

Uma aposta no Brasil

por Fernando Dantas
de São Paulo

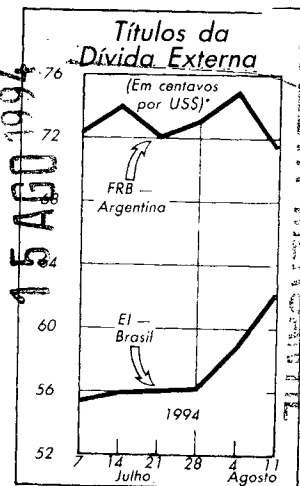
Há alguns meses, uma nova operação vem ganhando força no mercado secundário de títulos da dívida externa dos países latino-americanos. Conhecida como "spread-trade", a operação, em uma de suas modalidades mais comuns, pode mexer com brios nacionalistas que normalmente se manifestariam mais nos campos de futebol do que nas mesas de negociação de títulos financeiros.

A modalidade de "spread-trade" que tem gerado mais entusiasmo de alguns, e rejeição de outros, é a que aposta a favor do Brasil e contra a Argentina. Uma forma comum de fazer isso é alugar um papel argentino e vendê-lo no mercado. O custo do aluguel é de aproximadamente 1% ao ano sobre o volume financeiro envolvido. Com o dinheiro arrecada-

do, pode-se comprar um título brasileiro. Se o preço do título brasileiro subir relativamente ao do argentino, na hora de desmontar a operação o investidor vende o primeiro papel e nem precisa gastar todo o dinheiro apurado para comprar o segundo, e devolvê-lo ao seu detentor original. A diferença é embolsada.

Há outras formas de se fazer apostas semelhantes. Pode-se, por exemplo, vender um papel da Argentina a descoberto para entregar em 180 dias, e comprar um papel do Brasil para receber em 180 dias. Ou, ainda, vender-se uma opção de compra do título argentino e comprar uma opção de compra do papel brasileiro.

Na situação atual, o chamado risco Argentina é considerado melhor que o risco Brasil, e isso se reflete no preço dos papéis: os da Argentina são mais caros. O que importa naquela



Fonte: López León Brokers SA e Centro de Informações da Gazeta Mercantil
* Cotações de venda

operação não é se os títulos argentinos e brasileiros cairão, permanecerão estáveis ou subirão. Aposta-se que, em qualquer caso, a diferença entre os papéis dos dois países diminuirá, em favor do Brasil.

Na verdade, o "spread-trade" é uma forma de investir no risco Brasil, sem aumentar a exposição ao risco dos mercados emergentes como um todo. Supondo, por exemplo, que um aumento acima do esperado das taxas de juro norte-americanas devastasse os mercados emergentes com o mesmo furor registrado em fevereiro, o investidor perderá com a posição comprada em risco.

Brasil, mas se ressarcirá com a posição vendida em risco Argentina. Na hipótese oposta, contudo, se o mercado andar na contramão da aposta da operação — isto é, se o risco Argentina melhorar relativamente ao risco Brasil —, as perdas podem ser pesadas.

No banco holandês ING, apenas nesta última semana, houve demanda para operações desse tipo na faixa de US\$ 150 milhões, segundo o vice-presidente da área de "capital-markets", José Berenguer. Ele prefere não dizer o volume que foi efetivamente fechado, por sigilo de negócios. O

(Continua na página 15)

O crédito para as empresas ficou mais caro depois do lançamento do real. O diferencial entre captação e empréstimo ("spread") do crédito para capital de giro saltou de 0,10 ponto percentual no primeiro semestre para mais de 1 neste mês, com a cobrança do PIS e o aperto de liquidez.

(Ver página 11)

Uma aposta no Brasil

por Fernando Dantas
de São Paulo
(Continuação da 1ª página)

ING oferece a operação a seus clientes em diversas formas, principalmente com opções. No momento, o banco está se preparando para ofertar a operação aos clientes na forma de um "swap", em que se negocia apenas o "spread". Simplificadamente, isso significa que o banco monta por si próprio a operação, e vende apenas o seu resultado ao cliente. Se ela gerar ganhos, o cliente os embolsa; se gerar perdas, ele tem de pagar.

Recém-saído do ING, o executivo Jordi Wiegerinck, que está montando um negócio próprio (ver caderno Memo), já fechou duas operações desse tipo, somando US\$ 15 milhões. "O Brasil no

médio prazo é melhor investimento do que a Argentina", diz ele. Jordi calcula que a operação pode gerar retornos anuais de 200 a 300% sobre o capital imobilizado.

