

Risco aumenta e não se descarta um 'double dip'

Por Angela Bittencourt

O governo Temer tem sete meses pela frente. É pouco tempo para conquistar aliados, mas o suficiente para promover uma guinada na política econômica. A saída de Pedro Parente do comando da Petrobras é passe livre para a adoção de medidas de forte apelo popular. Embora a redução seguida de congelamento do preço do diesel tenha atendido à reivindicação dos caminhoneiros para encerrar a greve da categoria, a revisão do preço da gasolina e do gás de cozinha - se ocorrer - será comemorada por um contingente bem maior de brasileiros. E eleitores.

O risco para a recuperação da economia aumentou consideravelmente nos últimos dias como se vê no comportamento de vários indicadores. A taxa de juro de longo prazo voltou a superar 12% ao ano e, ante inflação inferior a 3%, contrata uma explosão do juro real; a taxa de câmbio segue sob pressão e, para alguns especialistas, caminha para R\$ 4,00; as estimativas para o crescimento deste ano estão sendo cortadas para cerca de 1,50%, sendo que até recentemente oscilavam entre 2,7% a 3,0%; o risco país sobe; os investidores estrangeiros já carregam posições compradas em instrumentos cambiais - contratos de dólar futuro e juro em dólar - acima de US\$ 25 bilhões na BM&F. Esses dados formam o pano de fundo da corrida eleitoral que acena com o resultado

mais incerto que se tem notícia no Brasil. E retratam a deformidade persistente entre as expectativas do setor privado e os vícios do setor público.

O comportamento das ações da Petrobras e da Eletrobras na bolsa é mais um dado relevante. Mais que preocupação de grandes investidores com a saída de Pedro Parente da presidência da petroleira - a despeito da promoção sensata do respeitado Ivan Monteiro para o posto -, o tombo das gigantes estatais sugere que a Petrobras está sujeita a interferência política, enquanto a Eletrobras ainda não se livrou dela.

Indenizações e 'novos' servidores sinalizam nó fiscal

Herança mais contundente do governo Temer para o próximo presidente, o teto de gastos do setor público poderá ser desmontado pela conveniência, pois sem a reforma da Previdência o teto não será cumprido e o presidente da República - seja quem for - arriscará ser acusado por crime de responsabilidade, sujeito a perder o cargo.

Não é preciso longa memória para constatar que o Brasil está em um momento crítico. À exceção da queda forte da inflação e do juro, a melhora de cenário escancarada há quase dois anos pelo impeachment

da ex-presidente Dilma Rousseff foi tragada pela deterioração do ambiente econômico, inclusive com a ajuda externa, mas sobretudo pela deterioração das condições políticas.

Às vésperas do 2º aniversário do atual governo - definitivo a partir de final de agosto de 2016 - o Brasil sofre as consequências da inusitada greve dos caminhoneiros que trancou cadeias de produção importantes para a geração de insumos destinados a vários ramos da indústria. E sem que a desmobilização dos caminhoneiros - atendidos em todos os pedidos pelo governo - garantisse a retomada imediata da atividade.

O reabastecimento da produção será lento, como demonstra o repórter Renato Rostás ao informar que pelo menos 11 altos-fornos foram abafados por usinas siderúrgicas durante a greve dos caminhoneiros. A parada também atingiu 10 aciarias e 15 laminações. O forno religado pode demorar de 10 a 15 dias para voltar a produzir, mas esse período pode chegar a 30 dias, dependendo do quão moderno é o equipamento. O setor químico e petroquímico, mesmo recebendo matérias-primas por dutos, deverá perder 25% do faturamento líquido de maio.

A reação do setor real dependerá, contudo, da repercussão de uma série de propostas que estão





no Congresso e ameaçam dar um nó nas contas públicas. O governo Temer parece ignorar um princípio: para sair do buraco é preciso parar de cavá-lo.

O cenário fiscal desbalanceado, além de deficitário - herança para o futuro presidente - poderá acelerar a revisão de projeções para o crescimento de 2019 para menos de 2%, com efeito na arrecadação. O crescimento é tímido. Mas a depender das próximas decisões que Brasília reserva ao país, ou ausência delas, de hoje até o fim do ano, não se deve descartar ouvir com maior frequência o termo "double dip", em tradução livre, duplo mergulho, que é quando a economia, depois de sair de uma recessão, cresce por algum tempo, mas volta a afundar em outra recessão.

Entre outras propostas que foram para o Congresso está a que prevê indenização "temporária" de policiais federais que trabalham durante os "repouso remunerados". Isso, porque a Polícia Rodoviária Federal (PRF) teve que ampliar o efetivo nas estradas durante a greve dos caminhoneiros. Está prevista, por remanejamento de dotação orçamentária, despesa de R\$ 16,8 milhões este ano e de R\$ 57,6 milhões no biênio 2019/2020.

