

Mercado de debêntures inicia movimento de recuperação

Por **André Albuquerque Sant'Anna**
e **Marcelo Machado Nascimento**¹

Economistas da APE

Emissões voltam, mas com prazo menor e spread maior do que antes da crise

Com o aprofundamento da crise financeira internacional após a quebra

do Banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, as expectativas para a economia mundial ganharam contornos de pânico. A retração global do crédito provocou uma súbita paralisação do comércio e o mundo passou a assistir a mais profunda e sincronizada retração da atividade econômica desde a Segunda Guerra Mundial.

O Brasil foi fortemente afetado pela crise financeira. A queda nas expor-

tações e, por consequência, na produção industrial levou a uma sensível retração na atividade econômica no último trimestre de 2008 e no primeiro desse ano. Os efeitos da crise não se fizeram sentir somente no lado real da economia. O mercado financeiro também foi profundamente afetado.

As empresas encontraram restrições ao seu financiamento tanto pelo crédito bancário quanto pelo mercado de capitais. A bolsa de valores registrou fortes quedas, com grandes movimentos de saída de investidores estrangeiros. No mercado de debêntures, cuja liquidez é muito menor, a

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

¹ Os autores agradecem à ANDIMA, que cedeu os dados relativos às taxas indicativas das debêntures negociadas no mercado secundário.

Tabela 1 – Debêntures: Emissões primárias de empresas não *leasing*

Período	Valor das emissões*	Número de emissões
2004	11,6	37
2005	17,0	11
2006	28,0	37
2007	14,5	35
2008	6,2	19
Jan/08 a Ago/08	5,8	17
Set/08 a Mar/09	1,2	3
Abr/09 a Jul/09	6,6	11

* em R\$ bilhões, a preços de julho de 2009, deflacionados pelo IGP-M

Fonte: elaboração própria, a partir de dados da CVM

capacidade de captação de recursos retraiu-se bruscamente nos meses subsequentes à crise. No entanto, já se começa a verificar uma recuperação das emissões primárias de debêntures nos últimos meses.

Este número do Visão do Desenvolvimento apresenta uma análise da evolução recente do mercado de debêntures brasileiro. Tendo em vista os objetivos da análise, expurgaram-se os dados referentes às empresas *leasing*, pelo fato de, por muito tempo, terem sido utilizadas pelos bancos como uma forma indireta de captação de recursos. Para a análise, desenvolvemos uma medida de custo real de captação via debêntures que ajuda a explicar os movimentos recentes do mercado.

Evolução recente do mercado de debêntures

Entre 2004 e 2007, as emissões primárias de debêntures representaram

uma importante fonte de financiamento para as empresas brasileiras de grande porte, da ordem de R\$ 17,8 bilhões por ano, a preços de julho de 2009. Em 2006, as emissões chegaram a seu nível máximo, R\$ 28 bilhões. Em 2008, no entanto, a crise internacional provocou uma brusca retração no mercado de capitais.

Como mostra a Tabela 1, houve uma interrupção nas captações de recursos por meio de debêntures. Entre janeiro e agosto daquele ano, houve 17 emissões a um valor total de R\$ 5,8 bilhões. Nos seis meses subsequentes ao agravamento da crise, isto é, entre setembro de 2008 e março de 2009, houve apenas três novas emissões, cujo valor total foi de R\$ 1,2 bilhão.

Há indícios, porém, de que a fase aguda de restrição no mercado de debêntures já passou. Entre abril e julho de 2009, já foram registradas 11 operações na CVM a um valor total de R\$ 6,6 bilhões. Trata-se de um va-

lor pouco maior do que o total emitido ao longo de 2008.

