da desconsideração dos demais instrumentos financeiros, outras simplificações ainda serão adotadas: a) a discussão dos elementos determinantes das taxas de juros deixará de incorporar um enfoque teórico mais detalhado das escolas de pensamento macroeconômico;¹ e b) serão desconsideradas cláusulas financeiras específicas, a exemplo de opções de *call* e *put* e a concessão extraordinária de garantias, entre outras, que alteram a percepção efetiva do risco incorrido, influenciando, portanto, o custo de um determinado instrumento financeiro.

1 Embora ainda de forma simplificada e incompleta, Aronovich (1994) apresenta uma breve discussão teórica da interpretação macroeconômica dos fatores determinantes da taxa de juros de empréstimo de acordo com as correntes de maior destaque. Ao leitor interessado em um survey da literatura macroeconômica acerca do relacionamento entre setor financeiro e nível de atividade, sugere-se Gertler (1988).

2. Elementos Determinantes da Taxa de Juros a Termo

Em contraste com o mercado de ações, o mercado de *bonds* é essencialmente um mercado de novas emissões. Isso porque o mercado secundário de *bonds* é bastante restrito e apresenta baixa liquidez comparativamente ao mercado de ações. Enquanto as ações são predominantemente negociadas através de instituições como bolsas de valores, que abrem ao público um variado leque de informações, a exemplo do volume negociado e das cotações ao longo do pregão, o mesmo não ocorre com os títulos de dívida. Os *bonds* são negociados no mercado de balcão, ou seja, as negociações são privadas e dispersas, sem que os termos negociados sejam repassados aos demais agentes do mercado. A informação disponível, portanto, carece de maior qualidade e muitas vezes – na ausência de negócios com determinado papel – reflete apenas a opinião de um determinado agente financeiro sobre qual deveria ser ou ter sido a cotação de um determinado papel numa determinada data. Diferenciando-se do acionário negociado através de bolsas de valores públicas, as cotações ou indicativos de preços de títulos de renda fixa apresentam volatilidade significativa entre as instituições consultadas, de acordo com o grau de interesse que um determinado agente financeiro tenha em transacionar um determinado título de dívida.

Notáveis exceções à regra de baixa qualidade das informações do mercado de títulos de dívida, decorrente das limitadas negociabilidade e liquidez, são as *Treasury Notes*, definidas como títulos de dívida emitidos pela esfera governamental central, a exemplo da Secretaria do Tesouro dos Estados Unidos e dos Ministérios das Finanças da Alemanha e do Japão. Abstrai-se aqui as distintas denominações dadas aos títulos federais de prazos diferenciados: *Bills*, *Notes* e *Bonds*, a primeira referindo-se aos de prazo mais curto e a última aos de prazo maior. Mesmo em nações emergentes, o título de referência para os agentes que operam com a economia doméstica é aquele de responsabilidade do governo federal local. Em decorrência da normalmente elevada capitalização dos mercados de títulos de dívida federal e dos frequentes leilões promovidos pelo próprio governo, o mercado de *Treasury Notes* apresenta não apenas maior liquidez, como também uma volatilidade de cotações significativamente menor em comparação com os demais títulos de dívida.

O diferencial mais importante entre o emissor governo federal (*sovereign risk*) e um tomador de recursos do setor privado (*corporate risk*) é a menor probabilidade relativa de inadimplência do primeiro. Do ponto de vista do investidor, em um mercado de títulos de dívida o que diferencia um emissor do outro é a capacidade de pagamento da obrigação financeira assumida,

posto que o ganho potencial com a valorização do ativo é significativamente menor do que aquele que pode ser obtido através do mercado acionário. A atratividade relativa de um emissor de títulos de dívida reside no balanceamento da taxa de retorno oferecida com a respectiva probabilidade de *default*, que pode ser medida pelo nível de classificação de risco de crédito (*rating*) atribuído por empresas reconhecidas internacionalmente pela qualidade de suas análises e de seu serviço de projeção de nível de crédito, das quais fazem parte, dentre outras, a Moody's, a Standard & Poor's, a Duff & Phelps e a IBCA.

A seguir, buscamos identificar os fatores determinantes do custo de emissão primária, identificando também as razões pelas quais um título, após sua precificação inicial, se torna caro ou barato.²

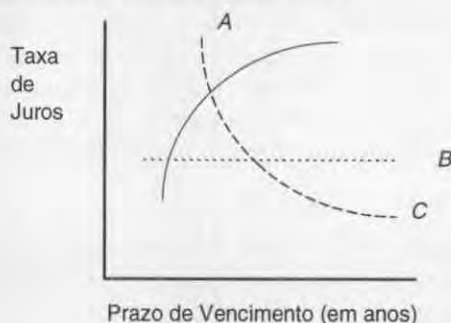
Hipótese das Expectativas

De acordo com a abordagem das expectativas, o formato da estrutura a termo de taxas de juros é explicado pelas expectativas dos participantes do mercado. Se hoje a taxa de juros à vista para aplicação em um ano é de 6% e para título de resgate em dois anos é de 7% a.a., então a taxa de juros futura implícita seria de $(1 + 7\%)^2 / (1 + 6\%) = 1 + 8\%$. Da extremamente simples formulação proposta, decorrem duas conclusões importantes:

a) A inclinação da curva de retorno de investimentos por prazo de aplicação depende das expectativas prevalecentes. O Gráfico 1 mostra três diferentes alternativas de formato da curva de retorno de investimentos (*yield curve*) decorrentes da aplicação financeira em títulos de dívida, dadas a moeda de referência e a data em que as cotações são observadas. A curva A implica uma hipótese de aumento da remuneração ao investidor à medida que o prazo de aplicação cresce, com os acréscimos de rentabilidade nominal sendo marginalmente declinantes. A reta B indica que o investidor espera obter a mesma rentabilidade nominal, qualquer que seja o prazo de aplicação. A curva C, por sua vez, mostra que a rentabilidade em aplicações de curto prazo de maturação são maiores do que aquelas de maior prazo. O formato C é o menos usual em moedas fortes, sendo observado em períodos em que se espera um importante declínio futuro das taxas de juros, motivado, por exemplo, por queda da inflação futura.

2. Alguns autores, a exemplo de Copeland e Weston (1988), sugerem que o preço de um título de renda fixa pode ser também derivado a partir de um modelo do tipo CAPM, usualmente empregado para precificação de ações. Em consonância com o que foi anteriormente colocado quanto à qualidade relativamente inferior das informações oriundas do mercado de balcão em face daquelas divulgadas por bolsas de valores organizadas, optou-se por não seguir tal formulação. De fato, a própria qualidade de β , $[Cov(i, m) / Var(m)]$ – onde i refere-se a um papel específico e m ao mercado –, ficaria comprometida pela imprecisão das informações utilizadas.

GRÁFICO 1

Curvas de Retorno do Investimento

b) Espera-se que o retorno *ex-ante* obtido por aplicações de longo prazo seja equivalente àquele resultante de aplicações sucessivas em títulos de menor prazo de maturação, qualquer que seja o formato da curva em determinada data.