Outra MP é a que propõe a

prorrogação do prazo de adesão ao "Refis do Funrural" até 30 de outubro. O prazo anterior era 30 de maio. Portanto, os interessados em parcelar dívidas tributárias - com redução de 100% sobre multas de mora e encargos - ganharam mais cinco meses para requerer entrada no programa. Também poderão ser usados créditos de prejuízo fiscal e de base de cálculo negativa da CSLL para pagar a dívida parcelada.

Sem previsão de impacto financeiro, o Senado aprovou a MP 817, que trata do enquadramento de servidores dos ex-Territórios do Amapá, Roraima e Rondônia em carreiras do Executivo Federal. Esse enquadramento poderá custar mais de R\$ 50 bilhões nos próximos dez anos. A MP ampliou as possibilidades de inclusão para novas situações de vínculo às carreiras do Executivo. Mais de 30 mil servidores serão beneficiados. Estão incluídos entre os beneficiários servidores não efetivos do setor público. Poderá ocorrer enquadramento em cargos de Auditoria e Fiscalização das carreiras de Planejamento e Orçamento e também de Finanças e Controle.

Angela Bittencourt é jornalista e escreve às segundas-feiras.

E - m a i l :
angela.bittencourt@valor.com.br

Saída pelo mercado

Com queda dos juros e sem subsídios do BNDES, emissão de títulos por empresas bate recorde

DANIELLE NOGUEIRA E
RENNAN SETTI

Com a queda dos juros básicos da economia, o fim dos subsídios nos financiamentos do BNDES e as restrições na oferta de crédito dos bancos privados, as empresas buscam cada vez o mercado de capitais para levantar recursos para suas operações e fazer investimentos. As emissões de títulos de dívida com pagamento de juros ao investidor, como as debêntures, alcançaram R\$ 90,8 bilhões em 2017, um recorde. Especialistas alertam, no entanto, que incertezas no cenário político podem desacelerar o crescimento desse mercado. Dados do Centro de Estudos de Mercado e Capitais (Cemec-Fipe) mostram que, no primeiro trimestre deste ano, títulos de dívida corporativa como as debêntures responderam por 18,7% das fontes de financiamento das empresas, o maior patamar desde 2007, superando a parcela do BNDES (15%). O crédito do banco de fomento teve seu pico em 2010 (23,1%), quando o mercado de capitais ficou com 15,1%. Naquela época, o BNDES inundava o mercado com crédito subsidiado, às custas de repasses do Tesouro, numa tentativa de conter os efeitos da crise global de 2008.

Em janeiro de 2018, o BNDES iniciou uma transição. Antes o banco usava, na maioria de suas operações, a TJLP, uma taxa com subsídios. Agora a taxa de referência do BNDES se aproxima aos poucos da Selic, com a qual o Banco Central estabelece os juros básicos. Neste contexto, a captação em moeda estrangeira — seja via empréstimos entre matriz sediada no exterior e filiais brasileiras ou via emissão de títulos no mercado internacional — também ganha atratividade. Representou 33,6% das fontes de financiamento das empresas no primeiro trimestre. — O principal componente que favorece o desenvolvimento do mercado de capitais é a queda da taxa de juros (Selic). Historicamente, era uma trava para atrair investidores (para títulos corporativos), pois as empresas tinham que oferecer um retorno maior que o do título público (remunerado pela taxa Selic). O fim dos subsídios do BNDES também fizeram as empresas recorrerem a outras fontes — diz Carlos Antonio Rocca, diretor do Cemec-Fipe.

UM TERÇO DAS CAPTAÇÕES VIRA INVESTIMENTO

As debêntures acabam sendo uma solução nesse cenário porque a remuneração segue o CDI, referência dos empréstimos interbancários que acompanha a Selic. Isso significa que as debêntures

refletem de forma quase imediata a queda dos juros, tornando-se uma opção mais barata de financiamento. Em 2017, foram emitidas mais de R\$ 90 bilhões em debêntures, um recorde no país, acima dos R\$ 71 bilhões desembolsados pelo BNDES. Nos quatro primeiros meses deste ano, foram R\$ 31,9 bilhões, o dobro do mesmo período do ano passado. Quase um terço desse dinheiro foi usado pelas empresas para fazer investimentos, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima). Os outros dois terços se dividiram igualmente entre capital de giro e refinanciamento da dívida. Em 2017, quase 80% dos recursos de debêntures foram usados pelas empresas nesses dois objetivos. Os investimentos só tinham ficado com 9% do total.

— No ano passado, as empresas buscaram uma solução para se manter com a cabeça fora d'água. Parecem estar em melhor situação este ano — diz Renato Vilela, do núcleo de estudos em mercados e investimentos da Faculdade de Direito da FGV. Uma das empresas que recorreram às debêntures para investir foi a Celse, que atua no Nordeste. Em abril, ela anunciou que levantaria R\$ 3,4 bilhões numa emissão de debêntures para bancar parte da construção de um complexo termelétrico em Sergipe, que vai custar R\$ 5 bilhões. O restante virá de agências internacionais. Ricardo





Carvalho, da agência de classificação de risco Fitch, lembra que, com os juros menores no Brasil e a elevação das taxas cobradas no exterior, as empresas vêm reduzindo as emissões lá fora e tem preferido captar no mercado brasileiro. Paralelamente, a turbulência na Bolsa por aqui diminui o fôlego para abertura de capital (IPO, na sigla em inglês) com emissão de ações.

