

Troca de títulos da dívida decepçiona

31 JUL 2003

VALOR ECONÔMICO

Cristiane Perini Lucchesi, Mônica Izaguirre e Tatiana Bautzer
De São Paulo, Washington e Brasília

A operação de troca de títulos da dívida externa brasileira terminada ontem não foi bem-vista pelo mercado. Tanto que o preço dos dois papéis da dívida nova emitidos para a troca, o Global 11 e o Global 24, série B, caíram logo após a emissão, uma mostra de que faltou demanda para os novos títulos. O preço do C-Bond, título da dívida externa mais negociado, despencou (*ver matéria ao lado*). Os bancos e fundos que haviam vendido o C-Bond sem possuí-lo para montar posições vendidas ganharam com a queda nos preços.

O valor total de bradies — títulos da dívida renegociada — trocado chegou a apenas US\$ 1,3 bilhão, pouco acima do US\$ 1 bilhão de mínimo anunciado, e decepçionou os investidores. Saíram de circulação US\$ 452 milhões de bônus Par e US\$ 848 milhões de bônus Discount. Nenhum C-Bond foi trocado, o que causou ainda mais estranheza.

Para o secretário do Tesouro Nacional, Joaquim Levy, no entanto, a troca foi considerada um sucesso, pois cumpriu seus objetivos. O BC informou que, em função da liberação de garantias, no total de US\$ 490 milhões, houve alongamento da dívida externa, apesar de parte dos papéis velhos trocados, todos com vencimento em 2024, terem sido substituídos por títulos para resgate em 2011. O BC informou que houve ganho financeiro líquido de US\$ 7 milhões com a troca, pois esta é a diferença, a valor presente, entre o novo e o velho fluxo de pagamentos dos papéis envolvidos. Segundo o BC, o objetivo maior da operação era trocar papéis para liberar garantias e, por isso, o governo não quis fazer uma emissão adicional além do estritamente necessário para completar este mínimo.

Para Jose Barrionuevo, diretor do Barclays, a operação foi mal montada, pareceu ter sido estruturada para um pequeno número de investidores e decepçionou o mercado. "A es-

trutura da operação surpreendeu. Nos últimos cinco anos o Brasil sempre veio ao mercado com operações muito bem pensadas", disse.

Pela estrutura da operação, os especialistas já sabiam que se tratava de uma troca montada para atender a alguns grandes fundos, que detinham os bradies Par e Discount em suas carteira e queriam trocá-los por papéis de maior liquidez. Anteontem, a Oppenheimer Funds, uma administradora de recursos do grupo MassMutual Financial Group, confirmou que sozinha trocaria US\$ 430 milhões de bônus Par e Discount. A Oppenheimer possuía 15% dos US\$ 2,18 bilhões dos bônus Discount nas mãos do mercado e cerca de 5% dos US\$ 1,98 bilhões de bônus Par, o que fazia da empresa uma das quatro maiores detentoras dos papéis.

A estrutura da operação causou estranheza, pois, em uma troca pública de títulos, não faz sentido determinar a priori qual vai ser a relação de troca entre os papéis, como aconteceu desta vez. Geralmente em trocas amplas isso é definido por meio de um leilão. Os analistas já sabiam que a troca seria uma colocação privada, um "private placement" ampliado. O problema é que o "private placement" acabou não se ampliando em quase nada.

Além dos investidores já comprometidos, poucos se interessam em trocar seus bônus, segundo o mercado. Foram emitidos US\$ 833 milhões do Global 24, série B, e apenas US\$ 377 milhões do Global 11 para troca pelo Par e Discount. A emissão do Global 11 para troca por dinheiro também decepçionou: acabou se limitando a US\$ 123 milhões.

A decisão do Banco Central, de não trocar o C-Bond, causou maior perplexidade. Era de se esperar que os investidores pedissem preço alto para trocar o título mais líquido do mercado, o C-Bond, por um de menor liquidez, como o Global 24, série B, ainda mais considerando-se que o vencimento médio do C-Bond é bem menor. A demanda para a troca chegou a US\$ 342 milhões, mas não foi atendida em absoluto, desenca-

deando movimento especulativo dos investidores vendidos, que puxaram os preços do C-Bond para baixo em um mercado de pequeno volume de negócios. O BC explicou que só pretendia receber C-Bonds caso houvesse necessidade de dar mais liquidez aos BR-24, "necessidade que não se materializou".

Além da estranha estrutura da operação, os investidores também questionaram o momento no qual ela foi lançada, com férias no hemisfério norte, em uma sexta-feira e com o mercado internacional piorando por causa do movimento de alta do rendimento dos títulos do Tesouro americanos. O total de recursos levantados com a operação chegou a US\$ 613 milhões, dinheiro que reforçará as reservas cambiais do país. "Neste sentido, o governo foi bem sucedido, porque liberou colaterais que têm valores bem mais altos do que em 1994, quando foram comprados", disse o economista do WestLB, John Welch.

Segundo ele, "se a operação tinha a intenção de alongar passivos e captar recursos para fechar as necessidades do ano que vem, fracassou. Mas se foi feita para fazer uma troca específica pode ter dado certo", disse. "Não se pode dizer que a operação foi um fracasso, pois houve demanda pré-determinada. Mas também não foi um sucesso", disse Carlos Gribel, sócio-diretor da Eurovest Securities. Na opinião de analistas, é possível que o país faça até o fim do ano uma segunda troca de títulos que já poderiam ter sido incluídos nesta troca. Até o fim do ano, há um volume razoável de amortizações de bônus DCB e Money Bond, cujo estoque está em torno de US\$ 3 bilhões.

Os líderes da operação, o JP Morgan Chase e o Morgan Stanley, não se pronunciaram. Esta é a nona troca de do governo brasileiro depois da reestruturação de dívida de 1994. As oito anteriores, entre 1997 e 2001, proporcionaram ganho líquido de US\$ 690 milhões. Com esta, são US\$ 697 milhões. O total de bradies substituídos, até então de US\$ 15,51 bilhões, sobe para US\$ 16,81 bilhões.

Como foi a troca de títulos da dívida externa

Resultado da operação feita pelo BC

Títulos emitidos

Nome	Global 24 - série B ⁽²⁾	Global 11
Valor	US\$ 833 milhões	US\$ 500 milhões
Cupom ⁽¹⁾	8,875% ao ano	10% ao ano
Rendimento	12,59% ao ano	11,875% ao ano
Preço	72,81% do valor de face	90,485% do valor de face
Liquidação	7 de agosto de 2003	7 de agosto de 2003
Vencimento	15 de abril de 2024	7 de agosto de 2011

Bradies ⁽³⁾ aceitos pelo BC

Nome	Par	Discount
Total aceito	US\$ 452 milhões	US\$ 848 milhões
Cupom	6% ao ano	Libor ⁽⁴⁾ de 6 meses + 0,815% ao ano

Parcela em dinheiro para compra do Global 11

US\$ 123 mi

Total liderado com colaterais ⁽⁵⁾

US\$ 490 mi

Total da troca

US\$ 1,3 bi

Fonte: BC e Bloomberg (1) juros nominais; (2) a série A não tem Cláusula de Ação Coletiva; (3) títulos da dívida renegociada; (4) taxa interbancária de Londres; (5) títulos do Tesouro dos EUA que o Brasil tinha de manter reservado como garantia dos bônus Par e Discount