

## Dívida externa: 10 anos de penúria

*Teresinha da Silva Bello\**

A novela da negociação da dívida externa brasileira, em cartaz há 10 anos, apresentou mais um capítulo dia 9 de julho de 1992.

Iniciadas ao final de 1982, quando foram interrompidos os fluxos de capitais externos que permitiam a rolagem da dívida, as tentativas de acerto com a comunidade financeira internacional resultaram no fechamento de um acordo com os banqueiros em 20 de dezembro de 1982 (o primeiro de uma série de cinco, até o presente momento). Elaborado às pressas, esse primeiro acerto visava à concessão de recursos capazes de permitir a rolagem da dívida externa pelo Brasil. Entretanto, poucos meses depois, a remessa de dinheiro novo pelos bancos estrangeiros foi suspensa, enquanto o Governo brasileiro suspendia os pagamentos aos credores.

Em 1983, fechou-se um segundo acordo, no qual se garantiam as linhas de financiamento ao comércio externo e ao interbancário, mas que também não foi cumprido na sua totalidade e acabou caducando.

O terceiro acordo só foi firmado em 1988, depois de intermináveis negociações que tiveram início ao final do Governo Figueiredo, passaram pelas gestões dos Ministros Dilson Funaro e Luis Carlos Bresser Pereira, até serem fechados pelo Ministro Mailson da Nóbrega. Mas, já em meados de 1989, o Brasil suspendeu os pagamentos externos devido à crise cambial, e sequer o compromisso de pagamento dos juros foi observado.

Já no Governo Collor, acertou-se o pagamento desses juros atrasados desde 1989, bem como a liberação das linhas de curto prazo do processo de negociação, o qual passava a abranger apenas as dívidas de médio e longo prazos.

Finalmente, a 9 de julho último (após 11 meses de negociação) o quinto acordo foi acertado entre o Governo brasileiro e o Comitê Assessor de Bancos.

Esse acordo ainda não foi firmado pelas partes contratantes, sendo, portanto, um "acordo em princípio" ("agreement-in-principle"), o que difere dos anteriores, os quais, ao serem divulgados, já abrangiam as questões jurídicas e legais ("term-sheet").

Essa pressa em divulgar os termos da negociação da dívida, apesar das negativas reiteradas do negociador oficial brasileiro, não deixa de levantar a suspeita de que foi movida tendo em vista a crise política interna vivida pelo Governo Collor na atualidade. No momento em que se vê frente a uma perda acelerada de respaldo político, diante das acusações de corrupção de que vem sendo alvo, é do máximo interesse da equipe do Governo buscar algum fato novo, capaz não somente de melhorar a imagem interna e externa do Presidente e de seu "staff", como também de retirar das manchetes da

Imprensa as notícias sobre a Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) que investiga as acusações de corrupção. Por outro lado, por parte dos próprios banqueiros também parece ter havido um interesse em acelerar o acerto, já que as conclusões da CPI podem levar a uma alteração no Governo, passando, inclusive, pela troca do Presidente da República e do Ministro da Economia, o que poderia vir a alterar os rumos da negociação externa. Além disso, dado o momento de fragilidade vivido pelo Governo, esse fato poderia facilitar aos banqueiros extraírem concessões.

Pelo exposto, não causa estranheza que, pela primeira vez, essa negociação tenha sido feita por um "acordo em princípio" e não por um protocolo já assinado, o que a reduz de um acordo para um simples entendimento. Para que realmente se efetive como um contrato firmado entre o Governo brasileiro e o Comitê Assessor de Bancos, algumas etapas ainda devem ser seguidas.

Em primeiro lugar, é preciso que se definam as questões jurídicas e legais para que possa ser estabelecido um pré-contrato ("term-sheet"). Concluído este, o mesmo deverá seguir para aprovação ou não pelo Senado Federal, o que deverá ocorrer provavelmente em agosto. Uma vez aprovado pelo Senado, deverá percorrer mais uma etapa, que é a fase na qual os bancos credores deverão escolher, no "menu" de alternativas propostas, quais as que lhes interessam. Nessa fase, os bancos terão 120 dias de prazo para selecionarem, em base voluntária, as diversas opções a eles oferecidas.

