



NOTA CEMEC 01/2017

MERCADO DE CAPITAIS

EVOLUÇÃO RECENTE E CENÁRIOS PARA 2017

Fevereiro de 2017



EquipeTécnica:

Diretor: Carlos Antonio Rocca

Superintendente:Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Marly Paes e Fernando Fumagalli

Dúvidas e Comentários:

cemec.ibmec@gmail.com

- ✓ As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais, do IBMEC ou de qualquer de seus apoiadores. As informações deste relatório são resultantes de informações preliminares das fontes citadas, portanto estão circunscritas às informações preliminares existentes e à capacidade de projeção no momento atual. O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para finalidade de aplicação financeira ou qualquer outra que possa causar algum prejuízo, dequalquernatureza,aosusuáriosdainformação.
- ✓ Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões.
- ✓ A publicação foi produzida com as informações existentes em Fevereiro/2016

Índice

1. Sumário executivo.....	3
2. Mercado de dívida privada.....	6
3. Mercado de ações.....	17
4. Indicadores do custo de capital no mercado de capitais.....	24
5. Mercado de capitais brasileiro: cenários para 2017	28

1. Sumário executivo

a. **Objetivo:** analisar a evolução do mercado de capitais brasileiro nos segmentos de dívida corporativa e ações, seu desempenho no financiamento das empresas, em termos de volume de recursos e custos de capital, e as perspectivas para 2017, levando em conta o cenário macroeconômico e especialmente a expectativa de queda da inflação e das taxas e juros.

b. **Mercado de dívida privada**

- No mercado doméstico de dívida, entre 2015 e 2016, altas taxas de juros, recessão e forte elevação do saldo de dívida pública, de 64,8% do PIB em 2015 para 67,9% em 2016) o saldo de dívida privada nos bancos e no mercado de capitais sofreu queda de 64,5% para 59,3%, queda essa concentrada no saldo de financiamento das empresas com redução de 4,5 p.p. do PIB (de 38,7% do PIB para 34,2%);
- A redução do saldo de recursos das empresas ocorreu no crédito bancário de recursos livres (-9,6%) e direcionados (-9,3%), parcialmente compensado pelo aumento de 6% do saldo de operações no mercado de títulos de dívida privada; o saldo de operações de crédito bancário teve queda real da ordem de 15%, enquanto que as novas concessões caíram mais de 30% em termos reais, muito mais intensa que a redução do PIB, o que pode ter contribuído eventualmente para o aprofundamento da recessão;
- O saldo de operações de dívida das empresas no mercado internacional em reais teve redução de 13,2%, como resultado da queda da taxa de câmbio (-16,5%, de R\$ 3,90 para R\$ 3,26) e elevação de 4,0% do saldo em moeda estrangeira;
- A participação dos títulos de dívida privada no financiamento das empresas elevou-se de 17,0% em 2012 para 18,8%, com destaque para títulos de financiamento imobiliário (CRIs e CCIM); as emissões de CRAs (Certificados de Recebíveis do Agronegócio) tem apresentado crescimento excepcional (+193% em 2016, de R\$ 4,4 bilhões em 2015 para R\$ 12,9 bilhões em 2016), com grande aumento do valor médio das emissões feitas por grandes empresas da cadeia produtiva do agronegócio e forte demanda de investidores individuais, beneficiados com a isenção do imposto de renda;
- As emissões de dívida de empresa brasileiras no mercado internacional, que tiveram queda acentuada em 2015 para US\$ 6,5 bilhões, de US\$ 27,1 bilhões em 2014, com a perda do “investment grade” e elevação das taxas de juros, se elevam para US\$ 17,3 bilhões em 2016, valor equivalente a 70% da média de 2010/2014.

c. Mercado de ações

- Vários trabalhos do CEMEC tem mostrado que o principal fator de inibição do mercado de capitais brasileiro é a permanência de elevadas taxas reais de juros por períodos longos; simulação mostra que R\$ 1.000,00 investidos em títulos públicos na adoção do real (07/1994) valeriam R\$ 42.006,00 em 01/2016, contra R\$ 14.275,00 que seria o valor obtido com o mesmo investimento numa carteira de ações do Ibovespa;
- Depois do forte ciclo de emissões primárias (follow-on e IPOs) de 2006 e 2007, quando atinge 76 operações, o número de emissões apresenta tendência declinante, até 4 emissões em 2015, com ligeira recuperação em 2016, para 10 (apenas 1 IPO); por outro lado, o número de empresas listadas em bolsa se reduz de 404 em 2007 para 349 em 2016; os números mostram que desde 2011 predominam as deslistagens voluntárias;
- Verifica-se que tanto a redução das emissões primárias quanto o aumento das deslistagens voluntárias apresentam correlação negativa com a taxa de juros: o número de emissões primárias no período de 2006 a 2015 tem correlação negativa e elevada (-0,90) com o custo de capital próprio, este impactado pela taxa de juros: o número de deslistagens voluntárias tem correlação negativa e elevada (-0,714) com a relação entre taxa de retorno do patrimônio líquido e custo do capital próprio;
- Elevadas taxas de juros de títulos públicos tem reduzido a parcela de investimentos em renda variável dos investidores domésticos (pessoas físicas e institucionais), ao mesmo tempo cresce a importância dos investidores estrangeiros nas emissões primárias de ações (entre 60% e 70% do valor emitido no período de 2004 a 2011, cerca da metade entre 2012 e 2016) e no mercado secundário de quase 30% em 2010 para 53,5% em 2016, o que equivale ao dobro da participação dos institucionais, de 27%; observa-se nesse mercado forte redução da participação de pessoas físicas, de quase 35% em 2009 para 14,8% em 2016;
- No período mais recente, de 12/2014 a 12/2016, dados da movimentação líquida de compras e vendas de ações na Bovespa, mostram movimento predominante de entrada dos investidores estrangeiros e de desinvestimento de institucionais e pessoas físicas.

d. Custo de capital no mercado de capitais

- **Dívida:** As taxas de juros apuradas pelo CEMEC no mercado secundário de debêntures atingem seu nível mais elevado, de 18%a.a. em fins de 2015 (papeis de rating A,0 iniciando a partir daí acentuada tendência de queda, até atingir taxas próximas de 14%aa; em 12/2016 essa taxa é de 13,1%a.a., que se compara com a taxa média de crédito bancário para empresas de 28,2%a.a., diferença essa que se mantém entre 12p.p. e 15 p.p. entre 2011 e 2016; por sua vez as taxas de emissão de notas promissórias também mantêm diferença para menos de cerca de 10p.p. em relação às taxas de juros de operações bancárias de capital de giro (em 12/2016 taxa de 15,71%a.a. contra 26,10%a.a.);

- **Capital próprio:** o custo real de capital próprio tem refletido as mudanças do quadro político e econômico dos últimos anos; estimativa do CEMEC (método 1) para 12/2016 é de 12,2%a.a., valor consideravelmente a 12/2015, cerca de 15,2%a.a., com queda da ordem de 300 pontos básicos; a taxa de 12.2% é muito próxima da média observada no período de 2013/2014 e superior às taxas calculadas no período de 2010/2012, que oscilaram no intervalo de 10,00% a 11,00% a.a.

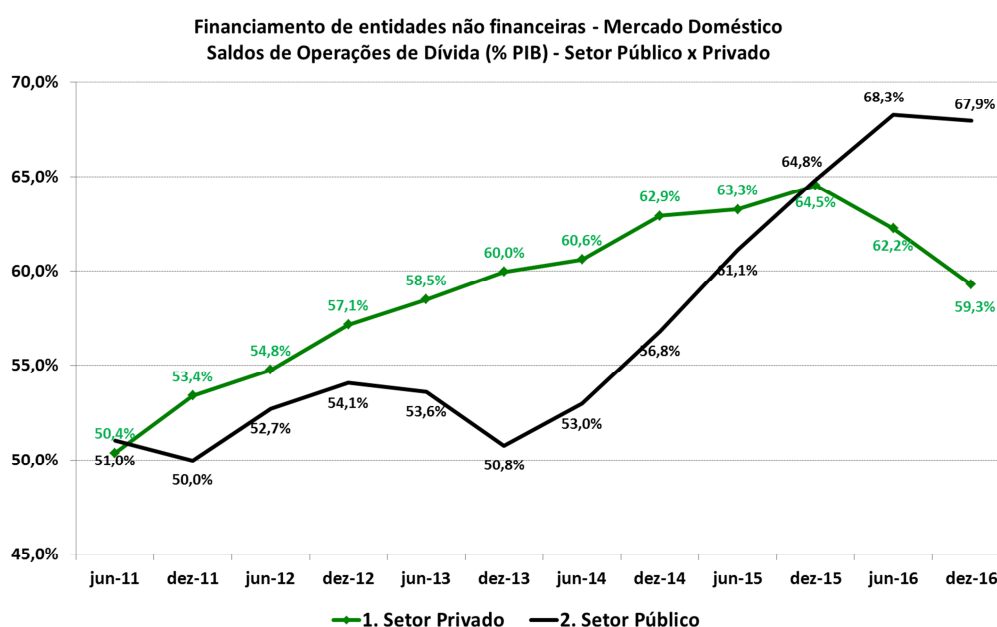
e. Mercado de capitais brasileiro cenários para 2017

- Existem razões para delinear em 2017 um cenário para o mercado de capitais consideravelmente melhor que o observado nos últimos dois anos:
 - i. A evidência histórica é a de que as emissões de ações e título de dívida respondem positivamente ao processo de redução da taxa de juros, cuja continuidade constitui a expectativa de mercado, reforçada pelo comportamento favorável das expectativas de inflação; notícias da imprensa diária dão conta desde já da movimentação de empresas visando novas emissões de ações e de dívida;
 - ii. A redução da oferta de recursos de financiamento oferecidos a taxas inferiores às do mercado e as novas políticas operacional do BNDES favoráveis ao mercado de capitais devem atuar positivamente para fortalecer o desempenho do mercado de dívida corporativa
- Entre os riscos desse cenário, destacam-se eventuais dificuldades políticas no plano interno, que possam comprometer a aprovação da reformada previdência, e no plano externo, a elevação das taxas de juros dos EUA ao longo de 2017, expectativa já reforçada pela continuidade da recuperação econômica e pela recente aceleração da inflação naquele país.

2. Mercado de dívida privada

A evolução dos saldos agregados de dívida pública e dívida privada em relação ao PIB a partir de dezembro de 2015, revela o forte aumento da carga da dívida pública, ao mesmo tempo em que o saldo de recursos destinados ao financiamento do setor privado sofre acentuada redução. Desde 2013 (**Gráfico 01**) o financiamento do crescente desequilíbrio fiscal se refletiu em continuado crescimento do saldo da dívida do setor público tomado no mercado doméstico, com um salto de 50,4% do PIB naquele ano para 67,9% em 12/2016. O saldo de operações de dívida do setor privado, na forma de crédito bancário e títulos de dívida corporativa no mercado de capitais, que havia crescido de 50,4% do PIB em 06/2011 para 64,8% em 12/2015, cai 5,5p.p. do PIB, para 59,3% em 12/2016.

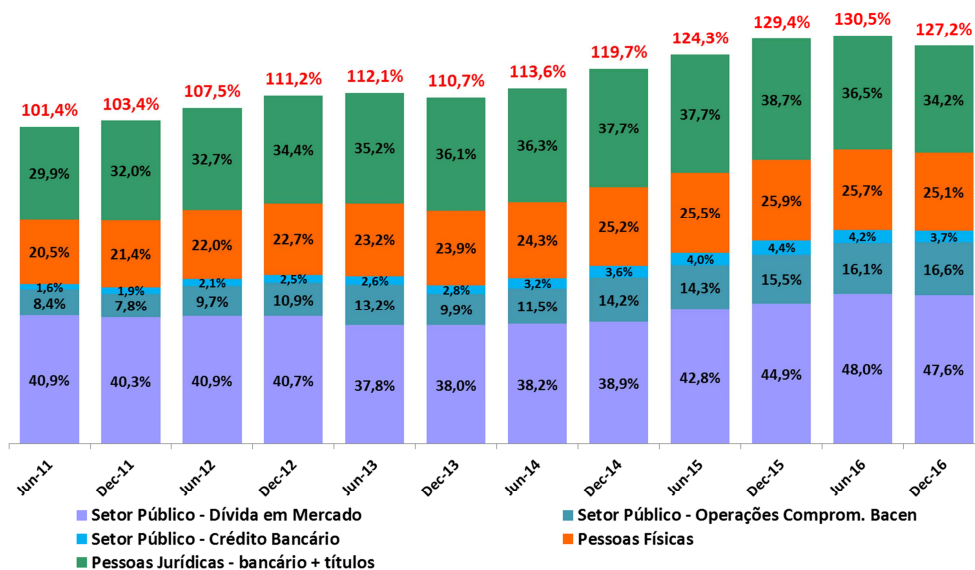
GRÁFICO 01



A maior parcela dessa queda de 5,5p.p. do PIB se dá no saldo de dívida das empresas, que se reduz em 4,5 p.p. do PIB, de 38,7% em 12/2015 para 34,2% do PIB em 2016. O saldo de crédito para pessoas físicas caiu apenas 0,8 p.p. do PIB em 2016, e ainda se mantém 1,2p.p. acima do valor observado em 06/2015. (**Gráfico 02**)

GRÁFICO 2

Financiamento geral de entidades não financeiras - Mercado Doméstico
Operações de Dívida - (% PIB)



Na **Tabela 01**, verifica-se que a queda do saldo de dívida das empresas entre 12/2015 e 12/2016 concentra-se no crédito do mercado doméstico (- 5,6%). A redução dos saldos de crédito bancário de recursos livres (-9,6%) e de recursos direcionados (-9,3%) é parcialmente compensado pelo aumento de 6,0% do saldo captado no mercado de títulos de dívida corporativa. Esse desempenho fez com que a participação dessa fonte de recursos aumente de 16,3% para 18,8% nesse período.