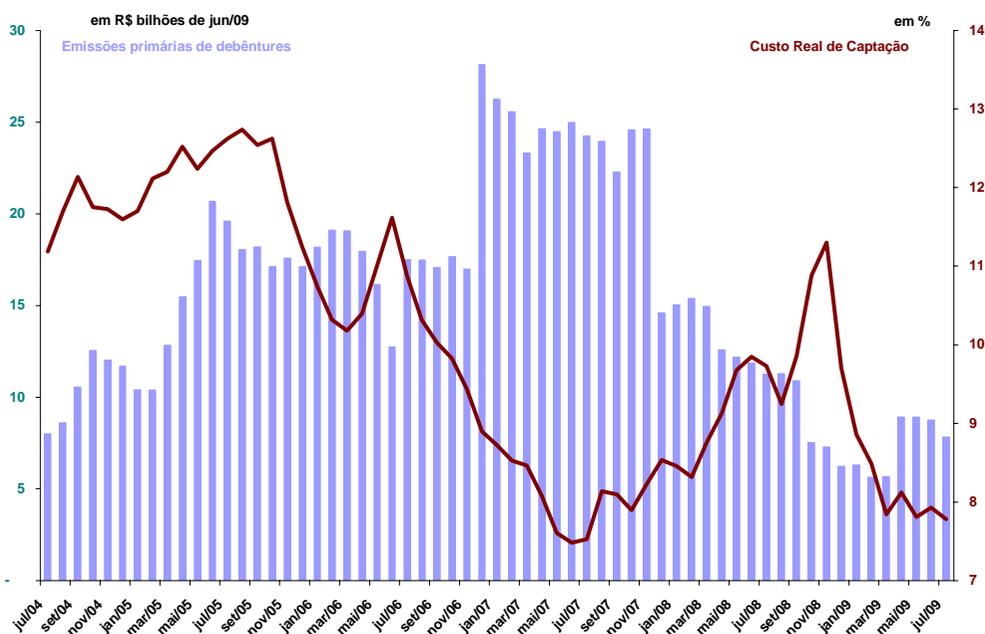
A explicação para a recuperação recente reside no comportamento da taxa de juros paga pelos emissores das debêntures, que se reduziu sensivelmente nos últimos meses. O Gráfico 1 apresenta a evolução do custo real de captação, calculado conforme descrito no *Box 1*, e a evolução das emissões primárias de debêntures não *leasing*, acumuladas em 12 meses.

Observa-se uma correlação negativa entre o custo de captação e o volume de emissões. Embora haja uma

certa defasagem entre a decisão de emitir debêntures e a efetiva captação dos recursos, fica claro que o mercado responde a variações da taxa de juros. No período entre meados de 2006 até o final de 2007, a taxa real de juros caiu cerca de 4 pontos percentuais – de 11,5% a.a. para 7,5% a.a..

Nesse período, as captações bateram recorde e chegaram a ultrapassar R\$ 25 bilhões, a preços de julho de 2009. Com o aumento da turbulência internacional, a partir de setembro de 2008, o custo real de captação rapi-

Gráfico 1 - Emissões primárias de debêntures acumuladas em 12 meses e custo real de captação



Fonte: elaboração própria, a partir de dados da ANDIMA e CVM

damente voltou a um patamar de 11,5% e o mercado se retraiu de forma absoluta.

A partir de março, o custo de captação retomou o patamar anterior à crise, o que trouxe de volta o incentivo a novas emissões. De fato, como já apresentado acima, já se verifica

uma retomada do mercado a partir de abril de 2009.

Condições ainda não voltaram totalmente: prazo e *spread*

Embora, as empresas estejam retomando as captações por meio de

Cálculo do custo de captação

O cálculo do custo de captação das debêntures foi feito com base nas transações ocorridas no mercado secundário. Isto porque, essas transações indicam a taxa de juros que seria exigida pelo mercado para títulos novos com as mesmas características dos títulos vigentes.

Embora a liquidez no mercado de debêntures seja reduzida, mesmo quando não há negociação em determinado dia de um título, a ANDIMA pergunta a um grupo de *dealers* a qual taxa estariam dispostos a comprar/vender cada debênture caso houvesse um vendedor/comprador. Com base nas respostas apuradas, a ANDIMA divulga qual a taxa indicativa da taxa de mercado de cada título em negociação.

