

Finanças

ACERTO EXTERNO

As bases para negociar a dívida

por Celso Pinto
de São Paulo

(Continuação da 1ª página)

A remessa líquida de recursos é o resultado de inúmeras variáveis. Ele propõe que todas as alternativas sejam exploradas. Apenas a questão do "spread", sobre a qual os bancos aceitariam negociar, não é suficiente.

Mesmo supondo que os juros internacionais mantenham-se numa média de 5,8%, e que o Brasil reduza significativamente o "spread" sobre todo o estoque da dívida (hoje o custo médio sobre o estoque é superior a 2%), o ganho ficaria entre US\$ 1,5 bilhão a US\$ 2 bilhões. Para chegar aos 2,5% do PIB de remessas, elas teriam de cair dos US\$ 11 bilhões a US\$ 12 bilhões deste ano, para cerca de US\$ 6 bilhões a US\$ 7 bilhões no próximo.

Existe uma certa confusão sobre o que é a remessa líquida, que muitos confundem com o simples pagamento externo de juros. O atalho para chegar à remessa líquida é somar, ao saldo da balança comercial, o saldo líquido dos serviços não fatores pagos (como fretes).

Decomposta, esta definição equivale à soma dos juros pagos ao exterior, mais a remessa de lucros e dividendos, mais outros serviços fatores (por exemplo, leasing), menos a conta líquida de ingresso de capitais no País, sob as mais diversas formas, e mais a variação de reservas.

Cada um dos termos desta equação pode afetar o resultado final da remessa líquida de recursos ao exterior. Supondo-se que seja objetivo do governo manter inalterado o volume de reservas internacionais, qualquer outra variável pode ser explorada.

Uma delas, obviamente, é a balança comercial. Quanto menor o saldo, menor a remessa provável. Batista Júnior argumenta que é absolutamente essencial haver espaço para o aumento das importações para sustentar o crescimento desejado (seja para suprir necessidades de matérias-primas, insumos e bens de capital, seja para evitar pressões inflacionárias). Neste ano, o reflexo do crescimento só não foi mais forte graças à queda de 42,8% nas importações de petróleo e de 75,1% nas de trigo no primeiro semestre. As outras importações subiram 51% no período.

A conta de serviços não fatores é mais inflexível. Itens como gastos com fretes só são comprimíveis a longo prazo, com estratégias específicas.

O outro grande item a comprimir é a remessa líquida de juros, seja pela queda de seu nível internacional, pela redução no "spread" ou por outras formas de redução, voluntárias ou involuntárias (por exemplo, a capitalização). Na conta de lucros e dividendos também algo poderia ser feito, segundo Nogueira Batista. Este ano ela deverá consumir cerca de US\$ 1 bilhão. Alguma mudança de regra poderia resultar em economia.

No item outros serviços fatores, como "leasing", também não há muito a ganhar, mas na conta líquida de capitais existem várias alternativas possíveis. Neste ano, esta conta será negativa em US\$ 1 bilhão, ou seja, o Brasil mandará para fora mais capitais do que receberá liquidamente.

É especialmente ruim a performance do ingresso de investimentos diretos, que já foi, no passado, de US\$ 2 bilhões e está reduzido a cerca de US\$ 300 milhões, menos do que se está remetendo a título de dividendos. O País teria de imaginar formas de estimular o ingresso de investimentos. Dado seu nível baixo, em termos relativos, ele acha que isto poderia ser feito sem grande ônus político. O ingresso nas bolsas, através de fundos internacionais, foi uma primeira idéia. Outras teriam que sucedê-la.

Finalmente, ele acha que o Brasil poderia explorar formas de captação de empréstimos através do Banco Mundial, inclusive os "co-financiamentos" com os bancos privados. Ele não acredita numa simples volta à normalidade do mercado, que implicaria um retorno dos empréstimos voluntários dos bancos.

Tudo isto somado, o Brasil teria de ganhar de US\$ 4 a 5 bilhões em 1987 para chegar onde considera adequado.

Um dos problemas embutidos na questão da captação de recursos novos é a profunda transformação por que passou o mercado internacional de capitais. O Brasil e os outros devedores têm discutido este problema nos moldes do mercado da década passada, isto é, onde o grosso dos recursos era emprestado através de grandes operações sindicalizadas.