A Teoria da Preferência pela Liquidez

De acordo com esta teoria, quanto maior o prazo de vencimento de um determinado título, maior deve ser o retorno a ser obtido pelo investidor, de modo a compensar o indivíduo racional não apenas pela abstinência de consumo por um intervalo de tempo relativamente mais longo, mas também pelo risco de volatilidade no valor do título adquirido no mercado secundário, caso o investidor necessite desfazer-se de sua posição antes do prazo de vencimento do papel. A introdução do prêmio de liquidez à medida que o prazo aumenta implica uma inclinação necessariamente positiva da curva de retorno de investimentos, mesmo na hipótese de expectativa de estabilidade inflacionária futura. Por outro lado, caso prevaleça a expectativa de queda das taxas de juros futuras, a incorporação do prêmio de liquidez faz com que a inclinação negativa da curva de retorno dos investimentos seja menos acentuada do que aquela proposta pela hipótese das expectativas.

Quanto menor a negociabilidade de um determinado título financeiro, maior – em tese – o risco de que o preço do papel sofra fortes oscilações no mercado secundário de balcão. Isto se deve ao reduzido número de agentes interessados em comprar e/ou vender determinado título de dívida, o que torna o processo de negociação em busca do preço de mercado mais sujeito a incertezas, em resultado da ausência de parâmetros comparativos confiáveis.

Como a estrutura de negociação no mercado de balcão fornece um conjunto limitado e menos transparente de informações, o indicativo de *trading* de um determinado título de dívida nem sempre está disponível. No caso específico dos mercados de títulos de dívida de nações latino-americanas, o que se tem usualmente é um cruzamento das informações das mesas de *trading* de determinado agente financeiro, o que permitiria a formulação de um juízo de valor quanto ao nível corrente de liquidez e de qual seria o "preço justo" em vista das informações disponíveis até determinada data. Alguns títulos, a exemplo dos *Brady Bonds*,³ dispõem de nível bastante razoável de liquidez, resultando em menor discrepância das cotações entre instituições financeiras. Na ausência da informação acerca do volume negociado, uma medida aproximativa do nível de liquidez é o montante de bonds que um emissor já tenha emitido em determinado mercado. Parte-se da premissa de que, quanto maior o valor da emissão, maior o número de compradores quando da emissão primária. Tal circunstância – um grande número de compradores na origem – serviria como um indicador do universo mínimo de agentes interessados em transacionar um determinado título de dívida no futuro, o que deve atrair outros investidores a operar no mercado secundário pela maior liquidez esperada.

Por fim, em alguns mercados a baixa liquidez do mercado secundário é resultado dos elevados custos de transação a que estão sujeitos os investidores, expressos pelas altas taxas de corretagem/serviço e pela maior diferença entre as cotações de compra e venda que um agente financeiro (*trader*) estabelece para negociar um determinado título. Estas são as razões mais comuns para um fenômeno que muitas vezes se atribui como exclusivamente cultural – o encarteiramento de títulos até a data de vencimento.

Incorporação da Expectativa de Inflação⁴

Por estarmos tratando de um título de dívida sujeito a taxa de juros fixa, durante a vida do título o investidor carrega o risco de que uma mudança futura da taxa de inflação ocasione ganhos ou perdas inesperados. O problema poderia ser minimizado ou mesmo neutralizado se o investidor tivesse

3 *Securities que vieram substituir os empréstimos inadimplentes de algumas nações não desenvolvidas – como México, Argentina, Brasil e Filipinas, entre outras – decorrentes da crise da dívida detonada pelo anúncio da moratória mexicana em setembro de 1982. O próprio México foi o pioneiro do processo de reestruturação de dívida, acertando o primeiro acordo de renegociação de dívidas em 1989. A denominação Brady Bonds deve-se a uma deferência ao então ministro do Tesouro dos Estados Unidos, Nicholas Brady, que se empenhou para a aceitação do esquema norte-americano de renegociação junto à comunidade financeira internacional e aos países devedores.*

4 *Alguns autores, a exemplo de Fama (1984) e Brealey e Myers (1988), sugerem que a curva de retorno de investimentos pode ser um útil instrumento para projeção da inflação esperada pelo mercado. Com o objetivo de nos atermos exclusivamente aos fatores determinantes do custo de emissão, não exploraremos este aspecto.*

adquirido um título vinculado à *libor*, cuja cotação é sensível às expectativas de mercado quanto à inflação futura, ou um título indexado à inflação. Dada a dificuldade de precisão na previsão de comportamento futuro da inflação, que cresce à medida que aumenta o horizonte de vida de determinado papel, deve ser incorporado também às taxas de juros um adicional referente à remuneração relativa ao risco de perda de poder de compra a que está sujeito o investidor. Mantidas as condições de risco de crédito do emissor, liquidez e estrutura potencial de demanda por determinado título de dívida sujeito a taxa de juros fixa, aguarda-se que o prêmio de risco incidente sobre um título seja maior quando haja a predominância de expectativas de aumento futuro de inflação (perda de poder de compra) numa determinada moeda. De igual forma, a reversão de expectativas inflacionárias altistas deverá resultar em redução do componente do prêmio de risco relativo ao “seguro antiinflação”.

A incorporação do prêmio de risco ressalta o aspecto de que, no mercado de taxas de juros não perfeitamente indexadas à inflação, o conceito de taxa de juros livre de risco (*risk-free*) reflete somente a alternativa de remuneração do título de dívida livre de risco de crédito. Ao contrário da nomenclatura associada ao modelo CAPM, no mercado de dívidas a denominação utilizada é de taxa *benchmark* ou básica, ou seja, a maior rentabilidade que um investidor poderia obter, investindo seus recursos em uma obrigação financeira cujo credor é aquele de menor de risco de crédito possível em determinado mercado cambial. As *Treasury Notes*, como anteriormente referido, são os títulos mais comumente usados como *benchmark*. Em alguns mercados, a exemplo da Suíça, da Itália e de Portugal, a *libor*, expressa em moeda local, também é empregada como taxa básica. A substituição da taxa de juros do tesouro nacional por uma cotação de mercado, quando ocorre, busca superar a limitação da baixa negociabilidade dos títulos públicos locais.

Teoria dos Mercados Segmentados

Esta teoria estabelece que o potencial de demanda deve ser diferenciado por causas “naturais” (ou estruturais) e regulatórias. Por causas “naturais” entende-se a existência de determinados grupos de investidores que concentram suas transações em segmentos específicos do mercado, demandando estruturas de prazo de acordo com as respectivas necessidades futuras de caixa. Assim, não se pode negligenciar o fato de que investidores institucionais (fundos de pensão e seguradoras) concentram suas aplicações em títulos de prazos relativamente mais longos, enquanto que outros administradores de recursos preferem títulos de menor prazo de maturação, a exemplo dos bancos comerciais e dos *call money funds*. Existem outras situações menos óbvias de segmentação de mercado, tais como fundos de investimento especializados em ativos de alto risco ou geograficamente

localizados, assim como investidores que preferem ativos de setores que permitam servir de *hedge* ao seu portfólio operacional.