Somente depois de concluída a adesão por parte dos bancos credores é que o acordo de negociação da dívida externa será efetivamente firmado, o que deverá ocorrer apenas em 1993.

As alternativas oferecidas aos bancos estrangeiros (o "acordo em princípio" não envolve os bancos brasileiros também credores externos, os quais têm a receber US\$ 6,4 bilhões) são as que seguem.

**Bônus de desconto** ("discount bond"), recebido em troca da dívida pendente, com um desconto de 35%; taxa de juros LIBOR mais 0,81%; prazo, 30 anos, com pagamento único ao final do período ("bullet"); garantias, 100% do principal coberto por obrigações de 30 anos do Tesouro norte-americano, que, reinvestidas pagarão os bônus; 12 meses de juros, conta rotativa do Brasil, cujo saldo corresponde sempre aos vencimentos de juros dos dois semestres seguintes.

**Bônus ao par** ("par bond"), recebido em troca da dívida pendente, sem desconto, mas com taxas de juros fixas; taxa de juros de 4% no ano 1, de 4,25% no ano 2, de 5% no ano 3, de 5,25% no ano 4, de 5,5% no ano 5, de 5,75% no ano 6 e de 6% nos anos 7 a 30; prazo, 30 anos com um pagamento "bullet"; garantias, as mesmas do bônus de desconto.

**Bônus de redução inicial de juros** ("front loaded interest reduction bond" — FLIRB), recebido em troca da dívida pendente, com o principal ao par e desconto nos juros; taxa de juros de 4% nos anos 1 e 2, de 4,5% nos anos 3 e 4, de 5% nos anos 5 e 6, LIBOR mais 0,81% nos anos 7 a 15; prazo, 15 anos com nove de carência; garantias somente sobre os juros, 12 meses de juros.

**Dinheiro novo** ("new money") - bônus de dinheiro novo e bônus de conversão da dívida.

- **Bônus de dinheiro novo** ("new money bond"), recebido em troca da dívida pendente ao par, onde 18,18% da dívida velha transformada nesse instru-

mento deverá ingressar no Brasil como dinheiro novo; taxa de juros, LIBOR mais 0,87%; prazo, 15 anos com sete de carência.

- **Bônus de conversão da dívida** ("debt conversion bond"), recebido em troca da dívida pendente ao par; taxa de juros, LIBOR mais 0,87%; prazo, 18 anos com 10 de carência.

**Opção de reestruturação** ("restructuring option"), a única opção que não será um bônus, mas um título de empréstimo. Converte dívida pendente ao par e oferece suspensão temporária do pagamento de juros e amortizações crescentes; taxa de juros de 4% nos anos 1 e 2, de 4,5% nos anos 3 e 4, de 5,5% nos anos 5 e 6, LIBOR mais 0,81% nos anos 7 a 30, a diferença entre a LIBOR de seis meses mais 0,81% e essas taxas fixas será capitalizada; prazo, 20 anos com 10 de carência; parcelas de pagamento do principal, de 1% nos anos 1 a 4, de 4% nos anos 5 a 8, de 5% nos anos 9 a 12, de 6% no ano 13 e de 6,75% nos anos 14 a 21.

**Bônus de capitalização** ("front-loaded interest reduction with capitalization bond - 'C' bond"), recebido em troca de dívida pendente ao par, proporciona ao Brasil suspensão temporária do pagamento de juros; taxa de juros de 4% nos anos 1 e 2, de 4,5% nos anos 3 e 4, de 5% nos anos 5 e 6, de 8% nos anos 7 a 20, a diferença entre 8% e as taxas de juros pagas nos anos de 1 a 6 será capitalizada; prazo, 20 anos com carência de 10 anos.

