

Títulos da dívida atraem dólares

por Celso Pinto
de São Paulo

GAZETA MERCANTIL 23 FEV 1994

Desde novembro do ano passado, o investidor externo, interessado em aproveitar as extraordinárias taxas de juro internas do Brasil (ver ao lado), teoricamente só teria o caminho de formar um pouco atraente e sobretaxado fundo de renda fixa. Na prática, esses fundos nunca decoraram, mas nem por isso os aplicadores externos deixaram de investir no Brasil.

Primeiro, descobriram que fazer operações simultâneas de compra e venda de opções de ações na bolsa equivalia a uma aplicação de renda fixa. Houve uma enxurrada dessas operações de "box" até que elas foram proibidas no dia 20 de dezembro.

Outros preferiram investir em papéis de dívidas federais passíveis de serem usadas como moeda nas privatizações. A escassez de oferta, contudo, fez esses papéis subir de preço e hoje o "aluguel" de um Título da Dívida Agrária, por exemplo, pode custar 5 a 6% ao ano.

Existe outra opção simples e direta, ainda que menos apetitosa do ponto de vista fiscal. Nada impede que um investidor traga dólares pelo câmbio flutuante, os transforme em cruzeiros reais, deposite-os numa conta de não residente (a famosa CC5), os aplique, digamos, em NTN do Banco Central rendendo correção cambial mais 28% de juros — cerca de cinco vezes mais do que conseguiria num investimento prudente no mercado internacional. Pode transformar os cruzeiros reais em dólares também pelo câmbio flutuante e remetê-los ao exterior. Só que terá de pagar Imposto de Renda de no mínimo 25% sobre os juros que receber e não os 15% cobrados usualmente de investimentos externos.

As taxas internas de juro são tão atraentes que compensam o imposto mais alto. Só que trazer o dinheiro pelo flutuante acrescenta outro risco. Além do risco de o País cessar os pagamentos externos, comum a qualquer outra aplicação interna, existe o risco de a cotação do dólar no flutuante oscilar no período da aplicação e reduzir, com isso, alguns pontos percentuais de rentabilidade. Ou de as regras do flutuante mudarem.

Pensando em contornar esses inconvenientes, algumas instituições estudam uma alternativa mais sofisticada. Uma instituição financeira

Títulos da dívida atraem...

23 FEV 1994

por Celso Pinto
de São Paulo
(Continuação da 1ª página)

no Brasil aluga uma ação de um investidor interno e a vende para um investidor externo. Como se trata de uma aplicação em ação, ela pode ser feita através do Anexo 4 autorizado pelo BC, com um tratamento fiscal privilegiado.

No exterior, o investidor que comprou (temporariamente) a ação faz uma operação de "swap" de rentabilidade com o banco, pelo qual o banco garante uma remuneração em renda fixa (x% sobre a taxa básica interbancária, Libor), em troca de toda a remuneração gerada pela ação durante o período do contrato.

Ao final, o investidor externo tem garantida a aplicação em renda fixa que queria (com vantagem fiscal). O banco, por sua vez, ao vender as ações ao investidor externo aplica os recursos num investimento vantajoso, superior à rentabilidade paga. Ao final, as ações voltam ao banco que as devolve a quem as alugou no início.

Se a rentabilidade das ações no período da operação superar a remuneração acertada de renda fixa, o investidor simplesmente devolve a diferença, como estabelece o contrato de "swap". O maior problema

é se ocorrer o oposto, já que o banco não teria como reverter diretamente a diferença para o investidor externo. Poderia fazê-lo usando alternativas externas, mas poderia acabar descausando a contabilidade.

Aplicar em renda fixa via câmbio flutuante ou através de operações como a descrita acima não é opção tão simples quanto a que existia antes, através do Anexo 4, que permitia aplicações em títulos do governo e debêntures. Investidores institucionais, como fundos para mercados emergentes, preferem opções mais diretas, com menos risco e impostos. As sucessivas medidas de proibição de aplicações de investidores externos em renda fixa no Brasil certamente conseguiram reduzir o volume.

Não conseguiu nem provavelmente jamais conseguirá, contudo, impedir que investidores mais criativos se aproveitem das oportunidades de arbitragem entre taxas externas e internas. A única forma efetiva seria reduzir os juros internos a um nível que tornasse os títulos internos desinteressantes. Só que esta opção inexiste num momento em que o governo pretende usar a política monetária (juros altos) como arma de controle na transição da criação do no-

vo indexador, a URV, e da criação da nova moeda.

Todos os países latino-americanos que fizeram ajustes nos últimos anos viveram esse dilema. Os altos juros da política anti-inflacionária atraíram um enorme fluxo de capital externo, o que acabou pressionando a emissão monetária e prejudicando a política econômica. Alguns países, como o México, optaram por deixar valorizar o câmbio.

O Brasil caminhou, nos últimos anos, em direção a um sistema cambial muito mais flexível, facilitando o ingresso e a remessa de dólares. Desde meados do ano passado, contudo, criou sucessivas medidas de controle, sinalizando na

direção de um modelo "chileno".

De imediato, a preocupação do governo é manter o maior volume de reservas possível para permitir o lastreamento da nova moeda.

A tendência, contudo, é que haja uma enxurrada de dólares à medida que o ajuste for bem-sucedido e que o governo aperte os controles, usando as taxas de IOF já criadas sobre captação externa como regulador. A única forma concreta de impedir arbitragens com o diferencial de juros externos e internos, contudo, será através de uma gradual redução dos juros internos, algo que, por definição, deverá levar muito tempo.