Por causa do calendário eleitoral, várias companhias anteciparem suas emissões de títulos, o que impulsionou o segmento no começo deste ano. A melhora do perfil de crédito das empresas também favoreceu as emissões de debêntures. Com menor risco, mais investidores se dispõem a aplicar nesses títulos. Em 2016, auge da recessão brasileira, a Fitch rebaixou 71 ratings (notas de crédito) nacionais de empresas brasileiras e elevou apenas 11. Este ano, já houve 17 elevações contra apenas seis

downgrades. Carvalho espera que rebaixamentos e altas se equilibrem ao longo do ano. Mesmo assim, ele pondera, as emissões de debêntures locais tendem a ser mais usadas para reestruturar dívidas.

É o caso do Carrefour, que, após um bem-sucedido IPO em 2017, anunciou em abril a captação de R\$ 1,5 bilhão em debêntures. A rede informou que os recursos foram usados no pagamento antecipado de dívidas, ampliando o prazo médio de pagamento de um para três anos. — Não acreditamos em grandes saltos de investimento (com recursos levantados com debêntures), porque a demanda ainda não cresceu como se previa, e o nível de capacidade utilizada da economia ainda é baixa. As companhias precisam, primeiro, reduzir suas dívidas — avalia Carvalho, para quem o desemprego alto e a incógnita das eleições preocupam.

Com isenção de IR, debênture de infraestrutura já representa 80% dos papéis oferecidos

Título é boa oportunidade de investimento, mas há dificuldade de repassá-lo no mercado

Do ponto de vista do investidor, um entrave para aplicar em debêntures é a falta de liquidez, ou seja, é difícil de passá-la adiante. Em março, foram negociados R\$ 5,6 bilhões no mercado secundário — onde os papéis trocam de mãos —, cerca de metade do que movimentava a Bolsa num dia. E esse volume é concentrado nas chamadas debêntures incentivadas, emitidas por empresas de infraestrutura, isentas de Imposto de Renda. Elas representam mais de 80% da movimentação, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima). Segundo Sandro Baroni, da Anbima, as pessoas físicas se interessam por esse tipo de debênture justamente devido ao benefício fiscal, em um momento em que outras opções com isenção de IR, como as letras de crédito imobiliário e do agronegócio (LCI e LCA), estão mais escassas.

Para conferir mais liquidez a esses papéis, há algumas iniciativas. Entre elas, um grupo de trabalho criado

pela Câmara dos Deputados para propor ao Executivo a criação de uma plataforma digital semelhante à do Tesouro Direto, pela qual pessoas físicas compram títulos públicos. A diferença é que a União não seria garantidora dos títulos e, sim, as empresas emissoras. Enquanto o projeto não anda, Bruno Carvalho, da Guide Investimentos, recomenda alguns cuidados: — É um mercado de balcão, não é como na Bolsa. As negociações de preço são feitas entre as partes. Por isso, é importante procurar uma corretora com experiência. Além disso, é essencial olhar o rating da emissão, já que há risco associado à empresa que emitiu o papel.

Outra recomendação é acompanhar os relatórios financeiros da empresa e o setor em que ela atua. O valor de aplicação nas debêntures varia: algumas exigem mínimo de R\$ 1 mil. E certas corretoras cobram taxa de intermediação e custódia. A tributação é regressiva, com alíquotas de IR que vão de 15% a 22,5%, dependendo do tempo da aplicação. Como são emitidos por empresas, esses títulos não são cobertos pelo Fundo Garantidor de Crédito. Ou

seja, quem aplica fica exposto ao calote da companhia, embora o papel possa contar com outras garantias.

BNDES: R\$ 54 BI EM PROJETOS O BNDES

vem buscando estimular o mercado de capitais. Na semana passada, anunciou que investirá R\$ 5 bilhões em fundos com foco em debêntures ou recebíveis de projetos de infraestrutura. Segundo a diretora de Investimento do banco, Eliane Lustosa, o BNDES tem R\$ 1,5 bilhão em debêntures na carteira: — Reconhecemos que ainda é pouco (o peso na carteira), mas queremos ampliar o uso desse tipo de instrumento. O diretor de Governos e Infraestrutura do BNDES, Marcos Ferrari, lembra que há R\$ 54 bilhões em projetos de infraestrutura já em análise ou com potencial de chegarem à instituição este ano, considerando, principalmente, os leilões de energia. Sem contar projetos que poderão ser financiados pelos novos fundos: — Há espaço para os dois tipos de financiamento, o convencional e o via mercado de capitais.