

“Investidor não entra onde não pode sair”

por Getulio Bittencourt
de Nova York

Segue-se um resumo dos principais trechos da entrevista coletiva concedida ontem pelo negociador-chefe da dívida externa do Brasil, Pedro Malan, e pelo diretor da Área Externa do Banco Central (BC), Arminio Fraga, no escritório do consulado brasileiro no Rockefeller Center, sobre o Plano Brady anunciado horas antes.

Pergunta: Por que esse acordo é considerado bom, se o Brasil vai ter que pagar muito mais daqui para a frente por causa dele?

Pedro Malan: Terá que pagar muito mais, se você se recorda que há quatro anos não pagava praticamente nada, e há dois anos vem pagando 30%. Há um grupo de pessoas que acreditam que o País poderia continuar pagando apenas esses 30% e a vida continuaria normalmente. Mas na vida real isso tem consequências. É possível fazer isso por um período, mas não por muito tempo. Pessoalmente, eu considero preferível uma solução mutuamente satisfatória, ou mutuamente insatisfatória se vocês preferirem, para nós e para os bancos credores. Implicitamente um acordo não é bom quando comparado com a situação ideal em que não se paga nada, como também é irreal a posição dos bancos, quando querem que 1 dólar do empréstimo original tenha o valor de 100 centavos. As duas posições são utópicas. A nossa preferência na equipe econômica, e creio que de boa parte da opinião pública brasileira, é a de um meio-termo, uma solução negociada, que lance as bases para uma solução desse problema externo. Acho que foi isso que fizemos.

Arminio Fraga: Vou acrescentar um comentário nessa linha. O mercado internacional de capitais de certo modo antecipeu esse acordo da dívida, confiou que nós o fariamos, e já começou a canalizar recursos para o Brasil. As entradas de capital externo saltaram por isso de US\$ 5 bilhões em 1990 para US\$ 11,6 bilhões em 1991 e foram de mais de US\$ 9 bilhões só no primeiro semestre deste ano. O investidor estrangeiro não entra em lugar onde ele acha que não vai poder sair. Para atrair um fluxo de capital externo expressivo, precisamos desse acordo.

Pergunta: Haverá uma entrada maior do que a saída para os pagamentos da dívida?

Fraga: Sim, certamente a entrada de recursos será maior que o serviço da dívida. Ficou claro para os investidores que o acordo era um bloco importante da nossa política macroeconômica. O mercado confiou, se antecipeu, e agora está certo que a gente confirme as expectativas.

Pergunta: Quanto é que a gente devia aos bancos em 1982 e quanto devemos hoje?

Malan: Eu tenho uma estimativa. Houve uma alteração relativa grande, porque até o fim dos anos 70 a dívida estava dividida, 50% era do setor privado e 50% do governo brasileiro. De lá para cá, cerca de 90% da dívida ficou concentrada nas mãos do setor público. E é um mérito deste governo ter insistido desde o início que isso criava um problema fiscal. Ao contrário do México, Venezuela e até certo ponto o Chile, o governo brasileiro não tem receita em moedas fortes, e precisa comprá-las do setor privado, criando uma transferência e um problema fiscal interno. Nossa dívida total, de médio e longo prazo, com os bancos comerciais fica entre US\$ 67 bilhões e US\$ 70 bilhões. Não é muito maior do que era há dez anos, cerca de US\$ 50 bilhões a US\$ 60 bilhões.

Pergunta: Esse acordo vai ajudar a diminuir a inflação?

Malan: O acordo por si só, não, assim como nenhuma pajelança tem a capacidade de reduzir de modo sustentado e sustentável a inflação. Mas achamos que poderá ter alguma contribuição na mudança das expectativas e na sinalização dada aos investidores internos e externos. O que se pode dizer com certeza é que o acordo não contribuirá para aumentar a inflação, dado que a previsibilidade orçamentária dos pagamentos não implica em elevação da dívida interna do governo nem na emissão de moeda. A queda da inflação está associada no momento à implementação da reforma fiscal e à continuidade do programa econômico. Sucessos nesse campo dependem de pequenos avanços, de paciência, perseverança, determinação.

