Mesa ANPEC/AKB "Os Desafios para a Retomada do Crescimento da Economia Brasileira" Financiamento de Economia

Natal, ANPEC, 10/12/2014

Luiz Fernando de Paula Professor Titular -FCE/UERJ Ex-Presidente da AKB

Objetivos

- Efetuar uma análise da evolução do SFN (mercado bancário e mercado de titulos) no Brasil, considerando seus aspectos estruturais que estimulam e restringem o crescimento desses mercados;
- Discutir algumas perspectivas para o desenvolvimento do SFN no Brasil.

Questões

- Que fatores impedem ou estimulam o desenvolvimento desses mercados no Brasil?
- Em que medida o crescimento do mercado de títulos públicos beneficia ou desestimula o mercado de títulos privados e o crédito bancário?
- Quais as perspectivas para o desenvolvimento do SFN?

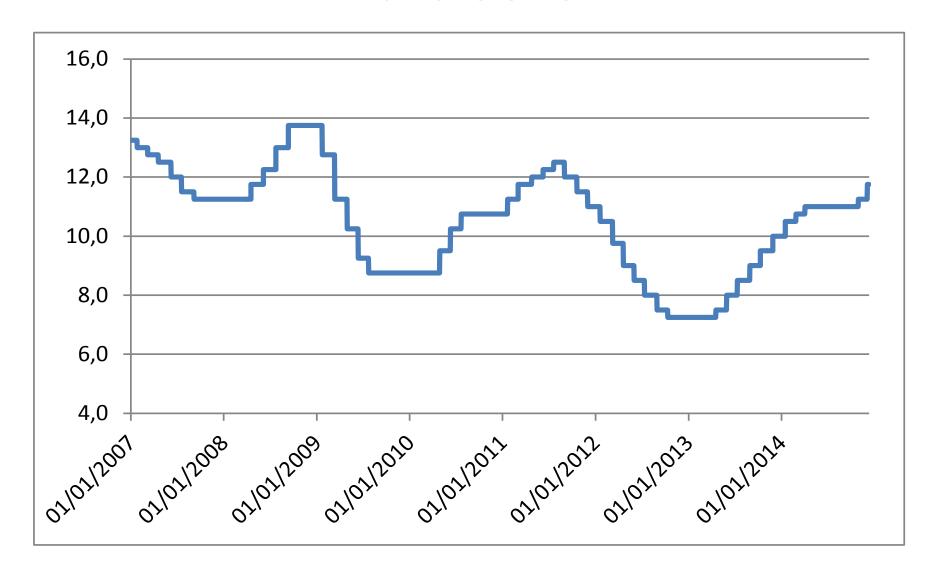
Quadro referencial de análise

- Teoria da preferência pela liquidez: estrutura do balanço do bancos e demanda dos ativos financeiros é influenciada fundamentalmente pelo estado de expectativas dos agentes sob condições de incerteza, que define as condições de retorno e de liquidez destes ativos.
- Contexto macroeconômico: crescimento econômico, divida pública, maior ou menor volatilidade macro, política monetária -> risco de default, risco de taxa de juros

Condicionantes macro

- Comportamento a la "stop-and-go" da economia: pequenos ciclos de crescimento, seguido de desaceleração.
- Elevadas taxas de juros: enorme custo de oportunidade para emissão de títulos mais longos; dificulta a formação de uma curva de rendimentos "normal"
- Dívida pública elevada e parcialmente indexada a taxa Selic: impacta sobre spread bancário e sobre emissão de títulos corporativos privados.
- Condicionante do lado do aplicador de recursos: prevalência de uma visão ainda curto-prazista e da lógica do "overnight"

