

## Internacionalização de EMPRESAS

## Diversificação de EXPORTAÇÕES

## Formação de TRADERS



FUNCEX



fundação  
centro de estudos  
do comércio  
exterior

Ajudando o Brasil a expandir fronteiras

**EDITORIAL****2 Opções para Transformar, Inserir e Internacionalizar***Antonio Carlos da Silveira Pinheiro***ENTREVISTA****4 Carlos Carreiras***Presidente da Câmara Municipal de Cascais***COMENTÁRIO INTERNACIONAL****6 Ainda bem que eles, os bancos centrais, existem***George Vidor***INOVAÇÃO****8 Huawei completa 25 anos no Brasil e mostra o poder da transformação digital para a sociedade***Atilio Rulli***PROMOÇÃO DE EXPORTAÇÕES****10 Sugestões para uma política de diversificação de exportações***Miguel Lins***16 Economia baseada em serviços e intangíveis. Por que o Brasil está ficando para trás?***Lisandro Vieira***23 Formação de *traders* para o século XXI no Brasil para expandir a presença das empresas comerciais exportadoras***Felipe Fortunato***TRADE FINANCE****30 Apertem os cintos... minha debênture sumiu!***Sergio Margutti***34 Proex – Novas Mudanças***Miriam Edelman Kovacs***DESAFIOS A ENFRENTAR****36 Indústria sucroenergética: prioridades e desafios na agenda governamental de 2023***Jacyr Costa Filho***40 Capacitar empresas e conquistar o mercado internacional***Gislaine Carrijo***42 Notas sobre a incidência e mudança tributária***Adalgiso Fragozo Faria***46 Gestão pública global e a importância das relações sólidas e constantes entre organizações internacionais: um estudo de caso do Mercosul e da União Europeia***Augusto Moutella Nepomuceno***49 O Brasil e o G-20***Paulo Protásio***PRÁTICAS DE COMEX****50 A arte da negociação com chineses***Henry Uliano Quaresma***54 *Turnaround* na Exportação: o caso Avibras***Jorge Sabione Neto***INTERNACIONALIZAÇÃO****60 Strategic Reinvention for International Markets***Ian Pallister e Tiago Grandi*



# Apertem os cintos... minha debênture sumiu!



Sergio Margutti

Sergio Margutti é  
head de Export & Agency Finance no Banco Santander Brasil

Enquanto o mercado financeiro ainda se desentorpecia dos encantos de Trancoso, era chegada a hora de explicar aos investidores que a renda fixa não seria mais tão fixa assim. A partir do dia 2 de janeiro, o valor marcado a mercado dos títulos da dívida privada, como debêntures, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), seria finalmente visível para o investidor pessoa física. Essa alteração regulatória trazia consigo uma nova dinâmica, em que a oscilação do mercado passaria a afetar diretamente a rentabilidade das carteiras dos investidores.

Agora, sob o modelo de “marcação a mercado”, os preços dos títulos seriam revelados, refletindo o valor que o investidor pagaria, caso optasse por resgatá-los naquele mesmo dia. O valor do título oscila tanto para cima quanto para baixo, a depender das variações de mercado e do cenário econômico: quando as taxas de juros de mercado sobem, o preço dos títulos cai, e quando as taxas de juros caem, o preço dos títulos sobe, e quanto mais longo o prazo de vencimento do título, maior tende a ser a oscilação do preço, tanto para cima quanto para baixo.

Aqui eu deixo uma explicação para você, leitor, que deve estar se perguntando: que taxa de juros é essa? Esse é um conceito financeiro fundamental para compreender o quanto você paga (como tomador de um empréstimo) ou recebe (como investidor).

A taxa de juros pode ser definida como a relação entre o valor contratado inicialmente e o que será pago ou recebido no fim de um período previamente acordado. Em outras palavras, a rentabilidade de qualquer operação, seja na forma de dividendos ou de dinheiro, pode ser classificada como juros. Dessa forma, bancos e outras instituições financeiras atuam como intermediários entre quem tem o dinheiro sobrando (poupador ou investidor) e quem precisa daquele dinheiro (tomador ou devedor). Nessa troca entre um e outro, surgem os juros.

No Brasil, a taxa de juros mais conhecida é a Selic. Ela é a taxa básica de juros que referencia os juros de títulos públicos emitidos pelo governo brasileiro. Isso significa que a Selic acaba influenciando todas as outras taxas de juros, como as de empréstimos, financiamentos e aplicações financeiras, uma vez que se parte da premissa de que a taxa livre de risco do país (ou a menos arriscada) é aquela da entidade que irá referenciar toda a economia.

