

Obstáculos se concentram em garantias escalonadas no valor de US\$ 1,2 bilhão

por Getúlio Bittencourt
de Nova York

O custo da garantia do principal e dos juros do Par Bond (bônus par), no Plano Brady para o Brasil atualmente em discussão, é estimado em 14 centavos por dólar. Dado que os bancos podem converter sem queixas até 40% do estoque de cerca de US\$ 42 bilhões de dívida antiga nesse papel, temos que o custo de garantir US\$ 16,8 bilhões de Par Bonds será de US\$ 2,352 bilhões para o País.

Converte-se dívida antiga no Par Bond a 100% do principal e desconto nos juros, e converte-se dívida antiga no Discount Bond (bônus de desconto) a juros de mercado e desconto de 35% no principal. Mas como a relação dos custos não é linear, garantir o principal e os juros do Discount Bond custa cerca de 20% mais barato que o Par Bond. Para garantir outros 40% da dívida antiga convertíveis nesse papel, será necessário portanto mais US\$ 1,881 bilhão.

Quando se soma a esse total mais US\$ 160 milhões para as garantias roláveis de juros nos 10% de opções estimadas pelo Flirb (bônus de taxa de juros flutuantes), temos cerca de US\$ 4,399 bilhões num dos cenários possíveis. O Flirb, o Par Bond e o Discount Bond são os três instrumentos do Plano Brady para o Brasil com garantias colaterais. Os demais instrumentos não incluem garantia do Bônus de Cupom Zero do Tesouro dos EUA para o principal, como o Par Bond e o Discount Bond, nem garantias roláveis de doze meses para os juros, como o Flirb e o Par e o Discount Bond. São eles: New Money Bond (bônus de dinheiro novo), Debt Conversion Bond (bônus de conversão da dívida), Temporary Interest Reduction Bond "C" (bônus de capitalização da dívida) e Restructuring Option (opção de reestruturação). Além daquele cenário, existem outros possíveis, dependendo das escolhas dos bancos pelos novos instrumentos.

Posto que US\$ 3,2 bilhões devem ser desembolsados na assinatura do acordo definitivo, sobra naquele primeiro cenário possível cerca de US\$ 1,2 bilhão para escalonamento (phase in) em quatro pagamentos semestrais que terminariam no começo de 1995. Aqui se concentra também boa parte dos obstáculos restantes na negociação do Plano Brady para o Brasil, aquilo que o ministro da Economia, Marcílio Marques Moreira, chamou de "dificuldades menores".

Seu tamanho, sob certas unidades de medida, é considerável. A proposta brasileira para a condição dos Par Bond e dos Discount Bond durante o período de escalonamento é a de criação de quatro séries, duas para cada um dos títulos. A série "A" garante tudo (juros e principal) de uma parte das escolhas. A série B garante parte (principal ou juros) do total escolhido.

Não é muito simples, mas espere até saber o que os bancos querem fazer. No pior cenário, incluindo os bônus de juros sobre os 70% que o País não está pagando em 1991 e 1992, os banqueiros chegam a propor quinze tipos diferentes de "phase in bonds" (bônus escalonados), em acréscimo às sete opções normais do cardápio.

CONTRAPROPOSTA

Há bônus para todos os tipos de gosto. Par Bond com garantia de juros mas não de principal; com garantia de principal mas não de juros; com um pouco de garantia de juros e muita garantia de principal; com pouco principal e muito juro garantido; com pouco principal e pouco juro garantido; com muito principal e juro garantido...

O mesmo se repetiria com o Discount Bond. Sobre essa miríade é preciso acrescentar que os papéis teriam pelo menos quatro tipos de vencimentos diferentes, variando de um a quatro semestres. A proposta dos banqueiros também é complicada por outro fator, as diferentes condições financeiras em fun-

ção dos vencimentos. Mais sobre esse ponto adiante.

Na última quinta-feira os bancos fizeram nova contraproposta global simplificando ligeiramente sua oferta. Mesmo assim a estrutura continua complexa e difícil de entender, em suas diversas ramificações. Por exemplo, propõe-se um bônus da série "A" com seis meses de duração. No vencimento, se o Brasil desembolsar a parcela escalonada como previsto, ele pode se tornar série A-1, e, se o País não pagar, série A-2. Em alguns casos o papel escalonado pode se desdobrar em até quatro subséries.

Esse pesadelo jurídico e operacional esbarra no principal obstáculo conceitual que resta entre as chamadas "dificuldades menores" do ministro Marcílio. É um problema complicado porque os dois lados

se prendem a considerações de princípio que não são fáceis de rebater.

Tome-se o lado dos banqueiros. Eles querem que o Brasil pague mais pelos bônus incompletos (phase in bonds), cuja garantia está escalonada por períodos que variam de um a quatro semestres. Seu ponto é que esses bônus não estão inteiramente garantidos e, portanto, carregam um risco maior que os outros, tendo um preço de mercado necessariamente mais alto.

A posição brasileira está por sua vez lastreada em dificuldades de caixa. Seu ponto é que o País não poderá ao mesmo tempo acumular dinheiro suficiente para fazer as compras de garantias escalonadas semestralmente, e também pagar um prêmio sobre a vida provisória dos bônus incompletos (phase in bonds).