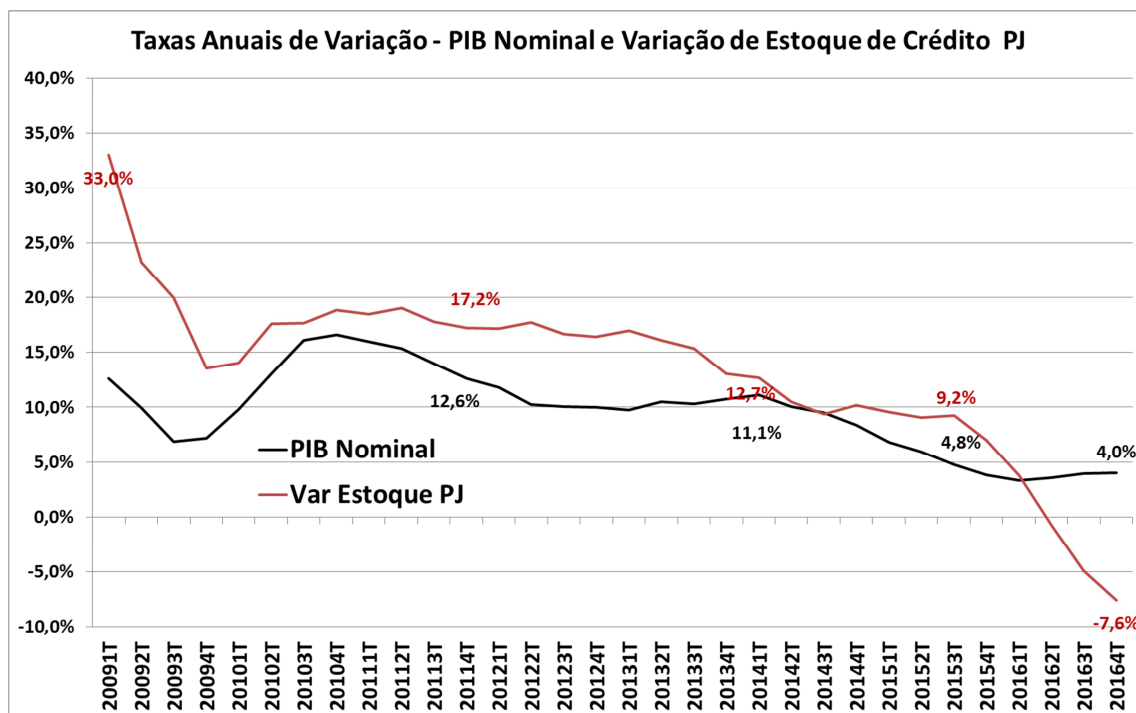
A queda de 13,2% do saldo de operações de dívida feitas no mercado internacional reflete tão somente a queda da taxa de cambio. De fato, observa-se um aumento de cerca de 4,0% no seu valor em moeda estrangeira, de vez que a taxa de cambio em relação do dólar reduziu-se em 16,5% (de R\$ 3,90 em 12/2015 para R\$ 3,26 em 12/2016).

TABELA 1 - Títulos de dívida corporativa aumentam de 16,3% em 12/2015 para 18,8% em 12/2016 sua participação no financiamento das empresas

Saldos em R\$ Milhões Nominais	dez-15		set-16		dez-16		Variação 12 meses	
Alternativas	Valores R\$ mi	Composi ção %	Valores R\$ mi	Composi ção %	Valores R\$ mi	Composi ção %	Var. Valor	%
1. Mercado Doméstico	2.282.143	64,5%	2.175.158	67,1%	2.155.136	66,4%	-127.008	-5,6%
1.1. Títulos de Dívida Corporativa	574.966	16,3%	607.014	18,7%	609.422	18,8%	34.455	6,0%
1.2. Crédito Bancário - Recursos livres	869.456	24,6%	784.860	24,2%	786.014	24,2%	-83.442	-9,6%
1.3. Crédito Direcionado	837.721	23,7%	783.284	24,2%	759.700	23,4%	-78.021	-9,3%
a) Crédito Direcionado BNDES	633.399	17,9%	577.927	17,8%	552.328	17,0%	-81.071	-12,8%
b) Crédito Direcionado Rural	204.322	5,8%	205.357	6,3%	207.372	6,4%	3.050	1,5%
2. Mercado Internacional	1.253.732	35,5%	1.064.758	32,9%	1.088.163	33,6%	-165.570	-13,2%
2.1. Títulos de Dívida (bonds & notes)	109.823	3,1%	87.663	2,7%	83.767	2,6%	-26.056	-23,7%
2.2. Crédito Bancário	340.650	9,6%	269.878	8,3%	259.343	8,0%	-81.307	-23,9%
2.3. Operações Intercompanhias	803.259	22,7%	707.216	21,8%	745.052	23,0%	-58.207	-7,2%
TOTAL	3.535.876	100,0%	3.239.916	100,0%	3.243.298	100,0%	-292.577	-8,3%

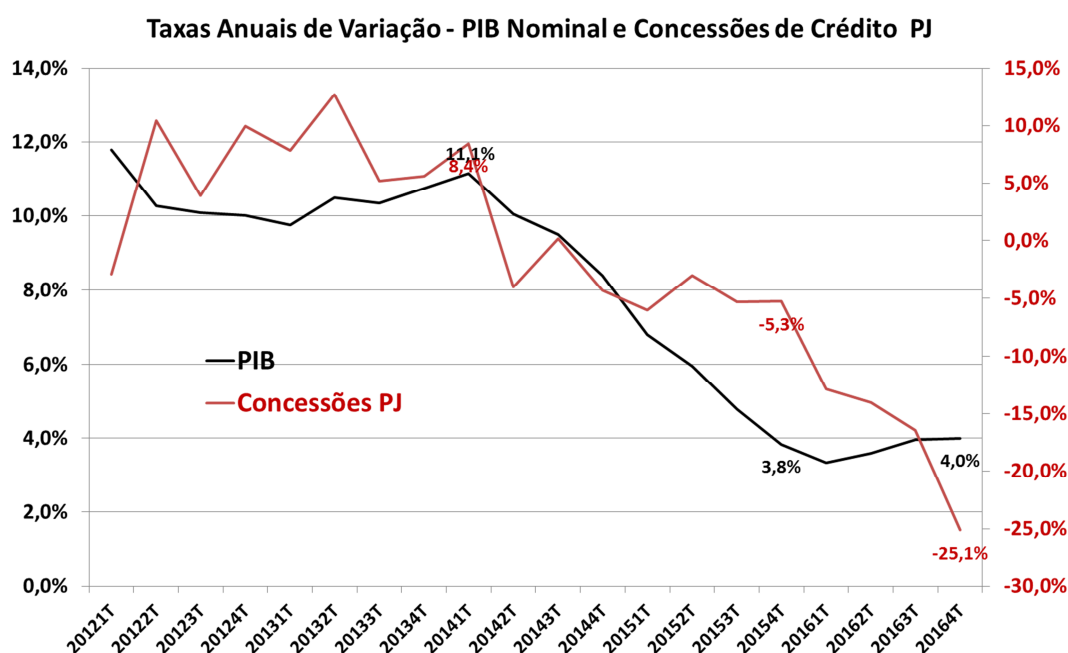
O **Gráfico 03** permite observar a forte reversão do comportamento saldo de crédito bancário fornecido às empresas em 2016. Verifica-se que desde 2010 e até o período de 12 meses terminado no primeiro trimestre de 2016, as taxas de crescimento do saldo de crédito a pessoas jurídicas situam-se sempre acima do crescimento nominal do PIB. A partir desse ponto, ocorre forte queda da taxa de variação do saldo de crédito, até atingir valor negativo de 7,6% em termos nominais. Em termos e reais isso equivale a uma queda da ordem de 13,1%, quando considerada a inflação de 6,3% em 2016.

GRÁFICO 03



A intensidade da restrição de crédito bancário às empresas é melhor dimensionada quando se analisa a evolução das novas concessões de crédito. O **Gráfico 04** mostra que a taxa de variação do valor das novas concessões de crédito às empresas em períodos móveis de 12 meses (ou quatro trimestres) já assume valores negativos desde o segundo trimestre de 2014, se mantem com queda da ordem de 5% até fins de 2015, para depois cair abruptamente até atingir variação negativa de - 25,1% no ultimo trimestre de 2016. Trata-se de uma queda em termos reais superior a 30%, muito mais intensa que a redução do PIB, o que pode ter contribuído eventualmente para o aprofundamento da recessão.

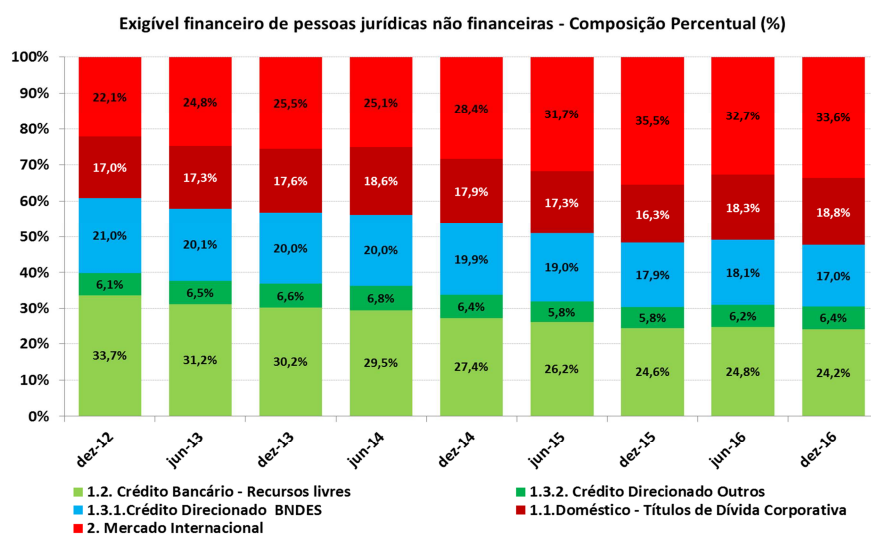
GRÁFICO 4



Como resultado desses movimentos nas fontes de recursos das empresas não financeiras, verifica-se considerável mudança na composição do seu exigível financeiro, com perda de participação de crédito bancário doméstico. O **Gráfico 05** mostra que a soma das parcelas representadas por operações de dívida no mercado internacional com os saldos de títulos de dívida corporativa aumenta de 39,1% em 12/2012 para 52,4% em 12/2016. Os títulos de dívida corporativos aumentam sua participação de 17,0% em 12/2012 para 18,8% em 12/2016. A perda de participação do crédito bancário, de 13,3p.p. (de 60,9% para 47,6%) se deu nas operações de recursos livres (-9,5p.p.) e no saldo de operações do BNDES (-4,0p.p.), acompanhada de pequena elevação de outros créditos direcionados (+0,3p.p.)