Hoje, este tipo de operação representa cada vez menos. Até 1984, conforme dados publicados no respeitativo boletim "World Financial Markets" do Morgan Guaranty Trust, o mercado de empréstimos continuava a crescer mais rapidamente do que o de títulos e significava 53,4% dos US\$ 233 bilhões girados no euro-mercado.

Boa parte disto, contudo, deve ser debitada aos chamados "empréstimos involuntários" resultantes das negociações com os grandes devedores. Desde então, os empréstimos vêm caindo, enquanto a captação de recursos através dos inúmeros papéis que surgiram no euromercado vem subindo aceleradamente. Em 1985 os empréstimos caíram 7,1% e os títulos subiram 56%. Nos cinco primeiros meses deste ano, os empréstimos caíram 7,7% e os títulos cresceram 39,5%.

As posições inverteram-se dramaticamente. Nestes cinco primeiros meses de 1986, os títulos já foram responsáveis por 73,2% do euromercado, enquanto os empréstimos ficavam com os 26,8% restantes.

Por esta razão, no Banco Central, por exemplo, defende-se a idéia de o País investir mais nestas alternativas de títulos, até porque boa parte da responsabilidade de emissão foge da alçada dos bancos comerciais para a dos bancos de investimento. Alguns supõem que, se o mercado algum dia voltar a algum tipo de "normalidade", será através destes instrumentos novos e não pela via tradicional dos empréstimos sindicalizados.

Seja como for, todos admitem que esta não é uma possibilidade significativa a curto prazo. Seria um êxito se o Brasil abrisse alguns precedentes de captação neste mercado, mas certamente os recursos seriam, de início, pequenos.

As bases para negociar a dívida

- 2 SET 1986

por Celso Pinto
de São Paulo

O governo já definiu seu principal objetivo na negociação da dívida externa: reduzir para cerca de 2,5% a remessa líquida de recursos no próximo ano. Existem muitas dúvidas, contudo, sobre a melhor maneira de alcançá-lo.

Está claro, por exemplo, que, mantidas todas as outras variáveis, a simples redução na taxa de risco ("spread") cobrada pelos bancos, mesmo que beneficiasse todo o estoque da dívida, não seria suficiente para garantir este resultado. De outro lado, influentes economistas do governo estão convencidos de que o Brasil deve endurecer a negociação, mas não chegar a medidas extremas. A conjuntura atual, de redução nas taxas de juros internacionais, tornaria muito desgastante uma eventual inflexibilidade brasileira.

Entre estes economistas, cresce a convicção de que o governo deveria concentrar suas baterias em alguns pontos básicos:

1) fazer um acordo multianual com redução subs-

tancial do "spread" sobre todo o estoque da dívida;

2) introduzir condições que protejam o Brasil contra restrições comerciais e elevações dos juros internacionais (através da concessão de empréstimos compensatórios);

3) consolidar a não-participação do FMI no processo de negociação;

4) ampliar alternativas de empréstimo junto ao Banco Mundial; e

5) explorar novos instrumentos internacionais de captação de recursos, como emissão de títulos no euromercado.

Trata-se de um elenco ambicioso de reivindicações, que vão além do que os bancos, aparentemente, estão dispostos a discutir. Mesmo assim, conforme a dosagem de ganhos em cada item, pode não ser o bastante para conter a remessa líquida de recursos nos níveis desejados.

O objetivo de não remeter mais de 2,5% do PIB não é aleatório, como lembrou a este jornal o economista Paulo Nogueira Batista Júnior, chefe do Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacio-

nal da Fundação Getúlio Vargas. Ele também é consultor especial do ministro da Fazenda, Dilson Funaro, para questões relativas à dívida externa, mas deixa claro que comenta a questão na condição de economista da FGV e não na de eventual porta-voz de Brasília.

Para viabilizar o crescimento anual de 6 a 7% da economia, é preciso elevar a taxa interna de poupança de 16% do PIB para algo entre 20 e 22%. Parte do esforço terá de ser feito internamente, mas seria inviável pretender chegar à meta desejada sem o auxílio da redução na remessa líquida de recursos ao exterior.

Esta é a forma de sustentar o crescimento e continuar honrando compromissos, diz Nogueira Batista.

Os bancos têm de entender este ponto de vista, e o Brasil deve persegui-lo a todo custo. "Não há nenhuma razão para o País aceitar os termos da negociação propostos pelos bancos, como no passado", argumenta.

(Continua na página 21)