

**Pedro Bodin de Moraes \***

**E**m sua recente visita a Washington a ministra da Economia Zélia Cardoso de Mello reafirmou o interesse em iniciar a negociação externa "brevemente", assim que estiver concluída a revisão dos números do orçamento e definidas as necessidades de financiamento associadas ao ajuste fiscal.

É importante deixar claro que a meta da renegociação externa que se aproxima não poderá ser a de desagiar toda a dívida pela cotação do mercado secundário. É de se prever que a dívida junto a instituições oficiais não sofrerá qualquer redução no seu valor de face. O país no máximo conseguirá alterar o perfil dos encargos e obter financiamentos adicionais. Com relação à dívida bancária, o recente acordo firmado entre o México e Comitê Assessor de Bancos em julho de 1989 torna explícita a posição dos bancos credores de aceitar alguma redução no valor de face de seus créditos.

O Comitê Assessor de Bancos tem afirmado que o caso mexicano constitui-se numa exceção dificilmente repetível. Somente países que tenham passado por ajustes tão profundos e radicais quanto os ocorridos na economia mexicana poderiam receber tratamento semelhante. Além disso, a decisão tomada por alguns bancos

credores no final de abril de processar o governo peruano pelo não-pagamento de juros sinaliza inequívoco endurecimento na posição destes bancos em relação aos países devedores.

Tendo em vista a posição dos bancos credores, é fundamental que se conheçam as consequências para a economia brasileira de um acordo nas bases do mexicano antes de nos sentarmos à mesa de negociação.

Segundo os últimos dados divulgados pelo Banco Central o endividamento externo total do Brasil era estimado no final de 1989 em US\$ 114,7 bilhões. A dívida para com bancos estrangeiros era de US\$ 72,1 bilhões, sendo US\$ 56,8 bilhões referentes a empréstimos de médio e longo prazos e US\$ 15,3 bilhões relativos a operações de curto prazo. Dessa dívida de curto prazo, US\$ 4,6 bilhões referiam-se à parcela de juros não paga vencida ao longo do ano passado. A manutenção, nos primeiros meses do corrente ano, da política de acumulação de reservas, via não pagamento de encargos, elevou a dívida não registrada junto aos bancos estrangeiros em cerca de US\$ 1,2 bilhão, o que coloca a dívida externa total hoje na casa dos US\$ 116 bilhões.

Em julho de 1989 o governo mexicano e o Comitê Assessor dos Bancos firmaram um acordo referente a quase totalidade da

divida bancária de médio e longo prazo daquele país, compreendendo um total de US\$ 48,4 bilhões. O acordo oferecia aos bancos credores um cardápio de opções com três itens. O primeiro era a troca da dívida antiga por títulos de 30 anos, rendendo LIBOR mais 0,81% ao ano, com um desconto de 35% sobre o total convertido. O segundo era a troca da dívida antiga sem qualquer deságio por títulos também de 30 anos, rendendo uma taxa de juros fixa de 6,25% ao ano. O terceiro item aplicar-se-ia aos bancos que não optassem pelas duas alternativas anteriores. Estes deveriam conceder novos empréstimos ao México ao longo dos próximos quatro anos no montante de 25% das respectivas "exposures" de médio e longo prazos. Os novos empréstimos teriam prazo de maturidade de 15 anos, com carência de 7 anos, e renderiam taxa LIBOR acrescida de um "spread" de 0,81% ao ano.

Tanto o principal dos dois títulos de 30 anos quanto 18 meses de juros seriam garantidos pela caução de títulos do Tesouro americano (ou títulos semelhantes em outras moedas), previamente adquiridos com recursos oriundos de empréstimos de organismos internacionais e das reservas do país.

Na análise das implicações de um acordo nos moldes do mexicano sobre a economia brasileira supõe-se que a rene-

gociação externa abrangerá as dívidas de médio e longo prazo junto aos bancos estrangeiros, incluindo-se aí todo o montante de juros em atraso. Assim sendo, o total da dívida a ser renegociado seria no caso brasileiro de US\$ 62,6 bilhões.