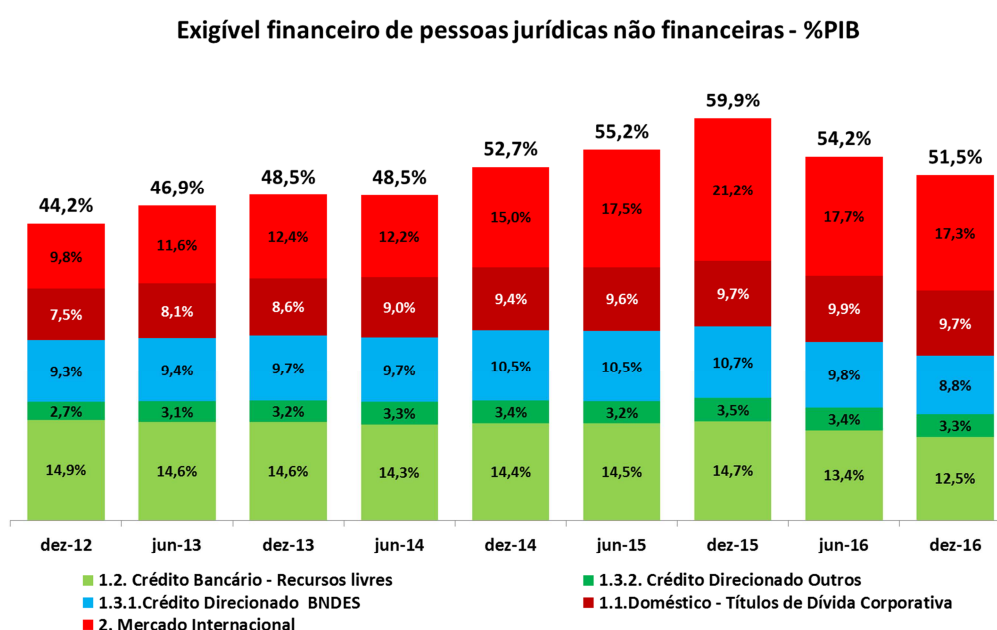
GRÁFICO 5

O mercado de capitais contribui com 18,8% no financiamento das empresas da economia brasileira



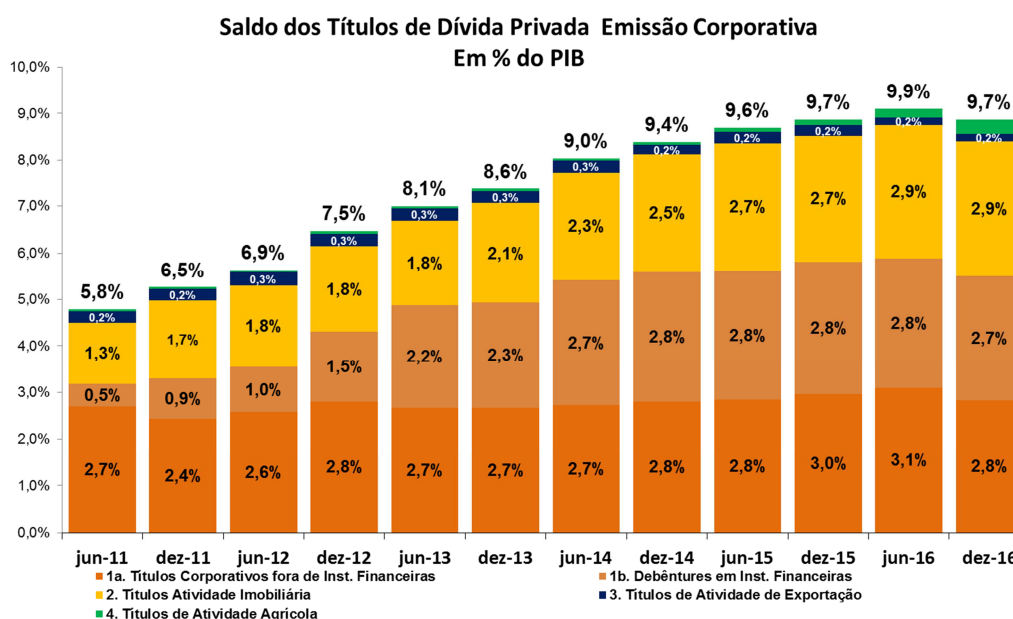
No **Gráfico 06**, deixando de lado as variações do saldo de dívida tomada no mercado internacional, impactadas especialmente a partir de 2014 pela movimentação das taxas de câmbio, deve-se destacar o aumento do saldo de operações feitas com base em títulos de dívida corporativa em relação ao PIB. Entre 12/2012 e 12/2015 esse saldo se eleva em 2,2p.p. do PIB (de 7,5% para 9,7%), nível que se mantém em 2016. O saldo de crédito bancário, que havia se elevado em 2p.p. do PIB entre 2012 e 2015 (de 26,9% para 28,9%) tem queda acentuada de 4,3p.p., atingindo em 12/2016 apenas 24,6% do PIB, o menor valor do período sob exame.

GRÁFICO 6



O **Gráfico 07** permite fazer uma análise mais detalhada da evolução do saldo de operações com títulos de dívida corporativa. Mostra que mais da metade (1,2p.p.) do aumento de 2,2p.p. do PIB desses papéis se refere ao aumento do saldo de debentures no ativo de instituições de financeiras. Em muitos casos, essas debentures compõem operações de crédito bancário, comparecendo como garantia colateral dessas operações. O saldo desses papéis cuja colocação foi feita no mercado, se manteve em 2,8% do PIB, valor igual ao observado em 12/2012. Crescimento significativo é observado no saldo de títulos de operações imobiliárias, de 1,8% para 2,9% do PIB, e mais recentemente nos títulos ligados ao agronegócio.

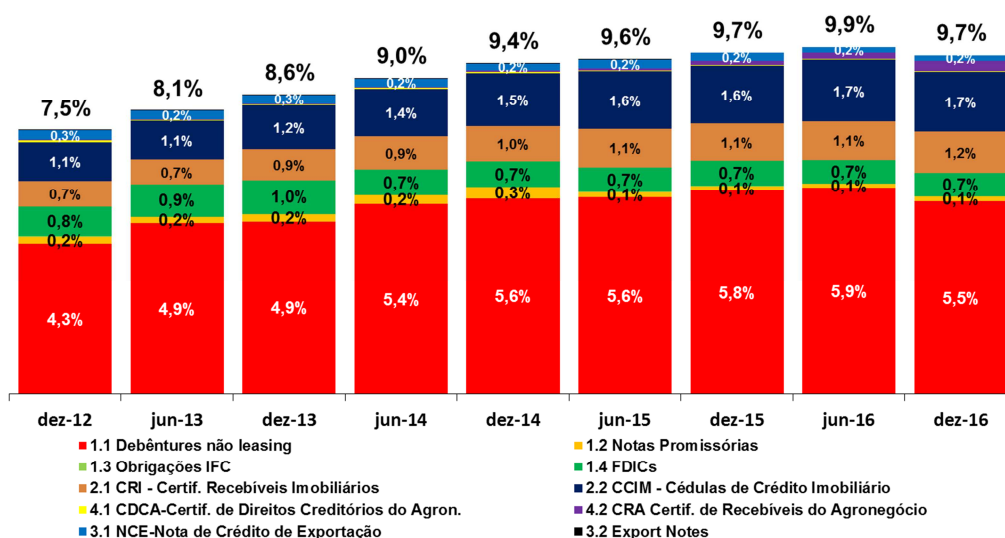
GRÁFICO 7



No **Gráfico 08** é apresentada a evolução dos saldos dos títulos de dívida do mercado de capitais por instrumento em relação ao PIB, no período de 12/2012 a 12/2016. Destaca-se o crescimento do saldo das debentures (de 4,3% para 5,5% do PIB) e dos títulos de atividade imobiliária. Estes últimos, representados por Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e Cédulas de Crédito Imobiliário (CECIM), crescem de 1,8% do PIB em 12/2012 para 2,9% do PIB em 12/2016,

GRÁFICO 8

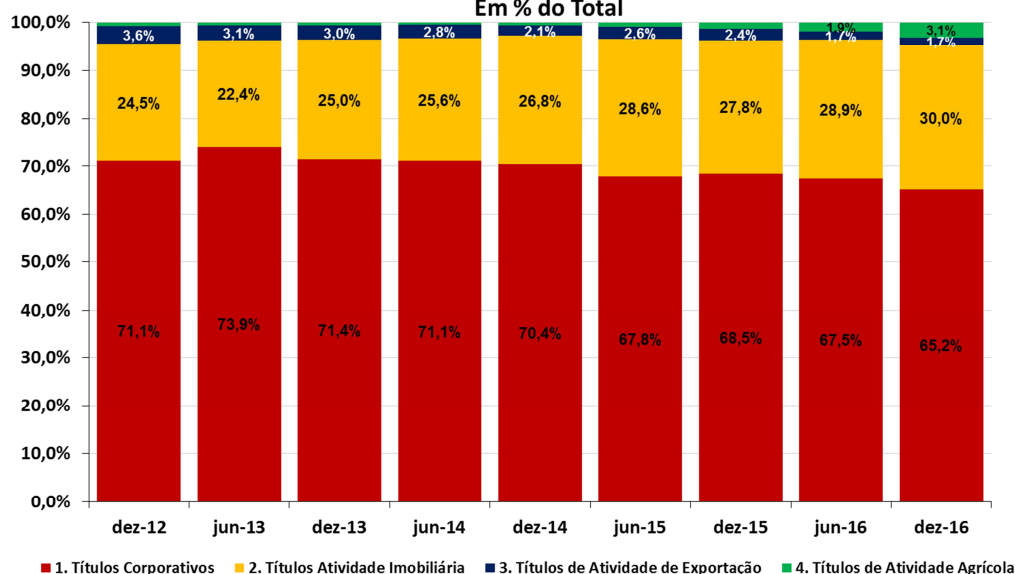
**Saldo dos Títulos Emitidos por Empresas Não Financeiras
% do PIB**



O **Gráfico 09** evidencia o aumento da importância dos instrumentos de financiamento destinados à captação de recursos para atividades imobiliárias, de exportações e agrícolas. O saldo desses papéis no mercado elevou-se de 28,9% do total em 2012 para 34,8% em 2016, com destaque para os títulos ligados ao financiamento imobiliário cuja participação aumenta de 24,5% para 30,0% nesse mesmo período. Os instrumentos aqui denominados de dívida corporativa (debentures, notas promissórias e FIDCs) tem sua participação reduzida de 71,1% para 65,2% no mesmo período.

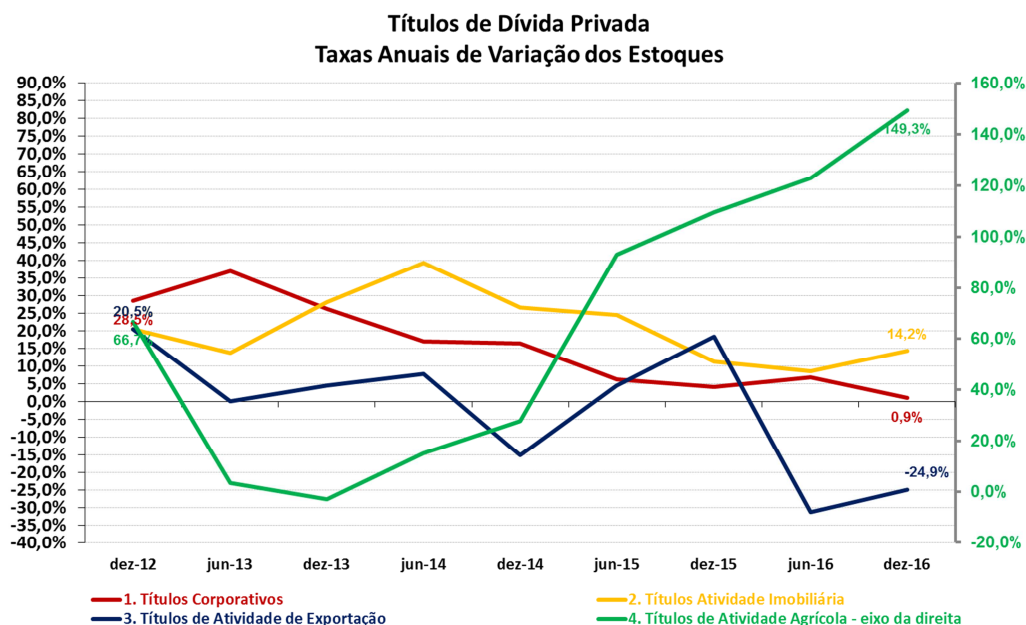
GRÁFICO 9

**Saldo dos Títulos de Dívida Privada
Em % do Total**



Não obstante o saldo e a participação dos Certificados de Recebíveis do Agronegócios no total de títulos de dívida privada não bancária sejam ainda pequenos, esses papéis tem mostrado forte crescimento nos últimos anos. No **Gráfico 10** observa-se que em 2016 mais que dobrou o saldo desses papéis no mercado, com crescimento de 149,1% em relação a 2015. Destaca-se ainda que o saldo de títulos de dívida corporativa (debentures, notas promissórias e FIDCs) permanecem praticamente estáveis em 2016, com crescimento de apenas 0,9%.