Pergunta: O que acontece daqui para a frente?

Malan: Boa pergunta. O que nós anunciamos aqui foi o acordo em princípio. Dentro do próximo mês, mês e meio, tudo isso será vertido no jargão “legalês”, para produzir a minuta do acordo (o “term sheet”). Durante esse período continuaremos a negociar questões menores, nada relevante ficou de fora, mas há algu-

mas questões menores pendentes. No caso da Argentina, eles demoraram de 7 de abril passado, data do anúncio do acordo em princípio, até 23 de junho para produzir a minuta do acordo. No nosso caso o “legalês” está mais avançado do que o deles, mas em compensação o nosso acordo é bem mais complicado, tem seis opções contra apenas duas opções argentinas.

Pergunta: Afinal, são seis ou sete opções (no cardápio do Plano Brady do Brasil)?

Malan: São seis opções mas sete instrumentos, porque há uma opção do dinheiro novo que se transforma em dois instrumentos. A parte de dívida antiga será convertida num bônus de conversão da dívida, e o dinheiro vivo, num bônus de dinheiro novo.

Pergunta: Afinal, qual é o acordo? Quais são os novos títulos?

Malan: Os instrumentos são os seguintes. Um bônus ao par, no qual se pega a dívida antiga de, digamos, US\$ 100 milhões, e se converte em US\$ 100 milhões do novo papel. Os juros ficam entre 4% e 6% nos primeiros seis anos, e se tornam fixos a 6% do sétimo ao trigésimo ano. Um bônus de desconto, onde se pega US\$ 100 milhões da dívida antiga e se converte em US\$ 65 milhões da dívida nova, com taxa de juros de mercado. Um tem a redução imediatamente no principal da dívida, outro oferece um desconto equivalente nos juros. Além desses dois bônus clássicos, há quatro outros instrumentos. Um bônus de conversão da dívida, com dezoito anos de prazo e dez de carência, a juros de mercado, e um bônus de dinheiro novo, com dezessete anos de prazo e sete de carência, também a juros de mercado. E dois instrumentos de redução temporária de juros, que começam com taxas de 4% e vão subindo; um deles fica com taxas de mercado a partir do sétimo ano, outro fica com taxa fixa de 8% no sétimo ano. Todos esses instrumentos foram desenhados para ter mais ou menos o mesmo valor presente, implicando um desconto semelhante de 35%.

Pergunta: Em algum momento o governo pediu que vocês acelerassem a negociação para apresentarem um sucesso interno, devido às denúncias de corrupção?

Malan: Nunca, em nenhum momento. E se isso tivesse ocorrido, eu teria replicado que seria uma ingerência estranha ao processo de negociação.

Fraga: É bom registrar que mesmo da parte dos bancos, esse tema nunca foi levantado durante a negociação.

Pergunta: Que opção o senhor acha que os bancos vão preferir?

Malan: Cada cabeça, uma sentença, não é? Mas há uma impressão geral de que a maioria vai preferir os dois instrumentos com garantia do principal.

Pergunta: Há quem imagine que a redução da dívida será de 35%, sobre US\$ 40 bilhões, mas não é isso que acontece, não é?

Malan: Você tem toda razão. Se todos os bancos optarem pelo Bônus de Desconto, teremos uma redução direta de 35%. Essa é a redução imediatamente visível. Mas como todos os bancos não vão escolher só um instrumento, o desconto final não será esse. O bônus ao par, por exemplo, não tem desconto no principal, mas no fluxo futuro de pagamento de juros, que não é imediatamente visível.

Pergunta: Será possível ter uma cópia da descrição dos títulos? Assim não dá para entender nada.

Fraga: Vocês podem ter uma cópia disso depois. Existe uma certa equivalência entre os instrumentos, mas a engenharia financeira que mostra isso é realmente complicada.

Pergunta: Como é que os banqueiros saíram da reunião? Eufóricos, achando que tiveram uma vitória, ou cabibaiços, achando que saíram perdendo?

