

Um exagero e um paradoxo  
CELSO PINTO

O fato de ter havido demanda de US\$ 16,8 bilhões para comprar US\$ 750 milhões em bônus brasileiro de 30 anos gerou uma euforia injustificada. Ficou a impressão de que, se o Brasil tivesse oferecido US\$ 16,8 bilhões em papéis, teria vendido até o último centavo.

Não é bem assim, por várias razões, algumas das quais foram explicadas na coluna de ontem.

O mercado estava convencido de que a troca brasileira ia sair, porque teria a garantia das instituições líderes de absorver, se necessário, pelo menos US\$ 1 bilhão. Além disso, era certo que a oferta de papéis vendidos a dinheiro seria relativamente pequena, pois não poderia ultrapassar 25% do total de troca de dívida velha ("bradies") pelo novo bônus.

No final, a troca ficou em US\$ 2,25 bilhões, abrindo espaço para emissão de US\$ 750 milhões para venda a dinheiro.

O mercado sabia, de outro lado, que a demanda seria forte, porque incluiria instituições que não gostavam dos "bradies", mas que se interessariam pelos novos bônus:

1) Fundos dedicados a países emergentes muitas vezes estão proibidos de comprar "bradies" (negociados com deságio), ou de comprar papéis não emitidos por esses países. No caso dos "bradies" brasileiros que tinham garantias em títulos do Tesouro americano (os "par" e os "discount"), portanto, a garantia era um estorvo, não um ganho extra.

2) Mesmo fundos mútuos não gostavam das garantias: para realizar seu valor, era preciso separá-las do papel, e a intermediação para isso saía caro. Fundos institucionais, de forma geral, preferem papéis que reflitam diretamente o risco do país.

4) Muitos fundos preferem investir numa "cesta" de papéis emergentes montada por outros (como o JP Morgan). É uma forma de diluir o risco e a responsabilidade do administrador. O novo bônus global brasileiro iria para essas cestas, não havia dúvida de que a emissão seria feita, portanto havia uma demanda garantida.

O mercado sabia, também, que o Brasil pagaria um prêmio extra na emissão, porque o preço fixado para absorver os "bradies" ficou abaixo do mercado.

Para evitar o prejuízo na troca, o mercado pressionou por um extra, e o Brasil aceitou.

O quadro, portanto, era o seguinte: haveria uma emissão certa, relativamente pequena, com forte demanda por parte de fundos que não tinham "bradies" e a perspectiva de uma imediata valorização do papel. Muita gente se animou a entrar no negócio para vender em seguida, como constatou o diretor do BC Gustavo Franco.

Como seria uma oferta de bônus a dinheiro bem menor do que a demanda,

todo mundo sabia que teria de haver um rateio. Portanto, muitos incharam bastante suas ofertas para ver se conseguiam levar alguma coisa.

Numa venda normal, avalia um banqueiro em Nova York, seria improvável haver demanda para muito mais de US\$ 2 bilhões de bônus brasileiros de 30 anos com os mesmos juros. Não há dúvida de que a venda foi um sucesso, e a demanda impressionou, mas o Brasil, infelizmente, ainda não é uma Suíça.

O paradoxo dos juros

Com um papel de 30 anos no mercado pagando, ontem, 371 pontos básicos de porcentagem como prêmio acima dos papéis do Tesouro americano de prazo semelhante, o Brasil engordou o paradoxo já vivido pelo México: ambos têm papéis do governo com prazo menor pagando juros maiores.

Sobraram US\$ 8,2 bilhões em "C-Bonds" brasileiros, títulos com uma vida média de 12 anos e prêmio ("spread") de 428 pontos. O México tem um papel de 29 anos com "spread" de 338 pontos e um "brady" ("par bond"), com 22 anos de vida, pagando 411.

Uma das explicações para isso é que a demanda dos papéis longos é diferente, maior e mais estável (fundos institucionais), enquanto os "bradies" são os preferidos dos especuladores. De fato, a torcida de Franco, agora, é que o bônus longo brasileiro mate o "C-bond".

O mercado tem suas dúvidas. Existem muito mais "C-Bonds" do que bônus longos, eles são voláteis e líquidos, como gosta o mercado mais especulativo. Além do "C-Bond", sobraram dois "bradies" importantes do Brasil, com 27 anos de prazo: US\$ 5,7 bilhões de "discount bonds" e US\$ 4,9 bilhões de "par bonds" no mercado (além de US\$ 4,9 bilhões congelados no Proer).