No México, US\$ 19,8 bilhões (41%) da dívida antiga abrangida pelo acordo foram convertidos nos títulos desagiados, US\$ 22,8 bilhões (47%) dirigiram-se para os títulos sem deságio com juros fixos e os US\$ 5,8 bilhões (12%) remanescentes escolheram a opção do dinheiro novo. No caso brasileiro supõe-se que 50% da dívida antiga sejam convertidos no título desagiado e que os outros 50% optem pelo segundo título. Dadas as províções já feitas pela grande maioria dos bancos credores, é de se esperar que a opção do dinheiro novo seja exercida por um número bem reduzido de instituições.

Os benefícios associados ao acordo podem ser medidos de diferentes maneiras. Aqui serão mensurados calculando a redução nos pagamentos de juros que tal acordo implicaria.

Nos últimos anos as amortizações dos empréstimos contraídos junto aos bancos têm sido automaticamente refinanciadas. Assim sendo, pode supor-se que os encargos da dívida, caso não seja assinado nenhum acordo, resumir-se-ão ao pagamento de juros. Neste caso os encargos

relativos à dívida de médio e longo prazos junto aos bancos estrangeiros (incluindo aí os atrasados), considerando-se uma taxa LIBOR de 8,75% e um spread de 0,81%, seriam de US\$ 6,1 bilhões por ano.

Sob o acordo os pagamentos de juros referentes aos dois novos títulos seriam de US\$ 3,9 bilhões por ano. A esse total devem ser somados os encargos relativos à dívida contraída para garantir o principal e o pagamento dos 18 meses de juros. A aquisição de um título do Tesouro americano com valor de face de US\$ 62,6 bilhões e resgatável em 30 anos custaria hoje US\$ 3,89 bilhões (a rentabilidade de tal título era no início do mês de 9% ao ano). Supor-se-á, tendo em vista o plano Brady, que organismos internacionais financiarão integralmente esta aquisição à taxa Libor acrescida do spread de 0,81%. Assim sendo, os encargos de juros relativos à garantia do principal seriam de US\$ 346 milhões por ano. A garantia de 18 meses de pagamento de juros exigiria a disponibilidade de US\$ 6,15 bilhões em novos recursos. Supondo-se que estes recursos tenham um custo de Libor mais spread de 0,81%, e que, quando não utilizados, sejam remunerados à taxa Libor, as despesas líquidas com tal garantia ficariam na casa de US\$ 48 milhões por ano.

Os encargos com juros e garantias sob o acordo seriam, portanto, de US\$ 4,3

bilhões ao ano, o que implicaria uma redução anual de US\$ 1,8 bilhão nas transferências ao exterior. A conta global de juros do Balanço de Pagamentos passaria dos atuais US\$ 11,2 bilhões para US\$ 9,4 bilhões, ou seja, uma queda de 16%.

A redução de US\$ 1,8 bilhão nos juros deixa claro que a contribuição da renegociação externa para a atual meta de ajuste fiscal de cerca de 10% do PIB aludidos pela ministra da Economia seria muito pequena. Se toda a dívida externa junto aos bancos estrangeiros fosse passivo do governo, o acordo implicaria uma redução nas necessidades de financiamento do setor público de apenas 0,5% do PIB.

Tendo em vista os limitados benefícios advindos de um acordo nas mesmas bases do assinado pelo México, é difícil deixar de utilizar a expressão *too much ado about nothing* para resumir seus resultados. A insistência por parte dos bancos credores de que as concessões embutidas no acordo mexicano delineiam "os limites do possível" levará inevitavelmente ao impasse. A solução em bases permanentes do problema da dívida externa exigirá deságios muito maiores do que os contidos no acordo do México.

\* Professor do Departamento de Economia da PUC-RJ, PhD em Economia pelo MIT

# A dívida e o México

JORNAL DO BRASIL  
1 MAI 1990

Divida Ext