Malan: Na mesa de negociações existem momentos difíceis. Conversávamos com 20 bancos, que representavam de 600 a 700 bancos credores do País, e que têm interesses distintos, estão em fases diferentes nas suas economias nacionais, e têm estratégias em relação ao Brasil que não são iguais. É difícil contentar a todos. Mas acho que conseguimos um acordo mutuamente satisfatório, ou mutuamente insatisfatório.

Fraga: Acho que os dois lados saíram do processo melhor do que entraram.

Pergunta: Como é a questão das garantias?

Malan: Os bônus par e de desconto têm garantia do principal. Não se faz pagamento do principal por 30 anos, e no final, o bônus de cupom zero do Tesouro dos EUA responde por isso. A garantia rolável de juros por seis anos, que foi de dezoito meses no caso do México, e no nosso caso é de doze meses, é diferente. Tem lá uma conta que cobre doze meses de juros, mas o dinheiro é do Brasil, e retorna para o País no final do período combinado. Fun-



Pedro Malan

ciona como uma garantia para os bancos, no caso de o País não pagar os juros, porque então os bancos podem ir nessa conta e sacar pelo menos doze meses.

Pergunta: Quanto vão custar essas garantias ao Brasil?

Malan: Não sabemos ainda. Temos duas opções com garantias, quatro sem garantias. Depende das escolhas que os bancos fizerem.

Pergunta: Mas quanto o País vai usar de suas reservas?

Malan: Nós definimos nosso compromisso através de uma fórmula. Não assinamos um cheque em branco, no qual preencheríamos qualquer fosse o custo total. Propusemos uma fórmula com as diferentes fontes de recursos, que são os recursos postos de lado para esse fim pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial (BIRD) e Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), mais o dinheiro vivo dos bancos; e as reservas nacionais. Vamos garantir US\$ 1 bilhão incondicionais, e, acima disso, equiparamos nossa contribuição à das outras fontes, dólar por dólar. Se o total disponível das outras fontes for US\$ 1,5 bilhão, entramos com US\$ 1,5 bilhão, para um total de US\$ 3 bilhões. O volume do colateral inicial na nossa proposta é definido por essa fórmula. Os bancos, não se sentindo confortáveis com a fórmula, que inclui contribuições de fontes que eles não controlam, se definiram por um número, que eles inicial-

mente estabeleceram como o total que seria necessário para garantir o principal do bônus par, se todos os bancos escolhessem esse papel. Seria um pouco mais de US\$ 4 bilhões. Depois eles concordaram em reduzir o montante para US\$ 3,2 bilhões. Os dois lados concordam que a fórmula e esse número não são incompatíveis. Se as outras fontes entrarem com US\$ 1,6 bilhão, o Brasil entra com outro tanto, formando US\$ 3,2 bilhões. Mas não assinamos nenhum compromisso com esse número, nosso compromisso é com a fórmula. Em princípio, as duas propostas não são incompatíveis.

Pergunta: Então o limite para o Brasil é o de US\$ 3,2 bilhões?

Malan: Não. Em nenhum momento aceitamos o compromisso de cobrir esse valor. Se as outras partes entrarem com US\$ 1,6 bilhão, o Brasil entra com outro tanto.

Pergunta: Mas qual é o limite do Brasil, US\$ 1,8 bilhões, quanto?

Fraga: O limite está em função da contribuição de terceiros.

Pergunta: Mas qual é o limite de contribuição das reservas brasileiras, independentemente da contribuição de terceiros?

Fraga: Depende do que acontecer. Vamos supor que o bônus par fosse escolhido por todos os bancos, e a participação das outras fontes chegasse a US\$ 2,5 bilhões. Nessa hipótese implausível nós entraríamos com US\$ 2,5 bilhões. Agora, as preferências dos bancos são bem conhecidas após as escolhas que fizeram nos instrumentos do Plano Brady de outros países. Com base na experiência passada, o intervalo máximo provável é de pouco mais de US\$ 1 bilhão até US\$ 2 bilhões. Ai está a beleza do nosso acordo, nós temos dois anos para compor a eventual diferença nas nossas reservas.

Pergunta: Se o Brasil não tiver um acordo com o FMI no começo do ano que vem, como isso afetará o acordo com os bancos?