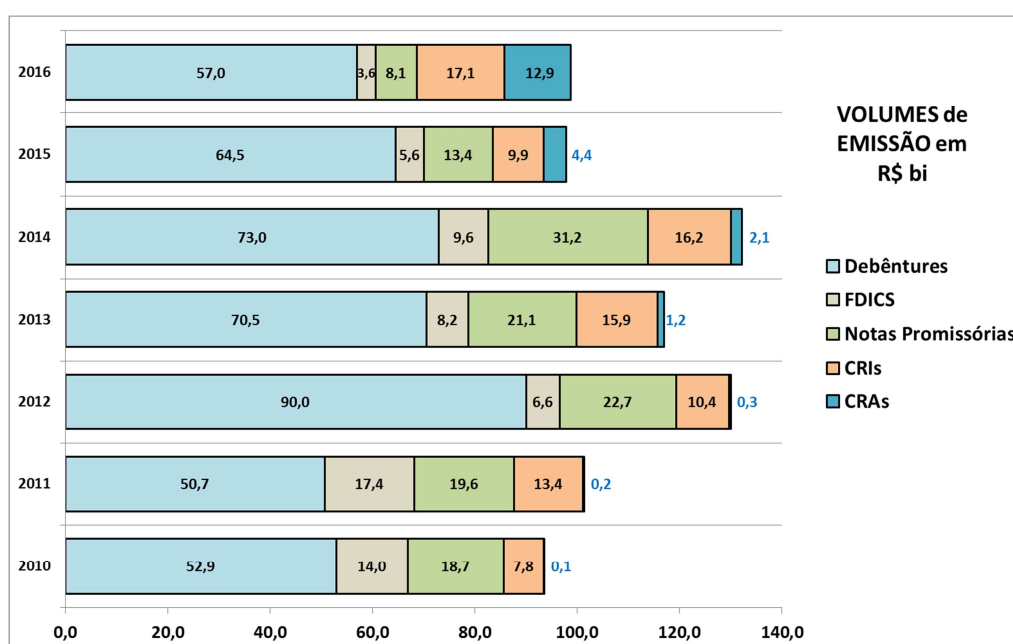
GRÁFICO 10



O **Gráfico 11** resume a atividade de emissões primárias de títulos de dívida privada no período de 2010 a 2016, por instrumento. Não obstante o valor total das emissões de dívida privada tenha apresentado um pequeno aumento de R\$97,8 bilhões em 2015 para R\$ 98,7 bilhões em 2016, esse valor é cerca de 22% inferior à media observada no período de 2012/2014, que atingiu R\$ 126 bilhões. Altas taxas de juros, com forte colocação de títulos públicos, elevado nível de endividamento das empresas e a queda do nível de atividade certamente estão entre os fatores que explicam essa queda no volume de emissões em 2016.

Comportamento especialmente negativo é apresentado na emissão de notas promissórias em 2016. Seu valor, de apenas R\$ 8,1 bilhões em 2016, é apenas 1/3 da media de emissões feitas no período de 2012/2014 (R\$ 25 bilhões) e provavelmente resulta da maior dificuldade de colocação desse papel que em geral não oferece garantias reais, num cenário de elevação do risco de crédito. Por sua vez, é notável o rápido crescimento das emissões de CRAs, a partir da média de emissões de R\$ 1,2 bilhões em 2010/2014 para R\$ 12,9 bilhões em 2016.

GRÁFICO 11



Os **Gráficos 12, 13 e 14** apresentam a evolução do volume, do número de emissões e da modalidade das emissões de debêntures, notas promissórias e Certificados de Recebíveis Imobiliários. As tendências recentes do volume de emissões já foram objeto de exame. A principal observação nesses gráficos é a predominância de emissões pela ICVM 476, que autoriza as sociedades anônimas de capital fechado emitirem esses títulos de dívida, ao mesmo tempo em que oferecem procedimentos de emissão mais simples e de menor custo para os emissores.

GRÁFICO 12

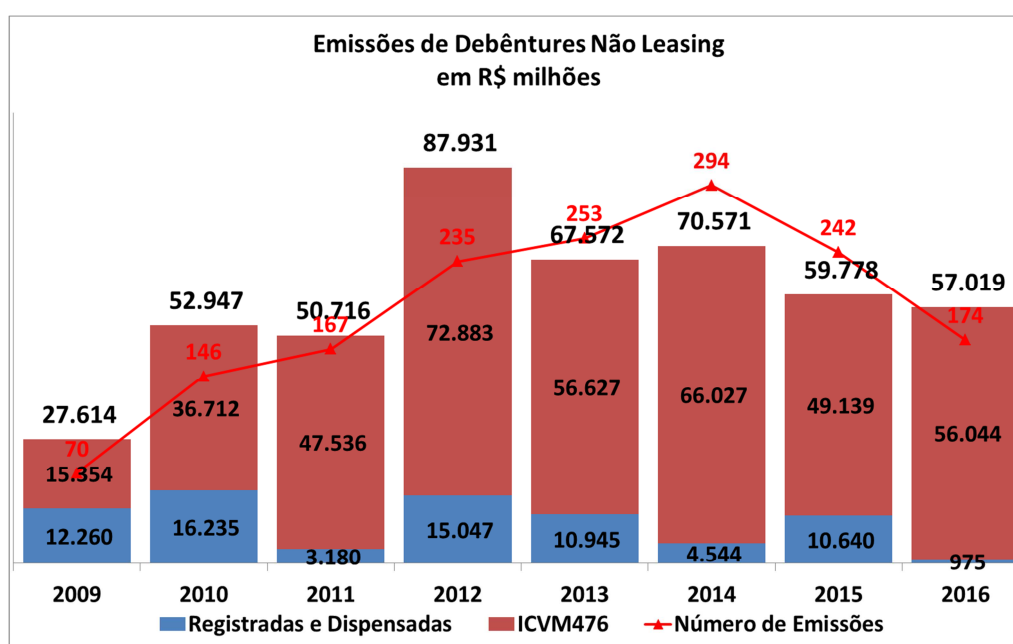


GRÁFICO 13

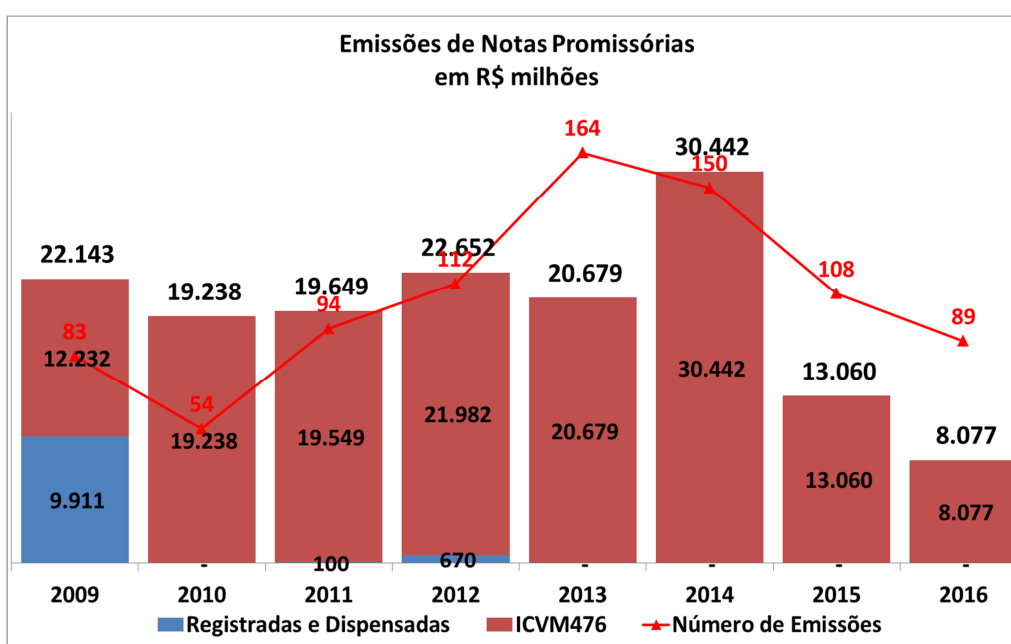
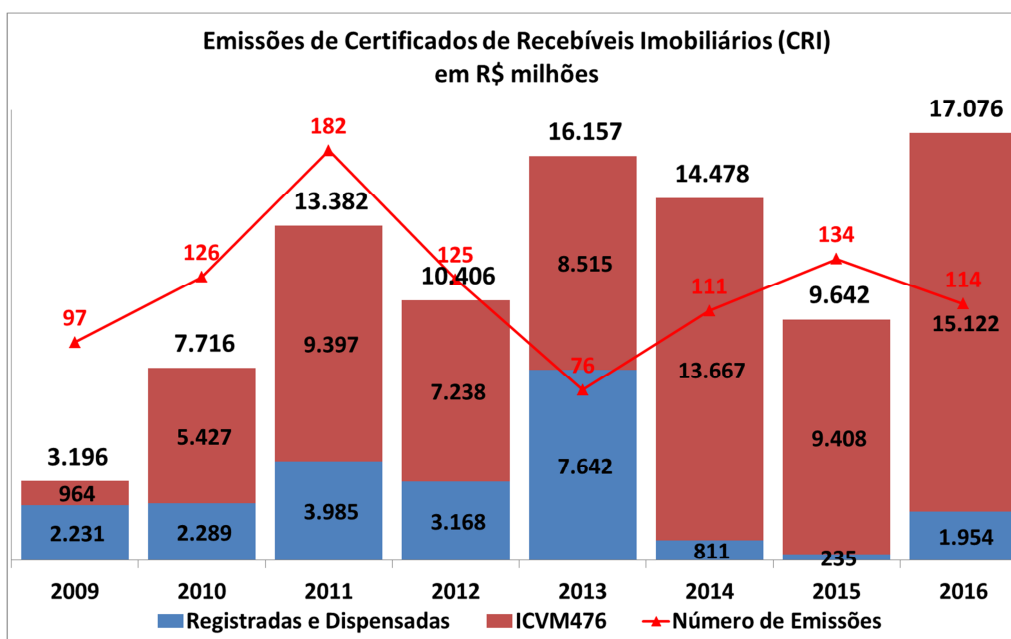


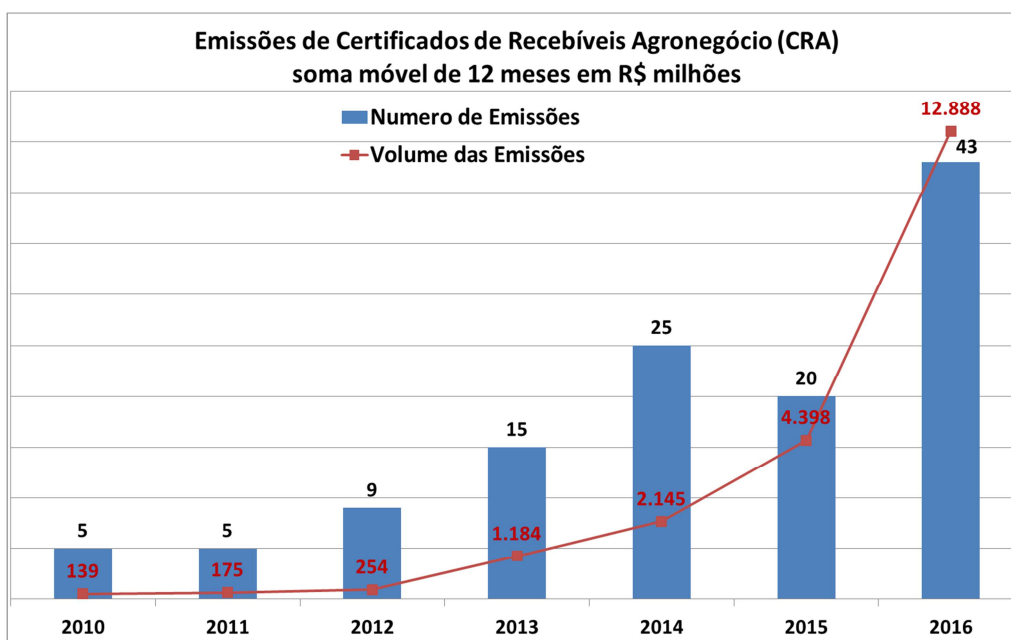
GRÁFICO 14



Como já foi mencionado anteriormente é notável o crescimento dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio. Deve-se destacar duas observações. A primeira é o forte aumento do volume de emissões, que multiplicou-se 93 vezes a partir de 2010, de apenas R\$ 139 milhões para R\$ 12.888 milhões em 2016. A outra é o importante aumento do valor médio de emissões, desde os R\$ 27,8 milhões de 2010, passando para R\$ 85,8 milhões em 2014 e cerca de R\$ 300 milhões em 2016. A dinâmica desse mercado tem sido impulsionada por emissões feitas por

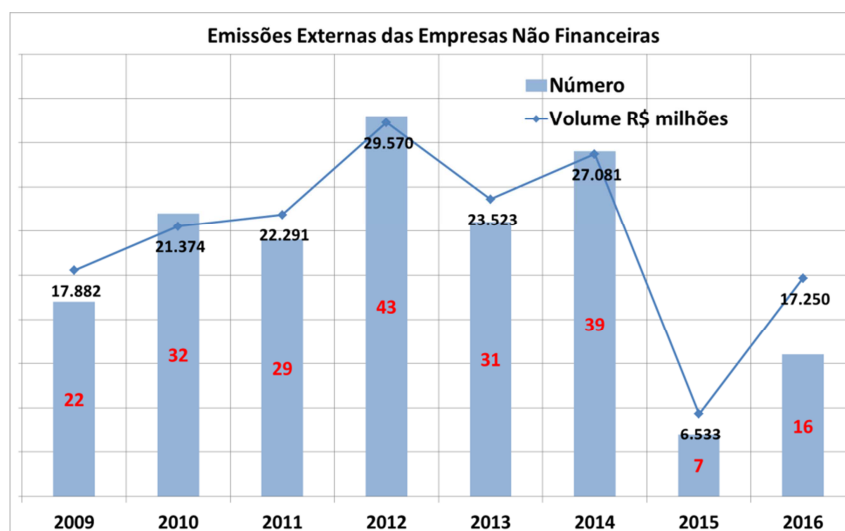
grandes empresas da cadeia produtiva do agronegócio, que se defrontam com forte demanda por investidores individuais, beneficiados com a isenção do imposto de renda (**Gráfico 15**).