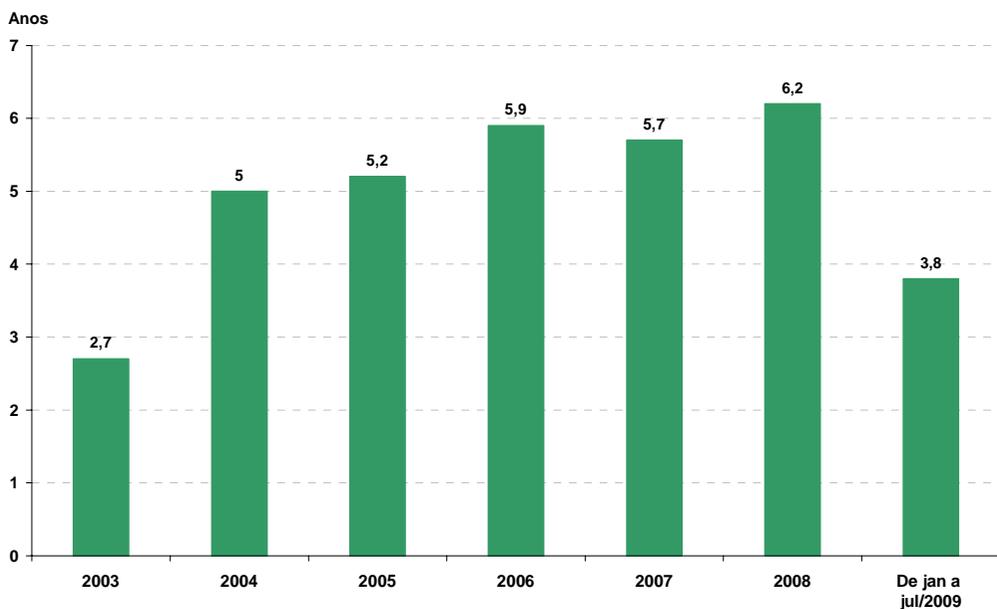
Utilizando-se dessa base de dados, esse estudo construiu um índice de custo real de captação para o mercado de debêntures. O custo de captação calculado é uma aproximação para o custo de um título repre-

sentativo da média do mercado de debêntures.

No seu cálculo foram consideradas as diferentes durações dos papéis negociados e os seus respectivos indexadores. Além disso, as taxas indicativas de todas as debêntures negociadas no mercado secundário foram ponderadas de acordo com o volume total emitido de cada título. Porém, por motivo de carência de dados não foi possível ajustar as taxas individuais pelos *rating* de cada papel.

Tendo em vista que alguns títulos são indexados à taxa DI e outros ao IGP-M ou IPCA, com o intuito de se chegar a uma taxa média nominal, foram utilizados, no caso dos indicadores de inflação, as expectativas do boletim Focus do Banco Central para os 12 meses seguintes. Com relação à taxa DI, foi utilizado o swap PRÉ-DI de 720 dias. Em seguida, uma vez definida a taxa média nominal, foi descontada a taxa esperada de inflação para os próximos 12 meses, de modo a se chegar ao custo real de captação médio das empresas.

Gráfico 2 – Debêntures: prazo médio



Fonte: ANBID

debêntures, as condições de mercado ainda não foram plenamente restabelecidas. De modo geral, as novas emissões têm sido marcadas por prazos menores e *spreads* maiores. No Gráfico 2, pode-se observar que o prazo total médio das novas emissões passou de 6 anos, em 2008, para menos de 4 anos, nas emissões de 2009.

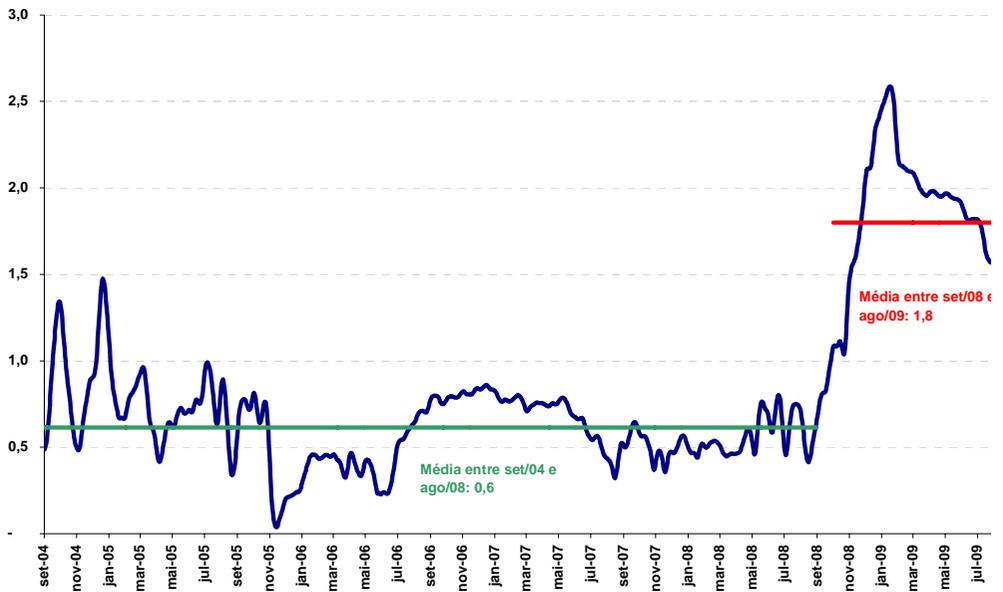
Além do prazo, o *spread* pago pelos títulos privados em relação aos títulos públicos tampouco retornaram ao patamar verificado antes da crise. O *spread* é calculado com base na diferença entre a taxa média de captação e a taxa do swap pré x DI

