

O dinheiro mais barato

GAZETA MERCANTIL
de São Paulo

No dia 2 de janeiro, primeiro dia útil de 1989, várias filas irão formar-se, bem cedo, no edifício-sede e nas sedes regionais do Banco Central (BC). Quem chegar mais cedo estará mais perto do que será, talvez, o dinheiro mais barato do mercado: o "relending" ou "reemprestimo" de recursos externos.

Cada banco credor do Brasil que tiver participado do último acordo, coloquando recursos, terá direito a reemprestar até US\$ 5 milhões por mês desse "dinheiro novo". Como, no entanto, existe um limite global para o reemprestimo, de US\$ 1,7 bilhão neste ano, de forma a não pressionar muito a política monetária, quem entrar antes com o pedido terá prioridade na autorização.

Além desse critério — que começa a contar a partir das 9 horas da manhã do dia 2 de janeiro —, contará também o volume pedido, dando-se preferência a quantias menores e ao volume de recursos novos que o banco solicitante colocou no acordo.

No início do mês, o BC criou regras para o relending, congelando por oito anos 25% do total dos recursos em cruzados da operação, aumentando, dessa forma, o seu custo. De fato, na avaliação de algumas instituições financeiras ativas nesta área, o custo adicional estreita ou inviabiliza o uso do reemprestimo para operações "bicicleta" — para deceção de muitos especuladores.

Mesmo assim, esse dinheiro continuará sendo talvez a mais barata opção para uma multinacional que quiser fazer uma operação ortodoxa, dentro das regras oficiais. Para as multinacionais que não

precisam do registro de capital estrangeiro, que permite remeter dividendos e repatriar o principal, continuarão a haver opções "heterodoxas" ainda mais vantajosas.

O custo final ainda não está inteiramente definido. A base, de todo modo, é um ativo cuja cotação, no mercado secundário internacional, está hoje em torno dos 40 centavos por dólar (ou seja, com um deságio de 60%).

Nos últimos meses, desde que o acordo com os bancos foi concluído, passou a haver um ativo mercado de negociação dos direitos de relending. Os bancos de menor porte, com direito ao relending mas pouca disposição prática de usá-lo diretamente, transacionaram uma "cessão de direitos" ao relending com outros bancos maiores, intermediários ou instituições interessados em fazê-lo. O ágio cobrado por este direito variou, neste período, conforme a procura.

Quando havia uma expectativa geral de que seria possível fazer operações "bicicleta" com o relending, atraiendo o interesse de muitos especuladores, o ágio chegou até 10%, mas, em média, este prêmio oscilou entre 6 e 9%. Nem todos compraram definitivamente o direito e pagaram todo o prêmio na hora. Ao contrário, o mais frequente foi o interessado pagar uma taxa antecipada — em geral de 1%, mas que chegou até 2% — para reservar o direito de optar pela compra definitiva assim que um negócio concreto estivesse concluído.

Para quem apostou na "bicicleta" a mudança de regras decidida pelo BC pode ter significado um prejuízo razoável. Outros estão

(Continua na página 17)

O dinheiro mais barato

por Celso Pinto
de São Paulo

(Continuação da 1ª página)
esperando para ver como o mercado se comportará na prática.

De todo modo, o custo básico do empréstimo no mercado secundário, hoje de 40 centavos por dólar, agrega-se essa taxa de intermediação e mais um lucro do intermediário. Dous fontes imaginam que, para a matriz de uma multinacional disposta a fazer um relending a sua filial brasileira, o custo mínimo de aquisição do ativo não ficaria por volta de 52 centavos por dólar. Outra fonte sugere que esse custo poderia crescer até 55 a 60 centavos por dólar.

Seja como for, será um negócio muito interessante. A filial brasileira não poderá dispor integralmente do dinheiro em cruzado: 25% do total será retido por oito anos e só poderá ser usado para amortizar o principal. Não é um dinheiro perdido, mas não está imediatamente disponível. Mesmo calculando que a filial disporá apenas de 75 centavos para cada dólar contratado, na hipótese de o custo ser de 52 centavos por dólar lá fora, o ganho líquido da ordem de 44%. Mesmo a 60 centavos de dólar, haveria um ganho de 25%.

