

## **A troca dos "Bradies"** CELSO PINTO

O Banco Central poderá excluir os bancos brasileiros que têm bônus da dívida externa brasileira \_os "Bradies"\_ da operação de troca por novos bônus, com maior remuneração. O BC está pedindo ao Senado autorização para fazer esta operação.

A troca poderia beneficiar principalmente o Banco do Brasil, que tem mais de US\$ 5 bilhões de títulos da dívida. O diretor da Área Internacional do BC, Gustavo Franco, contudo, pensa em excluir os bancos brasileiros.

Isso tornaria a operação um teste mais realista do que o mexicano sobre a receptividade do mercado a bônus novos, de longo prazo. O México fez, neste mês, uma operação semelhante: acabou colocando US\$ 1,75 bilhão em títulos de 30 anos, pagando 11,5% de juros ao ano. Desse total, contudo, calcula-se que os próprios bancos mexicanos e intermediários ficaram com cerca de metade do total \_o resto foi demanda efetiva de mercado.

A operação é menos complicada do que parece, embora seus custos e benefícios não sejam tão óbvios. O BC está pedindo autorização para trocar o estoque de títulos da dívida (US\$ 51,6 bilhões), mas, na verdade, o que tem em mente, segundo Franco, é envolver, de imediato, os dois títulos que têm garantias colaterais: os "Par Bonds" e os "Discount Bonds". Os bancos brasileiros, em geral, não optaram por esses papéis.

A razão é simples. Os bancos credores do Brasil, quando fecharam o acordo da dívida, exigiram que esses dois papéis tivessem garantia do principal, sob a forma de títulos do Tesouro americano.

Estes "colaterais" são uma garantia extra para os bancos, mas não são particularmente interessantes para os investidores em "Bradies" no mercado internacional. A remuneração dos bônus pode ser medida de duas formas para o investidor: os juros do papel mais a remuneração embutida no deságio com que ele é vendido no mercado; e essa remuneração mais a embutida nas garantias.

Com as garantias, ela é maior, mas os investidores, via de regra, prefeririam ter uma remuneração corrente maior e não ter as garantias. É uma forma de ter uma visão mais clara e simples do risco do país envolvido. Existem US\$ 10,5 bilhões em "Par Bonds", com 28 anos de vida, 5% de juros anuais no cupom original. Eles estão sendo negociados com deságio de 47%, o que aumenta sua rentabilidade total, consideradas as garantias, para 16,5%.

Os "Discount" somam US\$ 7,3 bilhões, 28 anos de prazo, juros de cupom de 6,5%, deságio de 32% e rentabilidade total de 14,7%.

O que isso quer dizer? Que o governo brasileiro paga 5% e 6,5% de juros, respectivamente, para papéis de 28 anos. O investidor que comprar o papel no mercado e o mantiver até o vencimento receberá, teoricamente, 16,5% e 14,7%.

Só que, de um lado, as garantias custam dinheiro para o país (no caso do México, ao trocar US\$ 1,75 bilhão em "Bradies", o país liberou US\$ 400 milhões em garantias). De outro, os investidores, como indica a operação do México, estariam dispostos a abrir mão de parte da rentabilidade embutida nas garantias.

O governo brasileiro pagaria mais em juros \_algo em torno dos 11,5% pagos pelo México. Em compensação, resgataria sua dívida velha com algum deságio. É provável que, como aconteceu com o México, tão logo a operação seja anunciada haja uma redução no deságio, mas ele continuou a existir.

Além disso, argumenta Franco, o ganho com a liberação das garantias compensaria a diferença entre os juros antigos e os novos. Daí por que ele quer fazer a troca com os dois papéis que têm garantias.

Outro ganho, não mensurável diretamente, é fazer "a última varredura da crise da dívida", como diz Franco. Eliminar, ou reduzir, o estoque de bônus enfiados à força no mercado, discriminados pelos investidores "por serem o equivalente externo às moedas podres internas". Poderia melhorar a receptividade para novos bônus e fixar um patamar para títulos brasileiros de longo prazo (provavelmente 30 anos).

A única coisa que o BC não pode fazer é revelar, já, os detalhes do que irá fazer, como querem alguns senadores. Se depender disso, a operação não sairá.