

Permitir aos fundos⁸ agir no exterior

por Celso Pinto
de Brasília

A idéia da área econômica, de permitir que investidores brasileiros possam comprar títulos da dívida externa do País no mercado internacional, terá um impacto duplo, fiscal e cambial. Em que proporção, ainda depende da forma como será operado.

O impacto fiscal se daria por uma via básica: caso o Banco Central (BC) pudesse vender dólares para esses investidores e reduzir, assim, suas reservas. Como isso implicaria enxugar recursos no mercado, o BC poderia reinjetar esse dinheiro recomprando seus títulos de dívida pública. A diferença entre os juros altos pagos pela dívida interna e os baixos juros obtidos na aplicação das reservas no exterior representaria uma economia fiscal para o Tesouro.

Essa diferença pode significar uma economia considerável. Se o governo estivesse disposto, por exemplo, a gastar US\$ 10 bilhões de suas reservas, poderia economizar alguns bilhões de dólares. O assessor especial do Ministério da Fazenda, Edmar Bacha, cita esse fato como prova de que existem mais alternativas fiscais para o governo fechar suas

contas com folga do que supõem alguns economistas.

Só que, se toda a demanda dos investidores brasileiros por dólares for atendida pelas reservas do BC, o impacto sobre a taxa de câmbio será nulo. Se, ao contrário, toda essa demanda for atendida pelo mercado livre, privado, de câmbio, certamente haveria uma desvalorização do real frente ao dólar, algo que o BC diz desejar caso a cotação do real suba demasiadamente.

Bacha diz que existem várias hipóteses em estudo no governo e que a linha geral é aumentar a demanda por dólares. O problema, observa, é saber se o BC deve ou não sustentar o dólar e a que taxa.

Uma questão que precede a esta é saber se haverá, de fato, demanda por dólares. O governo está convencido de que sim. Um banqueiro importante tem suas dúvidas.

A idéia básica é permitir que fundos de pensão e de investimento possam comprar papéis brasileiros no exterior. O principal papel brasileiro de dívida, o IDU, está rendendo hoje cerca de 15% ao ano. Os investidores interessados em papéis com

(Continua na página 19)

Permitir aos fundos agir no...

- 8 SET 1994

por Celso Pinto
de Brasília
(Continuação da 1ª página)

correção cambial, já podem comprar NTN cambiais ou "export notes" a taxas bem mais generosas. Por que ir comprar papel brasileiro no exterior, quando todos querem aproveitar-se dos altos juros internos?

A principal motivação seria reduzir o risco de país. Bacha lembra que o mercado, como um todo, tende a atribuir um risco menor a bônus da dívida externa do Brasil do que a papéis do governo com circulação interna. Para que esse princípio funcionasse, contudo, argumenta o banqueiro, seria preciso que os fundos pudessem manter e movimentar seus fundos no exterior. Bacha considera a hipótese razoável.

Outra razão para comprar esses papéis, observa uma fonte do mercado, é que eles têm prazo mais longo do que os disponíveis internamente para papéis em dólares. O IDU tem prazo médio de apenas quatro anos, mas o "C" bond tem prazo de catorze anos. Hoje, uma remuneração de quase 16% para um "C" bond pode parecer tímida frente aos juros internos vigentes no Brasil. Para um investidor a prazo mais longo, como um fundo de pensão, no entanto, garantir uma remuneração desse tipo, em dólares, por um prazo longo, pode ser uma aposta interessante. Além disso, é princípio universal de fundos de pensão a diversificação de portfólios de investimentos, uma forma de diluir riscos.

Mas por que limitar o acesso dos investidores brasileiros apenas aos títulos da dívida do País no exterior? Do ponto de vista fiscal, o

efeito direto para o governo com essa limitação é irrelevante. Afinal, trata-se de passar de um credor externo para outro interno, mas sem economia no processo.

Existe um ganho possível indireto, como admite Bacha. Abrir esse mercado para novos investidores significa aumentar a demanda pelos papéis brasileiros externos, o que deverá valorizar seus preços. Há um limite para isso: quanto mais valorizados os papéis, menor sua remuneração. A um certo nível, passaria a ser desinteressante comprá-los. De todo modo, a valorização desses papéis permitiria reduzir o custo para emissões novas de papéis brasileiros. Se o Tesouro quisesse colocar novos papéis no exterior pagaria menos. Com esse alto nível de reservas, contudo, é um aparente contrassenso pensar em novas captações externas do governo. O fato, como diz Bacha, é que não há consenso sobre o nível ideal de reservas desejadas nesta fase do plano de estabilização. Alguns acham que as reservas devem ser altas e sua redução deve-se dar pelo aumento das importações, não por maior abertura de investimentos no exterior. Outros acham que o mais importante é ter o benefício fiscal imediato com a redução das reservas.

O fato de o governo estar pensando em abrir a opção de investimentos externos apenas em títulos brasileiros tem outra razão de princípio por trás. Existe uma relutância em permitir que poupança interna seja dirigida para comprar títulos de outros países (pelo menos por canais oficiais, já que nada impede que isso aconteça através de mecanismos mais sofisticados de movi-

mentação de capitais). Bacha lembra o exemplo da Itália, que conseguiu financiar uma dívida pública equivalente a mais de 100% do PIB com poupança interna, em parte, pela proibição de residentes em investir em títulos no exterior.

Uma das hipóteses pensadas para esse tipo de investimento seria através da compra de dólares compulsoriamente feita no BC, segundo fontes do governo. Uma fonte diz que essa alternativa poderia criar problemas com o acordo da dívida, já que uma cláusula proíbe o Brasil de recomprar bônus emitidos em função do acordo, durante dois anos, até que o total previsto de garantias seja integralizado. Se apenas o BC vendesse os dólares, poderia haver questionamento nesse ponto. Do ponto de vista cambial, mesmo que apenas o BC vendesse os dólares, ele poderia afetar o mercado de câmbio se decidisse entrar comprando dólares no mercado livre num volume equivalente ou algo inferior. Neste caso, criaria para si um poder de arbitragem maior, mas deixaria de lado a postura mantida até agora de evitar fazer qualquer operação de compra ou venda no mercado livre.

O problema legal principal para lançar o fundo é uma regulamentação da Lei nº 4.131 (que regula o capital estrangeiro), que cria obstáculos para a liquidação de dívida de residentes no Brasil junto a brasileiros no exterior em outra moeda que não a interna.

Para a idéia virar realidade, no entanto, é preciso também definir alguns pontos de princípio que vão calibrar seu efeito fiscal e cambial. Seu impacto, de todo modo, tende a ser significativo.