Taxa Selic



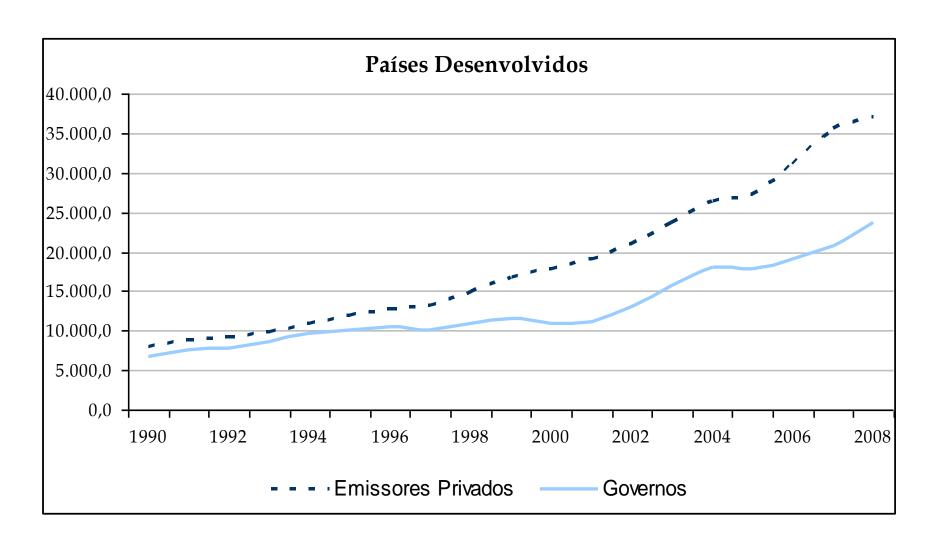
Tendências recentes

- Ciclo de crescimento recente puxado em parte pelo crescimento da massa salarial e do crédito.
- Mais recentemente crescimento maior do crédito imobiliário.
- Forte crescimento da oferta de crédito pelos bancos públicos (comportamento contraciclico).
- Crescimento significativo dos títulos corporativos, ainda que a partir de uma base pequena.

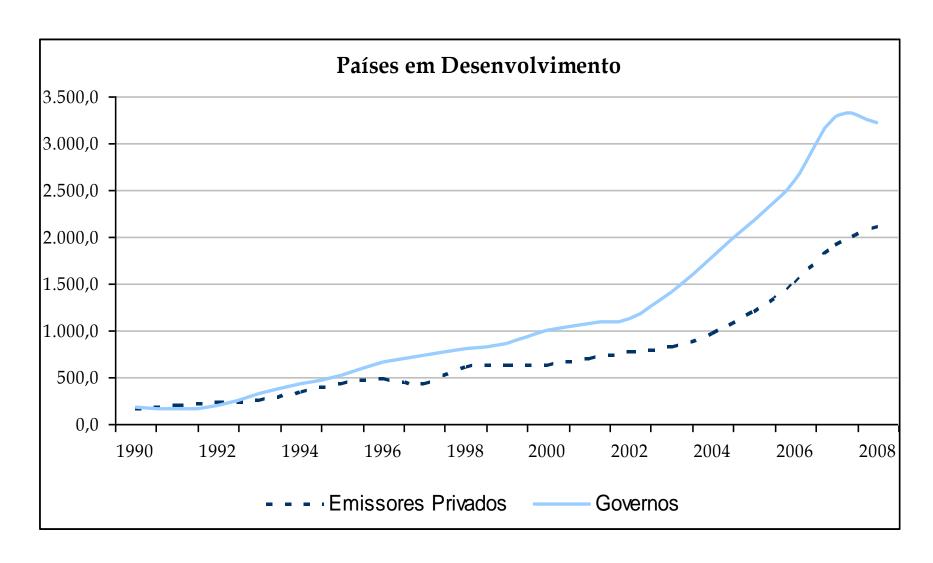
Divida pública e divida privada

- Complementaridade ou competição?
- Lógica do overnight contamina emissão da dívida privada.
- LFTs: risco default nulo, livre de risco de mercado (duration zero), oferece remuneração elevada
- Para emissão de títulos corporativos prefixados de maturidade mais longa seria necessário pagar um prêmio de risco extremamente elevado para compensar a sua baixa liquidez, seu maior risco de mercado (face a baixa duration dos títulos públicos) e maior risco de default.

Relação dívida pública e privada: países desenvolvidos



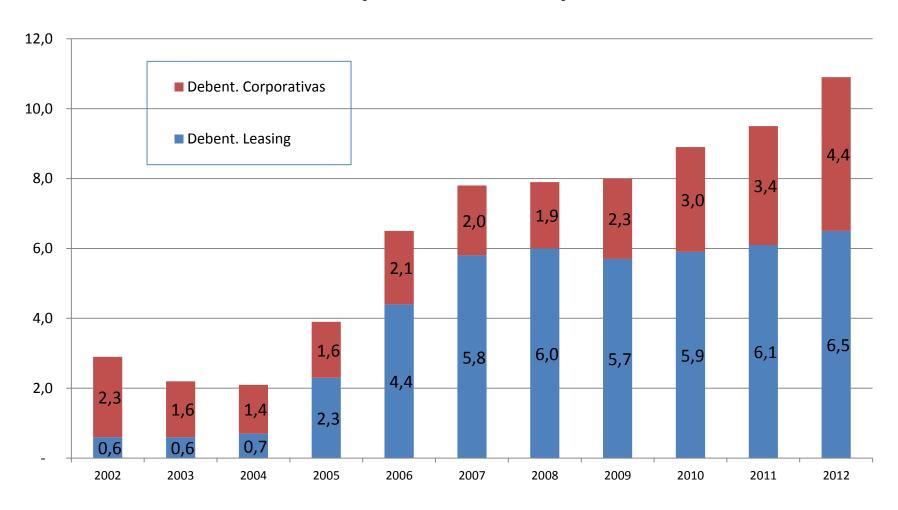
Relação dívida pública e privada: países em desenvolvimento