A percepção de uma corrente do mercado de que o risco Brasil, no médio prazo, tende a melhorar relativamente mais do que o da Argentina é baseada em uma série de fatores. Segundo essa visão, apesar de a Argentina estar mais adiantada em seu programa de estabilização — inflação estabilizada há mais de três anos, todo um ciclo de privatizações concluído, um intenso processo de reformas institucionais em curso —, ela sofre graves problemas estruturais, como uma situação frágil de balanço de pagamentos, e competitividade econômica debilitada.

Para operar o "spread" Brasil-Argentina, o mercado utiliza principalmente (mas não só) dois títulos (um de cada país) da dívida renegociada segundo os moldes do Plano Brady que são praticamente idênticos em suas características: os EI brasileiros e os FRB argentinos. Ambos são papéis de juros atrasados, com prazos semelhantes, e juros de cupom (taxa interbancária de Londres - Libor - mais 0,8125 ponto percentual) idênticos.

Para o Brasil, por outro lado, está mais atrasado na agenda de reformas, mas tem uma situação de balanço de pagamentos favorável e uma economia mais vigorosa. Há alguns meses, quando o candidato Luís Inácio Lula da Silva liderava as pesquisas para a eleição presidencial

no Brasil, e em um encontro com investidores em Nova York ameaçava renegociar a dívida externa, o pessimismo sobre o Brasil chegou ao auge. Desde então, uma série de fatos positivos, na visão do mercado, atuou a favor do Brasil, principalmente, o sucesso inicial do Plano Real e a subida do candidato Fernando Henrique Cardoso à liderança nas pesquisas de opinião.

Para operar o "spread" Brasil-Argentina, o mercado utiliza principalmente (mas não só) dois títulos (um de cada país) da dívida renegociada segundo os moldes do Plano Brady que são praticamente idênticos em suas características: os EI brasileiros e os FRB argentinos. Ambos são papéis de juros atrasados, com prazos semelhantes, e juros de cupom (taxa interbancária de Londres - Libor - mais 0,8125 ponto percentual) idênticos.

Dessa forma, se o risco de ambos os países fossem iguais, os EI e os FRB deveriam ser negociados pelo mesmo percentual do valor de face, e ostentar "yields" (rentabilidade) idênticas.

Na sexta-feira, os EI fecharam a 63,5% do valor de face (preço de venda), com "yield" de 16,47%, e os FRB fecharam a 74,625, com "yield" de 13,92%. O "spread" portanto, entre os dois papéis, fechou em 11,125 pontos percentuais.

COMPETITIVIDADE
O clima de otimismo com o Brasil nas última semanas encarregou-se de reduzir o "spread". No dia 20 de julho, por exemplo, ele era de 16 pontos. Um participante desse mercado observa que esse "spread" alcançou anteriormente níveis ainda mais altos. "Mas o pessoal entrou mais quando os spreads já estavam entre 20 e 15 pontos", ele diz. O lucro da operação ocorre quando se entra com um determinado

"spread", e ele diminui. A própria compra de papéis brasileiros e a venda de papéis argentinos servem para estimular a redução do "spread".

Mas nem todos no mercado avalizam a operação. Há mesmo quem a rejeite categoricamente. "A nossa visão é de que os mercados emergentes como um todo vão melhorar no segundo semestre", diz o argentino Carlos Calderon, principal executivo do Morgan Grenfell para a América Latina, para arre-matar: "Mas a Argentina é um risco melhor do que o Brasil". Ele lembra que a economia argentina está estabilizada há muito mais tempo, e diz que a balança comercial negativa do país justifica-se pela importação

de bens de capital que vão melhorar a competitividade da economia.

Igor Cornelsen, diretor e representante no Brasil no West Merchant Bank, reforça: "Há sentido em comprar Brasil mas não em vender Argentina". Com efeito, a redução do "spread" recente significou uma melhoria do risco Brasil e não uma piora do risco Argentina. O bônus brasileiro IDU, por exemplo, saiu de 72,875 em 20 de julho para 77,00 na última sexta-feira, e o EI ganhou mais no mesmo período, indo de 56 para 63,5. O FRB argentino também progrediu, porém mais devagar: foi de 72 para 74,625. Ou seja, o FRB perdeu sua tradicional liderança de preço em relação ao IDU.