

# Iniciativa de Bresser causa surpresa

08 SET 1987

por Celso Pinto  
de São Paulo

O anúncio da proposta brasileira de trocar dívida externa por títulos, feito quarta-feira pelo ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira, pegou de surpresa não só os credores mas também alguns colaboradores do próprio ministro.

Naquele mesmo dia, pela manhã, os computadores do Banco Central (BC) estavam rodando algumas simulações sobre o futuro das contas externas, baseadas em uma série de propostas. A sugestão mencionada pelo ministro era apenas uma entre várias alternativas — e nem todos a consideraram, aliás, a mais vantajosa.

Ao se fixar em uma proposta e torná-la pública, o ministro acabou estreitando a margem de negociação. Alguns bancos podem até aceitar alguns dos princípios implícitos na hipótese brasileira mas discordar da forma.

São pelo menos três os princípios gerais que nortearam as propostas — que nasceram da colaboração de inúmeros economistas, dentro e fora do governo, do Brasil e do exterior. Dois economistas norte-americanos, por exemplo, especialistas em questões relativas à dívida externa, Rudiger Dornbush e Jeffrey Sachs, estiveram recentemente no Brasil e tiveram várias discussões na Fazenda, ajudando a engordar a massa de idéias a partir das quais surgiram as sugestões concretas.

O primeiro princípio é que a solução encontrada seja duradoura. O segundo, decorrente do primeiro, é que implique algum desconto ou vantagem em relação ao valor original da dívida, algo que o mercado secundário de ativos brasileiros já vem sinalizando na forma de deságios. O terceiro surgiu do próprio interesse do mercado internacional de capitais: o foco das atenções, já há alguns anos, passou a concentrar-se no mercado de títulos. Natural, portanto, que a proposta envolvesse alguma forma de "securitização" da dívida (do inglês "securities", títulos).

(Continua na página 15)

# Iniciativa de Bresser causa...

Divida externa  
GAZETA MERCANTIL

por Celso Pinto  
de São Paulo  
(Continuação da 1ª página)

A proposta que foi anunciada por Bresser prevê a transformação de metade da dívida de longo prazo com os bancos privados (cerca de US\$ 32 bilhões) em títulos de 35 anos de prazo, com 10 anos de carência.

O ministro não chegou a explicar todos os detalhes, mas esta hipótese supõe que os juros sejam fixos, de 3% ao ano, e que a diferença em relação aos juros de mercado seja paga a partir do vigésimo ano da emissão dos papéis.

A referência seria a "Libor", a taxa básica interbancária londrina. Se ao longo de um ano, por exemplo, a Libor ficasse, em média, em torno de 8%, os bancos teriam perdido 5% (8% menos os 3% fixos). Esta diferença de 5% seria calculada em valor e sobre este valor seria aplicado um juro adicional de 1% ao ano. A partir do vigésimo ano, a diferença começaria a ser saldada.

Cada um desses detalhes está sujeito a discussões e negociações. Mesmo pagando a diferença de juros no futuro, o Brasil sairia ganhando em relação ao esquema atual. De todo modo, nesta proposta está previsto que a amortização começaria a ser paga a partir do décimo primeiro ano, o que sobrecarregaria, a partir de certo ponto, a necessidade de excedentes externos do País.

Esta proposta não resolve por si, também, a questão principal: que tipo de garantia os credores teriam de que seriam, de fato, pagos. Este é o ponto central na negociação, por uma razão muito simples. Se os títulos brasileiros tiverem uma boa garantia (do Banco Mundial ou, suponhamos, do governo norte-americano), os bancos estariam trocando um risco ruim (Brasil) por outro ótimo, ainda que sofrendo um certo prejuízo. Sem garantias, os bancos só a perda; nada ganham em troca.

A investida brasileira, naturalmente, será para obter algum aval do Banco Mundial, mas desde logo o governo sabe que esta hipótese é muito remota, mesmo que o período se limite à garantia dos juros dos títulos brasileiros.

Existem algumas alternativas imaginadas. Aliás,

muitas das sugestões inspiram-se nas centenas de hipóteses levantadas desde que eclodiu a crise da dívida, em 1982. Uma delas guarda algum parentesco com uma proposta que o México tentou, sem sucesso, colocar na mesa no ano passado (antes de fazer, no final, uma negociação ortodoxa).

A idéia seria "casar" a operação de títulos brasileiros com a compra, pelo Brasil, de títulos do Tesouro norte-americano de prazo equivalente. Hoje, títulos federais americanos de trinta anos de prazo estão rendendo 9,4% de juros anuais. Os juros são pagos semestralmente.

Desde que o papel não rendesse nada durante o período de maturação, ou seja, que seu rendimento ficasse acumulado para o resgate final, seu valor presente equivalente seria bastante razoável. Usando parte das reservas, o Brasil poderia assegurar esses títulos norte-americanos e oferecê-los como garantia para os bancos. Neste caso, naturalmente, os títulos brasileiros teriam de render apenas juros (certamente abaixo da "Libor", para ser compensador para o País), ficando o principal para ser resgatado, ao final, com o lastro dos títulos norte-americanos.

Uma outra linha de proposta que foi trabalhada girou em torno de um esquema de pagamento da dívida nos moldes dos sistemas usados no financiamento à habitação. O período teria que ser longo, de 30 a 40

anos, o principal teria que ser incluído como parcela do pagamento anual e os juros teriam que ser razoáveis. A vantagem é que haveria um ganho em relação aos juros e uma parte substantiva da dívida estaria liquidada ao final.

Estas são algumas das inúmeras idéias examinadas. Todos admitem que para que qualquer destas hipóteses se torne realidade é preciso, antes de mais nada, que haja alguma concordância do Executivo norte-americano. Daí a importância da conversa entre Bresser e o secretário do Tesouro, James Baker III, nesta terça-feira, em Washington.

Contra a hipótese mais otimista, de um acordo nestes moldes num prazo relativamente curto, existem alguns fatos poderosos. De um lado, qualquer inovação substancial na questão da dívida externa seria, em seguida, objeto de pedido semelhante por parte dos outros devedores. Por esta razão, a solução precisaria envolver algo com custo razoável para todos.

Além disso, o Executivo norte-americano passa por uma fase politicamente adversa: está fraco, em função de problemas internos e pelo fato de estar a um ano e meio das eleições de um novo presidente. Neste contexto, diminuem a disposição e a margem para exame de novas idéias, especialmente se elas envolverem dinheiro público, ou seja, do contribuinte (e eleitor) norte-americano, ou se der a impressão de

ser um resgate do sistema bancário privado.

Outro fator adverso é que há uma dúvida generalizada em relação ao futuro brasileiro. Antes de a nova Constituição estar assinada, de o mandato do presidente estar definido e de a economia ter atravessado alguns meses de liberação de preços, haverá uma insegurança geral em relação a acordos de longo prazo. No pior cenário econômico, por exemplo, o de uma escalada inflacionária no final do ano, não é improvável supor a substituição de Bresser Pereira, e fica difícil imaginar por quem, antes de estar mais bem definido o cenário político.

Exatamente por esta razão, muitos credores (e o próprio Executivo norte-americano) parecem inclinados a tecer uma solução provisória. Ela teria que ser suficiente para evitar a reclassificação de empréstimos brasileiros pelos bancos, mas poderia limitar-se a alguns lances genéricos, que compusessem um cenário mínimo de negociação, para atravessar até o primeiro trimestre do próximo ano.

Se isso acontecer, o que seria ruim, mas a proposta brasileira for, de algum modo, incorporada à mesa de negociações, terá valido a pena ter lançado a idéia.