Estrutura da dívida pública

Data	Tx cambio	TR	IGP	Over/Selic	Prefixado	IGP	Outros	Total
dez/00	22,3	4,7	5,9	52,2	14,8	-	0,1	100,0
dez/01	28,6	3,8	7,0	52,8	7,8	-	0,0	100,0
dez/02	22,4	2,1	11,0	60,8	2,2	1,6	0,0	100,0
dez/03	10,8	1,8	11,2	61,4	12,5	2,4	-	100,0
dez/04	5,2	2,7	11,8	57,1	20,1	3,1	-	100,0
dez/05	2,7	2,1	8,2	51,8	27,9	7,4	-	100,0
dez/06	1,3	2,2	7,2	37,8	36,1	15,3	-	100,0
jan/07	1,3	2,2	7,2	38,9	34,5	15,8	-	100,0
dez/07	1,0	2,1	6,5	33,4	37,3	19,8	-	100,0
dez/08	1,1	1,6	5,7	35,8	32,2	23,6	-	100,0
dez/09	0,7	1,2	5,0	35,8	33,7	23,6	-	100,0
dez/10	0,6	0,8	4,8	32,5	37,9	23,3	-	100,0
dez/11	0,6	0,8	4,2	30,8	38,3	25,4	-	100,0
dez/12	0,6	0,6	4,1	22,2	41,2	31,4	-	100,0
dez/13	0,6	0,5	4,1	19,5	43,3	32,0	-	100,0
out/14	0,6	0,5	4,2	19,5	41,5	33,7	-	100,0
Fonte: BCE	3							_

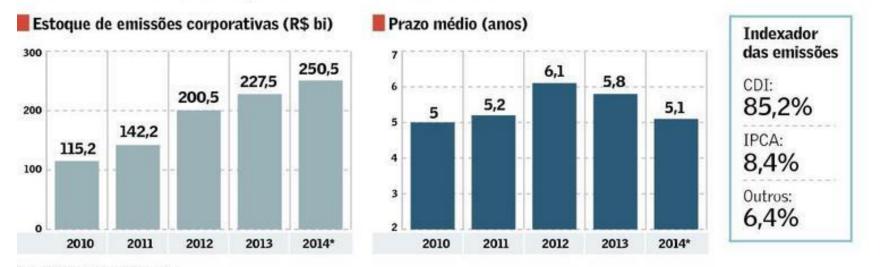
Volume de Debêntures em estoque (% do PIB)



Algumas características do mercado de debêntures (Valor, 4/12/14)

Mais curto

Prazo de debêntures é menor, mas emissões continuam em alta



Fontes: Cetip e Anbima. "Até outubro

Porque mercado secundário de títulos privados é pouco denso?

- Baixa padronização das debêntures
- Existência de relativamente poucos emissores
- Bancos são principais fontes de demanda ao invés de investidores institucionais (fundos de pensão e seguradoras)
- Moura (2006): pouca variabilidade de preço das LFTs desestimula negociação no mercados secundário, ao contrário das LTNs que tem preço variável de acordo com mudanças nas taxas de juros

