

Moeda podre concorre com ativo real

por Lucia Rebouças
de São Paulo

O futuro dos novos títulos da dívida externa como moedas de privatização começa a ser avaliado. Por enquanto mais na questão de retorno do investimento do que da demanda por papéis brasileiros e sua conseqüente valorização no mercado secundário internacional.

A demanda por esses títulos depende de uma aceleração do processo de privatização brasileiro, quando o que está ocorrendo é o inverso. Na atuação sobre o retorno, porém, entram outras variáveis. Uma nova renegociação da dívida externa e ou medidas mais drásticas em relação ao seu pagamento não estão descartadas — tudo depende do resultado das eleições deste ano. Nessa perspectiva, as ações de uma empresa são no mínimo mais consistentes do que um acordo, abrindo espaços mais amplos para a avaliação da troca.

O maior retorno dado pelos títulos da dívida nova, conhecidos no mercado como Brady Bonds, é de 21 a 22%, para o New Money Bond de 94 e para o FI Bonds, se o investidor carregar os títulos por doze e quinze anos.

Até agora, o volume de títulos da dívida velha, os Mydfa resultantes do acordo feito em 1988, usados na privatização, foi irrelevante: 3% para um total de US\$ 6,9 bilhões privatizados, segundo dados do BNDES. Os motivos do desinteresse foram os setores em que ocorre a concentração das vendas, de siderurgia e petroquímica, pouco atraentes ao capital externo, além do deságio de 25% no valor de face dos Mydfa, para uso nos leilões das empresas.

Para os novos títulos há novas regras. Papéis como o DCB, o Discount Bond e o New Money Bond de 94 podem ser usados sem desconto. Junta-se a isso que a Embraer, o próximo grande leilão previsto no cronograma de privatização deste ano, é atraente. O mesmo para as empresas do setor elétrico, Light e Excelsa, que também estão no cronograma deste ano.

Consórcios para a Embraer

O leilão da Embraer, que estava marcado para o dia 20 próximo, foi adiado. As razões mencionadas para o adiamento: a indefinição dos debenturistas sobre a proposta da empresa de transferir títulos de privatização em troca da dívida de US\$ 74 milhões, ainda não foram submetidas ao Congresso Nacional as medidas provisórias que autorizam o pagamento das dívidas, não foram cumpridos os prazos do edital de privatização para o anúncio definitivo do preço mínimo de venda e para o início do prazo de preferência para os interessados na compra da empresa.

Comenta-se que o adiamento também está ligado à necessidade de mais tempo para as articulações dos consórcios que estariam se formando para a participação no leilão.

O Banco Francês e Brasileiro S.A. (BFB) está montando um consórcio para participar da privatização da Embraer, juntamente com a consultoria Trevisan e com o ex-presidente da empresa, Ozílio Silva. A multinacional Martin Marietta revelou anteriormente interesse em participar do grupo, mas não manifestou mais do que isso, informou Georges

Chaix, diretor-superintendente do BFB, à editora sênior Maria Christina Carvalho.

Outro consórcio viria através de um outro banco que diz que o assunto por enquanto é confidencial. Fala-se ainda do interesse da controladora da Pratt & Whitney, que é fornecedora de turbinas para a Embraer desde 1980. A empresa sempre demonstrou interesse de parceria associativa na Embraer. Paralelamente, haveria um trabalho encomendado por pessoas influentes da própria empresa para atrair a participação de investidores americanos, em especial da área financeira.

Apesar dessas articulações para a compra da Embraer, com o adiamento do leilão não foi visível no mercado nenhum movimento que pudesse balizar qual seria a opção dos investidores em termos de moeda.

Mas não as comparações sobre quais das moedas disponíveis seriam mais vantajosas — os títulos da dívida externa ou os da dívida interna, apelidados de moedas podres, que os estrangeiros também estão autorizados a comprar com recursos ingressados no País através do anexo IV, que permite os investimentos diretos em bolsas de valores e não deixou de ser exercitado.

Os custos dos papéis

O presidente do BFB afirmou que o uso dos títulos da dívida externa ficou mais atrativo depois que os preços desses papéis caíram com a alta dos juros norte-americanos. Mas acrescentou que as moedas podres continuam mais interessantes e baratas.