O total negociado no "acordo em princípio" é de US\$ 44 bilhões assim distribuídos:

- US\$ 40 bilhões correspondentes ao estoque da dívida junto aos bancos estrangeiros;
- US\$ 4 bilhões correspondentes ao dinheiro novo do acordo de 1988.

Cada instrumento pode ser elegível para participação no programa brasileiro de privatização, isto é, poderá ser utilizado como moeda na aquisição das empresas estatais a serem privatizadas. Caso o instrumento utilizado seja algum bônus ao par, este deverá sofrer um deságio de 35%, de modo a assegurar-lhe tratamento equivalente ao do bônus de desconto. Além disso, no que se refere ao dinheiro novo de 1988, o Brasil acabou aceitando, nesta última negociação, que o "parallel financing", que dava direito à conversão da dívida em investimento de risco pelo valor de face aos créditos externos, pudesse ser transformado em "new money bonds" de 1992 e usado ao par para conversão fora do programa de privatização, destinando-se à capitalização de alguma empresa subsidiária do banco credor.

Já os fundos disponíveis para adquirir as garantias relativas ao principal da dívida deverão totalizar a cifra de US\$ 3,2 bilhões, dos quais 50% advirão das reservas brasileiras, e os restantes 50%, do Fundo Monetário Internacional (FMI), do Banco Mundial (BIRD), do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e também do dinheiro novo canalizado pelos bancos comerciais. A cada dólar oferecido por essas instituições, o Brasil compromete-se a colocar outro dólar retirado de suas reservas. Com esses recursos serão compradas as obrigações do Tesouro norte-americano, com prazo também de 30 anos, que vão compor o lastro da garantia oferecida pelo Brasil. Essas obrigações, capitalizadas durante 30 anos, deverão corresponder ao montante do principal da dívida brasileira que, à época, deverá ser resgatado.

O Brasil também se comprometeu a entregar incondicionalmente US\$ 1 bilhão de suas reservas como garantia para os 12 meses de juros, já que os US\$ 3,2 bilhões se destinam a garantir apenas o principal.

Além dos US\$ 44 bilhões da dívida renegociada sob o "acordo em princípio", também os juros vencidos no período 1991/92 e não pagos (US\$ 5 bilhões), os juros

atrasados de 1989 e 1990 negociados no início do Governo Collor (os "Jorio's bonds"), que perfazem um total de US\$ 7 bilhões, e mais US\$ 6,4 bilhões de débitos junto aos bancos brasileiros no Exterior serão objeto de negociação, perfazendo um total de US\$ 62,4 bilhões.

De acordo com o Ministro Marcilio Moreira, ainda em agosto o Tesouro Nacional deverá emitir os bônus relativos aos US\$ 7 bilhões ("Jorio's bonds") já negociados anteriormente.

Quanto aos juros vencidos em 1991/92, um "acordo em princípio" também foi estabelecido em 09.07.92. Até a data, o Governo vinha pagando apenas 30% dos juros devidos. Esse percentual, pelos termos do novo acordo, deverá ser elevado para 50% para os juros de 1992. Os 70% dos juros não pagos em 1991, bem como os restantes 50% correspondentes ao ano de 1992 deverão ser corrigidos em bônus, caracterizados como segue.

Taxa de juros, LIBOR de 30 dias mais 0,81%; prazo, 12 anos com três de carência; pagamentos crescentes do principal, de 1% nas parcelas de 1 a 7, de 5% na parcela 8 e de 8% nas parcelas de 9 a 19.

Já o acordo com bancos brasileiros no Exterior ficou postergado para depois da elaboração do "term-sheet". Além dos instrumentos acertados com os bancos estrangeiros, aos bancos brasileiros não deverão ser oferecidas as mesmas garantias dadas para os primeiros.

