

Unida Ext
GAZETA MERCANTIL

Pagar o possível, para poder continuar pagando

Dívida Externa
069
Reportagem 0064

Alvaro Alencar

Para que o crescimento brasileiro não seja apenas uma nostálgica recordação do passado, e os louváveis propósitos de desenvolvimento com justiça social não se transformem em mais uma fonte de perigosas frustrações, a economia necessita parar de transferir o equivalente a um terço de sua poupança, em termos líquidos, para o exterior sob a forma de pagamento da dívida externa. E para consegui-lo o Brasil necessita formular sua própria proposta de renegociação da dívida comercial de médio e longo prazo. Uma proposta que seja abrangente, ponha fim a crise de forma duradoura e permita o serviço da dívida sem dinheiro novo, sem garantia internacional e, portanto, sem condicionais que sufocem a economia, e que terá que se basear numa redução substancial do principal e dos juros.

A proposta aqui sugerida parte do pressuposto de que qualquer solução que não seja mero paliativo envolve alguma perda para os credores, mas que o custo de oportunidade torna tal prejuízo mais aceitável do que o prolongamento da situação atual até suas consequências últimas. Concretamente, presume-se que é para eles preferível substituir dívida que é praticamente irrecuperável, cujo valor se avilta progressivamente e cujo serviço se torna cada vez mais duvidoso, por títulos de alta qualidade, ainda que de valor muito inferior e de remuneração mais baixa.

Para se chegar a tal proposta há três questões importantes a definir: (a) que o montante do principal e dos juros deve ser reduzido; (b) que modalidades de redução devem ser utilizadas para efetivar essa redução, de forma a evitar



tipular um vencimento de 20% do total dos títulos em 20 anos, 35% em 30 anos e 45% em 40 anos.

A emissão de títulos garantidos pelo próprio país devedor (no caso o Brasil) teria vantagens apreciáveis: (a) dispensaria garantias diretas a serem dadas por governos estrangeiros ou por instituições financeiras internacionais, eliminando o custo correspondente; (b) afastaria a dificuldade política representada pela transferência de risco do setor bancário para o setor público (i.e., os contribuintes) dos países credores; e (c) ao dispensar garantias externas, tornaria desnecessária a participação, no processo de negociação, das instituições internacionais diretamente responsáveis pela imposição das condições que vêm gerando a recessão (em termos per capita) e a hiperinflação.

Tal solução não dispensaria, entretanto, a necessidade de um mecanismo sólido de garantia para os bônus a serem emitidos. A garantia dos bônus emitidos pelo Brasil seria dada pela própria República, através da constituição de um fundo (*sinking fund*) destinado a resgatar os bônus no vencimento. O Brasil constituiria assim seu próprio fundo, com recursos anuais que inicialmente corresponderiam a não mais de 1% do valor dos bônus, seriam depositados junto aos próprios bancos comerciais credores, na proporção dos créditos brasileiros que estes detinham, e renderiam juros à taxa de captação dos bancos no mercado.

Dado o montante relativamente pequeno exigido para a constituição do fundo (1% da nova dívida corresponderia a 300-350 milhões de dólares ao ano), o Brasil não experimentaria qualquer dificuldade em alimentá-lo, em paralelo com a reconstituição de suas reservas. Com isso, a garantia seria ampla e tenderia para uma garantia

uma ressurgência da crise; e (c) que contribuição devem dar as autoridades financeiras dos países credores, em termos de modificação do entorno regulatório que assegure a plena aceitação da redução da dívida pelos bancos comerciais.

A redução do principal deve fundamentar-se na depreciação do valor dos créditos no mercado secundário. Os substanciais e crescentes descontos refletem a percepção dos próprios credores de que, na melhor das hipóteses, não recuperarão senão uma pequena parte do principal da dívida. O custo de oportunidade recomenda, portanto, que aceitem a substituição desses créditos por instrumentos de valor garantido, embora muito inferior ao da dívida original.

O desconto a ser incorporado aos novos títulos deve ser suficiente para assegurar alívio compatível com o crescimento pretendido para a economia brasileira. Entretanto, a captura integral do desconto apresenta dificuldades não desprezíveis. Além disso, a proposta aqui apresentada envolve também uma redução dos juros incidentes sobre os novos títulos, o que, em termos de redução do fluxo total de pagamentos anuais, dispensaria a captura integral do desconto do principal no mercado. Assim, uma proposta que prevísse redução do principal numa faixa de 50 a 60% (se combinada com redução substancial dos juros, de que trataremos mais adiante) seria compatível com o objetivo de crescimento visado e ainda permitiria aos bancos se beneficiar de uma parte, embora pequena, do desconto.

É essencial, entretanto, que tal redução se aplique sobre a totalidade do principal relativo à dívida comercial de médio e longo prazos e que a fórmula não seja opcional, sem o que haveria para muitos bancos um incentivo a não participar do acordo, na expectativa de que o alívio obtido elevar-se-ia futuramente o valor dos créditos transacionados no mercado secundário para acima do valor negociado dos novos títulos.

Os novos títulos seriam bônus de longa maturação emitidos pela República Federativa do Brasil e por ela garantidos. Dados os substanciais montantes envolvidos, seria necessário prever que essa maturação fosse escalonada no tempo, de modo a evitar um acúmulo de vencimentos que representasse desembolso excessivo para o País. A proposta deveria assim es-

plena na medida em que fosse fixada, para a remuneração dos bônus, uma taxa substancialmente reduzida em relação aos atuais juros de mercado: os bônus deveriam render juros fixos de 5% a.a. A fixação da taxa de juros ao nível de 5% é elemento indispensável para salvaguardar a capacidade de pagamento do País e, conseqüentemente, a manutenção da qualidade da garantia fornecida pelo *sinking fund* e o valor dos bônus em mãos dos credores. Tudo isso correria enorme risco de deteriorar-se se a dívida nova continuasse submetida a taxas altas e flutuantes.

Se acrescentarmos aos 5% o montante de 1% relativo à constituição do fundo de garantia, o País passaria a ter um desembolso fixo anual de 6% do valor de sua nova dívida (ou seja, próximo da metade da taxa que atualmente paga em juros, *spreads*, *fees* e comissões sobre praticamente a totalidade da dívida comercial atual). Sendo a nova dívida 40-50% da dívida atual, o Brasil passaria a desembolsar anualmente, por conta do serviço da dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais e para a constituição do seu fundo de garantia, um montante fixo equivalente a 24-30% do que atualmente paga. Por outro lado, esses recursos imobilizados por longos prazos representariam um aporte do Brasil ao *funding* dos bancos credores, contribuindo para tornar a proposta mais atrativa para esses bancos.

Finalmente, para que o esquema de redução aqui proposto possa ser aceito pelos bancos, será necessário que os governos dos países credores introduzam modificações no entorno regulatório, o que, em princípio, se declaram dispostos a fazer. Tais modificações deveriam prever tratamento fiscal mais favorável para perdas incorridas e flexibilidade em matéria contábil, de modo a permitir uma distribuição a muito longo prazo, nas contas *profit and loss*, das alterações no valor dos créditos e das receitas, com vistas a afetar minimamente seus portfólios. Não é de excluir-se que, acompanhada dessas medidas, uma solução do problema de créditos irrecuperáveis, com sua substituição por bons créditos, resulte numa valorização das ações dos bancos em bolsa.

Alvaro Alencar é diplomata e foi secretário de assuntos internacionais do Ministério da Fazenda durante a gestão do ministro Dilson Funaro.