GRÁFICO 15



O **Gráfico 16** resume as emissões de dívida de empresas brasileiras no mercado internacional nos últimos anos. Depois de manter média próxima dos US\$ 25 bilhões anuais no período de 2010 a 2014, o volume emitido em 2015, de apenas US\$ 6,5 bilhões, reflete a grande dificuldade de captação dessas empresas em 2015, marcado pela crise econômica, a perda do *investment grade* e o consequente salto das taxas de juros nas emissões de dívida dessas empresas. O ano de 2016 revela um movimento de recuperação, em que as captações já atingem US\$ 17,2 bilhões, volume que representa 70% do valor médio de US\$ 25 bilhões colocado no período de 2010/2014.

GRÁFICO 16

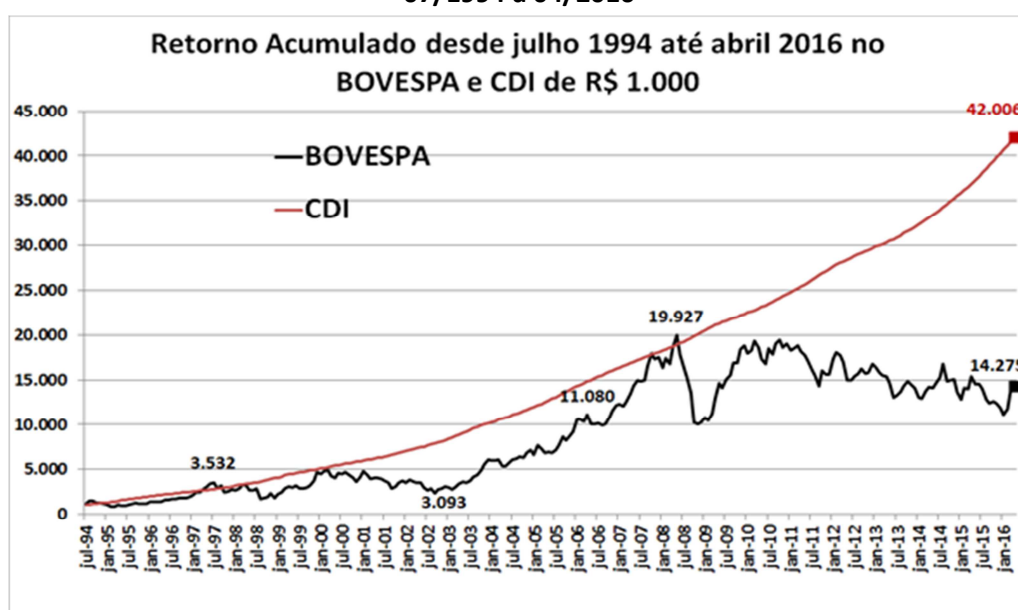


3. Mercado de ações

Vários trabalhos do CEMEC¹ tem demonstrado que a permanência de elevadas taxas reais de juros por períodos longos é o principal fator de inibição do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Esse impacto é especialmente importante nos investimentos em renda variável, de risco relativamente elevado, que se defrontam com a concorrência de títulos públicos com risco de crédito soberano, elevada liquidez e alternativas de indexação isentas de risco de mercado. Em condições normais de mercado, observadas nas maiores economias mundiais, o investimento em ações no longo prazo oferece rentabilidade superior aos ativos de renda fixa e especialmente aos títulos públicos, ao oferecer um prêmio de risco compensador. Não é o caso da economia brasileira pelo menos nas ultimas duas décadas. O **Gráfico 17** mostra a evolução de uma carteira de R\$ 1.000,00 investida em títulos públicos desde a criação do Real, em 1994, até janeiro de 2016, em comparação com outra carteira de mesmo valor inicial investida nas ações do Ibovespa. Decorridos mais de 20 anos, a carteira de títulos públicos atingiria o valor de R\$ 42.006,00, que se compara com R\$ 14.275,00 da carteira de ações.

GRÁFICO 17

Resultados da aplicação em ações x títulos públicos
07/1994 a 04/2016

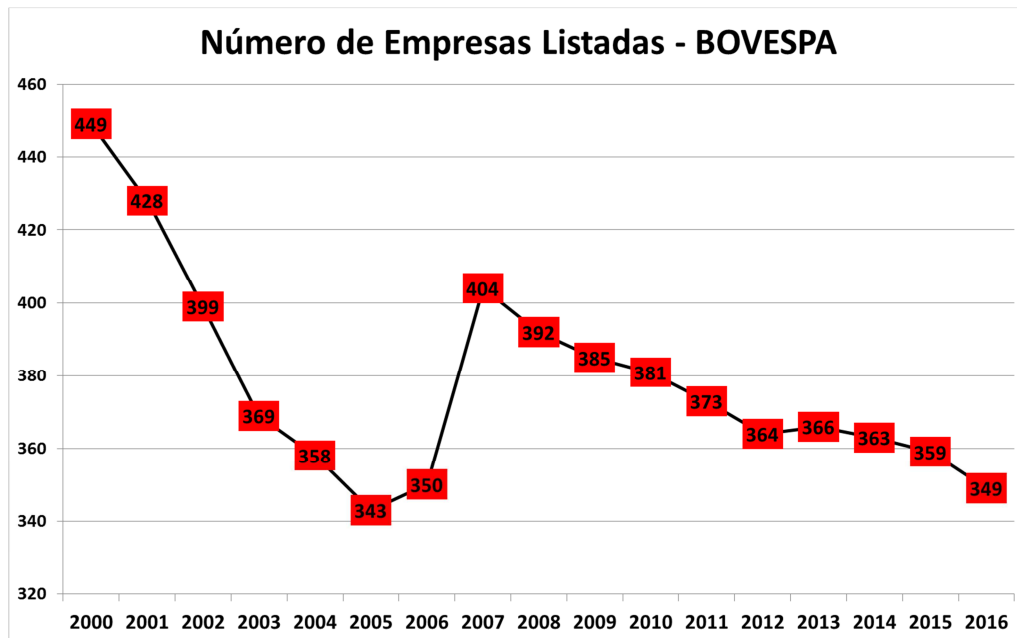


Embora esse não seja o único fator a ser levado em conta, não é surpreendente a ocorrência de uma clara tendência negativa do numero de empresas listadas em bolsa nos últimos dez anos. Depois da redução observada logo após a criação do Novo Mercado e até 2005, e o salto

¹ V. www.cemec.ibmec.org.br

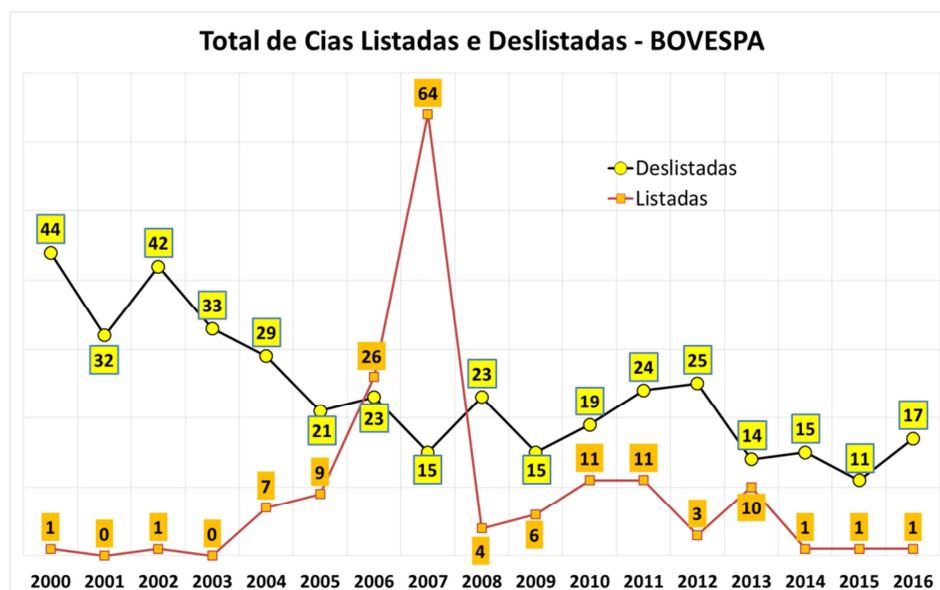
de IPOs em 2006 e 2007, o número de empresas listadas cai para 349 em 2016, número 14% inferior ao observado em 2007 (414). (**Gráfico 18**)

GRÁFICO 18



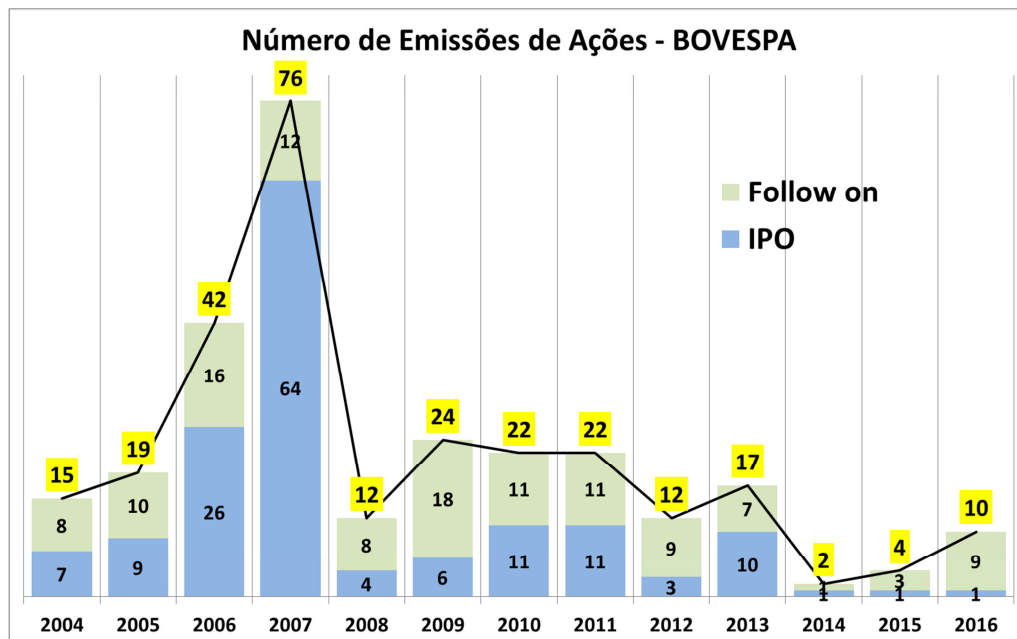
O **Gráfico 19** mostra que a partir de 2008, o número de deslistagens supera em larga margem as listagens, do que resulta a redução do número de empresas listadas.

GRÁFICO 19



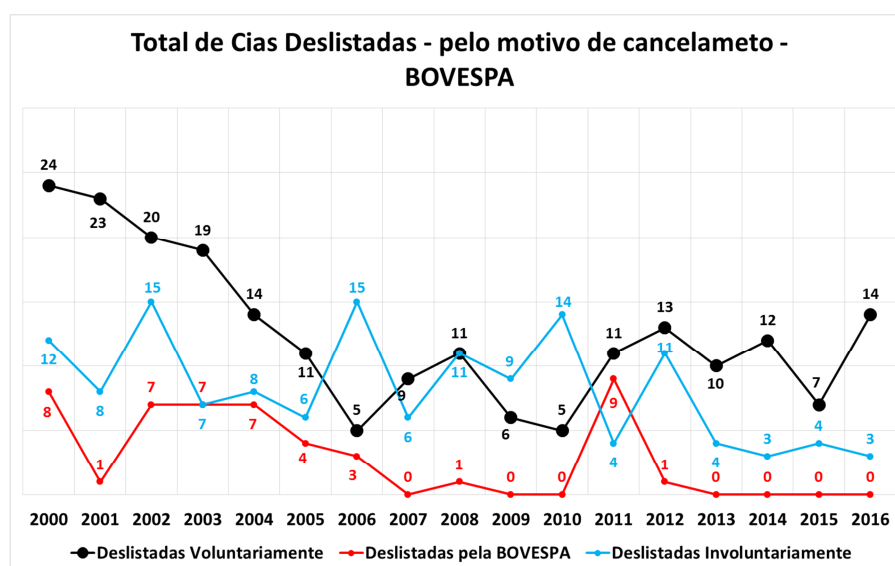
Depois do forte ciclo de emissões primárias ocorrido em 2006/2007, observa-se queda acentuada dessas operações em 2008. A partir de alguma recuperação em 2009, predomina tendência negativa do número dessas operações. (**Gráfico 20**)

GRÁFICO 20



Na busca de identificar os fatores subjacentes à redução do número de empresas listadas, é importante determinar as razões de deslistagem. No **Gráfico 21**, verifica-se que no período de 2000 a 2016 tem predominado em geral a deslistagem voluntária, característica essa que fica especialmente evidenciada no período mais recente, a partir de 2011.