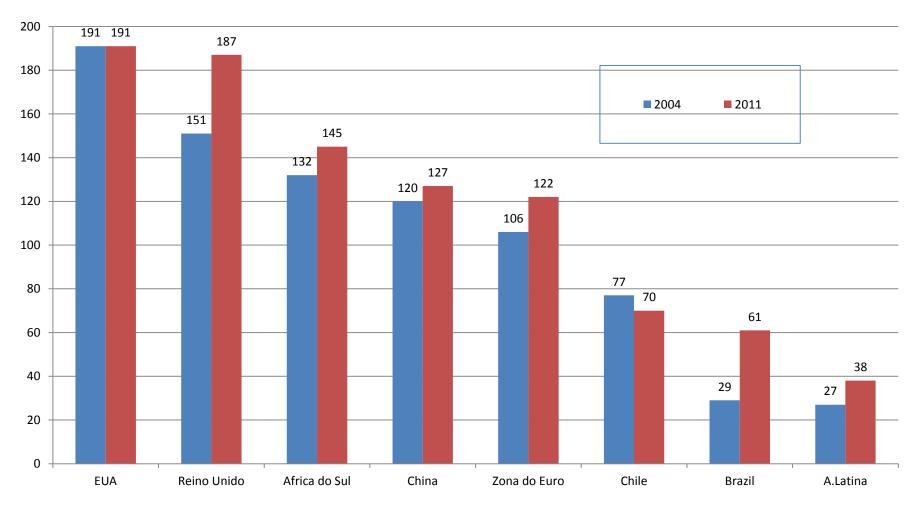
Lei 12.431/2011

Debêntures incentivadas

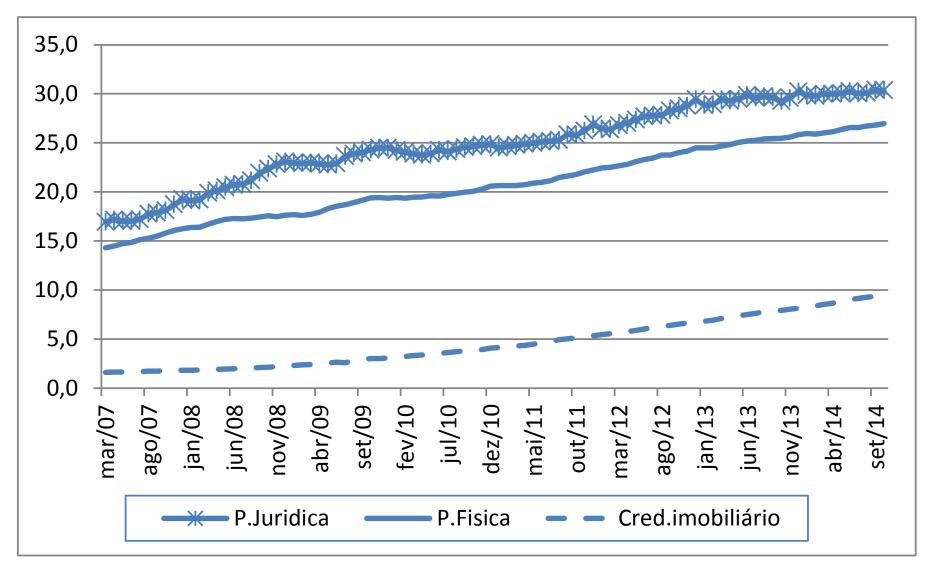
Papéis de infraestrutura emitidos

	Data de emissão	Valor (R\$ milhões)	Setor
Linhas de Transmissão de Montes Claros S.A.	8/15/12	25	Energia
ALL – América Latina Logística Malha Norte S.A.	9/15/12	160	Ferrovia
Concessionária do Sistema Anhanguera-Bandeirantes S.A. (Autoban)	10/15/12	135	Estrada Pedagiada
Concessionária Auto Raposo Tavares S.A. (CART)	12/15/12	380	Estrada Pedagiada
Santo Antônio Energia S.A.	12/15/12	420	Energia
Interligação Elétrica do Madeira	3/15/13	350	Energia
Concessionária Ecovias dos Imigrantes S.A.	4/15/13	200	Estrada Pedagiada
		681	
Concessionária Rodovias do Tietê S.A.	6/15/13	1065	Estrada Pedagiada
Jauru Transmissora de Energia S.A.	6/15/13	39	Energia
COMGÁS	9/15/13	269	Petróleo e Gás
		143	
Norte Brasil S.A.	9/15/13	200	Energia
Concessionária do Sistema Anhanguera-Bandeirantes S.A. (Autoban)	10/15/13	450	Estrada Pedagiada
ODEBRECHT TRANSPORT S.A.	10/15/13	300	Estrada Pedagiada
Termelétrica Pernambuco III	11/15/13	300	Energia
AEROPORTOS BRASIL - VIRACOPOS S.A.	1/15/14	300	Aeroportos
Vale S.A.	1/15/14	1000	Ferrovia
Concessionaria Do Aeroporto Internacional De Guarulhos S.A.	2/15/14	300	Aeroportos
Santo Antônio Energia S.A.	4/15/14	700	Energia
CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	4/28/14	70	Energia
Ferreira Gomes Energia S.A.	6/15/14	211	Energia
Fonte: Anbima e Ministério da Fazenda			

