

A primeira conversão

por Celso Pinto
do Rio

Pouco antes de deixar o governo, em fins de abril, o então ministro da Fazenda, Dilson Funaro, quase conseguiu fechar o que seria o primeiro negócio de "securitização" da dívida externa, seguido de conversão em investimento direto.

A Volkswagen do Brasil havia acertado com um grupo de bancos alemães uma operação de US\$ 45 milhões. Os bancos receberiam do Brasil títulos equivalentes a uma parte dos juros que tinham a receber. Os bancos, por sua vez, venderiam esses títulos com certo deságio para a Volks, que os depositaria no Banco Central (BC). O governo se apropriaria da maior parte do deságio em dólares mas, em contrapartida, ofereceria um incentivo em cruzados para a empresa, num valor mais ou menos equivalente à diferença entre o valor do dólar no câmbio oficial e no paralelo, ou seja, algo entre 20 e 25%.

O governo sairia ganhando ao reduzir o montante da dívida em dólares, os bancos receberiam parte dos juros em moratória, embora absorvendo alguma perda, e a empresa ganharia um incentivo bem razoável para investir. O negócio só não foi fechado porque Funaro acabou saindo do governo. Outros negócios em direção semelhante também estavam sendo articulados, embora em estágio menos avançado, com bancos franceses.

Se algum negócio tivesse sido realmente concluído, é possível que a história da negociação da dívida externa tivesse sido outra desde então. A disposição encontrada na época para fazer operações desse tipo é citada como prova da viabilidade de buscar um modelo não convencional de negociação pelo economista Paulo Nogueira Batista Júnior, da Fundação Getúlio Vargas, que assessorou Funaro nas questões relativas à dívida externa.

A própria posição do grupo de Funaro mudou ao lon-

go do processo. Quando o Brasil declarou a moratória, suspendendo o pagamento de juros, em 20 de fevereiro, o telex enviado aos credores dizia que ela não tinha prazo para terminar e que persistiria durante o processo de negociação com os bancos. No final de março, a proposta brasileira apresentada num documento distribuído aos credores ainda se baseava na hipótese de capitalização e refinanciamento de parte dos juros a pagar de 1987 a 1991. Tanto no telex quanto na proposta estava subjacente a idéia de que não haveria perdas diretas a serem assumidas pelos bancos.

Nas semanas seguintes, contudo, passou-se a trabalhar com a hipótese da securitização e da conversão, onde já estava embutida uma perda para os bancos. Batista Júnior acha que, desde então, se acumularam indicações e aceitação internacional à idéia de que alguma desvalorização no valor do estoque da dívida externa é inevitável. Tudo

depende, em sua opinião, de que o Brasil mantenha, com firmeza, alguns princípios básicos.

Batista Júnior resolveu reunir suas idéias atuais numa proposta de negociação externa, publicada neste mês pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas. Ela tem pontos de contato com algumas idéias defendidas na época do ex-ministro Funaro e vários outros similares a algumas idéias defendidas pelo atual ministro Luiz Carlos Bresser Pereira.

O ponto de partida são alguns princípios que ele considera essenciais. O primeiro deles é não suspender a moratória até que uma negociação fora dos moldes tradicionais seja aceita. Sua opinião é que não há nenhum risco maior de represália ao País.

O outro é usar a regra de

(Continua na página 23)

"Esse pré-acordo é mais uma coisa coreográfica do que de substância", disse um banqueiro ao correspondente Paulo Sotero, ao comentar na sexta-feira última as negociações em andamento entre o Brasil e seus credores, em Nova York. O objetivo imediato da negociação é obter um arranjo entre as duas partes que evite a reclassificação negativa dos débitos brasileiros pelos bancos norte-americanos.

(Ver página 23)

A primeira conversão

por Celso Pinto
do Rio

(Continuação da 1ª página)

conversão da dívida em investimento como arma de barganha, que estimule os bancos a aceitar uma negociação não-convencional. Ele acha que a dívida deve sofrer alguma redução real e supõe que o melhor caminho para conseguir impor alternativas é evitar a via pouco produtiva de negociar com o comitê assessor dos bancos. O Brasil deve fazer suas regras e procurar legitimá-las fazendo negócios concretos com os bancos interessados.

Sua proposta é de que o Brasil transforme sua dívida de médio e longo prazo com os bancos e com governos, num total de US\$ 78 bilhões, em títulos. Esses títulos incorporariam alguma vantagem para o País, ou por renderem juros fixos inferiores aos do mercado, ou através de um deságio direto sobre o valor. A conversão da dívida em investimentos só poderia acontecer através desses títulos. Essa idéia, a propósito, é similar ao que o ministro Bresser Pereira já declarou publicamente defender, embora haja pressões, no governo, para que as regras de conversão não se limitem apenas à parte da dívida "securitizada".