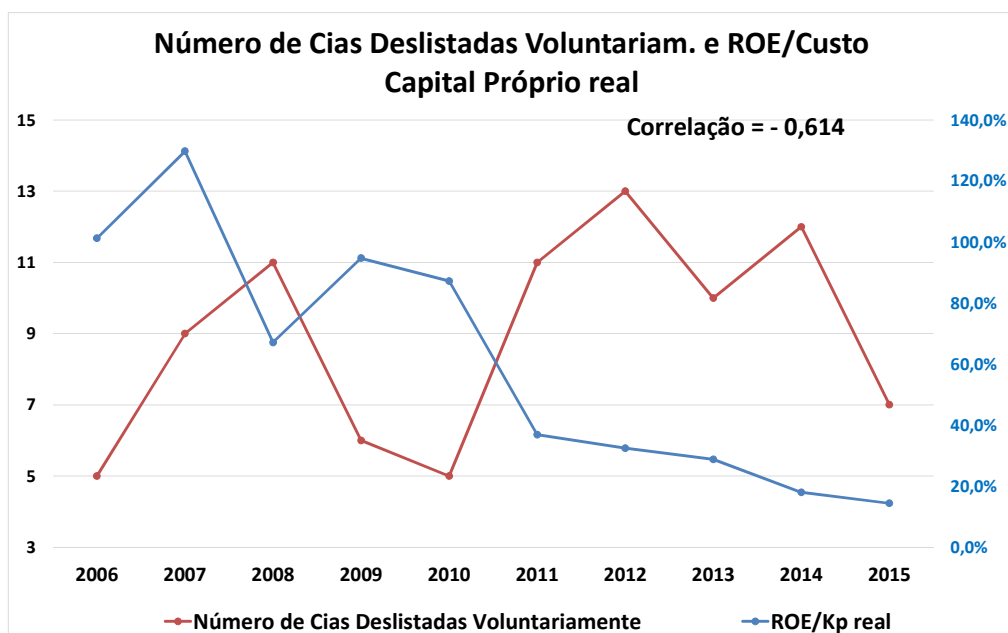
GRÁFICO 21



Novamente, existem razões para acreditar que, ao lado de outras razões específicas que levam as empresas a decidirem pela deslistagem, o custo de capital próprio, este por sua vez influenciado pela taxa de juros, é variável relevante. O **Gráfico 22** mostra a existência de elevada correlação negativa (-0,614) entre o número de deslistagens voluntárias e a relação entre a rentabilidade do capital próprio e o seu custo no período de 2006 a 2015.

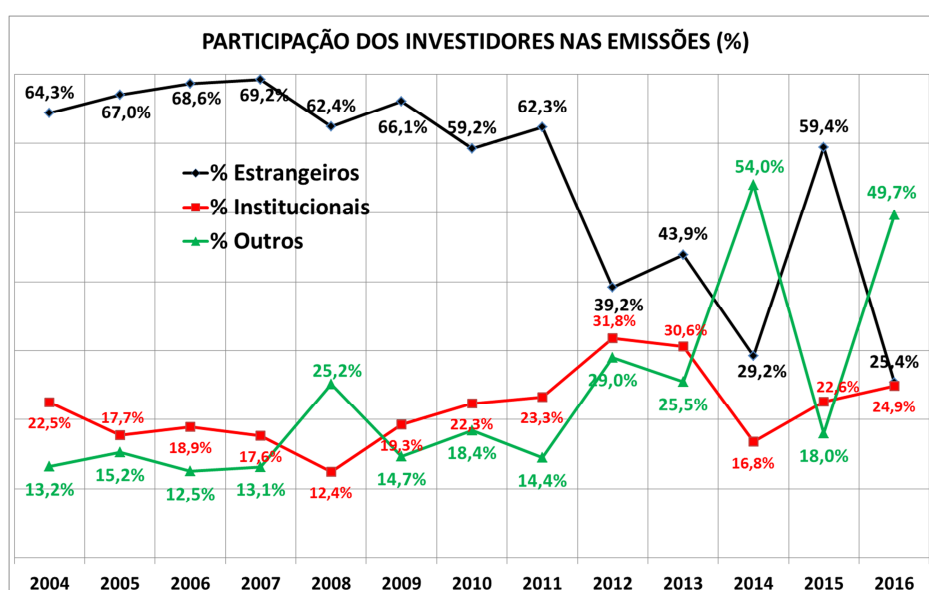
GRÁFICO 22

Fechamento de capital e ROE/custo capital próprio



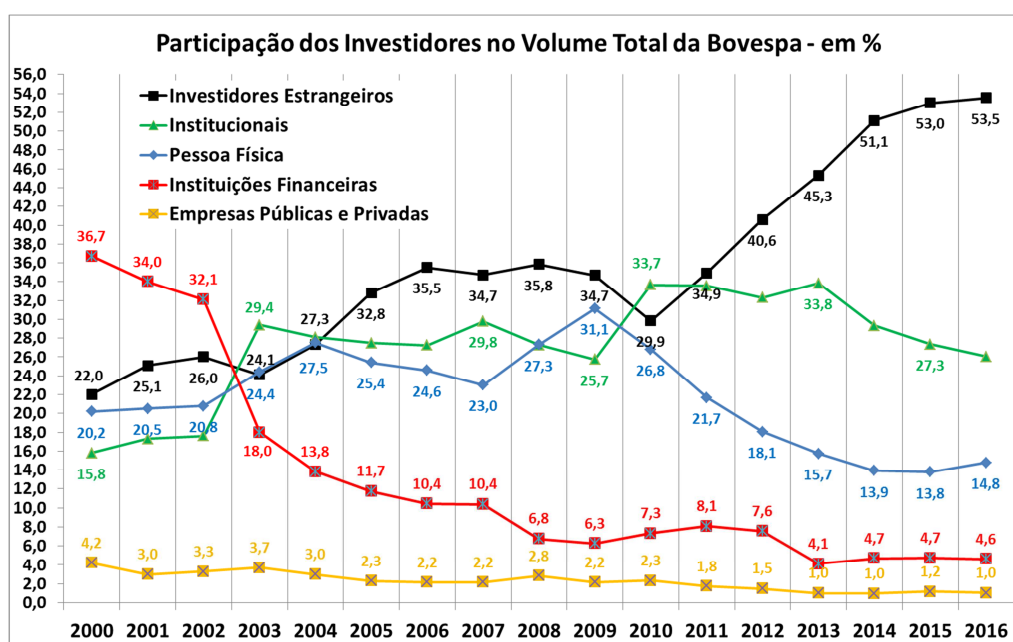
A baixa participação de aplicações em ações por parte de investidores domésticos, pessoas físicas e institucionais, tem, levado à observação de uma participação muitas vezes predominante de investidores estrangeiros nas ofertas iniciais de ações (IPOs). No **Gráfico 23** é possível observar que pelo menos até 2011 essa participação se situa no intervalo entre 60% e 70%. Nos anos recentes, em que o número de IPOs é pequeno, a média de participação de estrangeiros cai de modo acentuado e varia amplamente, desde 59,4% em 2015 até 25,4% em 2016.

GRÁFICO 23



Observando o **Gráfico 24** é fácil visualizar algumas tendências na participação dos vários tipos de investidores no mercado secundário de ações desde 2000 a 2016. O que mais chama a atenção é a participação dos investidores estrangeiros, que evolui de apenas 22,0% em 2000, para cerca de 1/3 no período de 2005 a 2010 e salta para mais de 50% a partir de 2014. Sua participação em 2016 (53,5%) equivale ao dobro da apresentada pelos investidores institucionais, que ocupam o segundo lugar com cerca de 27%. As pessoas físicas reduzem fortemente sua participação após a crise de 2008 (de 34,7% em 2009 para 14,8% em 2016), enquanto as instituições financeiras tem tendência negativa de longo prazo (36,7% em 2000 para apenas 4,6% em 2016).

GRÁFICO 24



Os **Gráficos 25, 26 e 27** resumem a movimentação dos principais segmentos de investidores nos últimos anos. Tomando o resultado líquido de investimentos e desinvestimentos desses investidores nos 12 meses terminados em cada trimestre indicado, fica evidenciado o movimento predominante de entrada dos investidores estrangeiros e de desinvestimento dos investidores domésticos, tanto institucionais como pessoas físicas.

GRÁFICO 25

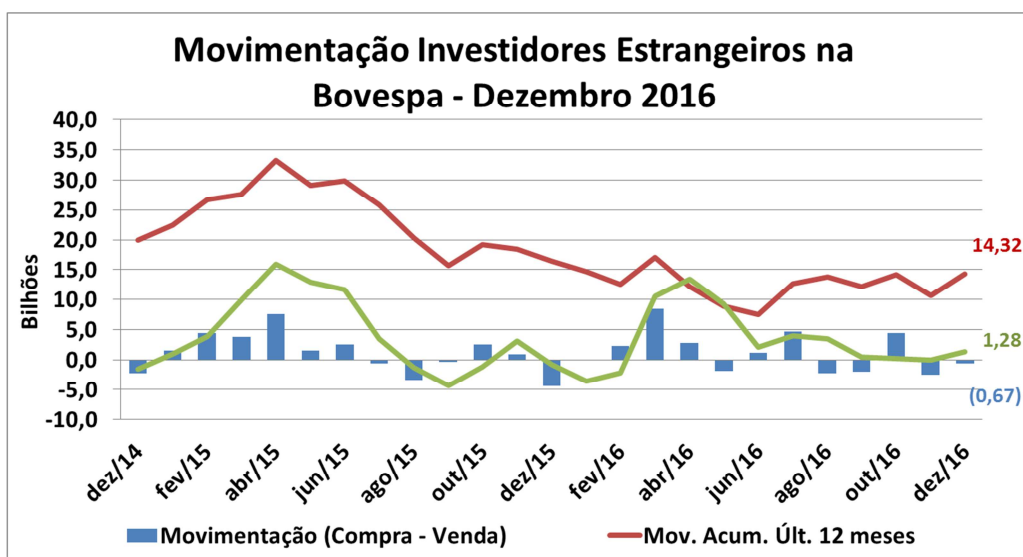


GRÁFICO 26

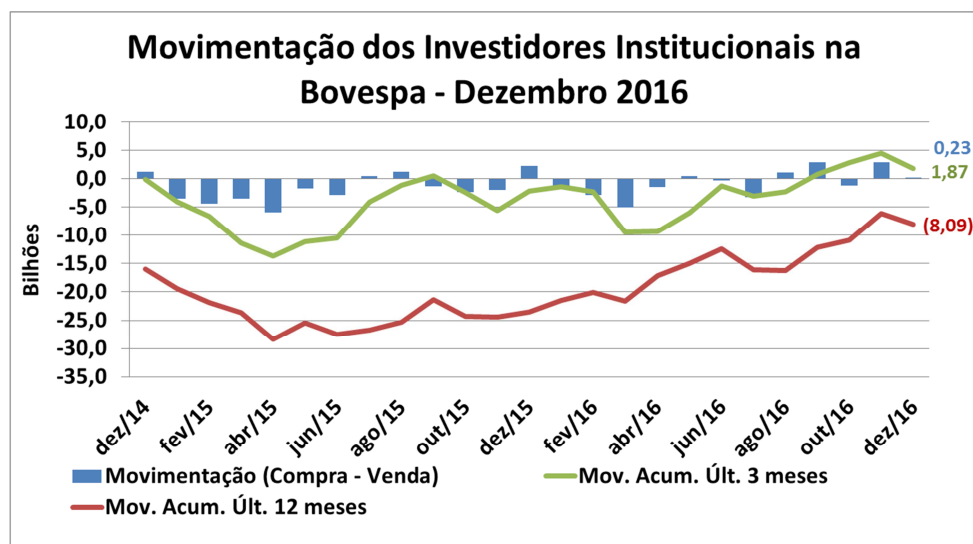
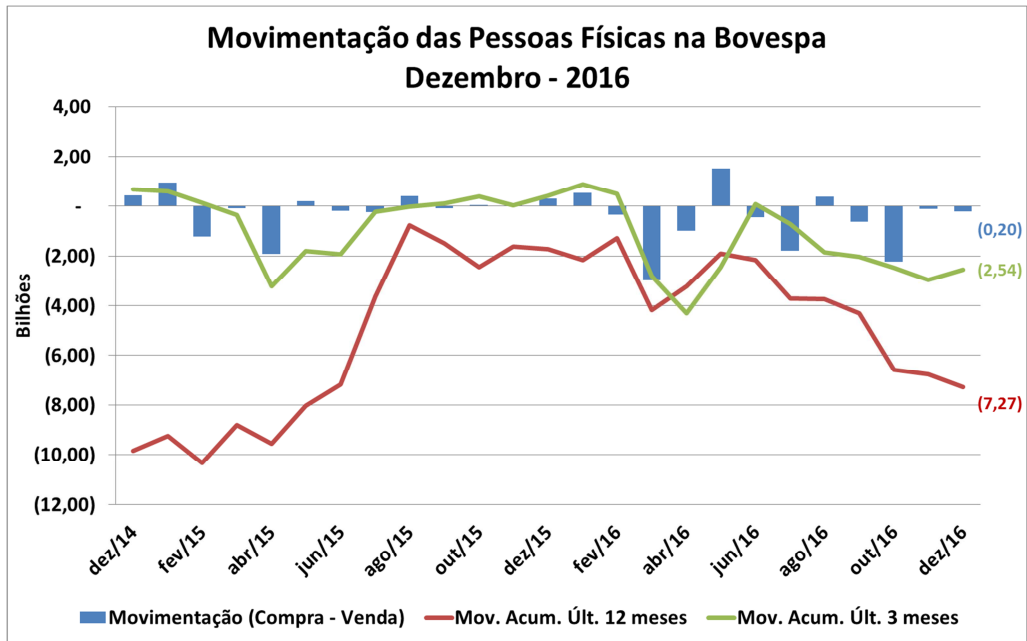


GRÁFICO 27



4. Indicadores do custo de capital no mercado de capitais

O principal instrumento do mercado de dívida privada é a debenture. Nos **Gráficos 28 e 29** são apresentadas as estimativas do CEMEC das taxas das debentures segundo o indexador e o nível de rating no período de 12/2011 a 12/2016. Dado que mais de 80% desses papéis são indexados ao CDI, essas taxas refletem essencialmente o comportamento da taxa de 720 dias do CDI, acrescida de um prêmio de risco. Verifica-se que o nível mais elevado foi atingido em 12/2015, com taxas da ordem de 18%a.a., iniciando a partir daí acentuada tendência declinante, até atingir valores entre 11,7% e 13,9%a.a. dependendo do indexador e do nível de rating, acompanhando o movimento das taxas longas de títulos públicos.

