

O esquema de securitização da dívida

Banqueiro dos EUA que é candidato à presidência do BID entrega plano pedido pelo governo brasileiro para transformar dívida

MOISÉS RABINOVICI
Nosso correspondente

O que tem que fazer o Brasil, agora, “é apresentar o seu esquema de securitização da dívida, que está aqui, pronto”. O banqueiro Pedro-Pablo Kuczynski, presidente do **First Boston International** e candidato à presidência do Banco Interamericano de Desenvolvimento, vai até a sua mesa e volta com o plano na mão, e o mostra. O original foi enviado, anteontem, para o ministro Mafíson da Nóbrega. E uma cópia deveria ser entregue, ontem, para o presidente do Banco Central, Fernando Milliet, que chegou a Nova York para reabrir as negociações da dívida com o comitê de bancos credores.

O Brasil vai apresentar o seu plano de securitização agora? — pergunta-lhe **O Estado**, numa entrevista exclusiva.

“Espero!!!”, exclama Kuczynski. **E como os credores devem recebê-lo?**

Pedro-Pablo Kuczynski (pronuncia-se Kuchinski), um ex-ministro de Minas e Energia do Peru, parece não ter nenhuma dúvida da reação dos banqueiros e responde, separando as sílabas, sorrindo:

“Com pâ-ni-co”.

Kuczynski foi convidado a esboçar um conceito para a securitização da dívida brasileira em setembro do ano passado, pelo então ministro Luiz Carlos Bresser Pereira. Trabalhou com o ex-negociador da dívida, Fernão Bracher, e com o presidente do Banco Central, Fernando Milliet, e associado com uma companhia inglesa, a **S. G. Warburg**, de Londres.

A proposta para o Brasil contrasta com a que o **Morgan Guaranty** e o México apresentaram recentemente. O principal da dívida brasileira continua valendo 100%, mas seus juros caem, enquanto que a dívida mexicana pode ser reduzida, mas seus juros aumentam. As idéias básicas do programa do **First Boston International** e da **S. G. Warburg** são de juros fixos, o agenciamento do Banco Mundial e um prazo de 20 anos. O próprio Kuczynski é quem explica:

“O esquema mexicano castiga muito a dívida, fazendo um **write off** (anulando, amortizando totalmente). A proposta para o Brasil parte do princípio de que é inconveniente um **write off** tão grande. Pode-se conseguir um resultado econômico igual com uma troca na qual os bônus tenham uma taxa de juros baixa. No caso do México, faz-se uma troca, e os títulos ficam com uma taxa de juros bastante alta. Nos dois casos, a taxa de juros está abaixo do mercado. Nos dois. Mas no caso do Brasil, estará muito mais abaixo. Isto é uma diferença fundamental, não?”.

A segunda grande diferença entre os programas brasileiro e mexicano “é a estrutura da transação”, como Pedro-Pablo Kuczynski continua explicando:

“No caso do México, o banco agente faz uma oferta e os bancos participantes licitam, ou arrematam ao preço que lhes parecer melhor, não é? Na proposta que fizemos para o Brasil, primeiro averiguamos com os bancos para ver um pouco onde está o mercado, e logo fazemos, então, uma oferta fixa. Quer dizer: o Brasil mantém um pouco o controle. Para o caso mexicano, por exemplo, acredita-se que muitos bancos vão oferecer entre 65 e 70 centavos (para cada dólar da dívida). Se for 70, ou mais, não valerá a pena para o México... Se progredirmos no caso do Brasil, e constataremos que os bancos oferecem X, então concluiremos: é por aí que está o preço. E então os brasileiros podem decidir se aceitam ou não.”

Mais uma grande diferença entre os dois programas, como continua explicando Pedro-Pablo Kuczynski, é a de que “ninguém garante os juros” do México. “O único que se garante é o principal. No caso do Brasil não há também uma garantia dos juros. Mas há um agente, que é o Banco Mundial. Então, o Banco Mundial tem um interesse próprio de que os juros sejam pagos.”

Mas o Banco Mundial teria aceitado esse papel? — Interrompo, lembrando as várias visitas da equipe do ex-ministro Bresser Pereira ao quartel-general do banco, em Washington.

“Em princípio, sim, está interessado. E agora vai estar muito mais. Se não o Banco Mundial seria o Banco Interamericano de Desenvolvimento. Mas seria melhor o Banco Mundial.

Kuczynski não comentou, em sua entrevista, que era um candidato.

Os títulos do México teriam ainda uma taxa flutuante. E isto cria uma nova diferença entre os dois programas. “Se sobem as taxas, como certamente subirão em algum momento, durante 20 anos, vão aumentar os juros sobre os bônus. E aí voltamos ao mesmo ponto de partida. No caso brasileiro, pareceu-nos que se ia ocorrer um **write off**, um castigo importante, teríamos que conseguir, ao menos, uma taxa fixa. E o que havíamos proposto foi 6% aproximadamente. Com 6% haverá uma poupança muito importante nos juros, porque neste momento se está pagando 7,5 **libor** mais **spread** (ou taxa de risco) — mais ou menos 8,5 ou 9%. Se os juros são reduzidos não há um castigo tão grande para os bancos. Há um castigo, mas não 50%. Eles (os credores) podem conseguir um **write off** que lhes seja conveniente tributariamente, e o Brasil consegue uma redução de seus juros. Aí, chegamos a mais uma diferença, que é a amortização. O México adotou o **zero coupon**, também tínhamos estudado.”