A segmentação decorrente de aspectos regulatórios é aquela de natureza legal, que restringe o acesso do investidor a títulos de determinado grupo de emissores. Diversos países estabelecem restrições à compra de *securities* de alto risco de crédito por parte de seus fundos de pensão e seguradoras, buscando assim reduzir o risco de incapacidade de cumprimento de suas obrigações contratuais por causa de uma tomada de posição financeira excessivamente arriscada.

No tocante a títulos emitidos por emissores de países da América Latina de *rating* abaixo do nível considerado de segurança de investimento, a restrição regulatória implica uma limitação do potencial de aquisição e de negociação de papéis dessa região. Os efeitos de tal restrição são: *a*) elevação do custo potencial de captação primária, em virtude da incorporação de um maior prêmio relativo à probabilidade de perda de capital quando da realização de lucros (ou de prejuízos) antes do prazo de vencimento (resultado da baixa liquidez); *b*) redução do potencial de apreciação dos títulos no mercado secundário; e *c*) menor difusão de informações relativas ao mercado latino-americano comparativamente ao europeu e ao norte-americano. Quanto ao último aspecto, vale a pena assinalar que diversas instituições financeiras internacionais vêm fazendo um notável trabalho de pesquisa, projeção e divulgação de informações de mercados emergentes, permitindo uma visibilidade e transparência de informações nunca antes vista.

Risco de Crédito

O investidor racional, diante de duas alternativas de investimento que produzam a mesma expectativa de taxa de retorno, deverá optar por aquela de menor risco. Assim, sua contrapartida no sentido de assumir maior nível de risco é uma taxa de remuneração também maior, adequada à incerteza quanto ao efetivo retorno da aplicação.

Enquanto o analista do mercado de ações busca definir o valor de uma empresa a partir das projeções de lucratividade, o analista de crédito busca inferir a capacidade de uma instituição honrar os seus créditos junto aos credores.

A análise do risco de crédito, ou *rating*, busca identificar qual a probabilidade de inadimplência de um determinado título. Dado o país a que se circunscreve um tomador de recursos, o risco de crédito é função do "risco país" e do "risco comercial".

O “risco país” surge quando o emissor assume uma dívida em uma moeda diferente daquela de curso forçado em seu país de origem. Tal risco busca dimensionar se o estágio de estabilidade econômica de uma determinada nação sugere a possibilidade de surgimento de problemas de natureza econômica (cambial, fiscal e monetária) e política que impliquem restrição à saída de divisas do país no futuro. Assim, a análise prospectiva de “risco país” depende da consideração de indicadores econômicos e financeiros, e também do juízo de valor dos analistas quanto à capacidade política e ao interesse das autoridades políticas e econômicas de implementarem os ajustes necessários à estabilização de preços e à sustentabilidade do processo de crescimento econômico no longo prazo. Outro fator que vem sendo crescentemente considerado é o grau de comprometimento e interesse de uma potência econômica para com uma determinada economia.⁵

Cumulativamente ao “risco país”, os analistas de crédito fazem julgamentos acerca das perspectivas financeiras e comerciais do título de dívida da entidade analisada, caso o emissor seja uma empresa. Por causa da cumulatividade de riscos é que o melhor *rating* de títulos de dívida de um país é definido como aquele do respectivo governo federal, posto que a administração pública federal não incorre em *business risk*, ou “risco comercial”.

A exemplo da análise de risco macroeconômico, a análise microeconômica leva em consideração projeções quantitativas acerca da solidez econômica e financeira da empresa e do potencial do setor em que esta se localiza, bem como o diagnóstico da capacidade do corpo executivo no sentido de implementar as medidas necessárias ao fortalecimento da empresa, além da identificação dos fatores de competitividade e da sensibilidade da empresa a fatores externos (a política econômica local, o aparato regulatório doméstico etc.).

A título de ilustração, a Tabela 2 reflete os conceitos de risco de crédito adotados pela Moody's, líder do mercado de concessão de *ratings* ao lado da Standard & Poor's. Observe-se que a classificação relaciona-se com a qualidade do título, que está diretamente associada ao emissor. Diferentes séries de títulos de um mesmo emissor, desde que forneçam garantias diferenciadas aos credores, podem obter classificações de risco de crédito também distintas.

Como os *ratings* dos títulos refletem a probabilidade de *default*, não deve ser surpresa a correspondência entre a classificação de risco de crédito e a

5 Este aspecto ajuda a explicar, ao menos parcialmente, por que países como México e Rússia dispõem de classificação de risco de crédito superior à do Brasil.

TABELA 2

Classificação de Risco de Crédito da Moody's

Aaa

Títulos classificados como *Aaa* são julgados como os de melhor qualidade, pois carregam o menor risco de inadimplência possível. O pagamento das obrigações financeiras está protegido por uma larga ou excepcionalmente estável margem, sendo muito baixa a probabilidade de que a empresa venha a ser fundamentalmente impactada por fatores externos.

Aa

Bonds classificados como *Aa* são julgados como de alta qualidade por qualquer padrão. Juntamente com o grupo *Aaa*, eles formam o grupo chamado de *bonds* de alta qualificação, estando classificados abaixo de *Aaa* porque suas margens de proteção não são tão grandes ou tão estáveis quanto a desta classificação, implicando riscos algo maiores no longo prazo.

A

Títulos classificados como *A* possuem muitos dos atributos favoráveis de investimento e são considerados obrigações de qualidade média superior. Os fatores de segurança ao principal e aos juros são considerados adequados, porém admite-se a maior suscetibilidade a fatores diversos no futuro.

Baa

Tal classificação é atribuída a títulos de risco médio, ou seja, nem são altamente protegidos nem escassamente seguros. A proteção aos encargos financeiros e ao principal é modesta e, portanto, não existe salvaguarda durante as futuras fases cíclicas da economia. É o nível mínimo para a aplicação ser considerada como nível de investimento.

Ba

São julgados como possuidores de características especulativas, ou seja, o investidor deve estar ciente da maior possibilidade de *default*.

B

Bonds classificados como *B* carecem das características desejáveis dos investimentos. A cobertura do principal e dos juros é pequena, assim como a perspectiva de manutenção dos outros termos do contrato.

Caa

Bonds classificados como tal são de padrão inferior. Tais emissões podem estar em *default* ou existem elementos que sinalizam o perigo de descumprimento das obrigações financeiras.

Ca

São considerados títulos especulativos e de altíssimo risco. Tais emissões estão com frequência em *default* ou apresentaram outras características desfavoráveis ao longo da vida do título.

C

São os títulos de pior classificação, existindo perspectivas mínimas de evolução em direção ao nível de investimento.

Fonte: *Moody's Investor Service*, citado em Brealey e Myers (1988, Cap. 23).

Nota: Para cada um dos níveis acima existem três divisões, como, por exemplo, *Aa1*, *Aa2* e *Aa3*, com o número 1 indicando o melhor posicionamento.

rentabilidade potencial (ou prometida) quando se adquire um *bond*. Dada a probabilidade de *default*, a rentabilidade esperada do título é definida como:

$$E(YTM_{it}) = (1 - p)(rb_t + spread_{it}) + (p)(rd_t) \quad (1)$$

onde:

$E(YTM_{it})$ = retorno esperado do título i na data t , cujo vencimento se dará em n anos;

p = probabilidade de *default*;

rb_t = rentabilidade da taxa *benchmark*, em t , para o prazo de n anos (na maioria das vezes, a taxa do título do governo federal do país da moeda em que o título é expresso);

$spread_t$ = prêmio de risco da operação; e

rd_t = taxa de retorno em caso de *default*.

