

Lançar papéis

no exterior

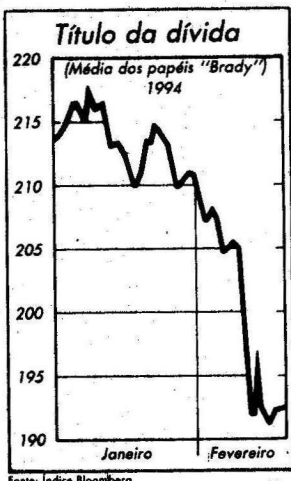
fica difícil

por Celso Pinto
de São Paulo

Desde que os juros americanos subiram, no dia 4 de fevereiro, o mercado internacional para papéis latino-americanos encolheu dramaticamente, os juros pagos deram um salto em termos absolutos e relativos, instituições financeiras internacionais e brasileiras tiveram enormes prejuízos.

Passado o pânico inicial, o mercado se estabilizou nos últimos dias, mas o estrago foi feito. A dúvida agora é saber se o que houve foi apenas uma acomodação cíclica num mercado que passou por uma extraordinária valorização por mais de um ano, ou se algumas condições fundamentais mudaram duramente.

O administrador de um dos mais importantes fundos de investimento internacionais, em Nova York, disse a este jornal que a re-



cuperação do mercado deverá ser "lenta e limitada". Ele espera uma "queda substancial" no volume de eurobônus e em outros papéis colocados por países emergentes, incluindo o Brasil, neste ano, acha que o custo vai subir de patamar e que a redução do fluxo pode afetar também investimentos em bolsas.

Igor Cornelsen, representante do banco britânico West Merchant Bank, acredita que o mercado poderá ficar retraído uns seis meses, ficará mais caro e o volume, no ano, encolherá em relação ao ano passado. Mesmo que o Brasil anuncie amanhã um acordo com o FMI (ver nesta página) e feche o acordo com os bancos credores, ele prevê que o custo relativo para emissão de papéis brasileiros deverá ficar de 100 a 120 pontos-base de porcentagem superior ao que era praticado antes da crise, em relação ao rendimento dos títulos do Tesouro americano. No mercado de eurobônus em dólar, o rendimento dos papéis do Tesouro é considerado o piso a partir do qual se adiciona o risco, ou "spread" dos tomadores.

Dois outros banqueiros concordam com a visão mais pessimista. O presidente de um banco brasileiro muito agressivo nesses mercados discorda. Sua visão é que houve uma acomodação traumática a um evidente exagero dos mercados emergentes. Haverá uma correção para cima no custo de emissão, mas o fluxo acabará sendo recomposto, pois ele não espera um aumento muito

forte nem dos juros nem da inflação americana.

O salto nos rendimentos dos papéis da dívida (os "Brady") e eurobônus de países emergentes já aconteceu e foi substancial. O detonador da crise foi o aumento nos juros americanos. A Letra do Tesouro de 30 anos, indicador mais sensível para o mercado, que estava rendendo 6,3% no final de janeiro, saltou para 6,9% (ontem estava em 6,85%).

Como esses títulos são o piso, a base de comparação do mercado, era natural que o rendimento de todos os papéis subisse. O que aconteceu, contudo, foi que a subida foi muito mais do que proporcional. Em outros termos, o "spread" dos papéis latino-americanos sobre o Tesouro mudou de patamar.

Comparando-se as cotações publicadas pelo banco de investimento americano Bear Stearns, no dia 21 de janeiro, antes da crise, com as atuais, isso fica evidente.

(Continua na página 22)

Lançar papéis no exterior ...

GAZETA MERCANTIL

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

No caso do Brasil, o spread dos bônus de juros atrasados (IDU) subiu de 477 pontos-base para 600, o dos "exit-bonds", de 383 para 488 e o dos "new money bonds", de 434 para 565. Para a Argentina, o estrago foi ainda maior, pois o spread dos FRN saltou de 302 para 478. Mesmo os "discount bonds" mexicanos abriram o spread de 160 para 232 pontos-base.