Na opinião de Alcides Amaral, diretor vice-presidente do Citibank, a aplicação dos títulos da dívida como moedas de privatização é um dos negócios mais apropriados para os investidores estrangeiros.

Os papéis da dívida interna seriam mais adequados aos interessados locais. Esses investidores não têm acesso oficial à compra de títulos da dívida externa. Mas nada impede que uma empresa nacional que tenha representação no exterior compre esses papéis lá fora, comentavam operadores do mercado.

Na prática, os preços das moedas vão fazer a diferença e comandar as opções que podem ou não esvaziar a demanda de um em benefício de outro mercado.

O papel mais barato da dívida externa, o Par Bond, que tem a maior oferta no mercado, de US\$ 10,5 bilhões, estava valendo 38,75 centavos por dólar. Feitas as contas, na privatização poderia entrar por 60% de seu valor de face. Estaria mais barato que as Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal (LH), que têm o maior volume disponível no mercado e que estavam custando 63% de seu valor de face.

Comparados aos outros papéis de maior volume, disponível, as debêntures da Siderbrás eram equivalentes. Mas o Par Bond também estava mais barato que os créditos da Siderbrás e a UNIAA (dívidas do setor alcooleiro), cotados a 70% de seu valor de face.

Os títulos que podem entrar na privatização sem desconto estavam ainda mais baratos. O Discount Bond estava custando para o investidor 55,75% de seu valor de face, o que torna seu uso na privatização ainda mais vantajoso. O investidor

paga 55 por um papel que vale 100 para efeito de participação na compra de uma empresa em leilão. Com o DCB, a relação seria de 46 para 100.

Entre os títulos internos, só os Títulos da Dívida Agrária (TDA) vincentes estariam em melhores condições. Estavam custando 40% do valor de face e rendendo 100 na compra de uma empresa. Mas o estoque desses papéis é bem menor: US\$ 86,5 milhões. A oferta de Discount Bond e de DCB juntos soma US\$ 16,3 bilhões.

Luiz Fernando Resende, diretor executivo da área de "corporate finance" do Unibanco, não acredita que um mercado venha a prejudicar o outro. Segundo ele, vai haver uma arbitragem de preços entre os papéis internos e externos. "Não vai haver vantagem de um sobre o outro." Ele lembra que os investidores brasileiros não podem comprar títulos da dívida externa.

Em nível interno, o leilão da Embraer e mesmo o cronograma de vendas previsto no programa de privatização deste ano chegaram a movimentar o

Moeda podre ...

por Lucia Rebouças
de São Paulo

(Continuação da página 13)

mercado de moedas podres. Na última semana, a liquidez do mercado era zero. Operadores chegavam a ironizar sobre perguntas quanto ao comportamento das moedas, respondendo: que mercado?

A retração está sendo provocada por duas "garfadas" que o mercado vai levar com a implantação do real, conforme está previsto no artigo 36 da medida provisória que criou a URV e que prevê um "expurgo" da inflação representada pelo IGP-M, ao qual estão indexados. Os títulos têm correção prevista entre os dias 15 de cada mês. Pelo artigo 36, com a implantação do real no dia 1º de julho vão perder 15 dias de IGP de junho.

Além disso, há o que os operadores chamam de perda com "carry-over". Ou seja, um efeito estatístico que subestima o índice de correção quando a inflação está

se acelerando, como é o caso atual. Essa perda é estimada em 20% pelos operadores.

Como o artigo, segundo juristas, é inconstitucional, os detentores dos papéis estão preferindo retê-los em vez de ir a mercado e depois entrar na Justiça para reaver as perdas.

Isso poderia deixar um interessado local na privatização sem opções. Mas essa é uma situação apenas hipotética, com o adiamento do leilão da Embraer. No caso local, por enquanto só se tem notícia do interesse do grupo Monteiro Aranha.

No caso dos detentores das moedas, só podem ter perdas com a paralisação do mercado aqueles que compraram moedas para especular e pagaram mais caro por um papel que pela demanda atual tenderia a perder valor. Ocorre que a maioria dos possuidores de moedas podres, bancos por exemplo, recebeu os títulos originalmente como pagamento de dívidas.