GRÁFICO 28

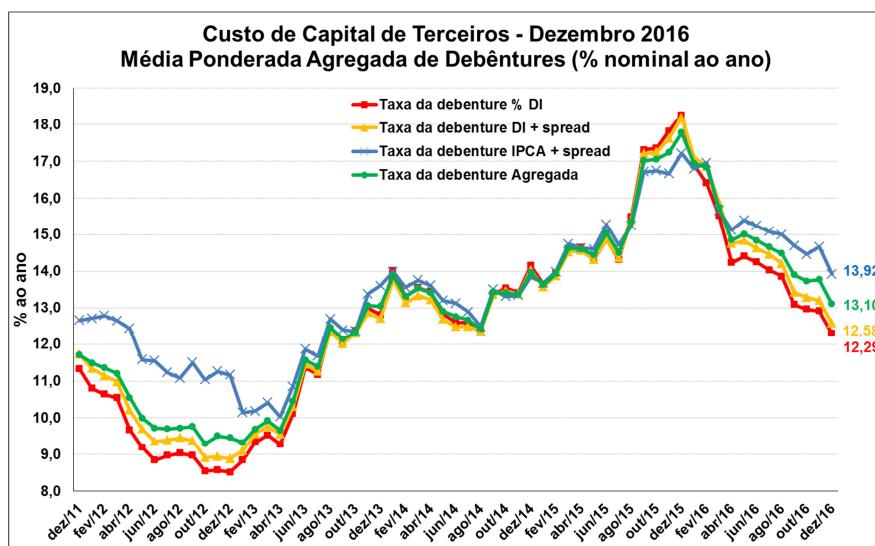
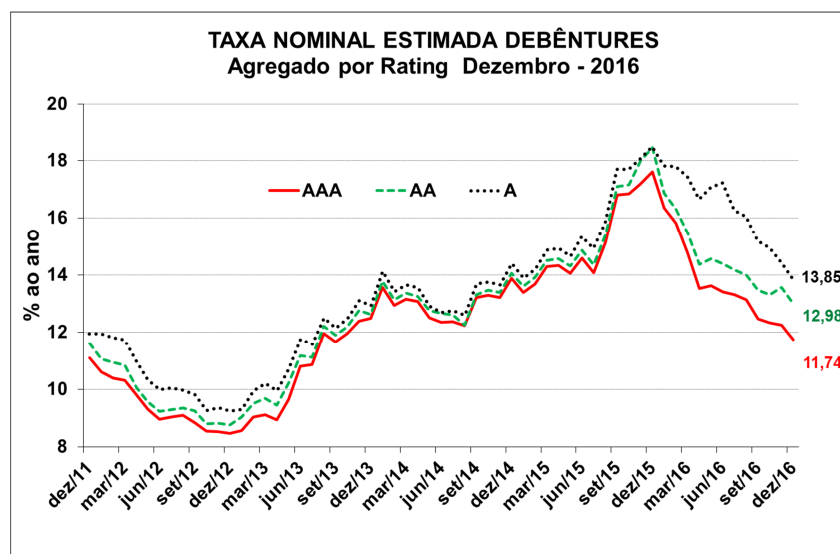
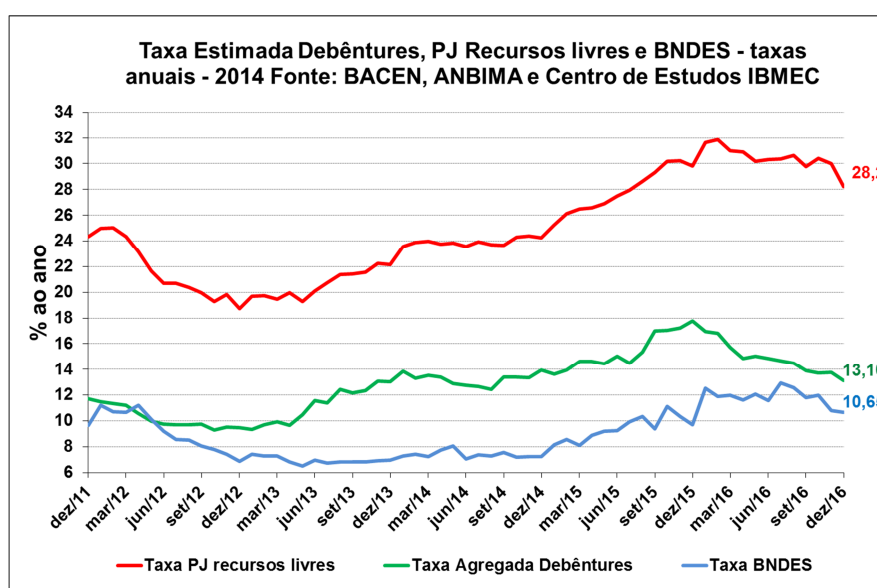


GRÁFICO 29



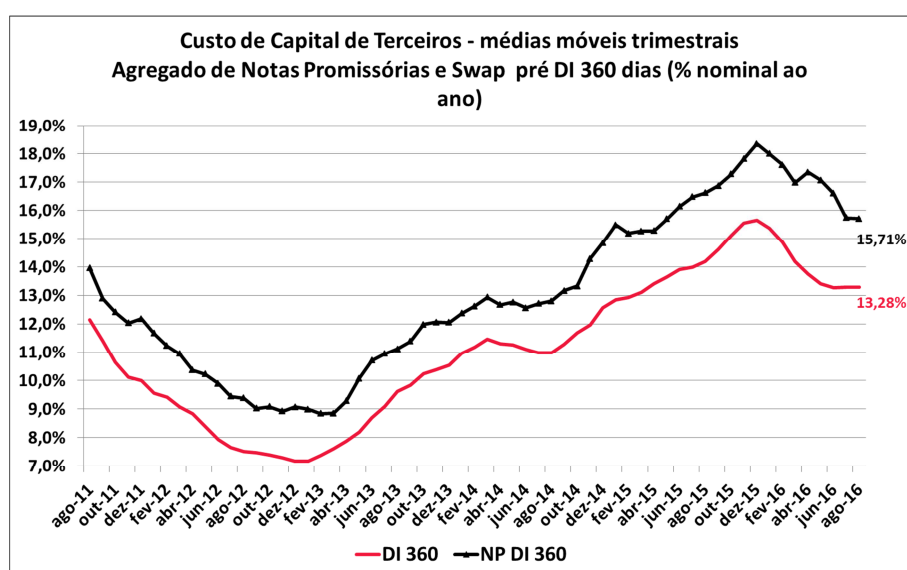
O **Gráfico 30** apresenta uma comparação entre a taxa média das debentures, o custo médio do crédito bancário para as empresas e a taxa média do BNDES. Destaca-se o aumento do “spread” entre o crédito bancário e o custo da debenture, que é da ordem de 12p.p. no início da série para cerca de 15p.p. em 2016. No caso da comparação com a taxa de financiamento do BNDES, a diferença se acentua até fins de 2015, com o aumento do subsídio concedido nas taxas daquele banco. A partir daí a redução do volume de crédito concedido a taxas subsidiadas e a própria elevação da TJLP reduz consideravelmente a diferença entre a taxa da debenture e a media do BNDES, para cerca de 2,5p.p. ao ano em 12/2016, equivalente a menos da metade do observado em alguns momentos do período anterior.

GRÁFICO 30



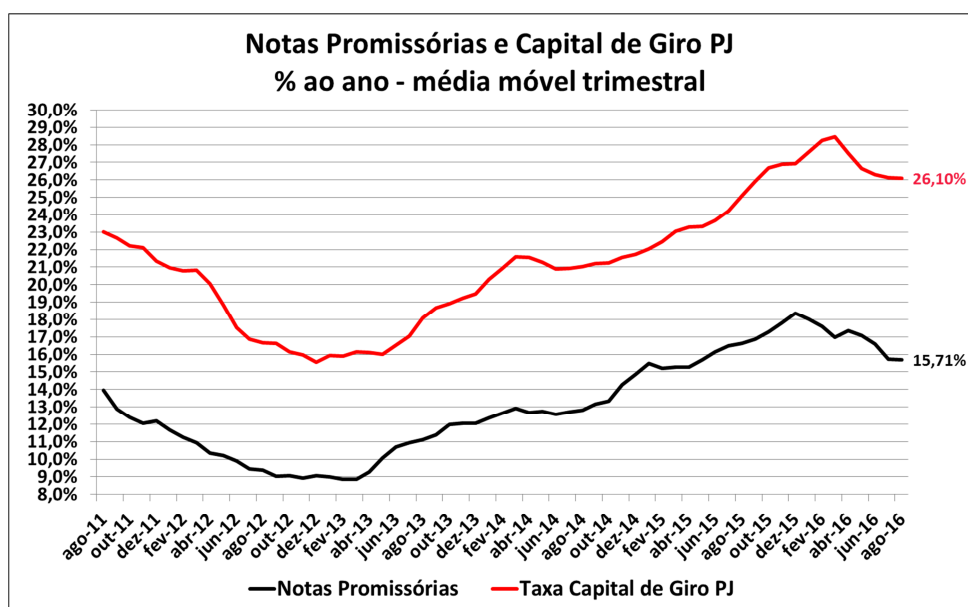
A evolução da taxa média de colocação das notas promissórias no período de 2011 a 2016 pode ser observada no **Gráfico 31**. Não obstante o prêmio de risco em relação ao swap de pré de 360 dias tenha apresentado alguma elevação em 2015 e 2016, de 200 pontos básicos nos períodos anteriores para cerca de 250 pontos básicos, as taxas médias ainda representam alternativa de financiamento de custo relativamente baixo.

GRÁFICO 31



Por exemplo, como evidenciado no **Gráfico 32**, a taxa média das notas promissórias tem permanecido em níveis muito inferiores à observadas na média das operações bancárias de financiamento de capital de giro. Desse modo, parece razoável supor que a forte queda de volume observada em 2016 está mais relacionada com questões ligadas a risco de crédito dos emissores, alto endividamento das empresas e intensidade da recessão.