Esta alta na margem de rendimento atingiu também a cotação no mercado secundário dos eurobônus latino-americanos. Em vários papéis brasileiros, o "spread" subiu de 10 a 30 pontos-base. Títulos mais longos, em geral, sofreram mais. A emissão da República Argentina de US\$ 1 bilhão, hoje com pouco menos de dez anos de prazo, teve seu spread aumentado de 238 para 307 pontos-base.

No caso do Brasil, parte do mercado aposta que o anúncio de um acordo com o FMI poderá dar algum alento aos preços. O fato, contudo, é que no último mês o acúmulo de algumas boas notícias, como a aprovação do Fundo Social de Emergência e o lançamento da URV, ajudou a atenuar a alta em relação a outros países como Argentina e Venezuela, mas não a evitou. Índices compostos de papéis tipo "Brady" indicam uma queda média no valor de 20% (Bloomberg) a 15% (West Merchant Bank) com a crise.

Esta não é a primeira crise dos mercados emergentes. No último trimestre de 1992, os papéis Brady perderam cerca de 10% do valor com a combinação entre a crise política e econômica brasileira e o excesso de oferta de papéis mexicanos. O que preocupa mais hoje é a natureza da crise.

O renascimento do interesse dos investidores internacionais pelos mercados emergentes latino-americanos foi resultado da combinação de vários fatores, entre os quais a recuperação de suas economias. Todos concordam, de todo modo, que um fator crucial foi a forte redução dos juros americanos tornando-as pouco atraentes. Investidores institucionais como fundos de pensão que têm o compromisso de remunerar seus clientes a uma taxa mínima de 7% ao ano, tiveram que buscar alternativas mais arriscadas, porém mais rentáveis.

O que fez os mercados de bônus cair (aumentando a rentabilidade de seus papéis) não foi só a correção para cima dos juros de curto prazo americanos. Foram os sinais de que o longo ciclo de juros baixos e cadentes provavelmente se encerrou. Os juros americanos subiram porque o ritmo de atividades tem sido muito superior ao esperado e isso começa a afetar para cima a inflação. Como diz um banqueiro, "ninguém mais discute se os juros americanos vão subir, mas quanto e quando".

O administrador de fundos americano aposta que até o final do ano a taxa dos papéis do Tesouro de 30 anos deverá se estabilizar entre 7 e 7,5%. Nesse nível de juros, a atração de pa-

peis latino-americanos de maior risco fica menor. Alguns acham que é uma questão de preço: pagando mais, surgem investidores interessados. Outros supõem que, na margem, investidores institucionais mais conservadores poderão pular fora desse mercado.

A outra razão pela qual esta crise foi mais sentida — e está deixando mais sequelas — é que ela pegou muitos bancos e instituições financeiras desprevenidos. A fonte americana lembrou que a quebra da Hanwa Leasing do Japão no final do ano passado fez com que os US\$ 3 bilhões em títulos de países emergentes que tinha em carteira fossem despejados no mercado. Como o mercado estava em fase positiva, isso não afetou os preços, mas deixou a carteira de inúmeros bancos recheada quando veio a crise em fevereiro.

Mais do que isto, o prolongado período de juros baixos e as extraordinárias oportunidades de lucros no ano passado levaram muitos investidores, individuais ou instituições financeiras, a relaxar a preocupação com o risco. A existência de instrumentos para alavancar aplicações através do mercado de derivativos ampliou enormemente o tamanho do tombo.

A alavancagem é feita através do financiamento, normalmente por um banco, a um custo entre 1,5% e 3% acima dos juros básicos interbancários de Londres ("libor"). O grau de risco variava conforme o financiador. Mesmo os mais prudentes aceitavam financiar até 75% do valor, ou seja, para cada US\$ 25 em títulos, o banco financiava o investidor em US\$ 75. Em alguns casos, bancos financiaram até 90%.