Vocês o levaram também em conta?

“Sim. Tínhamos visto isto com o México há três anos...E com detalhes. Muita gente pensou nisto. Não só o **Morgan Guaranty**. Muita gente, muita. No caso do Brasil, acreditamos que seria mais econômico fazermos um fundo de amortização, um **sinking fund**, no qual se põe 1% no princípio e, depois, 2, e ao final de dez anos, o crescimento composto dos juros paga tudo. É igual o **zero coupon**, mas tem que se pagar menos, em princípio. Uma outra forma de conseguir uma redução do pagamento inicial seria fazendo coisa que o **zero coupon** seja um bônus que pague juros mais altos. Por exemplo: um bônus de um banco com o **Citi-bank**, ou do próprio **Morgan**. Claro: quanto pior a qualidade do banco, maior os juros e menos o que se tem que pôr. Também se pode fazer isso com um papel hipotecário americano. Então, o resultado é uma redução grande. (Kuczynski pega um papel e, olhando para os cálculos visíveis, continua explicando.) Se fizermos um **zero coupon** a 25 anos ao invés de 20, já reduzimos muito o que se tem de colocar de cota inicial.”

O apoio dos EUA à redução da dívida é um princípio importante, considerado revolucionário...

“O princípio é fundamental, é muito, muito importante. O Departamento do Tesouro fez isto de um dia para o outro. Um dia prescrevia, não ao alívio da dívida, e não ao Bresser Pereira. Disseram que seu plano era um **non starter**. Três meses depois, disseram sim, uma mudança total.”

O plano de securitização da dívida brasileira já estava esboçado quando o ex-ministro Bresser Pereira esteve em Washington, em setembro?

“Havia uma idéia”, responde Pedro-Pablo Kuczynski. “Estive com Bresser em Viena, e lhe disse: Lá no Tesouro vão lhe dizer: Luiz Carlos, isto é um **non-starter**. Foi o termo que usei. (E foi o que o ex-ministro Bresser Pereira ouviu.) Agora, o Tesouro deu uma volta de 180 graus. E o fizeram sem nenhum preparativo.”

A volta do Brasil à negociação convencional é condição suficiente para que se restabeleça, no plano internacional, a confiança no País? Ou a moratória e tudo o que se seguiu deixaram o Brasil marcado para sempre?

“Um estigma sim, mas não permanente. Todo mundo tem tido atrasos de pagamento. A única diferença, no caso do Brasil é que foi mais formal. Mas no inferno não há menos mau ou mais mau. Todo mundo é mau.”

Os próprios credores se assustam com o baixo nível das reservas brasileiras ainda hoje. Eles temem que isso leve a uma nova moratória? Como acham que o Brasil pode recuperar essas reservas de maneira mais rápida?

“Os bancos credores acham que o Brasil pode recuperar as reservas com um aumento das exportações, com austeriudade e, por conseguinte, com um superávit muito grande da balança comercial. O superávit do ano passado foi, se não me engano, de US\$ 10, 11 bilhões. O problema é que, como não houve entrada de capitais, os 11 bilhões foram jogados pela janela. É preciso ter entrada de capital. Dos bancos não houve nada, obviamente. Das agências internacionais, nada. Não houve nada. Aqui, a gente tem que se pôr de acordo: o Banco Mundial, o BID, o Clube de Paris, todo mundo, enfim, põe dinheiro, e o Brasil começa a respirar um pouco, depois de aumentar suas exportações financiadas com crédito.”

Seria este, a seu ver, o papel das instituições multilaterais de crédito?

“As agências multinacionais têm que fazer um aumento dramático de desembolsos para a América Latina, em geral, e para o Brasil, em particular. Mas aí surge o problema: um país que tem um déficit fiscal muito grande...”

Foi tentando reduzi-lo que o ex-ministro Bresser Pereira caiu...

“Aí, um problema político. Isto é um pouco como o ovo e a galinha, não? O ministro cai porque não pode demonstrar resultados que lhe permitiriam aumentar os preços da Eletrobrás, de reduzir o déficit das empresas... Mas se ele não consegue crédito nada pode fazer. É muito difícil que ele baixe primeiro as medidas, e, depois, venha o crédito. As duas coisas têm que vir juntas. O fundamental, aí, são credibilidade e confiança.”

Quando é que o Brasil terá o aval para um programa de securitização de sua dívida? Sem a moratória teria aberto o caminho mais facilmente?

“Não. Creio que a moratória tenha sido inevitável, porque o dinheiro tinha acabado. E uma discussão acadêmica essa sobre se vai ter ou não moratória. Acabou o dinheiro e pronto. A realidade é que sem moratória não se estaria falando de securitização da dívida em nenhum lado. Nesse sentido foi um passo indispensável, e necessário. O que deve fazer o Brasil agora é ir adiante e chegar a algum acordo segundo o qual se abra a porta para a autorização dos bancos à securitização. Os bancos precisam permitir a oferta. Isto é uma formalidade, mas até agora eles não quiseram aceitar. Eu diria que uma coisa absolutamente fundamental dessas negociações agora seria a de obter uma aprovação de um telex que recomende o apoio da comunidade bancária à securitização. Os bancos podem rechaçar os termos, caso não lhes agrade. Mas não me parece razoável que fechem a porta a uma oferta.