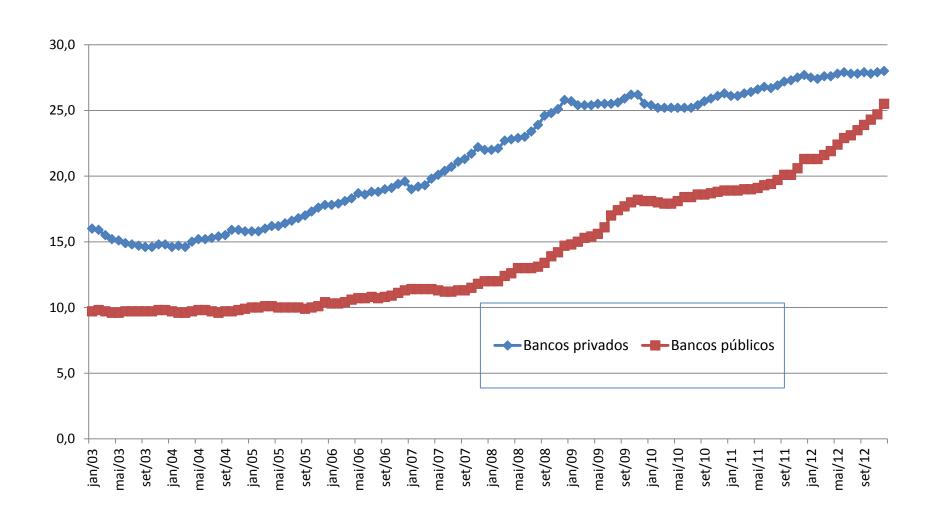
Crédito doméstico para o setor privado (% do PIB)