O Brasil manteria a moratória do pagamento dos juros devidos da "dívida velha", capitalizando-os, assim, de forma unilateral. Em contrapartida, pagaria semestralmente os juros da "dívida nova", transformada em títulos e daria ga-

rantias reais de pagamento do principal. Para isso, o País faria um depósito imediato de US\$ 250 milhões, que seria o início da constituição de um fundo de amortização para o pagamento desses títulos. A partir daí, passaria a depositar 0,5% da dívida nova a cada semestre dos cinco primeiros anos, 1,5% nos dez anos seguintes e 2,5% nos últimos cinco anos. O prazo dos títulos seria de vinte anos.

Esse fundo poderia ficar, por exemplo, depositado sob a custódia do Banco Mundial, o que seria uma forma de incorporar o nome do banco no processo sem pressionar suas finanças. Com os estímulos à constituição da dívida nova, o valor de mercado da dívida velha provavelmente se depreciaria, o que seria um empurrão adicional para os bancos aceitarem o processo.

Como o País faria o fundo de amortização, seria preciso dosar a constituição da dívida nova, de forma a não acumular compromissos externos excessivos no início do processo. Por essa razão, ele sugere que a "securitização" poderia ser feita em cinco etapas, semestrais, de US\$ 18 bilhões cada, a partir do final de dezembro deste ano. O País fixaria um deságio mínimo, ou uma taxa de juros máxima aceitável, e abriria o processo de transformação em títulos para um leilão entre bancos interessados; ganhariam as propostas mais vantajosas para o País.

Para testar que implica-

ções uma proposta desse tipo teria sobre a economia brasileira, Batista fez algumas simulações. A transferência de recursos financeiros ao Exterior continuaria expressiva, US\$ 9,4 bilhões em média entre 1988 e 1992. Considerando os outros gastos de remuneração ao capital externo, a hipótese de um equilíbrio nas contas com os organismos multilaterais (exceto FMI) e bancos oficiais, e gastos médios de US\$ 1,3 bilhão ao ano para o fundo de amortização e o aumento de reservas, o superávit comercial exigido no período ficaria, em média, em US\$ 10,3 bilhões. A transferência líquida sobre o PIB cairia de 4% em média (entre 1984 e 1987) para 2,3% entre 1988 e 1992).

De todo modo, para sustentar um crescimento médio anual de 6,8% neste período, um esforço interno de ajustamento continuaria indispensável. O investimento interno teria de subir de uma média de 18,6% do PIB entre 1984 e 1987 para 22,3%, o que exigiria um salto na poupança interna de 22,7% do PIB para 24,6% entre esses períodos.

Isso exigiria um esforço para ampliar a poupança privada e, especialmente, retomar o esforço de poupança do setor público. Na margem, a partir de 1988, a poupança teria de crescer 32% em cada ano, em média. Ao mesmo tempo, como diz o trabalho, seria preciso manter "uma política cambial e de comércio exterior compatível com o crescimento contínuo das exportações e importações". As importações cresceriam, em média, 13,5% ao ano e as exportações 8,7%.

A vantagem é que seria preservada uma alta taxa de crescimento e haveria espaço, de todo modo, para um crescimento médio de 3,9% ao ano do consumo "per capita" em termos reais. A outra grande vantagem do esquema seria

seu efeito sobre o valor da dívida externa.

Na simulação, a dívida passaria, em termos nominais, de US\$ 110,3 bilhões em 1986 para US\$ 97,3 bilhões em 1992. Descontando-se o valor das reservas, crescentes, a dívida líquida sairia de US\$ 105,7 bilhões para US\$ 83,4 bilhões. E descontando-se, ainda mais, uma inflação média norte-americana de 3,5% ao ano, o valor da dívida em termos reais cairia, no final em 1992, para US\$ 67,8 bilhões em termos líquidos, um terço do valor inicial.

Essa seria a principal vantagem de um esquema desse tipo em relação às propostas que envolvem capitalização dos juros, mesmo que a capitalização seja substancial. A capitalização alivia a situação momentânea, mas aumenta o valor da dívida externa. Quanto maior for a taxa de juro, mais crescerá a dívida e os problemas à frente.

Por essa razão, Batista acha prejudicial qualquer acerto externo que implique o esquema tradicional de refinanciamento de juros, mais ainda se ele obrigar o País a manter excessivas transferências externas reais de recursos. Ele teme que o acordo que está começando a ser negociado com os bancos credores siga exatamente nessa direção e que o depósito inicial de boa vontade que está sendo acertado acabe tornando-se indisponível para o País, o que significaria a ruptura da moratória.

Ele mesmo admite, contudo, que um dos pressupostos-chave para que uma negociação não convencional seja bem-sucedida é que haja firme e claro apoio político interno, a começar do presidente. Se este apoio não é evidente, os credores, obviamente, sentem-se seguros para pressionar o País até recolocá-lo na via convencional.