Como se trata, nessa hipótese, de uma operação nos canais oficiais, comparando-se esse ganho com a alternativa, por exemplo, da mais recente leilão de conversão de dívida em investimentos, há uma vantagem razoável. Com o deságio de 4% registrado no leilão para os investimentos em áreas não incentivadas, o ganho foi pouco superior a 20% para a investidor externo.

INCENTIVO

Além disso, os 25% retidos no caso do relending não são perdidos: apenas não estão imediatamente disponíveis. Como se vê, existem hoje várias opções para que multinacionais coloquem recursos no País com um profundo incentivo embutido.

No última sexta-feira, em São Paulo, houve uma reunião entre o BC e bancos interessados no relending, em que foram apresentadas algumas regras e eliminadas algumas dúvidas. O montante de relending de cada banco foi uma das. Com a retenção dos 25%, os US\$ 5 milhões de cada banco, na verdade, se transformavam em US\$ 3,75 milhões para o tomador. O BC decidiu, em decorrência disso, fazer prevalecer o princípio do "gross-up": elevar o total bruto de forma que, liquidada, corresponda aos US\$ 5 milhões. O que eleva os US\$ 5 milhões em cerca de 33%.

Outra decisão foi definir claramente como os 25% retidos poderiam ser utilizados eventualmente, em operações de conversão. O relending é uma versão, um empréstimo a prazo. Como tal, ele pode ser passível de transformação imediata em investimento, dentro das regras de conversão. Ficou estabelecido que, quando isso acontecer, a parcela dos 25% retidos funcionaria como um depósito bloqueado como outro qualquer e poderia ser negociada num leilão formal de conversão, com o deságio que for registrado. Essa

definição é importante para deixar mais claro o custo total de uma operação de relending dentro de suas várias opções.

RISCO

No exemplo citado de uma matriz transformando-se em credora da filial via relending, o custo é a transação mas, como alerta o diretor de um banco de investimentos, existe um risco. Naturalmente, é preciso que os juros sejam remetidos em dia para que toda a vantagem apareça. Se houver nova moratória na remessa de juro pelo Brasil, a perda terá de ser assimilada.

Numa opção de ingresso via conversão (com registro de capital), uma multinacional poderá ganhar um pouco menos, mas sabe que manter a remessa de dividendos em dia tende a ser menos arriscado do que manter o pagamento de juro e que é possível retomar o princípio em dia somente. Entretanto, o risco político da operação de relending é maior, especialmente num momento em que, como lembrava a fonte, alguns dos principais candidatos à presidência falam em alterar substancialmente as regras para a dívida externa.

No caso de o interesse pelo relending for montar uma operação "bicicleta", o cálculo muda. Nesse caso, o custo da aquisição do ativo pelo "bicicleteiro" no exterior será dado pelo dólar no paralelo, assim como o custo final de conversão dos cruzados recebidos novamente em dólares.

No entanto, o dinheiro imediatamente disponível será equivalente a 25% centavos por dólar (i.e., que há a retenção dos 25% do total).

Com um ágio no paralelo

de ordem de 6%, para a operação ser viável o custo de aquisição do ativo no exterior teria de ficar não muito acima de 45 centavos por dólar. Pode até vir a ter alguma margem para uma operação desse tipo, mas ela é restrita.

CRUZADOS

Aleijado disso, liberação dos cruzados no relending (os 73% não retidos) não é imediata. A liberação é feita por parcelas (o total, em seis meses e noventa dias). Nesse período de tempo, o "bicicleteiro" correrá o risco de haver uma alta muito expressiva no ágio do mercado paralelo do dólar.

Apesar da expectativa geral acerca do início das operações de reemprestimo, também existem dúvidas. A rigor, já neste ano, no último bimestre, deveria ter havido autorização para reemprestimo de US\$ 200 milhões. Ela foi adiada para 1989, somando-se ao limite anterior, fixado no acordo, de US\$ 1,5 bilhão e distribuído em cotas menores. Existe uma suspeita de que, pressionado pela necessidade de executar uma política monetária austera no próximo ano, o BC acabe suspendendo as operações de relending, assim como poderá suspender ou mudar as regras para as operações de conversão de dívida em investimentos.

No dia 2 de janeiro, todos estão preparando-se. A menos que algo mude até a próxima sexta-feira, os prédios do BC vão amanhecer em 1989 tendo insatisfeitas filiais de interessados no relending em suas portas.

MITSUBISHI