de 720 dias e mede, grosso modo, o diferencial de risco percebido entre os títulos privados e títulos públicos.

Apesar da queda substancial no custo final de captação, em relação ao que vigorava no final de 2008, o *spread* médio das captações privadas não retornou à situação vigente antes da crise. Entre setembro de 2004 e agosto de 2008, seu valor médio foi de 60 pontos. A partir de setembro de 2008, o valor do *spread* aumentou substancialmente, culminando nos mais de 250 pontos de janeiro de 2009.

As notícias de que algumas empresas brasileiras tinham sido fortemen-

Gráfico 3: Spread entre custo médio de captação e swap pré DI de 720 dias



Fonte: elaboração própria, a partir de dados cedidos pela ANDIMA.

te atingidas pela desvalorização cambial no final de 2008 explica boa parte da escalada verificada no *spread*. Tendo em vista que o pânico a respeito da situação das empresas já passou, o *spread* começa a retornar em direção ao seu patamar histórico.

Os dados de prazo e *spread* mostram que, embora, o mercado de debêntures tenha superado os piores momentos após a crise, os demandantes desse tipo de título ainda mantêm uma aversão ao risco significativa. Isso se reflete pelos prazos mais curtos das novas emissões e pelo maior *spread* cobrado na compra desses papéis.

A queda acentuada no custo de captação, conforme se observa no gráfico 1, ocorreu apesar do aumento da aversão ao risco dos compradores de títulos privados, registrada pelo aumento do *spread* médio. Esse movimento de redução do custo de captação deu-se, portanto, em razão da política monetária levada a cabo pelo Banco Central, de redução da taxa de juros. Nesse sentido, é de se esperar que o custo médio de captação para as empresas reduza-se ainda mais nos próximos meses, uma vez que não há razões aparentes para que o *spread* mantenha-se acima do seu patamar histórico.

Conclusões

A crise internacional afetou o Brasil em diversas dimensões. No que concerne ao mercado de capitais, os impactos imediatos foram expressivos. A bolsa de valores registrou fortes quedas, com grandes movimentos de saída de investidores estrangeiros. No mercado de debêntures, cuja liquidez é muito menor, houve uma restrição nos meses subsequentes à crise. Apenas duas emissões primárias foram feitas entre setembro e dezembro de 2008. No mercado secundário, as taxas de juros dispararam, retomando os patamares de meados de 2006.

A recuperação da confiança dos investidores e, sobretudo, a trajetória de queda na taxa de juros de curto

prazo, sustentada pelo Banco Central propiciaram condições para que as empresas retomassem as emissões de debêntures como alternativa de captação de recursos.

Apesar disso, como mostram os dados relativos a prazo e *spread*, as condições ainda não são semelhantes às que vigoraram nos anos de 2006 e 2007, quando as emissões de debêntures foram recordes. O recrudescimento da crise internacional trouxe apreensão com relação ao estado de algumas empresas brasileiras. À medida em que a percepção de risco com relação às empresas retome a normalidade, é de se esperar que as condições para a emissão de títulos melhorem, favorecendo a queda no custo de capital das empresas brasileiras.





Se você quer receber os próximos números desta
publicação envie e-mail para
visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br.