Na situação de inadimplência do devedor, os *bondholders* (investidores), individualmente ou devidamente representados pelo *trustee*,⁶ deverão tomar as medidas cabíveis para o ressarcimento dos prejuízos, as quais vão desde o reescalonamento da dívida, apostando-se na capacidade de sobrevivência do emissor no longo prazo, até a participação no rateio dos ativos da empresa em caso de decisão judicial ou falência do emissor.

Caso admitamos que rd seja igual a zero (perda total limitada aos juros), podemos deduzir um conceito teórico, a probabilidade de *default* presumida pelo investidor na hipótese de perda da renda de juros. Trata-se, evidentemente, de um indicador essencialmente teórico que ajuda a identificar qual a probabilidade de *default* implícita em determinado título, posto que, em caso de inadimplência, a rentabilidade efetiva pode ficar entre a taxa prometida (mais encargos de mora) e -100% (perda total de capital).

Como supomos que rd seja igual a zero, a equação (1) pode ser reescrita colocando-se p em evidência:

$$p = [(rb_t + spread_{it}) - E(YTM_{it})] / (rb_t + spread_{it}) \quad (2)$$

⁶ Figura jurídica que representa os detentores de determinado bond.

Tomando como referência as mais recentes emissões do Brasil, devemos adicionar ainda algumas outras hipóteses para a determinação da probabilidade de *default* implícita. O valor de $E(YTM_{it})$ do Brasil deve ser superior ao valor equivalente da remuneração esperada de títulos de emissores de melhor qualidade de risco de crédito. Caso as rentabilidades esperadas desses emissores fossem iguais às do Brasil, elas seriam preferíveis por implicarem menor risco. Assume-se que o valor de $E(YTM_{it})$ do Brasil seja equivalente à rentabilidade prometida do Chile para o mesmo prazo equivalente. O Chile é a única nação latino-americana que dispõe de *rating* de nível de investimento pelas duas maiores empresas do setor, a Moody's e a Standard & Poor's. Na ausência de cotações chilenas, utilizam-se informações referentes a emissores europeus de *rating* próximo ao do Chile. Ressalta-se que a probabilidade presumida de *default* de emissores de *rating* equivalente ao do Chile (Baa1 e A-) é superior a zero, porém inferior ao do Brasil. Assim, a rentabilidade esperada de títulos de dívida do Brasil de mesmo prazo continuaria acima da taxa de retorno do título daquele tipo de emissor pelo mesmo prazo equivalente.

Como o custo de captação de qualquer emissor é expresso pela taxa básica mais o prêmio de risco, a equação (2) pode ser expressa da seguinte forma:

$$p = [\text{spread Brasil} - \text{spread (Baa1, A-)}] / (rd + \text{spread Brasil}) \quad (2')$$

Apesar de se reconhecer o grau de arbitrariedade das hipóteses adotadas, elas propiciam resultados bastante interessantes, apresentados na Tabela 3, onde se pode observar que:

a) O indicador de probabilidade de inadimplência vem declinando consistentemente desde que o Brasil retornou ao mercado com a operação de R\$ 80 bilhões em maio de 1995. Deve-se levar em conta que, à medida que o prazo de vencimento cresce, a probabilidade de *default* deve também aumentar. A operação em ienes de 1995 marcou a reabertura do mercado de emissões internacionais a emissores latino-americanos após a crise cambial mexicana de dezembro de 1994 e – por isso – carregou uma probabilidade maior de inadimplência.⁷ Naquele momento, que também marcava o retorno do Brasil como emissor de dívida nova na década de 90, o maior *spread* refletia a necessidade de uma boa aceitação pelo mercado, o que efetivamente ocorreu.

⁷ Ironicamente, desde então o iene passou por uma importante desvalorização em relação ao dólar. Em consequência, uma operação que seria teoricamente "cara" acabou tendo um custo real negativo para o Brasil em dólares equivalentes, ou seja, o valor presente em dólar dos pagamentos ficou abaixo do valor em dólares equivalentes recebido quando do desembolso por parte do agente financeiro.

TABELA 3

Emissões do Brasil – 1995/97

EMIÇÃO	DATA DE LANÇAMENTO	PRAZO DE MATURAÇÃO (Anos)	TAXA DE RETORNO AO INVESTIDOR EM TÍTULOS DO BRASIL NO LANÇAMENTO (%) (A)	SPREAD DO TÍTULO DO BRASIL NO LANÇAMENTO (%) (B)	SPREAD PRESUMIDO DE UM EMISSOR (Baa) DA AMÉRICA LATINA (%) (C)	PROBABILIDADE DE DEFAULT IMPLÍCITA (%), DADO QUE $rd = 0$ [(B) – (C)]/(A)
¥ 80 bilhões	25.05.95	2	6,00	4,41	1,50	48,5
DM 1 bilhão	21.06.95	3	9,00	3,85	2,00	20,6
¥ 30 bilhões	05.03.96	5	5,50	3,00	1,10	34,5
£ 100 milhões	29.05.96	3	9,75	2,50	1,20	13,3
US\$	29.10.96	5	8,875	2,65	1,00	18,6
DM	04.02.97	10	8,00	2,30	1,30	12,5

Obs.: Não foi incluída a operação de euroescudos portugueses de 20.04.96, em virtude da não identificação de outra emissão comparável. Os valores de (C) foram extraídos do banco de dados do Departamento de Captação de Recursos da Área Financeira e Internacional do BNDES.

b) A probabilidade de *default* é diretamente proporcional à solidez macroeconômica do país cuja moeda é tomada como referência, o que deve ajudar a explicar, em alguma medida, a menor probabilidade de inadimplência em libras esterlinas comparativamente a operações em ienes japoneses.

c) A taxa de retorno para o investidor e o *spread*, em termos absolutos, não são os melhores indicadores de probabilidade de *default*, mas sim uma relação como a proposta em (2').