De forma simplificada, o valor da Selic aponta o que o governo paga de juros para aqueles que compram títulos públicos do Tesouro Nacional. A Selic é o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Cen-



tral para controlar a inflação do país. Quando o Banco Central quer reduzir a inflação, ele aumenta a taxa Selic porque, assim, aumentará o “custo” do dinheiro. Com isso, fica mais caro pegar empréstimos, fazer financiamentos e consumir. A redução do consumo força uma redução da inflação, o que quer dizer que quanto mais barato o título público (menos juros), menor será o preço do dinheiro, o que faz com que aqueles que precisem de dinheiro fiquem mais dispostos a tomar empréstimos e aqueles que tenham dinheiro sobrando fiquem mais propensos a gastá-lo, colocando mais dinheiro na economia.

O excesso, ou mais dinheiro na economia, é uma faca de dois gumes: a diferença entre o remédio e o veneno está na dose. O Banco Central é o responsável pelo controle da inflação, mas não tem uma meta de crescimento – daí o recorrente debate sobre qual deve ser o nível “ótimo” de taxa de juros, que possibilite o desenvolvimento sem que haja descontrole da inflação. Infelizmente esse remédio tem efeito defasado no tempo, então dependemos da habilidade das autoridades econômicas para acertar a dose e evitar o aumento generalizado dos preços ou ter uma taxa de juros tão alta que encareça o custo do dinheiro e inviabilize o crescimento do Produto Interno Bruto.

Sendo assim, qual taxa de juros pode ser tomada como referência para o preço da renda fixa que tenho na carteira, uma vez que a Selic é uma taxa vinculada a ope-

rações financeiras realizadas no mercado à vista (*spot*)? Qual é a taxa de juros do mercado em cinco anos?

Para responder a esta pergunta é fundamental conceituar a taxa de juros futura: juros futuros são contratos feitos entre duas partes sobre a expectativa de taxa de juros entre o dia da negociação e uma data futura. Esse acordo, também conhecido como contrato de DI Futuro, representa a estimativa do mercado para o valor dos juros nas operações de DI (Depósito Interfinanceiro) em algum momento à frente. Em linhas gerais isso equivale a dizer que o preço marcado a mercado da minha renda fixa é afetado, positiva ou negativamente, pela taxa de juros futura, que muda a cada segundo. O que influencia os juros futuros? Para ter uma ideia de como será a taxa de juros futura, os participantes do mercado se baseiam nos principais indicadores de conjuntura da economia: taxa de inflação, políticas fiscal e monetária de um governo e sua dívida pública são importantes fatores considerados.

Dito isso, há que considerar o nervosismo previsto pela visualização dos investidores da volatilidade dos títulos em sua carteira após a divulgação de informações, no início deste ano, de que algumas grandes empresas poderiam ter dificuldade para honrar com seus compromissos. As notícias adicionaram preocupação a investidores e impactaram novamente os ativos de renda fixa.

Daí para frente o mercado foi só para trás: bancos começaram a exercer *market flex* (dispositivo usualmente utilizado na distribuição de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro, que permite à instituição intermediária da oferta pública sugerir alterações nas condições da emissão para refletir o cenário econômico daquele momento) ou a retirar leituras de mercado e represar crédito.

“

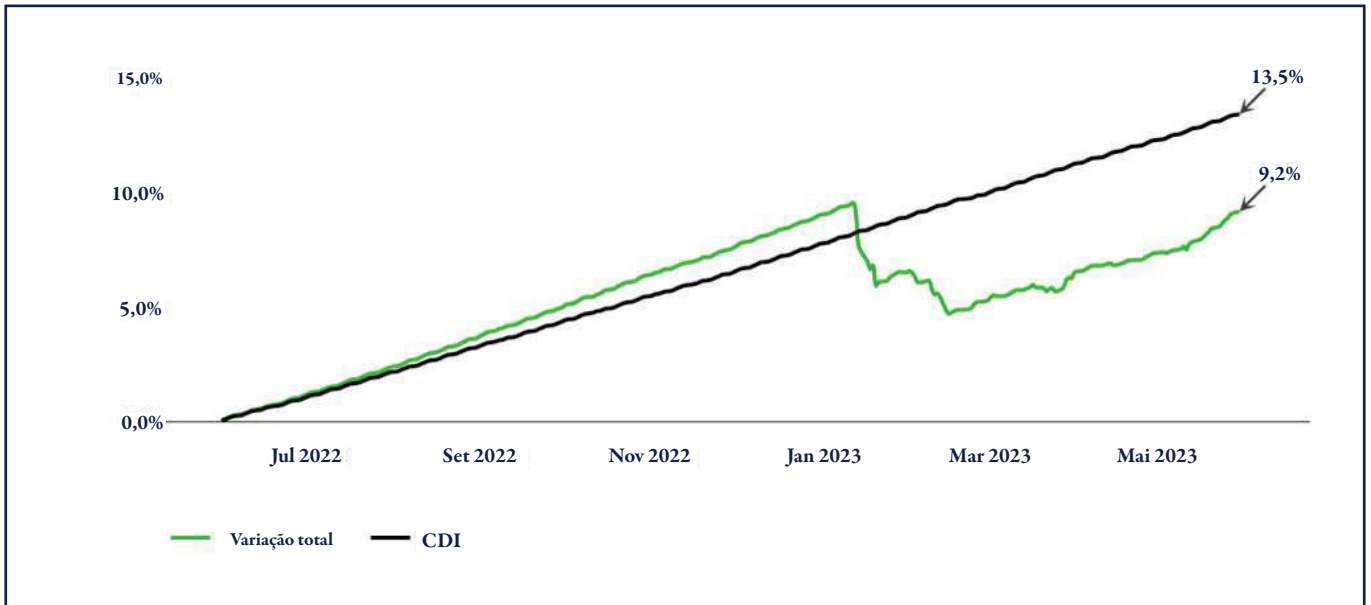
O Banco Central é o responsável pelo controle da inflação, mas não tem uma meta de crescimento – daí o recorrente debate sobre qual deve ser o nível “ótimo” de taxa de juros, que possibilite o desenvolvimento sem que haja descontrole da inflação