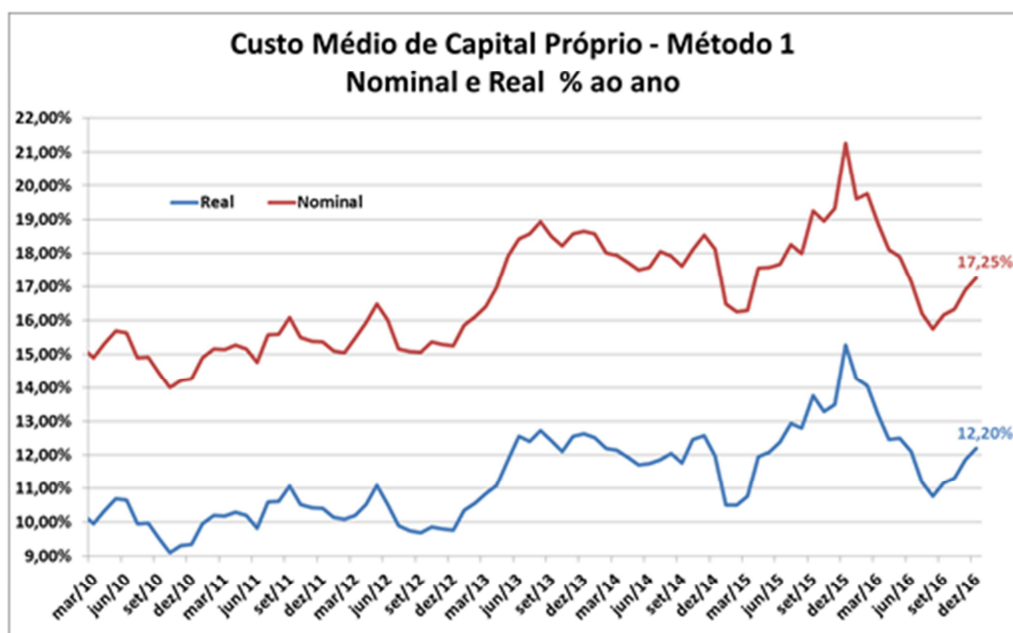
GRÁFICO 32



Como se observa no **Gráfico 33**, o custo de capital próprio tem refletido as mudanças do quadro político e econômico do país nos últimos anos. Depois de um pronunciado ciclo de elevação iniciado em fins de 2012 e que se prolongou até fins de 2015, quando atinge o valor

máximo da ordem de 15% a.a. em termos reais, o custo do capital próprio² dá início a um movimento de queda em resposta à mudança favorável de expectativas econômicas induzidas inicialmente pela perspectiva de mudança de governo, o que ocorreu logo em seguida. Alguma reversão do ciclo inicial de otimismo se observa entre setembro e dezembro de 2016, fazendo com que nesse último mês o custo real de capital próprio no país é próximo de 12%a.a., depois de ter atingido valor inferior a 11% a.a. em setembro. Ainda assim, esse desempenho revela uma queda de cerca de 300 pontos básicos em relação ao observado no fim de 2015.

GRÁFICO 33



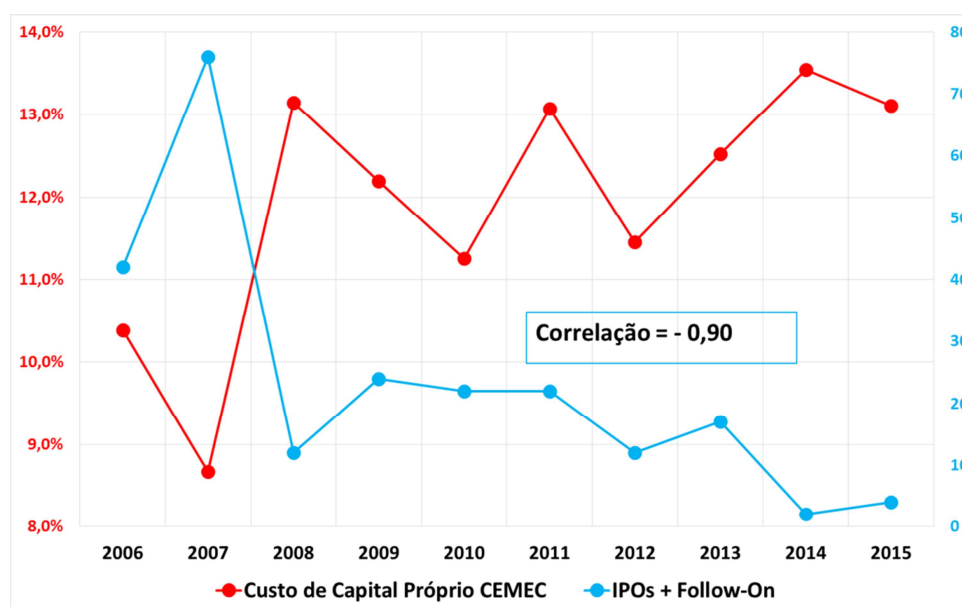
² Metodologia utilizada pelo CEMEC para estimar o custo de capital próprio no método 1 é detalhada no TDI CEMEC 02 CUSTO CAPITAL PRÓPRIO– <http://ibmec.org.br/centro-de-estudos-cemec/>

5. Mercado de capitais brasileiro: cenários para 2017

Trabalhos anteriores do CEMEC tem demonstrado a existência de alta correlação negativa entre o custo de capital próprio e o número de emissões primárias, nas modalidades de follow-on e IPOs. Como se sabe, o custo de capital próprio acompanha de perto a evolução da taxa de juros dos títulos públicos e das expectativas de ajuste fiscal. O **Gráfico 34** mostra a evolução da média anual do custo de capital próprio³ e do número de emissões primárias em cada ano do período de 2006 a 2015. A correlação entre as duas séries é $(-0,90)$, elevada e negativa.

GRÁFICO 34

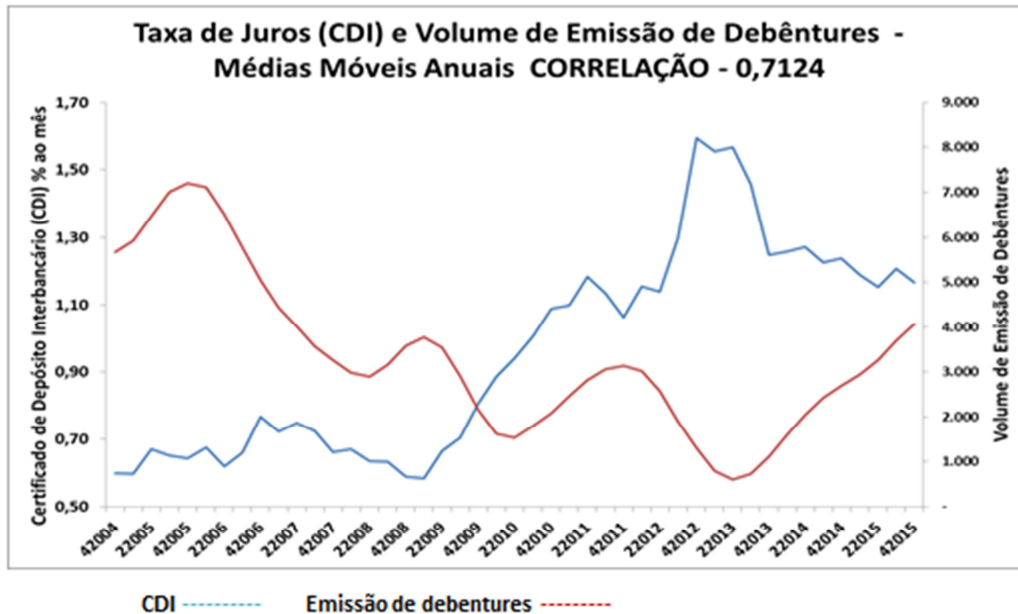
**CORRELAÇÃO ENTRE NÚMERO DE EMISSÕES PRIMÁRIAS (IPO E FOLLOW-ON) ANUAIS
E CUSTO MÉDIO DO CAPITAL PRÓPRIO (2006/2015)**



Por sua vez, existem também evidências de que o volume de emissões de debentures responde à taxas de juros. O **Gráfico 35** mostra a correlação negativa existente entre a média móvel de 12 meses do valor de emissões de debentures e as taxas médias do CDI. O coeficiente de correlação estimado é negativo e elevado $(-0,7124)$.

³ Calculado com base no Método 1 do CEMEC

GRÁFICO 35



Não obstante existam outros fatores que influenciam o desempenho desses mercados, a experiência dos últimos anos sustenta a expectativa de que a continuidade da queda da taxa de juros, configura para 2017 um cenário consideravelmente melhor para o mercado de capitais que o observado nos últimos anos. As expectativas de mercado para a taxa SELIC no fim de 2017⁴ se aproximam de 9,00%a.a., sustentadas também pelo anúncio do Banco Central em favor da aceleração do processo de redução da taxa de juros. Alguns analistas cogitam de níveis ainda mais baixos, dada a rápida redução das taxas de inflação observadas até o momento e aos elementos que justificam expectativas de se terminar o ano abaixo do centro da meta (4,5%a.a.).

Outro fator que certamente deverá atuar positivamente no desempenho do mercado de capitais em 2017 é o novo padrão de atuação BNDES. Por um lado, registra-se forte redução da oferta de recursos de financiamento oferecidos a taxas inferiores às do mercado que configuravam forte competição com o mercado de dívida privada. Tão importante quanto isso é a adoção de uma nova política operacional pelo BNDES, caracterizando uma atuação favorável ao mercado de capitais. Em muitos casos, são adotados critérios nos quais a captação de uma parte dos recursos no mercado é incluída como condicionante para a obtenção de financiamentos daquele banco.

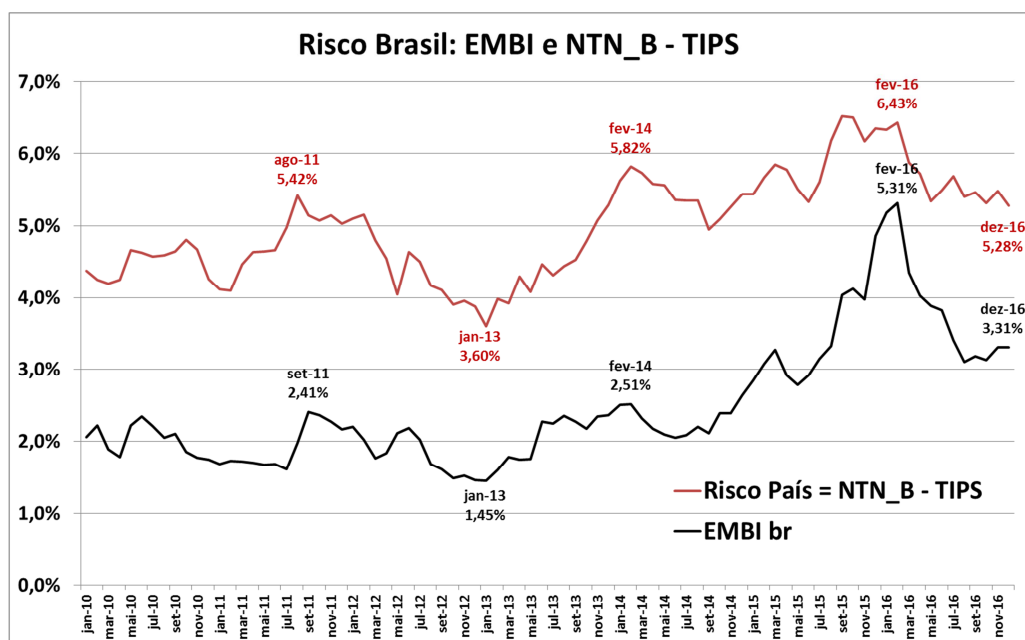
O desempenho recente dos mercados de dívida privada e de ações apresenta sinais que apontam na direção de um ciclo de recuperação. No caso de debêntures, as emissões do ultimo trimestre já ficaram muito acima do padrão dos trimestres anteriores, atingindo R\$ 39,5 bilhões, equivalente a 40% da captação total do ano de 2016. A evolução recente do mercado de ações em janeiro e fevereiro deste ano, ajudado também por um movimento de recuperação de preços de commodities, sugere um reforço da referida tendência positiva. Ao

⁴ Relatório FOCUS de 17/01/2017

mesmo tempo, multiplicam-se as notícias da preparação de operações de abertura de capital e novas emissões de títulos de dívida privada.

A observação da evolução recente dos indicadores de risco país, que por arbitragem apresentam alta correlação com a evolução de taxas de juros e custos de capital no mercado doméstico, sugere a existência de espaço considerável para sua redução ao longo de 2017, na medida em que haja continuidade na aprovação de medidas de ajuste fiscal, como é o caso da reforma da previdência. O **Gráfico 36** apresenta os indicadores de risco país utilizados pelo CEMEC para calcular as estimativas de custo de capital próprio. O índice EMBI, calculado pelo J.P.Morgan reflete as taxas dos títulos do Tesouro Nacional emitidos no exterior e denominados em moeda estrangeira, utilizados nas estimativas CEMEC do Método 01⁵. Outra estimativa é dada pela diferença entre a taxa real I de juros da NTN-B de 10 anos e a taxa real de juros do título de 10 anos do Tesouro norte americano indexado (TIPS), utilizado nas estimativas CEMEC do Método 2.

GRÁFICO 36



Tanto num como no outro caso, verifica-se que apesar da queda já observada entre fins de 2015 e 2016, os indicadores ainda se situam substancialmente acima das médias observadas no período de 2010 a 2013. Nesse período, o prêmio de risco da NTN-B se situava em média em torno de 450 pontos básicos contra 528 em 12/2016, enquanto o EMBI que flutuava de 200 pontos básicos está em 331 no fim de 2016. De qualquer modo é importante lembrar que esses números se referem ao prêmio de risco que se soma à taxa de juros dos títulos do Tesouro dos EUA. Desse modo, não obstante possa ocorrer a redução do risco país, a taxa de juros dos títulos de emissão do governo brasileiro tende a se elevar na mesma proporção que aumentem as taxas de juros dos EUA, como tem sinalizado o banco central dos EUA (FED).

⁵ Trata-se da metodologia utilizada de modo generalizado no mercado.