O investidor está sempre interessado em identificar a rentabilidade esperada de um determinado título de dívida, dadas a probabilidade de *default* e a remuneração prometida caso não haja qualquer interrupção do fluxo de obrigações financeiras do devedor para o credor. Assim, a não-inadimplência implica um ganho adicional acima do esperado, porém representa o fortalecimento do nome de um determinado emissor frente aos seus potenciais investidores. Espera-se, portanto, que em novas emissões o risco de inadimplência e, conseqüentemente, o *spread* venham a ser reduzidos, adequando-se às condições de custos dos emissores tradicionais. A Tabela 4, reproduzida de Copeland, Koller e Murrin (1996, p. 261), apresenta os resultados de uma pesquisa de probabilidade de *default* originariamente publicados em Altman (1989). Os números podem ser entendidos como uma *proxy* para o limite mais favorável de probabilidade de inadimplência que

TABELA 4

Probabilidade Cumulativa de *Default* de *Bonds* Emitidos entre 1971 e 1987
(Em %)

RATING ORIGINAL DA STANDARD & POOR'S	NÚMERO DE ANOS DE VENCIMENTO				
	1	2	3	4	5
AAA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
AA	0,00	0,00	1,81	2,20	2,33
A	0,00	0,31	0,71	0,71	0,71
BBB	0,04	0,29	0,46	0,46	0,91
BB	0,00	0,62	1,25	1,56	1,84
B	1,98	2,88	3,60	7,69	11,53
CCC	2,99	5,78	9,52	30,22	31,17

Fonte: Copeland, Koller e Murrin (1996, p. 261).

um emissor de determinado *rating* pode atingir. O princípio de remuneração pelo risco incorrido, contudo, faz com que a margem demandada pelo investidor esteja freqüentemente associada a cenários mais pessimistas de não cumprimento das obrigações financeiras. Caso contrário, os *spreads* para operações de 1 ano de emissões de AAA, AA e A deveriam ser idênticos, o que não ocorre no mundo real. Além disso, verifica-se um fato surpreendente: de 1971 a 1987 a taxa de inadimplência de emissores AA foi apenas menor que aquelas do tipo B e CCC.

3. Um Modelo Sintetizador

Na seção anterior, expusemos os diversos fatores determinantes das taxas de juros a termo. Nosso objetivo agora será o de elaborar um modelo onde deverão estar sintetizados os elementos antes assinalados. A exemplo do que foi especificado, a rentabilidade de um título *i* é definida pela taxa *benchmark* para o mercado em consideração para o prazo de vencimento equivalente ao do título *i* mais o *spread*:

$$r_{it} = rb_t + spread_{it} \quad (3)$$

onde r_{it} é a taxa de retorno do título *i* no lançamento ("rentabilidade prometida").

O *spread* é função de diversos elementos:

$$spread_t = f[n, (P^e_{t,t+n} - P_t), rating_t, (rating^e_{t+1,t+n}), L(rating_t, B_t), u]$$

sendo que: $(\partial f(\dots)/\partial n) > 0$; $[\partial f(\dots)/\partial (P_{t+n}^e - P_t)] > 0$; $(\partial f(\dots)/\partial \text{rating}_t) < 0$;
 $(\partial f(\dots)/\partial \text{rating}_{t+1,t+n}^e) < 0$; $(\partial f(\dots)/\partial L) < 0$; $\partial L/\partial(\text{rating}) < 0$; $\partial L/\partial(B) < 0$.

Os símbolos são definidos como:

n = prazo de vencimento do título;

P_{t+n}^e = expectativa de inflação média entre os períodos t e $t+n$;

P_t = nível corrente de inflação;

rating_t = nível de risco de crédito corrente (supõe-se que o maior rating , AAA ou Aaa, valha nota 10, e que a partir desse nível as notas sejam proporcionalmente declinantes);

$(\text{rating}_{t+1,t+n})$ = expectativa de rating futuro (até o vencimento do título);

L = prêmio relativo ao nível de liquidez esperado do título;

B = estoque de dívida do emissor i ; e

u = outros fatores.

Em suma, quando da precificação de um título de renda, a taxa final pode ser decomposta nos seguintes fatores:

a) a taxa *benchmark* para o mercado; e

b) o *spread*, decomposto nos seguintes elementos:

i) quanto maior o prazo de vencimento, maior deve ser o *spread*;

ii) caso haja, no momento da precificação, a expectativa de aumento da inflação ao longo do tempo, isso deve implicar a incorporação ao prêmio de risco de um seguro relativo à inflação, mas, por outro lado, caso o mercado esteja convencido de que a inflação tende a declinar, o *spread* deverá ser ajustado para baixo, relativamente às cotações anteriores;

iii) quanto melhor o nível corrente de classificação de *rating*, melhores devem ser as condições financeiras a serem obtidas;

iv) caso haja a perspectiva de que o *rating* venha a mudar ao longo da vida do título, tal expectativa deverá ser incorporada ao *spread* do título: digamos que dois países de *rating BB* vão ao mercado fazer uma emissão internacional ao mesmo tempo; supondo que todos os demais fatores sejam idênticos para ambos os emissores, aquele que contar com perspectivas mais favoráveis de *upgrade* de nível de classificação de risco de crédito deverá captar em condições financeiras mais vantajosas;

v) quanto mais líquido for o mercado secundário de determinado título, menor deve ser o *spread*; admite-se que a liquidez de um papel deve ser proporcional ao estoque de títulos emitidos e não vencidos num determinado mercado e que, além disso, colocações de melhor risco de crédito devem ser mais negociadas do que aquelas de pior risco; a combinação de fatores explica por que os governos brasileiro, argentino e mexicano têm seus títulos de dívida externos mais negociados do que empresas dos mesmos países, acentuando a diferença de custo de captação entre *sovereign* e *corporate risks*; ⁸ e

vi) fatores diversos, dentre os quais podemos citar os movimentos não antecipados de realização de lucros, o crescimento excepcional da demanda por títulos originados de determinada nação e/ou região acima da média do mercado, a ocorrência de externalidades que mudam os termos de troca de um país com o exterior ou mudam as perspectivas de *performance* de uma empresa, a estratégia de expansão de participação em um determinado mercado de agentes financeiros internacionais etc.; na experiência brasileira recente, a agressividade de agentes financeiros, que buscam obter, ou mesmo manter, uma posição de destaque em relação aos emissores de um determinado país, vem sendo um indiscutível fator de nivelamento do custo de captação do Brasil em relação ao México e à Argentina.

A questão do estoque de títulos como *proxy* de liquidez (logo, menor custo de captação) precisa de uma qualificação adicional, posto que o volume emitido afeta também a percepção de solvência do emissor. Afinal, à medida que cresce o estoque de dívidas, a capacidade de pagamento pode também ficar reduzida, caso não sejam gerados ativos e constituída certa margem de segurança. Ou seja, a partir de um determinado volume de endividamento externo, é provável que os investidores venham demandar o aumento do custo de captação primária ou mesmo rejeitar o título, dado que estariam

8 De fato, a classificação de risco de crédito é, em muitos casos, idêntica para emissores de risco soberano e aqueles de risco setor privado. Cabe ao mercado fazer a diferenciação de custos adequada à percepção de risco subjacente a títulos de emissores diferentes.

disponíveis elementos sinalizadores de declínio da qualidade de risco de crédito.

De forma geral, existe um hiato de tempo que vai da data em que um emissor faz uma tomada de preços entre agentes financeiros internacionais com vistas ao lançamento de títulos no exterior até o seu efetivo lançamento junto ao mercado. É típico do mercado financeiro a reação exageradamente otimista ou pessimista a um evento não antecipado. Em tais circunstâncias, um nível de *spread* anteriormente identificado como correto passa a aparecer impreciso, para mais ou para menos.