Fraga: Nosso programa macroeconômico com o

FMI está progredindo dentro do previsto.

Pergunta: Mas no primeiro semestre nós já não cumprimos as metas.

Fraga: Cumprimos quase todas as metas. Só deixamos de cumprir uma. Se o programa com o FMI estiver fora dos trilhos por volta de 15 de janeiro, quando é possível que se possa assinar o acordo definitivo com os bancos, pode haver postergação de alguns meses. Então, em vez de assinar o acordo em janeiro, a assinatura pode se dar em fevereiro ou março. Mas o programa está nos trilhos.

Pergunta: Por que esse acordo é melhor que os outros, dado que essa frase é a mesma dita por todos os outros renegociadores da dívida do Brasil?

Malan: Garantia absoluta na vida, só a morte, não é? Mas eu gostaria de ressaltar alguns pontos. Pela primeira vez tivemos uma redução no estoque ou no serviço da dívida. Um efeito é muito visível, a redução no fluxo de pagamentos sobre um estoque menor.

Houve também um alongamento nos prazos bastante significativo. Muitos de vocês aqui são jovens e não se lembram, mas nos anos 70, com os efeitos combinados na elevação nos preços do petróleo e da recessão nos EUA, as taxas de juro subiram muito. Empréstimos com o Brasil contratou a 7%, 8%, de repente estavam com juros a mais de 20%.

Alguns dos novos instrumentos têm agora taxas fixas, que reduzem o risco de choques externos e protegem a economia brasileira de elevações abruptas. Além disso, o acordo assegura um mínimo de comparabilidade com o programa macroeconômico do governo. A responsabilidade dos títulos passa a ser do Tesouro e não do Banco Central, como responsabilidade dos títulos passa a ser do Tesouro e não do Banco Central, como em qualquer país sério. Os compromissos com a dívida externa vão entrar no orçamento da União a cada ano, tornando-se muito mais previsíveis. Agora, eu compreendo que a pergunta se baseia no fato de que a experiência da América Latina com a dívida ex-

terna, a partir de 1982, não foi muito animadora. Dá a impressão de que eu já vi esse filme antes, e daqui a dois anos haverá aqui um novo negociador da dívida brasileira. Mas a situação agora é diferente. O mercado de capitais não é mais tão restrito aos bancos comerciais, e o Brasil está acessando esse mercado crescente. Se aparecer outro negociador daqui a dois anos, posso apenas assegurar que não serei eu, se isso oferece algum conforto.

Pergunta: O mercado secundário da dívida está muito cético, praticamente não moveu o preço dos títulos da dívida. É isso um sinal de desconfiança com as dificuldades políticas internas, as denúncias de corrupção e o futuro do governo Collor?

Malan: Essa pergunta é muito ampla... Não dá para responder.

Fraga: O preço da dívida brasileira estava em 30 centavos de dólar há duas semanas, está agora em quase 36 centavos.

Pergunta: E chega lá?

Fraga: Lá onde?

Pergunta: Nos 40, onde já esteve antes.

Fraga: Não sei.

Pergunta: O “Jornal do Brasil” de hoje diz que o Paulo César Farias comprou títulos da dívida do Brasil. Será que ele teve acesso a alguma informação privilegiada dos senhores? (risos)

Malan: Da equipe de negociação, não. Respondo por todos.

Pergunta: O valor da dívida no mercado secundário é de 35 centavos. No entanto, o desconto que vocês conseguiram, de 35%, leva a um preço de 65 centavos. Por que essa discrepância?

Malan: Nossa estimativa é de que apenas 10% do total da dívida brasileira está nesse mercado. Os outros 90% estão nas mãos dos bancos credores e não são negociados. Então, esse mercado é muito pequeno. Como a bolsa de valores no Brasil, responde a qualquer boato, e seus operadores ganham na margem aqui e ali. Se é certo que a dívida brasileira não vale 100 centavos no dólar, também é certo que não vale 35 centavos. Tanto é verdade que se um

grande comprador entrasse nesse mercado, o preço sobe muito rapidamente. O importante aí é estimar o valor presente dos instrumentos. Se você quiser saber, nós calculamos o valor presente dos títulos de nossa proposta para o Plano Brady a 21 de agosto no ano passado, quando o preço da dívida brasileira no mercado secundário era também de 35 centavos. E se você disser que a economia brasileira hoje está como era a 21 de agosto último porque o preço da dívida é igual, eu diria que você não vai muito longe com essa idéia.

