

# Uma faxina na dívida externa

Brasília – Fernando Bizerra Jr.

O governo vai fazer uma verdadeira faxina na dívida externa brasileira. O objetivo é tirar do mercado internacional títulos como o C-Bond, que resultou da renegociação concluída em 1994, e substituí-lo por papéis de prazo mais longo, como os global bonds. A troca tornará a dívida brasileira mais cara. A vantagem é que, além de alongar o perfil da dívida, a operação permitirá que o governo desconcentre os pagamentos previstos para os próximos anos, diminuindo o risco de inadimplência. Em 1999, que foi o pior ano desde a renegociação, o Brasil teve que pagar US\$ 6 bilhões aos bancos estrangeiros. Para o ano 2000, a conta cai um pouco, mas ainda assim é salgada: US\$ 3,6 bilhões. Em entrevista ao **JORNAL DO BRASIL**, o diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central, Daniel Gleizer, explicou que os novos papéis passarão a representar melhor o risco Brasil – hoje, os bradies, dada a sua elevada liquidez no mercado mundial, são muito voláteis e afetam negativamente a percepção de risco do país. Gleizer disse que o Brasil não pode contar mais com o capital de curto prazo para se financiar. Por isso, o BC decidiu voltar a cobrar IOF no ingresso dos recursos. “Chegamos a ter US\$ 70 bilhões de reservas na primeira metade do ano passado e aí veio a crise russa. Da mesma forma que aprendemos isso, os hedge funds também aprenderam porque perderam dinheiro na crise”, diz Gleizer. “Esse mercado está mais arredo e de forma permanente. Já se sabe que não haverá mais programas de ajuda de US\$ 40 bilhões a US\$ 50 bilhões para ninguém.”



CRISTIANO ROMERO E  
MARCELO CORDEIRO

– Na sua avaliação, por que o investidor estrangeiro voltou a se interessar pelo Brasil?

– Se você olhar o que está acontecendo nos últimos dias, vai ver que o humor do mercado está mudando numa velocidade tremenda. Essa mudança reflete a consciência do mercado de que o medo associado ao bug do milênio talvez tenha se manifestado mais cedo do que se imaginava. Agora, as pessoas estão internalizando a noção de que talvez os riscos não sejam tão grandes quanto se imaginava naquele momento, e os fluxos estão crescendo muito rapidamente. Tirando aqueles fluxos que têm uma programação ao longo do ano, existe uma volta por apetite Brasil impressionante.

– Há algum motivo específico para isso?

– Duas razões. Primeiro, a questão dos fundamentos, a visão que já se tem lá fora de que houve uma melhora significativa nos fundamentos econômicos brasileiros, como o déficit público, a inflação. Houve melhora também em nosso balanço de pagamentos. A outra questão são os aspectos técnicos, quando olhamos como estão as carteiras dos investidores. Quando os investidores têm uma percepção negativa com relação a um determinado país, eles tendem a diminuir a participação de papéis daquele país em suas carteiras. Ocorre que os investidores são avaliados pelo desempenho das carteiras tomando por base um certo índice. Como o Brasil tem um peso grande em quase todos os índices, porque é um país emergente muito grande, quando o Brasil começa a melhorar e o investidor não tem Brasil em sua carteira, fica muito difícil para ele bater o índice. Então, já há uma demanda por Brasil também porque esses investidores querem recompor suas carteiras.

– Qual a estratégia do BC, nesse novo contexto, de colocação de papéis no exterior?

– O C-Bond, que é um dos bradies (papéis da dívida externa renegociada em

1994), é um papel extremamente líquido. E o papel que mais se negocia entre todos os papéis de países emergentes. Então, quando alguém tem posição em Turquia e ocorre um terremoto lá, ele vende o C-Bond. Ele faz isso porque, quando quer reduzir a exposição em países emergentes, entra no mercado vendendo o papel que tem mais liquidez. Com isso, a volatilidade do papel é grande e a gente sofre por causa disso e também com o fato de nosso papel ser representativo de risco emergente para qualquer país. Isso faz com que a formação de preço do C-Bond seja Tesouro americano mais um spread. Em vez do risco país, refletindo o risco Brasil, ele incorpora o risco dos países emergentes como um todo. Seria interessante retirar esses papéis do mercado.

– Retirando os bradies, o Brasil poderia conseguir spreads menores?