A correção ou não da precificação de um título é algo que o desempenho do mercado secundário consegue demonstrar com alguma precisão. O que deve importar, contudo, não é o desempenho de poucos dias após o lançamento, mas a capacidade do preço do título se sustentar por algumas semanas após o lançamento, embora possam ocorrer oscilações eventuais. Apesar das críticas anteriormente feitas às informações oriundas de um mercado de balcão, deve-se reconhecer que elas revelam de forma razoável qual o teto⁹ de custo de novas operações.

Apenas com o aprofundamento do mercado e a mais clara definição da curva de retorno de investimentos do emissor, para o qual é necessária uma estrutura representativa de títulos a diferentes prazos de vencimento, além de expressos numa mesma moeda, é que os indicativos de mercado secundário devem passar a ser instrumentos precisos quanto ao custo de novas emissões em um determinado ponto no tempo.

4. Considerações sobre as Recentes Experiências de Argentina, Brasil e México¹⁰

O objetivo da presente seção é fazer uma breve análise do comportamento dos perfis de *spreads*, prazos e volumes dos títulos emitidos pela Argentina,

⁹ Este é um ponto que deve suscitar alguma polêmica, principalmente entre os agentes financeiros que acreditam que os indicativos de preços preparados pelas respectivas mesas de trading devam ser tratados como os mais "justos" dentre os disponíveis em um determinado ponto do tempo, embora a volatilidade de cotações preparadas por diferentes instituições não seja irrelevante. O autor desconhece a existência de qualquer estudo econométrico que corrobore, ou descarte definitivamente, a proposição acima.

¹⁰ Os indicadores de custo de captação, volume emitido e prazo de vencimento são derivados do banco de dados do Departamento de Captação de Recursos da Área Financeira e Internacional do BNDES, cujas fontes são o International Financing Review, o Wall Street Journal, o Financial Times, a Gazeta Mercantil e os boletins e relatórios de diversos bancos internacionais. Nossa amostragem apenas considera as colocações públicas ou privadas da Argentina, do Brasil e do México levadas ao conhecimento público pelas citadas publicações. Eventuais diferenças entre os resultados apresentados no presente texto e os indicadores publicados periodicamente pelo Banco Central do

pelo Brasil e pelo México à luz dos desenvolvimentos teóricos das seções anteriores. Para tanto, são apresentadas algumas informações que auxiliam o entendimento do comportamento individual de cada país.

Apesar de ter sido o precursor da crise da dívida dos anos 80, o México também foi o primeiro, dentre os países latino-americanos que adotaram a moratória na década passada, a implementar medidas mais fortes no sentido de estabilizar sua economia, em 1989. O fato de ter começado seu processo de estabilização antes da Argentina e do Brasil rendeu-lhe um diferencial positivo, com a observada expansão do mercado internacional de *bonds* em direção aos chamados mercados emergentes na década de 90.

Com a clara disposição do Federal Reserve de suavizar a sua política monetária para, ao mesmo tempo, revigorar o abalado sistema financeiro local e dar condições a uma reversão cíclica mais substancial da economia norte-americana ao final dos anos 80 e início dos 90, o México passou a se beneficiar de um fluxo crescente de novos capitais, que buscavam ativos mexicanos expressos em moeda forte. Desde o primeiro momento, a busca por ativos mexicanos (e latino-americanos em geral) foi impulsionada pela queda das taxas de juros em dólar, estimulando os investidores a buscar alternativas que propiciassem maior rentabilidade relativamente àquelas disponíveis no mercado doméstico. Assim, a recuperação do mercado de *bonds* de países latino-americanos respondeu, desde o início, à lógica de um modelo de diversificação de portfólio de investimentos quando a rentabilidade esperada em um determinado ativo declina. Ou seja, direcionamento de parcela do capital a alternativas que permitam maior taxa de retorno, de modo a assegurar uma determinada rentabilidade-alvo.

Apesar do amadurecimento do mercado, com o surgimento de diversos nichos de investidores regionalmente localizados, ainda prevalece a dúvida acerca da capacidade de sustentação dos níveis correntes da demanda, caso ocorra uma mudança brusca do quadro macroeconômico internacional. O episódio relativo à crise cambial mexicana de dezembro de 1994 traz alguns elementos interessantes. A queda do fluxo de capital para os três países em consideração foi bastante acentuada, porém a recuperação do mercado foi extremamente rápida, conforme indicam as estatísticas contidas no Gráfico 3 e na Tabela 6.

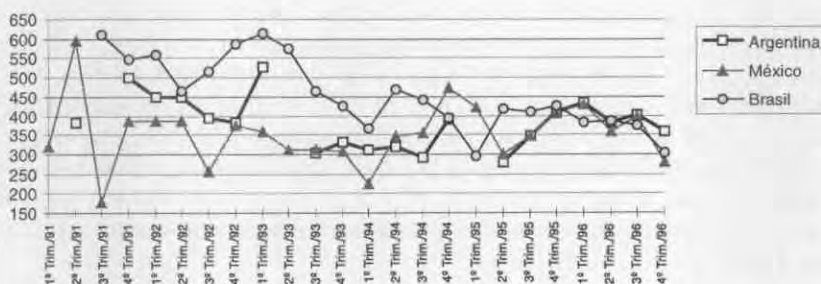
Brasil devem-se à incorporação da totalidade das colocações privadas realizadas por este. De forma geral, as colocações privadas devem estar implicando custos maiores do que os relativos às colocações públicas, o que faz com que nossas estimativas apresentem menor spread para emissões brasileiras. Ademais, o cálculo do spread excluiu operações de floating rate notes de todos os países. As outras variáveis foram calculadas pela totalidade das informações disponíveis.

De 1991 ao segundo trimestre de 1994, os *spreads* do México eram, na média, os menores dentre os três países, seguidos da Argentina e do Brasil, nessa ordem. Neste período, o diferencial a favor da Argentina em relação ao Brasil correspondia fundamentalmente ao estágio de estabilização econômica. Enquanto o Plano Cavallo fora implementado em abril de 1991, o Plano Real somente seria introduzido a partir de 30 de junho de 1994, período em que a diferença de *spreads* entre ambos os países acompanhava a diferença de *ratings* atribuídos a cada um deles.

A *performance* relativa do Brasil começa a melhorar significativamente a partir do primeiro trimestre de 1993, acompanhando a evolução favorável da renegociação da dívida externa, que viria a ser assinada em janeiro de 1994, embora o país continuasse a arcar com um ônus adicional frente aos outros dois países. Com a identificação dos problemas cambiais que México e Argentina estariam por vivenciar, o prêmio de risco médio das emissões brasileiras começa a apresentar significativa melhoria, enquanto os valores dos demais se deteriora. Os dois primeiros trimestres de 1995 foram ainda impactados pela aversão do investidor ao ambiente de incertezas associado à crise cambial mexicana de dezembro de 1994, fazendo baixar acentuadamente o volume de novas emissões. A mais importante operação do período foi a emissão de ¥ 80 bilhões do governo brasileiro em maio de 1995 anteriormente referida. Os dois últimos trimestres de 1995 foram caracteri-

GRÁFICO 2

Argentina, México e Brasil: Evolução dos *Spreads* Médios (Em *Basis Points*)



Fonte: Banco de dados do Departamento de Captação de Recursos da Área Financeira e Internacional do BNDES, a partir de informações do International Financing Review, Financial Times, Gazeta Mercantil e Wall Street Journal.

