

Mercado de Capitais e Superávit Primário

Gustavo H. B. Franco

Os números para o nosso mercado de capitais não são animadores, e não fazem justiça ao potencial de nossa economia. O valor de mercado das empresas componentes do IBOVESPA é da ordem de uns R\$ 300 bilhões (cerca de US\$ 138 bilhões). O número de companhias listadas na BOVESPA é maior, exatas 450 incluindo as que compõem o IBOVESPA. O valor de mercado deste conjunto maior chega a R\$ 440 bilhões (cerca de US\$ 205 bilhões). São números expressivos mas que poderiam ser muito maiores se a avaliação das empresas não levasse em conta que, no Brasil, o futuro é muito incerto (e às vezes também o passado) e alto o custo do capital. Tecnicamente, isto significa que a taxa de desconto utilizada para se “trazer a valor presente” fluxos futuros de receitas e lucros é muito mais alta do que poderia ser. Ou que os chamados “múltiplos”, que dão o valor das empresas a partir do faturamento ou do lucro bruto, são pequenos. As empresas estão baratas, portanto. Em dólar então, nem se fala.

Os números para “lançamentos primários”, ou seja para, empresas que abriam seu capital mediante venda de ações em bolsa de valores, fornecem uma impressão ainda pior. Em 2000 foram 6 operações apenas, alcançando a modesta soma de R\$ 1,4 bilhão. No período 1995-98 a média anual para o número de operações de emissão primária de ações foi de 24 e o valor médio foi de cerca de R\$ 8 bilhões.

Em 2000 a emissão primária de debêntures atingiu o valor total de R\$ 8,7 bilhões em 42 operações e de notas promissórias chegou a R\$ 7,6 bilhões em 44 operações. Nesses casos os números são melhores que os observados em 1995-98 embora não muito. Ou seja, manteve-se, ao longo desses anos, uma certa atividade, embora não muito intensa, em lançamentos de instrumentos de renda fixa privados.

É difícil argumentar que as explicações para a pouca profundidade do nosso mercado de capitais tenham que ver primordialmente com temas regulatórios ou de legislação. Não deve haver dúvidas que estes problemas existem e são sérios, mas é na macroeconomia que devemos encontrar as chaves do problema.

Uma pista importante para encontrar estas chaves está nos números para a chamada indústria de fundos mútuos no Brasil. De acordo com números da ANBID (Associação Nacional de Bancos de Investimento) existiam no país 3420 fundos mútuos ao término de 2000, com um patrimônio líquido de R\$ 293 bilhões. Deste valor, 87% (cerca de R\$250 bilhões) está alocado em fundos de renda fixa de liquidez diária, sendo que cerca de R\$ 200 bilhões deste montante está estacionado em títulos públicos. Apenas 7% do total do patrimônio dos fundos mútuos no Brasil, cerca de R\$ 20 bilhões, está aplicado em fundos de ações. Registre-se também que o valor dos ativos dos fundos imobiliários no Brasil mal chega a R\$ 1,5 bilhão.

Conclui-se, portanto, que este universo de investidores institucionais é profundamente viesado no sentido de carregar a dívida pública, e como oferece liquidez diária a seus cotistas não tem incentivos naturais a buscar títulos públicos mais longos, ainda que mais rentáveis. Reverter este viés, de forma a empreender algum alongamento de dívida pública não será fácil, nem rápido.

Num universo diverso de investidores institucionais, os fundos de pensão, cujos ativos já somam R\$ 130 bilhões, há mais equilíbrio entre renda fixa e renda variável. O total de ativos de fundos de pensão em instrumentos de renda fixa é de R\$ 63 bilhões e de renda variável R\$ 46 bilhões. É interessante observar que dos R\$ 20 bilhões existentes em fundos de ações, cerca de R\$ 15 bilhões (75%) pertencem aos fundos de pensão, que também possuem ações diretamente em um montante da ordem de R\$ 31 bilhões. Dos R\$ 250 bilhões existentes em fundos de renda fixa, os fundos de pensão detêm cerca de R\$ 48 bilhões (19%), além de carregar R\$ 8,6 bilhões de títulos públicos diretamente. Há pouca informação consolidada sobre o prazo dessas aplicações de renda fixa, mas tendo em vista a predominância de aplicações em fundos de renda fixa, é de se esperar que a duração seja curta. Portanto, mesmo nos investidores institucionais cujos horizontes são longos há viés para aplicações de curto prazo.

Este quadro revela os escombros deixados por um fenômeno de livro texto, cuja tradução eu desconheço: o “crowding out”. Consiste em o governo “congestionar” a demanda por recursos financeiros em função

de suas necessidades de financiamento de tal sorte a “expulsar” o setor privado do mercado, geralmente através de taxas de juros elevadas. Ou seja, o Tesouro oferece taxas de juros tão atrativas para prazos tão curtos – liquidez diária – que simplesmente faz desaparecer o interesse por outros instrumentos, notadamente as ações de empresas privadas. É o déficit público, portanto, que “entorta” a indústria de fundos e a coloca a serviço do governo.

Existem muitas receitas em debate para fazer decolar o mercado de capitais no Brasil. Todas são boas, mas a mais importante era a erradicação do déficit público. Não basta o superávit primário que temos, que resulta em déficit nominal de cerca de 3% do PIB e estabilização da dívida pública como proporção do PIB. Estacionar esta proporção era uma necessidade da estabilização, que deveria ter sido atendida em 1995 e não em 2000. O custo desse adiamento do ajuste fiscal foi o aumento da dívida pública e a repressão do mercado de capitais.

O que muita gente não percebeu é que, uma vez consolidada a estabilização, o superávit primário tem de ser maior ainda, de forma a que, idealmente, tenhamos superávit nominal. É isto que vai permitir a “desintoxicação” do mercado de capitais pela progressiva redução da proporção da riqueza financeira nacional alocada em papéis públicos. É isto que vai permitir a redução das taxas de juros a níveis de primeiro mundo e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Assim sendo, estão totalmente enganados aqueles que olham para o superávit primário que temos hoje como uma anomalia, ou como um sacrifício temporário a ser oferecido às conveniências internacionais enquanto aqui estiver o FMI. O nosso desenvolvimento econômico, no que depende de juros menores e do crescimento do mercado de capitais, requererá um superávit fiscal maior ainda.