– Não é só isso. Há uma outra peculiaridade. Os bradies são papéis complicados de precificar (determinar uma curva de preços). Um papel simples funcionaria assim: eu emito o título, recebo o dinheiro e, no fim de 10 anos, para dar um exemplo, eu o pago de volta, ou seja, pago o principal. A cada semestre, eu pago um “cupom” (juros do papel com atualização até a data do pagamento). Qualquer calculadora 12C da HP faz essa conta, ou seja, os papéis têm uma maturidade bem definida. Os bradies não são assim. Eles têm perfis completamente esquisitos que, na renegociação, tinham a ver com a criação de opções para os bancos. Você tem papéis que além da amortização normal tem uma série de outras amortizações ao longo do tempo. Tem papéis cujos “cupons” não são fixos, são indexados à Libor (taxa de juro da Inglaterra). Precificar esses bradies é muito mais complicado. Portanto, a demanda por esse papel é menor do que a demanda por papéis mais fáceis de precificar, como o global. Além disso, os bradies são papéis representativos de dívidas reestruturadas, ou seja, de dívidas não pagas num primeiro momento. Por isso, há bancos e fundos que não podem comprar

bradies. Isso faz com que tenhamos duas curvas do risco Brasil porque num papel com a mesma maturidade, 10 anos por exemplo, um global paga menos spread do que um brady.

– Qual é a estratégia para a troca desses papéis?

– Queremos ter uma curva Brasil que realmente represente o risco país, cujo spread não esteja precificando outros países. Estamos lentamente trocando bradies por papéis novos. Em 1999, trocamos, em valores do papel novo, US\$ 1 bilhão no Brasil 04 e US\$ 2 bilhões no Brasil 08. Como você negocia brady com desconto, tiramos mais do que isso de bradies que estavam no mercado e essa diferença entra na redução da dívida externa associada à troca. Não temos uma estratégia para troca. Aproveitamos os melhores momentos para o lançamento de novos papéis, tentando conjugá-los com a época em que o mercado tem mais interesse em vender bradies e isso faz com que tenhamos uma boa redução na dívida. O ideal seria fazer isso nos momentos de crise. Quanto ao processo de troca em si, que ele nos permite é criar uma curva em dólares bem definida e, em segundo lugar, melhorar o perfil da dívida, distribuindo as amortizações ao longo dos anos e evitando momentos em que se tenha muito vencimento.

– Olhando para a frente, o senhor já consegue ver quando teremos uma concentração de pagamentos da dívida provocada pela renegociação de 1994?

– O pior ano foi 1999. Nosso calendário de amortizações foi pesado. A nossa ideia é ter um perfil da dívida que não implique dificuldade de rolagem.

– Além da troca dos bradies, o que mais será feito para reestruturar a dívida?

– Estamos trabalhando também a composição entre moedas, que é uma outra questão, fora da composição temporal da dívida. Toda a teoria econômica mostra que uma das formas que você tem para diminuir o risco é diversificar o seu passivo. Isso evita riscos correlacionados e, por isso, estamos fazendo

lançamentos em euros e poderemos fazer em outras moedas.

– O senhor é favorável a um maior controle no fluxo de capitais no mundo?

– Faço parte do grupo de trabalho do BIS (Banco de Compensações Internacionais) sobre fluxo de capitais. Estamos discutindo qual a relevância de se controlar o fluxo de entrada de capital, e um dos problemas que todo mundo percebe, mas para o qual se tem pouca explicação, é a questão de liquidez. Como é que você precifica o risco de liquidez? Você pode ter uma situação na qual uma empresa ou um país não tenha um problema de solvência, mas não consiga se financiar no curto prazo. E isso desencadeia uma série de problemas. Então, acho que é importante você estar disposto a pagar um preço para evitar problemas de liquidez. Ou seja, mesmo que você tenha que pagar um pouco mais para melhorar o perfil da dívida, vale a pena fazer.

– Que exemplo o senhor citaria?

– Um exemplo é a Coreia no auge da crise. O país não tinha um problema de solvência, os fundamentos eram bons, mas ela tinha tanta dívida de curto prazo que, no momento em que houve perda de confiança, todo mundo saiu da Coreia e ninguém queria financiá-la, mesmo sendo uma economia que, percebia-se, não tinha problema de solvência. É mais ou menos o que acontece com um banco quando começa um rumor de que ele vai quebrar. Você conhece o banco, confia no banco e sabe que ele não vai quebrar, mas todo mundo começa a sacar e você sabe que, se todo mundo fizer isso, ele acaba quebrando. Daí, você saca também.