Obs.: O cálculo do spread médio apenas leva em consideração os títulos de renda fixa.

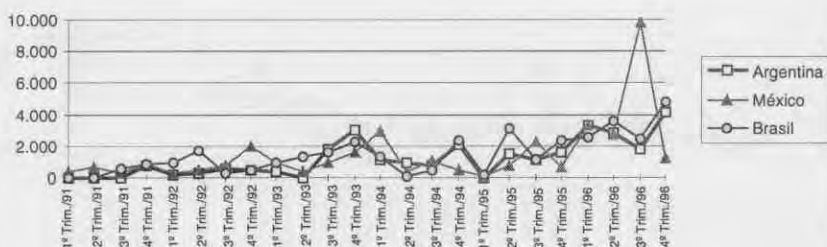
zados pela baixa presença de emissores estatais do Brasil e pela maior presença de bancos privados, atraídos pelas oportunidades de arbitragem entre a remuneração paga em moeda estrangeira e o rendimento potencial em reais. O resultado inevitável foi o aumento do *spread* médio pago pelo emissor brasileiro e o não acompanhamento do fenômeno de alongamento de prazos na mesma magnitude dos obtidos por Argentina e México.

O ano de 1996 marca a confirmação da sensível melhoria de percepção do risco Brasil. Um fato que difere este ano dos demais é a maior frequência com que os bancos e empresas privadas de primeira linha e as empresas estatais federais passam a recorrer ao mercado externo, resultando em melhoria da imagem de qualidade do tomador de recursos externos junto aos investidores internacionais. Nos primeiro e terceiro trimestres, o prêmio de risco médio incorrido por brasileiros em seus títulos de taxa de juros fixa foi inferior ao de mexicanos e argentinos, sendo que o Brasil tinha conseguido atingir os melhores níveis de *spread* de 1994 já no terceiro trimestre de 1996, enquanto até então os demais países ainda não tinham retornado aos melhores níveis de prêmio de risco pré-crise cambial mexicana.

Observou-se também significativa melhoria da estrutura de prazos. A evolução do prazo médio de novas emissões brasileiras é ascendente desde o

GRÁFICO 3

Argentina, México e Brasil: Volume Emitido de Bônus (Em US\$ Milhões Equivalentes)



Fonte: Banco de dados do Departamento de Captação de Recursos da Área Financeira e Internacional do BNDES, a partir de informações do International Financing Review, Financial Times, Gazeta Mercantil e Wall Street Journal.

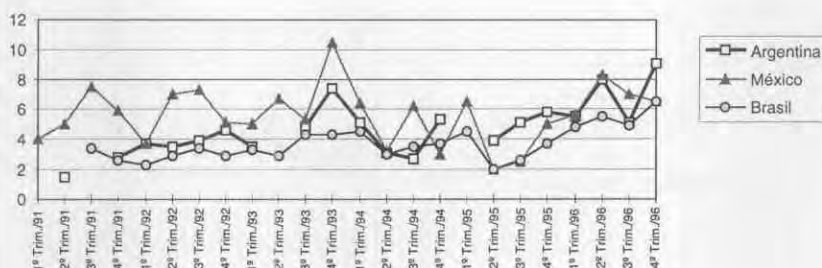
segundo trimestre de 1995, devendo crescer ainda mais, admitindo-se que o Brasil tende a acompanhar os limites de prazo dos demais países em consideração. É fato, também, que os governos do México e da Argentina conseguiram alongar seus prazos consideravelmente, embora as empresas privadas desses países não tenham tido desempenho tão bom. Observe-se que o gráfico de prazo médio de vencimento de novas emissões adota a hipótese de não exercício da cláusula de *put* pelo investidor, ou seja, sem a possibilidade de que este exerça a opção de resgate antecipado. Caso se admita o exercício da opção, o prazo médio de vencimento declina, tal qual mostra a Tabela 5.

O volume de novas emissões também apresenta trajetória notável, sendo que a recuperação do mercado aos efeitos da crise cambial do México, de dezembro de 1994, foi surpreendentemente rápida em vista da experiência com a crise da dívida dos anos 80. Embora o influxo de recursos ainda esteja condicionado pelo estágio cíclico diferenciado entre países desenvolvidos e não-desenvolvidos, espera-se que o aprofundamento das relações de mercado, dos últimos anos, produza efeitos de longo prazo, tornando o acesso do emissor regional menos sensível a mudanças conjunturais.

Enfim, mesmo possuindo classificação de risco de crédito inferior ao da Argentina e do México em pelo menos uma das empresas de *rating* de maior

GRÁFICO 4

Argentina, México e Brasil: Prazo Médio (sem *Put*)



Fonte: Banco de dados do Departamento de Captação de Recursos da Área Financeira e Internacional do BNDES, a partir de informações do International Financing Review, Financial Times, Gazeta Mercantil e Wall Street Journal.

TABELA 5

Argentina, México e Brasil: Captação de Recursos Externos – Indicadores Diversos – 1991/96

ARGENTINA												
	1991				1992				1993			
	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.
Spread Médio	–	381	–	500	449	449	394	381	527	–	305	330
Prazo Médio (sem put)	–	1,5	–	2,8	3,7	3,5	3,9	4,6	3,5	–	4,8	7,4
Prazo Médio (com put)	–	1,5	–	2,8	3,7	3,5	3,9	4,6	3,5	–	4,8	7,4
Número de Operações	–	1	–	6	2	7	7	4	5	–	13	17
Volume Captado	–	15	–	750	150	310	559	430	360	–	1.802	3.010
	1994				1995				1996			
	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.
Spread Médio	310	321	292	389	–	281	346	409	435	381	401	357
Prazo Médio (sem put)	5,1	3,1	2,7	5,3	–	3,9	5,1	5,8	5,5	8,0	5,1	9,1
Prazo Médio (com put)	5,1	3,1	2,7	5,3	–	3,8	5,1	5,8	5,5	7,9	4,5	7,4
Número de Operações	9	8	10	12	–	3	5	12	12	16	13	19
Volume Captado	1.140	904	728	2.044	–	1.473	1.105	1.581	3.317	2.849	1.828	4.121
MÉXICO												
	1991				1992				1993			
	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.
Spread Médio	318	594	179	386	385	385	256	373	357	311	312	307
Prazo Médio (sem put)	4,0	5,0	7,5	5,9	3,7	7,0	7,3	5,1	5,0	6,7	5,3	10,5
Prazo Médio (com put)	4,0	5,0	7,5	5,9	3,7	7,0	7,3	5,1	5,0	6,7	5,3	10,5
Número de Operações	3	3	3	12	4	4	4	17	6	3	9	14
Volume Captado	386	650	275	822	330	458	750	2.015	948	375	908	1.640
	1994				1995				1996			
	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.
Spread Médio	223	347	353	471	420	300	348	407	430	357	399	279
Prazo Médio (sem put)	6,4	3,2	6,2	3,0	6,5	2,0	2,5	5,0	5,6	8,3	7,0	6,5
Prazo Médio (com put)	6,4	3,2	6,2	2,7	6,5	1,5	2,5	5,0	5,6	8,3	6,7	6,5
Número de Operações	12	3	7	4	1	4	5	1	11	9	10	5
Volume Captado	2.925	415	1.040	435	137	776	2.299	699	3.276	2.734	9.771	1.228