”

Naquele momento, o relatório da JGP Index-CDI, Índice que reúne debêntures com bons padrões de liquidez indexadas ao CDI (DI+ e %DI), já apontava um descarrilhamento do mercado, conforme mostram os gráficos a seguir.

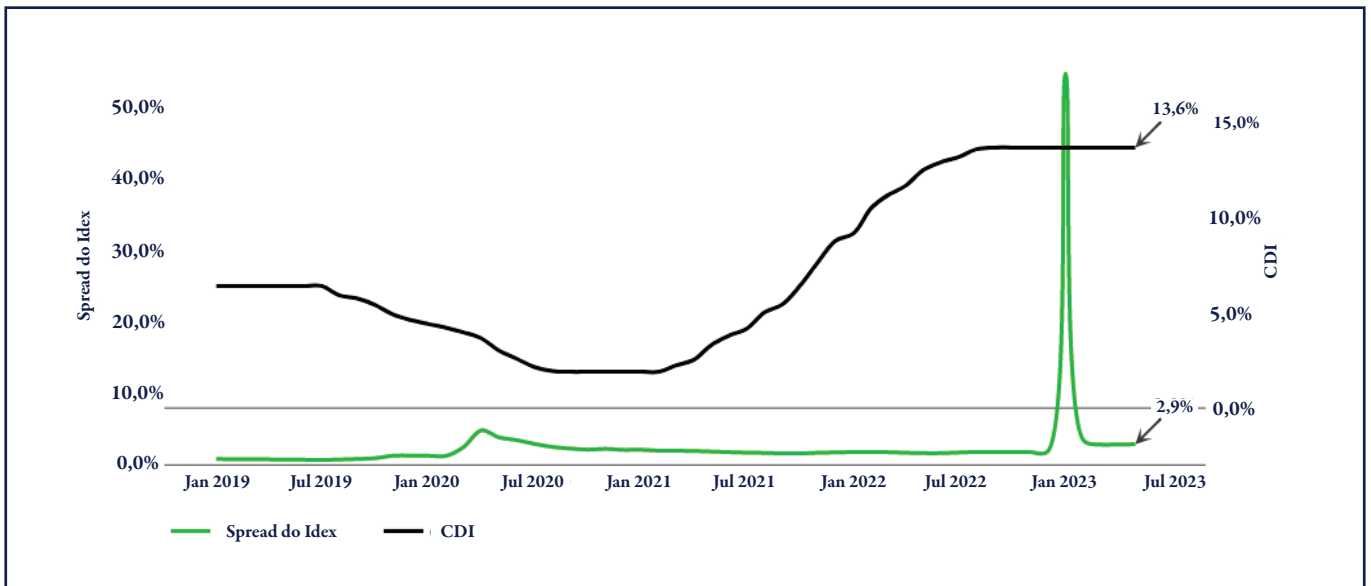
O Idex-CDI Geral, concebido como um índice de retorno total e criado em agosto de 2017 leva em consideração debêntures líquidas e indexadas ao CDI (em CDI+ e % CDI).

