

■ COMENTÁRIOS & PERSPECTIVAS

Dívida Pública

Do calote à criatividade

Maria Clara R. M. do Prado



Há dez dias uma prestigiosa coluna do tradicional diário Financial Times sugeriu que o Brasil, pressionado pela crise externa, poderia decretar o "default" em sua dívida pública interna.

A conta é a seguinte: o país tem US\$ 50 bilhões de reservas internacionais (era o que mais ou menos deveria ter naquela terça-feira, 15 de setembro) e um estoque de dívida mobiliária interna de curto prazo de cerca de US\$ 90 bilhões.

O raciocínio: a queda nas reservas estaria inviabilizando a rolagem da dívida interna. A consequência inevitável seria um calote ou uma moratória daquele endividamento.

Nada mais errado do que tentar estabelecer uma relação direta entre disponibilidade de recursos externos e dívida interna, pelo menos no caso do Brasil.

Como costumava dizer um antigo ministro do Trabalho, "uma coisa é uma coisa, outra coisa é outra coisa".

O fato, puro e simples, é que a dívida interna do País, mesmo aquela indexada à variação cambial, é sempre resgatada na moeda

local. Portanto, o governo precisa de reais e não de dólares para pagar seus credores dentro do País.

Como o real é uma moeda de emissão local, haverá sempre a possibilidade de o Banco Central colocar os juros na lua para garantir a rolagem da dívida interna do Tesouro Nacional.

Alternativamente, na pior das hipóteses, poderá sempre fazer uso da emissão monetária para pagar seus credores internos. Ou aceitar que seja exercido o poder liberatório dos títulos públicos, previsto na Constituição, pelo qual esses papéis podem ser usados no pagamento de impostos.

A forma como está montada a contabilidade do Banco Central, por onde passam todas as operações envolvendo troca de moeda e de títulos da dívida pública federal, faz com que a liquidez em reais aumente sempre que o país perde reservas internacionais.

É que a troca cambial, no momento da saída, envolve venda de reais ao BC para aquisição dos dólares a serem remetidos ao exterior. Com os reais na mão, o BC pode fazer o que quiser. Pode financiar gastos do Tesouro Nacional, mas pode também resgatar papéis da dívida mobiliária federal, como ocorreu recentemente.

A confusão que se faz, tentando relacionar diretamente a posição das reservas internacionais do País com a capacidade de pagamento da dívida mobiliária federal, não é nova. Há cerca de dois anos, o IBCA, uma das três grandes agências internacionais de classificação de risco (a maior da Europa), também cometeu o mesmo engano.

Tudo tem origem no desastre que envolveu a crise cambial mexicana em fins de 1994.

Ficou até hoje o trauma dos investidores internacionais que aplicaram nos bonex, papéis da dívida interna que podiam ser resgatados em dólar.

As autoridades brasileiras perdem tempo quando repetem todos os dias, à exaustão, que o Brasil não é a Rússia. Todos sabem que o Brasil não é a Rússia.

Lucrariam mais e evitariam a propagação pelo mercado de uma avaliação absolutamente errada se procurassem esclarecer que o Brasil não é o México de 94. Ou seja, a dívida interna do País tem uma configuração diferenciada daquela que tantos transtornos causou aos investidores que colocaram dinheiro nos tais bonex mexicanos.

Não quer dizer que o Brasil jamais tenha dado um calote na dívida interna mobiliária.

Deu vários, um para cada tipo de estabilização introduzido com a tentativa de debelar a inflação. O caso do Plano Collor é o mais notório e o mais arrasador: confiscaram-se ali não apenas os créditos a receber do governo, mas todos os demais tipos de ativos depositados na rede bancária.

O mais importante, portanto, não é olhar para a dívida interna, mas para a dívida externa. Essa tem de ser paga em dólares, uma moeda que o Brasil precisa adquirir no mercado internacional.

A perspectiva de moratória da dívida externa é remotíssima. Todos sabem o quanto o País sofreu e ainda sofre pelos efeitos nefastos das várias moratórias decretadas nos anos 80. A atual equipe econômica do governo seria a última a engajar-se em tal aventura, conhecedora profunda que é de todas as implicações daquele tipo de ato.

Portanto, para enfrentar as dificuldades externas, o governo terá de exercitar toda a sua criatividade. Tem de encontrar formas inovadoras de captação, que permitam ao País voltar ao mercado internacional.

A emissão de papéis do governo atrelados de alguma forma às ações das empresas a serem privatizadas seria uma delas. Outra idéia envolveria a emissão de papéis do BN-

DES no exterior com um colateral (uma garantia) do FMI, do Banco Mundial ou do Tesouro dos Estados Unidos.

Isso abriria espaço para o País voltar a captar lá fora, a custos razoáveis. O BNDES funcionaria como um canal para as empresas privadas brasileiras com vencimento de bô-

Como a dívida interna é sempre resgatada em moeda local, o governo precisa de reais, não de dólares, para saldar débitos

nus no exterior, mas que não conseguem fazer a rolagem com novas emissões.

O mercado primário para papéis brasileiros está totalmente fechado. "O índice de renovação para eurobônus é zero",

diz o presidente da BBV Securities, em Londres, Wilber Colmerauer. Boa parte das divisas que têm saído do País pelo câmbio comercial nos últimos dias destina-se ao pagamento dessas obrigações.

Os clientes estão exercendo o direito do "put" (uma cláusula que lhes dá garantia de resgate do papel antes do prazo final de vencimento) em sua totalidade.

As linhas de financiamento ao comércio exterior são renovadas com dificuldade e por taxas de risco cada vez mais altas.

E ponha-se criatividade para resolver tudo isso. Rapidamente, diga-se, antes que o colchão fique ainda mais esvaziado. ■

(Esta coluna sai todas as terças, quintas e sextas-feiras)