

Soluções de mercado para dívida externa

Paulo Cesar
Lage Barbosa*

A existência de liquidez para os papéis da dívida externa brasileira é o principal anseio dos bancos comerciais credores do Brasil. Essa liquidez pode ser tanto representada pelo efetivo pagamento do serviço da dívida, quanto por operações de conversão e reempréstimo que aquecem o mercado secundário de títulos.

De setembro de 1989 a fevereiro de 1990, através de um grupo de trabalho informal (Grupo de Engenharia Financeira, formado por nove técnicos do Ministério da Fazenda e do Banco Central), o governo cancelou cerca de US\$ 3 bilhões do estoque da dívida externa, com operações de mercado cuja engenharia possuía finalidades complementares das mais distintas: transformação de linhas de curto prazo em linhas de longo prazo, geração de capital de giro, pré-pagamento de financiamento de importações etc., trazendo benefícios para empresas públicas e privadas: Companhia Vale do Rio Doce, Sisa, Banco Itaú, Moinho Santista, Sharp e Bayer.

Nessas operações, que davam liquidez aos papéis, o Banco Central se apropriou da maior parte do deságio existente no mercado secundário (de 2/3 a quase 100%) e os benefícios nas contas externas eram sempre superiores aos impactos monetários para os quais buscavam-se soluções que os reduzissem ou diluíssem.

O mercado aquecia-se de imaginação crescente, gerando uma concorrência sadia de propostas, tendo ocorrido, inclusive, ingresso voluntário de dinheiro novo nas operações aprovadas.

Em março de 1990, com a ênfase de combate imediato à inflação, as soluções de mercado foram interrompidas, fato que, somado à necessidade de continuar temporariamente com a *moratória branca*, fez aumentar a pressão dos bancos credores e de seus respectivos governos.

O reordenamento da economia interna identificou a restrição fiscal como o principal entrave para o pleno pagamento do serviço da dívida. Esse enfoque é perfeitamente válido e consistente. Mas também é verdade que uma capacidade de pagamento é definida para qualquer espécie de restrição (fiscal ou cambial) e nada impede que parte dessa capacidade seja utilizada em operações de mercado, principalmente quando se sabe seus inúmeros benefícios: pagamento de dívida externa em cruzeiros com grande desconto, atração de investimentos e geração de empregos e receitas tributárias.

Aos modelos de soluções de mercado já conhecidos poderiam ser agregados esquemas inovadores, como por exemplo:

Legalizar totalmente as operações denominadas *blue chip swaps*, que se destinam a melhorar a paridade cambial quando do ingresso de recursos no país, ou seja, cruzeiros correspondentes ao câmbio turismo. A legaliza-

ção poderia ser obtida ao cursar-se essas operações no Banco Central, utilizando-se para o *swap* os DFAs (depósitos de dívida externa), com pagamento em cruzeiros igual ao preço do título no mercado secundário, adicionado a uma pequena comissão e a um fator de correção que representasse a diferença entre o dólar turismo e o comercial. Atualmente, para cada US\$ 1.000 de dívida externa o BC pagaria aproximadamente cruzeiros equivalentes a US\$ 320, representando um desconto de 68%. Seria conveniente prever, na programação monetária do governo, montantes a serem destinados mensalmente a esse tipo de operação, com o propósito de evitar impactos monetários inesperados.

Estabelecer um programa de conversão de dívida em investimentos de média e longa maturações. Os valores a serem investidos, enquanto permanecessem depositados no BC, seriam denominados em dólar e renderiam 6% de juros ao ano (não remissíveis). Os desembolsos para investimentos seriam feitos em parcelas semestrais e corresponderiam, em relação ao valor de face da dívida cancelada para conversão, a um serviço (principal e juros) de 6% ao ano. Consequentemente, quanto maior fosse o deságio na conversão, mais rápido se completariam os desembolsos. Nesses parâmetros, deságios hipotéticos de 50% e 65% gerariam desembolsos de 12 anos e sete anos e meio, respectivamente, e economias significativas nos pagamentos anuais de juros.

Numa operação de US\$ 100 milhões, o governo deixaria de pagar, em divisas, US\$ 8 milhões e passaria a pagar, somente, em cruzeiros, US\$ 3 milhões (para 50% de deságio) ou US\$ 2,1 milhões (para 65% de deságio). Pela metodologia de Valores Presentes Líquidos, utilizando 8% ao ano como taxa de desconto, o abatimento efetivo para essas operações hipotéticas seria de 52% e 68%. Para garantir a atratividade para os investidores estrangeiros e nacionais, os depósitos no BC necessitariam ter o máximo de liquidez, principalmente a representada por *assingments* (transferências de titularidade) devidamente controlados pelo BC. É difícil imaginar esquema mais atraente para o cancelamento da dívida externa brasileira: desconto elevado, taxa de juros fixa, pagamento em cruzeiros e conversão em investimento.

É certo que acordos sob a égide do Plano Brady, ou assemelhados, são mais abrangentes do que as soluções de mercado. Mas os dois princípios não são incompatíveis. Por outro lado, os possíveis resultados de um acordo Brady já são conhecidos: redução de aproximadamente 35%, mas corroída em cerca de 17% pelos dispêndios com garantias para principal e juros.

A questão que os opositores de operações de mercado levantam é a impossibilidade de se imaginar soluções em que todos sejam ganhadores. E eles estão com a verdade, o grande perdedor existe e é o emprestador inicial.

* Economista especializado em dívida externa, membro do Grupo de Engenharia Financeira