Pergunta: Quanto o Brasil vai pagar de juros até o final do ano?

Fraga: O maior pagamento será o de setembro próximo, por causa dos MYDFA.

Malan: Se você está perguntando isso por causa da recente resolução do Conselho Monetário Nacional que permitiu ao Brasil pagar até 50% dos juros correntes, a resposta é que não vamos pagar esse montante agora. Assumimos o compromisso de aumentar os pagamentos correntes de juros de 30% para 50% a partir de hoje com o acordo, mas isso só se torna efetivo depois que o Senado aprovar a minuta do acordo. Continuaremos pagando 30% até lá, e depois que o Senado aprovar se fará um pagamento retroativo. Gostaria aliás de fazer um comentário sobre o custo dessa elevação. Nós estamos pagando 30% a partir de um acordo no ano passado firmado quando a Libor mais 13/16 avos era de 8%; 30% disso são portanto 2,4%. Hoje a Libor mais 13/16 avos está em 5%, e 50% disso é 2,5%. Trata-se assim de um aumento de custos da ordem de 0,1%.

Pergunta: O que acontece se o Senado não aprovar a minuta do acordo?

Malan: O Senado é soberano. De minha parte mantive o Senado informado sobre as negociações, em contatos regulares com a Comissão de Economia e Finanças.

Pergunta: Então agora só resta rezar.

Malan: Não é tanto questão de rezar, mas de explicar o que é, para que os senadores tomem uma decisão informada, com tenho certeza que tomarão.

Pergunta: Como é que foi o processo no caso do México?

Malan: A negociação do

Plano Brady do México começou em dezembro de 1988, quando o presidente Carlos Salinas de Gortari tomou posse. O acordo foi assinado em março de 1990. Entre o anúncio da minuta e a assinatura do acordo definitivo passaram-se oito meses, mais ou menos. A dívida mexicana elegível era de US\$ 48 bilhões. Os bancos escolheram as opções na proporção de 49% pelo bônus par, 41% pelo bônus de desconto e 10% por dinheiro novo. O México teve que entrar com o total das garantias colaterais no dia da assinatura do acordo definitivo. Foram US\$ 7,04 bilhões, dos quais US\$ 2 bilhões vieram do Bird, US\$ 1,7 bilhão do FMI, US\$ 2 bilhões do Japão e US\$ 1,3 bilhão das reservas mexicanas.

Pergunta: Quanto era esse total em percentual das reservas mexicanas?

Malan: Os mexicanos desembolsaram cerca de 20% de suas reservas, algo que nós não vamos fazer.

Pergunta: Quanto o Brasil espera de recursos das outras fontes?

Fraga: Cerca de US\$ 400 milhões do FMI, US\$ 400 milhões do Bird, US\$ 400 milhões do BID. A contribuição dos bancos privados depende de como estiver a economia brasileira em janeiro próximo. Mas acreditamos que serão pelo menos US\$ 400 milhões, podendo ser mais, US\$ 600 milhões. Nossa projeção é de que haverá entre US\$ 1,6 bilhão e US\$ 1,8 bilhão das outras fontes.

Pergunta: Qual é o cronograma daqui para a frente?

Malan: Até o final de agosto, deveremos ter a minuta do acordo, um documento mais detalhado, com um “legalês” ainda para leigos, semelhante a este aqui da Argentina. A minuta então vai a votação no Senado em algum momento a partir de setembro. Depois disso o documento vai aos bancos credores para assinatura, precisando da concordância de 95% para ter validade. A partir daí prepara-se o acordo definitivo. Essa data da assinatura definitiva pode acontecer em fevereiro, ou em janeiro, ou talvez em março.

Pergunta: Há algo que vocês podem dizer sobre a longa noite que atravessaram?

Fraga: Uma das coisas que mantêm você lá é a esperança de acabar logo.

ÍTEGRA