

DÍVIDA: UMA PROPOSTA IRRECUSÁVEL

Luiz Carlos Bresser-Pereira

*Conselho Regional de Economia de São Paulo
Economia em Perspectiva, no.74, outubro 1990*

A proposta do Brasil de renegociação de sua dívida externa é realista, inovadora, e, embora já esteja sendo recusada pelos bancos, é, em última análise, irrecusável. Parte da idéia já assente de que o Brasil limitará o pagamento de juros á sua capacidade de pagar. E combina a idéia de securitização (ou titularização) da dívida, que o Brasil já havia proposto em 1987, com a idéia, que pela primeira vez um país devedor apresenta oficialmente, dos leilões de recompra. Por outro lado, a proposta inova ao dar total ênfase á restrição fiscal, ao ponto de liberar o pagamento dos débitos privados, que são inferiores a 10 por cento da dívida para com os bancos. A proposta inova finalmente ao liberar os bancos de compromissos de curto prazo (projetos 3 e 4).

Apesar de seu caráter inovador, a proposta brasileira é realista, porque compatível com a capacidade de pagar do Brasil, e não constitui surpresa nem interna nem externamente. Na carta de intenções acordada com a missão do FMI o Brasil logrou que se adotasse nas projeções fiscais e cambiais o pressuposto de que o pagamento se limitaria a cerca de 50 por cento dos juros.

A proposta pode ser resumida em dois mecanismos: o da securitização e o dos leilões de recompra.

Em relação á securitização, ficam três alternativas para os credores: (1) títulos de 45 anos, com Libor mais um spread, e limite de taxa de juros de 10 por cento; (2) títulos de 25 anos com juros abaixo da Libor; e (3) títulos de 15 anos com juros ainda mais baixos. Em todos os três casos, inclusive no primeiro, a securitização, ou seja, a transformação dos atuais créditos em novos títulos (securities) implica a redução da dívida, através da redução dos juros. No primeiro caso (45 anos) não há aparentemente redução, desde que a Libor não supere os 10 por cento. Na verdade há uma redução, já que o Brasil se dispõe a pagar o juro de mercado para empréstimos de médio prazo e não da taxa de juros de mercado para 45 anos, que em princípio é mais alta.

A grande novidade é a adoção da proposta do economista inglês Mike Faber de realizar leilões de recompra para quem queira receber mais rapidamente seu crédito. É um mecanismo de mercado muito inteligente. Esse mecanismo, entretanto, só poderá ser utilizado se os recursos fiscais que o Brasil reservou para o pagamento dos juros não forem inteiramente comprometidos com os três sistemas de securitização.

Como é provável que muitos dos bancos não optem por nenhum dos três sistemas em um primeiro momento, haverá recursos disponíveis para os leilões. Estes funcionarão de uma maneira muito simples: o banco que oferecer o maior desconto ganha o leilão, tem seu crédito recomprado. Caso ninguém se habilite, o governo brasileiro poderá sortear o beneficiado, a partir de um deságio mínimo estabelecido. Como esse deságio será maior do que o deságio do mercado secundário, ficará difícil para o credor manter-se fiel às regras do cartel (á "sharing clause") e recusar o benefício.

Fundamental na proposta é o volume de recursos fiscais a serem transformados em dólares que o governo brasileiro destinará ao pagamento das dívidas de médio e longo prazo para com os bancos privados. Esse volume de recursos, conjuntamente com a taxa de juros dos títulos securitizados, dará a dimensão da redução da dívida implícita na proposta. Nos primeiros quatro anos (1990/1993) o limite de pagamento de juros será necessariamente baixo. Nos anos seguintes, entretanto, a porcentagem dos juros que poderá ser paga aumentará. No final calculo que a redução dos juros - e portanto da dívida - deverá ser de 50 a 60 por cento. Todos os estudos demonstram que esse, superior ao existente no mercado secundário, é o desconto compatível com o equilíbrio fiscal, a estabilidade de preços e a retomada do desenvolvimento do país.

Uma redução um pouco inferior a isto já aparecia nas simulações macroeconômicas que realizamos no final de 1987. O modelo de Décio Kadota, devidamente adaptado, foi agora novamente rodado muitas vezes no computador. Dada a deterioração da economia brasileira nestes últimos dois anos e meio, é perfeitamente compreensível que a redução da dívida necessária tenha aumentado. A limitação do pagamento dos juros a 10 por cento até 1993 explica-se porque, em 1990 e 1991, a prioridade será o ajuste fiscal em curso; nos dois anos seguintes será necessário retomar os investimentos públicos.

Com esta proposta o Brasil dá um passo decisivo e corajoso no caminho de solucionar definitivamente o problema da dívida externa. A proposta, foi, obviamente mal recebida pelos banqueiros. Isto já era esperado. Os governos e as elites esclarecidas dos países credores estão muito mais dispostas a entender uma proposta como esta do que os bancos. A novidade, entretanto, é que a proposta foi bem recebida no Brasil pela grande imprensa e pelos empresários. É claro que alguns jornalistas - especialmente correspondentes brasileiros no exterior - deixaram-se influenciar pela reação dos banqueiros. Mas de um modo geral os editoriais e as declarações de empresários mostraram que as elites brasileiras começam a compreender qual é o

interesse nacional do Brasil em relação á dívida. Agora é contar com a firmeza do nosso governo, e o sucesso estará garantido.

Por outro lado, a parte reduzida já pode ser colocada em uma "reserva contábil de contingência", de forma a não poluir o cálculo do déficit público, o orçamento fiscal e os números do balanço de pagamentos do Brasil. Manter nas demonstrações econômico-financeiras do país valores que não correspondem á realidade, valores que por não poderem ser pagos já foram de fato cancelados, significa perturbar negativamente as expectativas dos agentes econômicos, dificultando o equilíbrio da taxa de câmbio, a estabilidade mais geral da economia, e a retomada dos investimentos.

Em síntese, se entendermos que o sucesso da negociação depende do acordo dos credores, é quase certo que esta não terá êxito. O sucesso da negociação, entretanto, não depende desse acordo, mas da decisão que afinal tomaremos de quanto pagar, que afinal terá que ser quase-unilateral. Ao fazermos uma proposta realista, compatível com a capacidade de pagar do Brasil, ao termos nos preparado criteriosamente para ela, ao recusarmos uma retórica agressiva, ao sermos firmes mas polidos, ao termos obtido o acordo em princípio do FMI para nosso plano de estabilização (ninguém imagine que a carta de intenções que assinamos não foi previamente acordada), estamos demonstrando, de um lado, que estamos realizando nossa parte do sacrifício, de outra que nos dispomos a negociar com boa fé e franqueza. O resultado final dessa negociação será provavelmente colocarmos em uma reserva de contingência, praticamente cancelando, a parte da dívida externa que não pode ser paga. Esta medida é essencial para o êxito do plano de estabilização em marcha. E representará a afetiva solução para a crise da dívida.