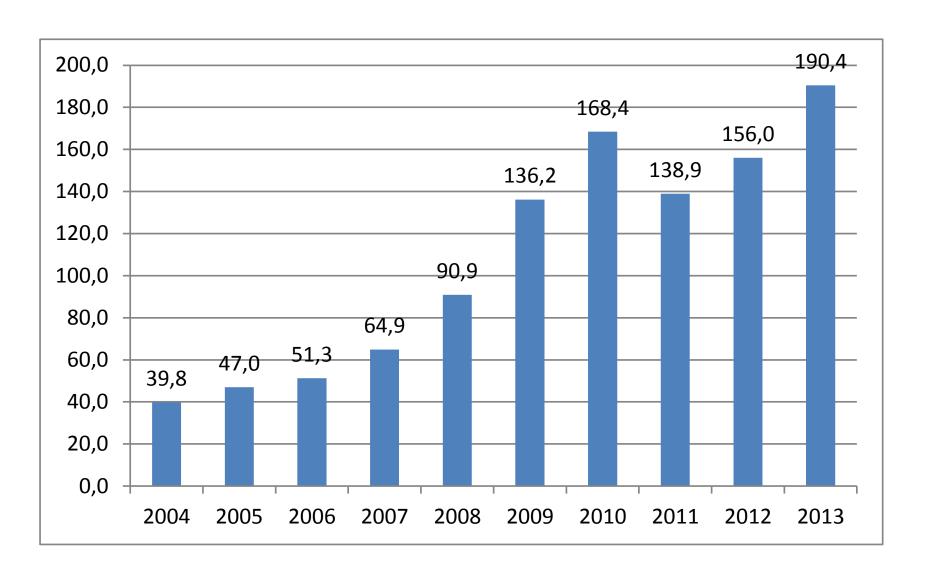
Crédito/PIB



Crédito/PIB por controle k



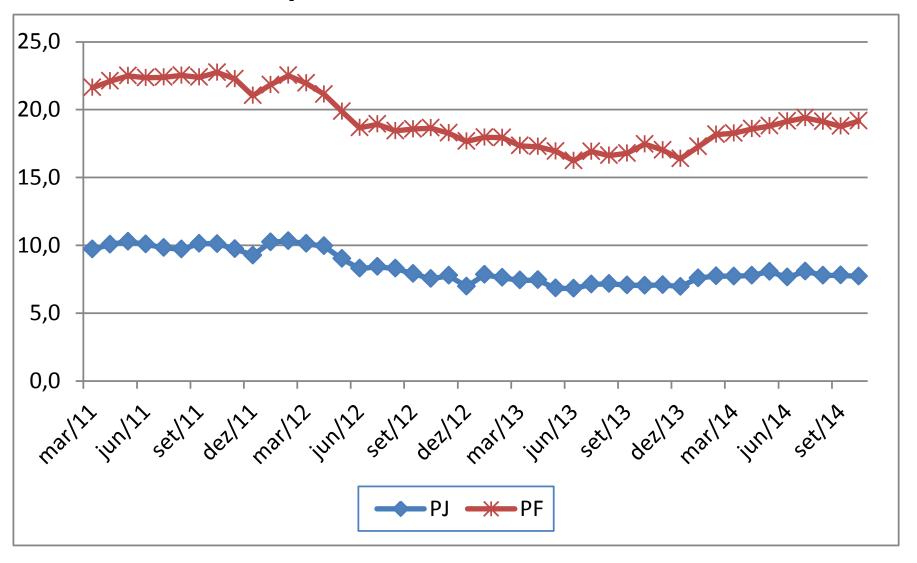
Desembolsos do BNDES (R\$ bilhões)



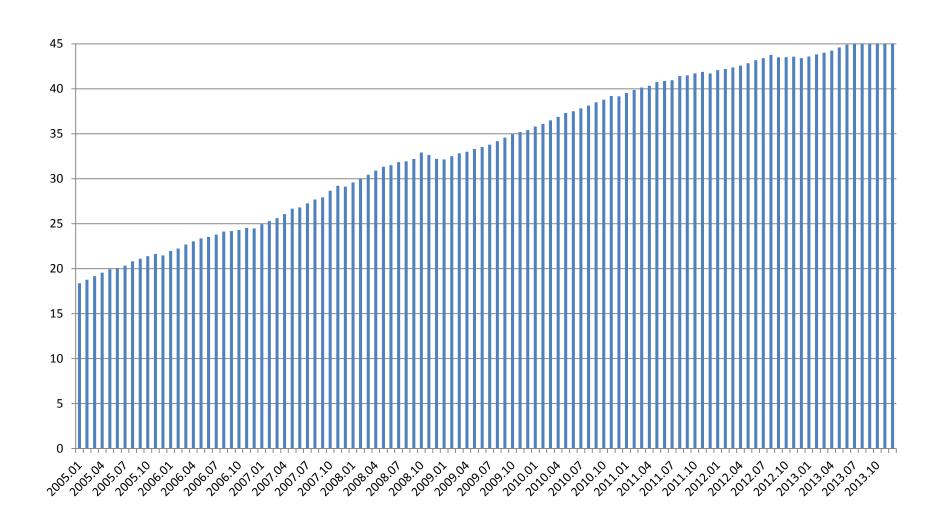
Tendências recentes

- Combinação entre baixo crescimento e elevação na taxa de juros.
- Maior comprometimento financeiro das familias.
- Elevação nos spreads bancários.
- Maior seletividade dos bancos: racionamento de crédito (pequenas empresas), modalidades de menor risco, aumento na preferencia pela liquidez.

Spread bancário



Endividamento das famílias



Liquidez dos 3 maiores bancos privados

June/2008	June/2009	June/2010	June/2011	June/2012
14.9	10.7	11.6	17.5	21.5

Source: Authors' elaboration with data from BCB.

⁺ (Cash + Securities)/Total Assets*100. Data includes Itau, Bradesco and Santander.

Maior seletividade....

Indicadores de financiamento para PMEs pioram





Perspectivas

- Instabilidade macro recente (PIB, inflação, etc.) aumenta preferência pela liquidez dos bancos e dos investidores e reduz demanda por financiamento (PF e PJ).
- Elevação recente na taxa de juros: aumento no spread bancário e inibição na colocação de títulos corporativos
- Crescimento da dívida pública bruta coloca um freio no crescimento dos bancos públicos, em particular o BNDES.
- Deslanchamento nos investimentos de infraestrutura?

Algumas sugestões...

- Contexto macro: continuidade do processo de mudança na dívida pública; redução da taxa de juros => mudança no comportamento do investidor
- Estender tratamento fiscal favorável a estrangeiros para residentes em debentures de infraestrutura.
- Em algum momento, "forçar" alongamento das aplicações financeiras, com taxação maior.
- Ampliar a base de investidores (ex: formação de fundos de papéis incentivados).
- Papel seletivo dos bancos públicos.