

Risco Brasil sobe para 35% e é o pior nos mercados financeiros internacionais

por Getúlio Bittencourt
de Nova York

Cinco semanas atrás o "risco Brasil", para efeito de cálculo do retorno de investimentos na dívida do País, era estimado pelo mercado em pelo menos 16%. Três semanas depois o risco subiu para 25%. E na última sexta-feira já se considerava um desconto de risco a 35%, que dá ao Brasil a pior taxa dos mercados financeiros internacionais no momento.

A percepção de um "risco Brasil" muito elevado tem impedido a negociação dos futuros instrumentos do Plano Brady para o País em termos de seu retorno ao investidor. A conclusão é de Vincent Palermo e Costas Hamakiotes, num dos vários estudos preliminares sobre o acordo preparados por instituições financeiras internacionais recentemente.

Ambos observam que, como se esperava, das sete opções Brady do Brasil, as que oferecem melhor potencial de retorno são as que têm pouca ou nenhuma garantia colateral. São elas o Flirb "S" (bônus de taxa de juros flutuantes), com

"Crise não afeta o acordo"

por Luci Moraes
de São Paulo

O ministro Marcílio Marques Moreira disse que o fechamento do acordo com os bancos credores não está sendo afetado pela crise política do País. "Falei ontem (quinta-feira) com o William Rhodes (presidente do comitê assessor de bancos credores da dívida externa brasileira) e o Pedro Malan (negociador da dívida brasileira) e eles disseram que está tudo indo bem", declarou o ministro da Economia durante almoço promovido na sexta-feira pela Câmara Americana de Comércio (ver páginas 3 e 6).

Marques Moreira ressaltou que a negociação encontra-se agora numa fase final de formalização executada por advogados. "Dentro de quinze

dias essa fase será concluída e o acordo estará pronto para ser apresentado na reunião internacional do Banco Mundial (BIRD) e do Fundo Monetário Internacional (FMI) marcada para 21 de setembro em Washington", assegurou.

O ministro atribuiu os boatos sobre sua demissão "a pessoas irresponsáveis que querem obter ganhos com ações, ouro e dólar" e aconselhou o mercado "a enfrentar com serenidade essas notícias que agora se repetem a cada hora". Ele disse que não tem intenções de deixar o ministério, "enquanto meu trabalho for útil à Nação".

O presidente da Bolsa Mercantil & de Futuros (BM&F), Manoel Pires da Costa disse que as oscilações são

naturais em mercados de risco da Bolsa de Valores.

Ele também não identifica uma complicação maior em relação ao câmbio. "A situação está calma e não existe uma demanda acentuada pelo dólar comercial", observou, baseando sua declaração nos níveis elevados das reservas, na inexistência de defasagens entre o cruzeiro e o dólar e nas altas taxas de juro que impedem movimentos especulativos.

Quanto à criação do Bônus do Banco Central série Especial (BBC-E), os títulos do governo que terão prazo de vencimento de 84 dias, Pires da Costa disse não ter tido tempo para fazer uma análise detalhada, mas ressaltou que "não gosta de novidades em épocas de crise".

garantia rolável de dezoito meses para os juros; o Flirb "C" (bônus com capitalização parcial de juros) e o New Money Bond bônus de dinheiro novo).

Não é uma conclusão ge-

ral. Paul Luke, vice-presidente no Morgan Grenfell, o banco de investimentos inglês do Deutsche Bank AG, entende que o Par Bond (bônus par) fica atraente com taxas de desconto acima de 20%, a despeito de ter garantias tanto nos juros como no principal. A taxas de desconto menores, Luke entende que "o New Money Bond e o bônus com capitalização são as melhores opções".

ESCALONAMENTO PARCIAL

John Vitalo e seus colegas no First Boston Corporation, porém, mostraram preferência pela Opção de Reestruturação, quando se usam taxas de desconto de 19 a 20%, seguida, pela ordem, do pacote de dinheiro novo, bônus com capitalização, Flirb "S", bônus par e bônus de desconto. Como esse papel pode ter problemas de liquidez, a equipe do First Boston termina recomendando o pacote de dinheiro novo para o investidor otimista, ou o bônus par para os pessimistas.

O bônus par também é mais atraente do que o bônus de desconto, na análise de Fernando Haaland, vice-presidente do banco holandês NMB em São Paulo — ao contrário do que desejavam Pedro Malan e a equipe de negociadores do Brasil. "O pacote de dinheiro novo também inclui ativos interessantes, principalmente pelo prazo mais curto, mas a necessidade de colocar dinheiro novo deverá limitar a demanda", diz ele.