(continua)

BRASIL												
	1991				1992				1993			
	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.
Spread Médio	—	—	609	546	559	466	516	586	614	575	467	425
Prazo Médio (sem put)	—	—	3,4	2,6	2,3	2,9	3,4	2,9	3,3	2,9	4,3	4,3
Prazo Médio (com put)	—	—	3,4	2,6	2,3	2,9	3,4	2,9	3,1	2,8	4,1	3,8
Número de Operações	—	—	4	6	11	23	4	10	15	22	18	30
Volume Captado	—	—	555	850	945	1.705	320	475	962	1.305	1.600	2.249
	1994				1995				1996			
	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.
Spread Médio	368	470	443	396	296	420	411	425	381	386	374	304
Prazo Médio (sem put)	4,5	3,0	3,5	3,7	4,5	2,0	2,6	3,7	4,8	5,5	4,9	6,5
Prazo Médio (com put)	3,0	3,0	2,9	3,0	4,5	2,0	1,8	2,5	3,8	3,9	3,9	4,5
Número de Operações	20	2	8	36	4	19	20	30	20	31	32	38
Volume Captado	1.320	76	495	2.400	177	3.103	1.174	2.359	2.579	3.582	2.407	4.804

Fonte: Banco de dados do Departamento de Captação de Recursos da Área Financeira e Internacional do BNDES, a partir de informações da Gazeta Mercantil, International Financial Review, Financial Times, Wall Street Journal e relatórios de diversos bancos.

Obs.: Prazo médio (sem put) = prazo médio adotando-se a hipótese de não exercício da cláusula de put; e prazo médio (com put) = prazo médio adotando-se a hipótese de exercício da cláusula de put.

destaque¹¹ (ver Tabela 6), o Brasil conseguiu captar em condições até melhores do que os demais países em 1996. Isso implica que na avaliação dos determinantes de custo de captação deve estar sendo levada em consideração não apenas o diagnóstico do risco de crédito corrente, mas também a percepção do investidor acerca da evolução futura do *rating* do Brasil.

Fatores comuns a todos os países, como a mudança de expectativas inflacionárias em determinada unidade cambial (US\$, DM ou ¥), o crescimento (declínio) da demanda internacional por *high-yield bonds* quando decrescem (crescem) as taxas nominais de juros nos países desenvolvidos, entre outros, afetam em maior ou menor proporção todos os países, explicando por que entre diversos pontos do Gráfico 2 os prêmios de risco apresentam similaridade de tendência.

11 Em 02.04.97, a Standard & Poor's revisou positivamente a classificação de risco de crédito do Brasil e da Argentina. Com isso, de uma certa forma a empresa de rating veio sancionar as expectativas dos investidores, porém continua existindo uma diferença de um nível entre as classificações da Argentina e do México (agora idênticas pelo critério da Standard & Poor's) e a do Brasil, em que pesem a semelhança dos prêmios de riscos e a maior estabilidade do Brasil no processo de alongamento de prazos.

TABELA 6

Indicadores da América Latina: Ratings – 1992/97

PAÍS	1992	1993				1994			
	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.
Brasil	B2/NR	B2/NR	B2/NR	B2/NR	B2/NR	B2/NR	B2/NR	B2/NR	B2/NR
Argentina	B1/NR	B1/NR	B1/NR	B1/NR	B1/NR	B1/NR	B1/NR	B1/NR	B1/BB-
México	Ba2/BB+	Ba2/BB+	Ba2/BB+	Ba2/BB+	Ba2/BB+	Ba2/BB+	Ba2/BB+	Ba2/BB+	Ba2/BB+
	1995				1996				1997
	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.
Brasil	B1/B	B1/B	B1/B+	B1/B+	B1/B+	B1/B+	B1/B+	B1/B+	B1/BB-
Argentina	B1/BB-	B1/BB-	B1/BB-	B1/BB-	B1/BB-	B1/BB-	B1/BB-	B1/BB-	B1/BB-
México	Ba2/BB	Ba2/BB	Ba2/BB	Ba2/BB	Ba2/BB	Ba2/BB	Ba2/BB	Ba2/BB	Ba2/BB

Fontes: JP Morgan Securities Inc., *Latin American credit ratings*, Emerging Markets Research, New York, diversos números; Salomon Brothers, *Guide to developing country credits: an overview of economic and political fundamentals*, Emerging Markets Research, Sep. 1993; e BNDES, Relatório trimestral de mercado financeiro internacional, diversos números.

5. Observações Conclusivas

O objetivo do presente texto foi o de formalizar o entendimento teórico acerca dos fatores determinantes do custo de captação externa por meio de títulos de dívida, que permitiu o desenvolvimento de um modelo simplificado e uma breve análise comparativa dos desempenhos de Argentina, Brasil e México.

O custo de emissão externa deve estar associado à combinação das percepções de risco corrente e futuro das emissões externas, assim como a sintonização do prêmio de risco aos fatores determinantes do comportamento futuro da inflação e da taxa de juros real expressas na unidade cambial de referência dos títulos. No tocante ao mercado latino-americano, o investidor parece estar antecipando uma redução das diferenças de *rating* entre os países ora considerados. A não frustração das expectativas do investidor, tanto aquelas a nível macroeconômico quanto as relacionadas ao potencial das empresas locais, é fundamental para a manutenção não apenas da tendência corrente de redução do prêmio de risco, como também da própria fonte externa de recursos como uma alternativa permanente.

Referências Bibliográficas

- ALTMAN, E. Measuring corporate bond mortality and performance. *Journal of Finance*, Sep. 1989.
- ARONOVICH, S. Uma nota sobre os efeitos da inflação e do nível de atividade sobre o *spread* bancário. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 48, n. 1, p. 125-140, jan./mar. 1994.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *International banking and financial market developments*. Basle, Feb. 1997.
- BNDES. *Relatório trimestral de mercado financeiro internacional*. Rio de Janeiro: BNDES/AF/Decap/Gerom, diversos números.
- BREALEY, R., MYERS, S. *Principles of corporate finance*. 3rd edition; McGraw-Hill Pub. Co., 1988.
- COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2nd edition; John Willey Sons/McKinsey & Co., 1996.
- COPELAND, T., WESTON, J. *Financial theory and corporate policy*. 3rd edition; Addison-Wesley Pub. Co., 1988.
- FAMA, E. The information of term structure. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 509-528, Dec. 1984.
- GERTLER, M. Financial structure and aggregate economic activity: an overview. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 20, n. 3, p. 559-588, Part 2, Aug. 1988.
- JP MORGAN SECURITIES INC. Latin American credit ratings. *Emerging Markets Research*, New York, diversos números.
- SALOMON BROTHERS. Guide to developing country credits: an overview of economic and political fundamentals. *Emerging Markets Research*, Sep. 1993.