– No caso do Brasil, não foi exatamente isso que aconteceu?

– Aqui também, mas nós tínhamos um problema fiscal, então, não foi um problema apenas de os mercados terem perdido a confiança. Na Coreia, não. Eles não tinham esse problema. Quando houve a perda de confiança do mercado, eles tinham uma concentração de pagamentos e não tinham como se financiar. Então, como você não pode prever os momentos em que o mercado

pode se retrair, o que você deve fazer domesticamente é ter um bom perfil de dívida, é evitar a concentração de dívidas no curto prazo. Esta tem sido a nossa preocupação desde o primeiro momento, não contar com capitais de curto prazo de forma excessiva e ter uma administração prudente do passivo externo e do passivo interno, evitar acúmulo de dívidas num certo período, tentar ter uma curvinha limpa. As pessoas estão muito acostumadas a olhar a dívida como um percentual do PIB, a dívida como percentagem das exportações, mas o que está ficando claro é que mais do que esse agregado como um todo, o fundamental é olhar a distribuição da dívida ao longo do tempo.

– Como fica o controle de capitais diante de uma forte entrada de capitais?

– No BIS, uma das questões que surgem sempre é se vale a pena ter controle de capital no estilo chileno. O Brasil tem e teve ao longo de anos o mesmo tipo de controle de capital, seja através do requerimento de reservas de depósitos, seja através de IOF de entrada, que é mais ou menos o modelo que a gente tem em mente, caso em algum momento você esteja sujeito a uma enxurrada de fluxo de capital. Na verdade, o que se discute é o que se pode fazer para se prevenir de uma crise. Há exemplos de economias que, justamente porque estavam com seus fundamentos em ordem, tiveram uma enxurrada de fluxo de capital. Muitas delas eram economias pequenas comparadas com os tamanhos dos fundos dos países desenvolvidos. Existem países com PIB de US\$ 30 bilhões que recebem recursos de fundos que administram US\$ 600 bilhões.

– Como se defender dessa situação?

– Uma das questões que a gente tem chamado atenção é que o regime de câmbio flutuante em si já é um empecilho a esse tipo de problema porque o câmbio aprecia muito na entrada e a probabilidade de depreciação na saída aumenta. Por isso, os fundos entram menos. No câmbio fixo, ele não muda nem quando você entra nem quando sai. Outro ponto é a regulamentação prudencial do sistema bancário ou do sistema financeiro como um todo. No caso do Brasil, que é o caso de outros países, como todos os fluxos se dão através do sistema bancário, se você impuser limites à posição cambial dos bancos, você estabelece um limite prudencial. Isso a gente já está fazendo. E o terceiro ponto é ter um IOF de entrada, como já tivemos no passado, como forma de impedir fluxos gigantescos.

– Vamos ter uma nova enxurrada nos próximos meses?

– Estamos trabalhando com dois objetivos: primeiro, criar as possibilidades para que o Brasil seja de fato um país atrativo para o fluxo de capital que olhe para o país com o objetivo de alguma permanência; depois, ter mecanismos que impeçam que a gente passe pelo que passamos num passado recente. Aprendemos que não dá para contar com o capital de curto prazo como reserva porque isso de fato pode ter um componente desestabilizante. Chegamos a ter US\$ 70 bilhões de reservas na primeira metade do ano passado e aí veio a crise russa. Da mesma forma que aprendemos isso, os hedge funds também aprenderam porque eles perderam dinheiro nessa crise, então, esse mercado está mais arredo e de forma permanente. Já se sabe no mercado que não haverá mais programas de ajuda de US\$ 40 bilhões a US\$ 50 bilhões para ninguém.

– Como manter a inserção internacional dos países emergentes num mercado mais prudente?

– Essa prudência não tem que vir, no meu entender, de uma diminuição sistemática dos fluxos para países emergentes. Ela tem que ocorrer como alteração na composição desses fluxos. O que estamos trabalhando é para mostrar que o país é bom para se investir, mas não para passar cinco dias ou um ou dois meses. Queremos investimento direto e investimento em bolsa também por um prazo mais longo.

– Qual é a estimativa de investimento direto para 2000?

– Podemos chegar tranquilamente a US\$ 25 bilhões.