Com o Mydfa negociado aos preços correntes em torno de 27 centavos por dólar, Palermo e Hamakiotes entendem que "o mercado mostra um volume de ceticismo significativo sobre a capacidade de o Brasil concluir o acordo e emitir realmente os bônus". Acrescentam eles que tal conclusão, se acontecer, levará os preços da dívida do Brasil para cerca de 45 centavos por dólar.

Ambos notam que "uma das partes mais difíceis na negociação foi o escalonamento parcial no desembolso brasileiro para compra de garantias colaterais (phase in). Ao contrário de Planos Brady anteriores, permitiu-se que o Brasil concluísse o acordo sem ter o dinheiro necessário para comprar todas as garantias requeridas pelos Par e Discount Bonds (bônus par e de desconto)".

CRISE POLÍTICA

Os bancos poderão escolher entre dois tipos de bônus escalonados (phase in bonds) durante esse período. Na opção A, o banco obtém um bônus par e ou de desconto com o principal totalmente garantido no início e o dinheiro restante aplicado na garantia rolável de dezoito meses de juros. Na opção B, os dois bônus serão emitidos com garantia total dos juros e do principal até o limite do dinheiro disponível.

Os analistas da Salomon Brothers calculam que o valor de mercado dos bônus com desembolso de garantias escalado é de cerca de 75% do valor do bônus completo. Seu modelo incluiu uma probabilidade de 14% de que o País não cumpra o que prometeu durante os dois anos previstos. Laura Klein, analista do JP

Morgan, considera que a diferença é ainda menor, de 2,9 pontos no caso do bônus par e de 1,8 ponto no caso do bônus de desconto.

"Tomada em si mesma, essa análise não sugere de modo algum que a probabilidade do Brasil deixar de pagar (entrar em default) nos primeiros dois anos é necessariamente baixa", argumentam Palermo e Hamakiotes. "Os resultados apenas mostram que, se o investidor acredita que um default no começo do período é extremamente provável, ele não deve sequer comprar os bônus inteiramente colateralizados a um retorno destrinchado (stripped yield) de 25% ou menos", acrescentam.

A um desconto de 25%, o valor do bônus de desconto na conta da Salomon é inferior a 30 centavos de dólar, e a do bônus par, ligeiramente superior. Análises anteriores, feitas antes do agravamento da crise política gerada por denúncias de corrupção no topo do governo Collor, sugeriam valores de mercado mais elevados. A um desconto de 16%, que parecia realista há um mês, Roberto Fonseca, do Banco Santander, dava um valor de 42,47% ao bônus de desconto e 40,09% ao bônus par.

BAIXOS JUROS INTERNACIONAIS

Da mesma forma, quando John F. Vitalo preparou seu estudo sobre o Plano Brady do Brasil para o First Boston, a 10 de julho passado, suas tabelas incluíam descontos para o risco do País que começavam em 14% e batiam no máximo em 23%. Ao recalcular essas tabelas na última sexta-feira, levando em consideração os movimentos nas taxas de juro internacionais, Vitalo expandiu as taxas de desconto para o risco Brasil, começando em 10% mas terminando em 30%.

Que o custo de captação nos mercados de capitais para o País seja tão elevado agora, e a rigor praticamente inviável, é uma ironia. Fonseca, do Santander, saudou o Plano Brady do Brasil, a despeito da longa negociação, precisamente porque "o momento do anúncio pode ser considerado tão favorável para o País, dado o nível historicamente baixo das taxas de juro internacionais". Esse benefício foi engolido com o escândalo.

O pacote brasileiro é considerado mais complexo que o argentino, "envolvendo maior número de opções e também outros ativos, como os títulos de dinheiro novo do acordo de 1988", nota Fernando Haaland. "A qualquer taxa de desconto, as propostas Brady do Brasil têm mais valor para os credores do que as da Argentina, dada a disponibilidade de bônus de dinheiro novo e outras opções de curto prazo", emenda Paul Luke.

Para esse economista do Morgan Grenfell, o Plano Brady do Brasil não oferece muito alívio da dívida externa, mas isso também não seria um problema. "O peso da dívida do Brasil é relativamente modesto numa perspectiva comparativa e as atuais dificuldades econômicas do País não podem ser atribuídas ao problema da dívida externa", conclui.

REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA BRASILEIRA			
	Bônus de desconto	Bônus par	Bônus de dinheiro novo
Desconto	35%		
Dinheiro novo			18.18%
Rentabilidade	LIBOR + 13/16% p.a.	de 4.0% no ano 1 a 6.0% no ano 2	LIBOR + 7/8% p.a.
Prazo	30 anos	30 anos	18 anos
Carência	—	—	10 anos
Amortização	"Bullet"	"Bullet"	17 parcelas
Garantia	Zero-Coupon	Zero-Coupon	—
Garantia dos juros	12 meses	12 meses	—
Preços	Retorno destrinchado		
25.0	29.91%	33.03%	29.34%
26.0	28.14%	30.52%	28.37%
27.0	26.57%	28.38%	27.47%
28.0	25.16%	26.53%	26.62%
29.0	23.90%	24.90%	25.83%
30.0	22.77%	23.47%	25.09%
31.0	21.73%	22.19%	24.39%
32.0	20.78%	21.05%	23.72%
33.0	19.91%	20.01%	23.09%
34.0	19.11%	19.07%	22.50%
35.0	18.37%	18.21%	21.93%

	Flirb	Empréstimo Tir	Flirb Opção C
Rentabilidade	4.00% anos 1 & 2 4.50% anos 3 & 4 5.00% anos 5 & 6 Libor + 13/16 p.a.	4.00% anos 1 & 2 4.50% anos 3 & 4 5.00% anos 5 & 6 Libor + 13/16 ano 7	4.00% anos 1 & 2 4.50% anos 3 & 4 5.00% anos 5 & 6 8.00% anos 7 em diante
Prazo	15 anos	20 anos	20 anos
Carência	9 anos	10 anos	10 anos
Amortização	13 parcelas 5 a.	21 parcelas 5 a.	21 parcelas 5 a.
Garantia dos Juros	12 meses	Diferença para Libor + 13/16% p.a. capitalizada	Diferença para 8,0% p.a. capitalizada
Preços	Retorno Destrinchado		
25.0	24.97%	24.60%	25.75%
26.0	24.27%	23.91%	25.06%
27.0	23.60%	23.27%	24.41%
28.0	22.98%	22.67%	23.79%
29.0	22.38%	22.10%	23.22%
30.0	21.82%	21.56%	22.67%
31.0	21.28%	21.05%	22.15%
32.0	20.76%	20.56%	21.65%
33.0	20.27%	20.10%	21.18%
34.0	19.80%	19.66%	20.73%
35.0	19.35%	19.24%	20.31%

	PFA	New money trade	Co-financing
Rentabilidade	Libor + 7/8% p.a.	Libor + 7/8% p.a.	Libor + 7/8% p.a.
Prazo	18 anos	15 anos	18 anos
Carência	10 anos	7 anos	10 anos
Amortização	17 parcelas s.a.	17 parcelas s.a.	17 parcelas s.a.
Preços	Retorno Destrinchado		
30.0	25.78%	27.05%	24.10%
31.0	25.06%	26.31%	23.38%
32.0	24.38%	25.60%	22.70%
33.0	23.74%	24.93%	22.05%
34.0	23.13%	24.29%	21.44%
35.0	22.54%	23.68%	20.85%
36.0	21.99%	23.10%	20.30%
37.0	21.46%	22.54%	19.76%
38.0	20.95%	22.01%	19.25%
39.0	20.46%	21.50%	18.77%
40.0	19.99%	21.01%	18.30%

Bônus PDI		1991/92 Bônus de Juros	
Rentabilidade	7.8125% 1991 8.375 % 1992 8.75 % 1993 LIBOR + 13/16% p.a.	Rentabilidade	LIBOR + 7/8% p.a.
Prazo	10 anos	Prazo	12 anos
Carência	3 anos	Carência	3 anos
Amortização	15 parcelas s.a.	Amortização	19 parcelas s.a.
Preços	Rentabilidade	Preços	Rentabilidade
60.0	18.43%	45.0	29.63%
61.0	18.03%	46.0	28.81%
62.0	17.64%	47.0	28.04%
63.0	17.26%	48.0	27.30%
64.0	16.88%	49.0	26.59%
65.0	16.51%	50.0	25.92%
66.0	16.15%	51.0	25.27%
67.0	15.80%	52.0	24.66%
68.0	15.46%	53.0	24.06%
69.0	15.12%	54.0	23.49%
70.0	14.79%	55.0	22.95%

p.a.: por ano
s.a.: semi-anual
* integral no fim da aplicação
Fonte: NMB Bank