GRÁFICO 1  
RENTABILIDADE ACUMULADA (12 MESES)

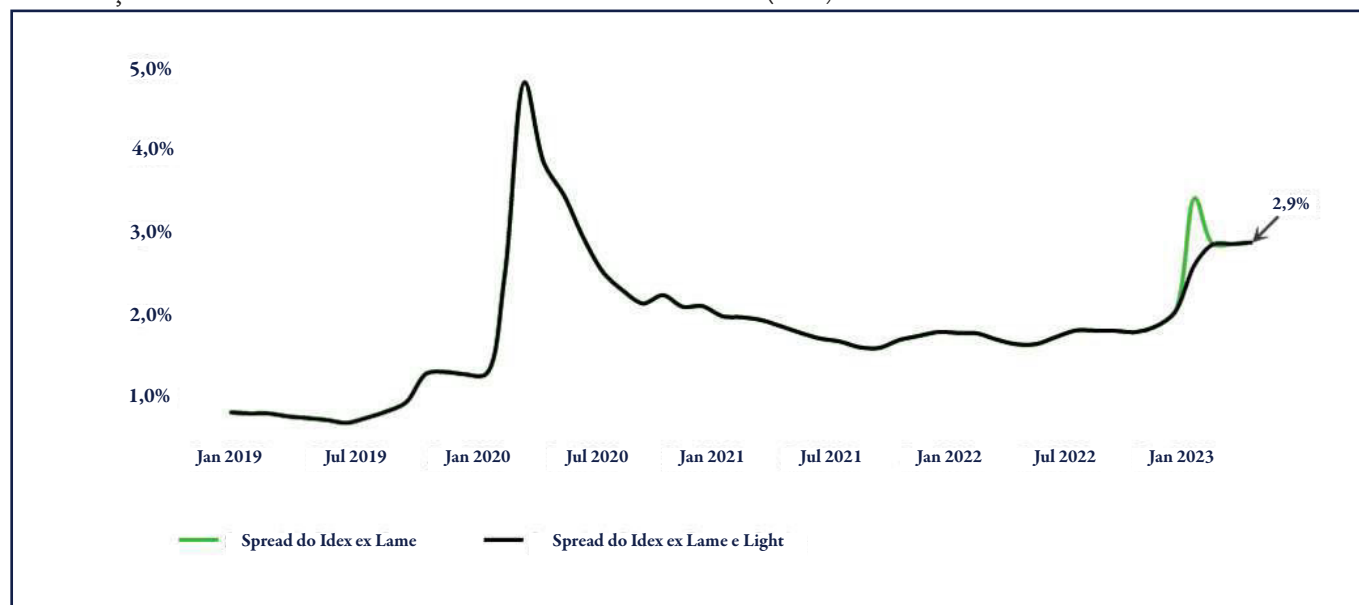


Fonte: <https://idex.jgp.com.br/idex-cdi-geral/>.

GRÁFICO 2  
EVOLUÇÃO DOS SPREADS DE CARREGO PONDERADOS (DI+)



Fonte: <https://idex.jgp.com.br/idex-cdi-geral/>.

**GRÁFICO 3**
**EVOLUÇÃO DOS SPREADS DE CARREGO PONDERADOS (DI+) EX-LIGHT E LAME**


Fonte: <https://idex.jgp.com.br/idex-cdi-geral/>.

E para onde foi o tomador, com um mercado de capitais muito mais restrito? Recorreu aos bancos, que ainda estavam impactados pelas provisões que acabavam de colocar nos seus balanços. Muitas dessas empresas, já assustadas com o custo do dinheiro lastreado na Selic a 13,75% mais *spread*, eram recebidas por instituições mais cautelosas do que o normal.

As perguntas que se poderia fazer agora são: a tempestade já passou? Qual é a Taxa Interna de Retorno que o meu projeto tem que ter para justificar um empréstimo com o custo de 13,75% + *spread*? Quais as alternativas contracíclicas para financiamento? Esse financiamento pode ser de longo prazo? É prudente um financiamento de longo prazo em um cenário de altas taxas de juros? Qual a capacidade dos bancos de desenvolvimento, agências multilaterais e agências de crédito à exportação para suprir as demandas de financiamento do mercado? Em quanto tempo?

Minha opinião é que os investidores estarão muito mais escaldados, exigindo um retorno maior para correr o risco de uma empresa (para o crédito privado). E os bancos estarão muito mais criteriosos na concessão de créditos (ao menos por um tempo), principalmente para o longo prazo, dada a combinação perigosa do elevado custo do dinheiro, que onera o fluxo de caixa das empresas, e as baixas expectativas de crescimento do PIB. Todo esse cenário adiciona mais dificuldades para as corporações

tomarem empréstimos, já que para isso necessitarão de investimentos que justifiquem os custos de financiamento. Os prognósticos podem não parecer animadores, mas o mercado vai convergir à “normalidade” e à racionalidade, e os instrumentos mais conhecidos de mercado, como linhas de *trade finance*, continuarão disponíveis (como Finimp, Cartas de Crédito 4131 e capital de giro).

“

Os investidores estarão muito mais escaldados, exigindo um retorno maior para correr o risco de uma empresa (para o crédito privado). E os bancos estarão muito mais criteriosos na concessão de créditos (ao menos por um tempo), principalmente para o longo prazo

”