Como a remuneração dos papéis de países emergentes era muito maior do que o custo do financiamento, a alavancagem permitia ampliar os ganhos sem ter que colocar um dinheiro que, em muitos casos, não existia. Muitos investidores e bancos brasileiros fizeram um enorme volume de operações de alavancagem, aplicando ou financiando. Pelas informações de mercado, pelo menos um gran-

de banco brasileiro teve um forte prejuízo em suas operações através da subsidiária do Caribe com a crise de fevereiro.

Os bancos financiadores dessas operações têm dois mecanismos de defesa. Um deles, normal em todas as operações, é a possibilidade de chamar "margens" por parte dos investidores se e quando a operação entrar no vermelho. O problema é que em alguns casos os investidores não tiveram cafiço para cobrir as margens. Outro mecanismo de defesa é o banco financiador comprar um "put", ou direito de vender o papel a certo nível de preço. Isso evita grandes perdas mas reduz a margem de lucro, por isso nem todos se interessaram.

Os prejuízos internacionais foram, em alguns casos, devastadores. Bancos americanos como o Bankers Trust e o JP Morgan, e ingleses, como o Morgan Grenfell, perderam centenas de milhões de dólares nas contas do mercado. O megainvestidor George Soros, que administra quatro fundos com um ativo de US\$ 11,5 bilhões, admitiu ter perdido, com a virada do mercado, US\$ 600 milhões.

Fundos de "hedge", que arriscam em mercados diversificados e usam muita alavancagem, sofreram fortes perdas. Tanto esses fundos quanto outros que operam em mercados emergentes sofreram pressões vendedoras de cotistas assustados com a súbita perda e isso gerou um efeito realimentador negativo tanto no mercado de renda fixa quanto nas bolsas. Tanto a bolsa mexicana quanto a argentina perderam cerca de 15% desde o início da crise.

O mercado sabe que muitos bancos preferiram não realizar imediatamente os prejuízos, mas estarão dispostos a reduzir as perdas se o mercado começar a se recuperar. Esse pode ser um fator que pode retardar a recuperação dos mercados.

O que evitou que esses prejuízos provocassem um efeito ainda mais danoso foi o fato de os bancos terem tido lucros excepcionais com os mercados emergentes no ano passado e em janeiro

deste ano. Havia "gordura" para gastar.

O próprio Soros é um exemplo. Seus fundos, em média, tiveram um rendimento real de 80% no ano passado, o que coloca em perspectiva o tamanho das perdas atuais. O West Merchant Bank é outro exemplo paradigmático. No ano passado, o banco teve um lucro antes do imposto de 57 milhões de libras esterlinas (US\$ 85 milhões), nada menos do que 66% do patrimônio de 86 milhões de libras. Dos lucros, 85% vieram de mercados emergentes, sendo 80% da América Latina. No Brasil, o banco lucrava em termos brutos US\$ 42 milhões, o que o deixou na posição de terceira empresa britânica mais lucrativa no País, depois da BAT (Souza Cruz) e da Unilever.

Os mais otimistas acham que a "gordura" acumulada pelos bancos permitirá uma acomodação relativamente suave e que o mercado poderá começar a dar sinais de vida em algumas semanas. No caso do Brasil, o fato de haver hoje mecanismos relativamente simples para os bancos remeterem o dinheiro necessário para cobrir perdas de suas subsidiárias no exterior evitará a repetição da crise como no passado.

Mais ainda: o fato de os papéis de países emergentes terem parado de cair, apesar de os juros americanos continuarem em níveis muito elevados, seria um indicio do início da estabilização. Alguns preços caíram tanto que começaram a renovar o apetite de alguns investidores.

Mesmo que os cenários mais negros não se concretizem, ninguém imagina que este ano poderá ainda repetir o desempenho do ano passado. Nas contas do West Merchant Bank, os eurobônus latino-americanos subiram de US\$ 10,2 bilhões em 1992 para US\$ 26,6 bilhões no ano passado e até dia 7 de fevereiro já haviam sido emitidos US\$ 2,3 bilhões neste ano. A virtual paralisação das últimas semanas e as dúvidas sobre a trajetória dos juros americanos no resto do ano indicam que o mercado será muito menos generoso com os países latino-americanos em 1994.