Uma pergunta que até o momento ainda não foi respondida pelas autoridades econômicas brasileiras diz respeito ao problema da transferência líquida de capitais ao Exterior, uma vez que o acordo em si não garante que daqui para a frente o fluxo de capitais externos deverá ser positivo para o Brasil. Até pode ser possível que, a partir do acerto externo, haja um aumento no fluxo de recursos externos para o País. Entretanto algumas questões não podem deixar de ser colocadas quando se tenta avaliar até que ponto esse acordo poderá ser benéfico para o País.

Em primeiro lugar, é importante ressaltar que o princípio da capacidade de pagamento não foi mantido no atual acerto, ou seja, os compromissos de pagamento nele assumidos deverão ser respeitados, independentemente da capacidade de haver recursos para pagá-los. Nesse caso, não se trata apenas de haver disponibilidade de dólares, o que, no momento, não parece ser uma questão intransponível. Não só a balança comercial se mantém em superávit, como tem sido crescente o volume de capital externo que vem se dirigindo para o Brasil. Mas o que deve ser ressaltado é que o orçamento fiscal não suporta um aumento nos pagamentos ao Exterior se para realizá-los tiver de fazê-los apenas a partir da compra dos dólares dos exportadores, já que seu efeito é inflacionário e recessivo. Isto porque, na ausência de superávits fiscais, a compra da moeda estrangeira só poderá ser feita ou via emissão ou via aumento do endividamento interno. Quando se considera que 90% da dívida externa do País foi estatizada, é fácil entender por que os pagamentos externos pressionam tanto o orçamento governamental. Caso essa dívida ainda fosse privada, os devedores ao Exterior comprariam os dólares vendidos pelos exportadores, e o Governo entraria apenas como intermediário nas operações. Sendo o Governo o devedor, cabe a ele prover os cruzeiros que deverão comprar os dólares do superávit comercial. Como o Governo não dispõe desses cruzeiros, ele emite, ou se endivida internamente vendendo títulos públicos.

Havendo uma entrada de dinheiro novo, afrouxariam as pressões para se gerarem superávits comerciais, mas o cálculo efetivo das vantagens e desvantagens não pode

deixar de considerar quanto das reservas deve ser bloqueado e qual será o impacto do maior volume de juros remetido ao Exterior.

Tudo indica que o impacto positivo do "acordo em princípio" sobre a economia será bastante pequeno, mesmo que haja uma redução de 35% sobre o valor devido aos bancos privados. É que esse desconto incide sobre a dívida de longo prazo, diluindo-se ao longo do tempo. No curto prazo, o que se tem é um aumento no pagamento dos juros, já que as amortizações, de modo geral, já eram roladas. Se até o momento o País pagava apenas 30% dos juros, agora deverá pagar 50%. Se não houver entrada de novos recursos do Exterior, esse pagamento adicional deverá sair do setor público, significando um aprofundamento da recessão, já que vai inviabilizar ainda mais a capacidade de investimento governamental. Numa época de crise, é fundamental o papel do investimento público, uma vez que a baixa perspectiva de ganhos futuros inibe o investimento privado; ou seja, para sair da crise, é preciso que o Governo aumente seus investimentos e com isso crie demanda, e não vai ser pagando mais juros aos credores externos que isso ocorrerá. Numa situação fiscal ruim, isso seria uma incoerência, isto é, embora as reservas estejam bem, o sucesso do acordo vai depender também do ajuste fiscal do País.

É importante ressaltar ainda que, embora a fixação das taxas de juros seja benéfica no sentido de reduzir as incertezas das taxas flutuantes, os percentuais acordados no acerto se aproximam das atuais taxas de mercado. Na verdade, a LIBOR anual encontra-se abaixo de 4%. O que pode ser reduzido, nesse caso, é o "spread" (taxa de risco cobrada pelos bancos), que, no caso do Brasil, atualmente estava em torno de 2% a 3%, quando há 10 anos atrás era de 1%, e, a partir do acerto externo, talvez volte ao seu nível anterior. Tal fato, caso aconteça, poderá diminuir os custos financeiros, principalmente nas linhas de curto prazo, nas quais entram os exportadores.

Além disso, o interesse dos credores na manutenção de saldos comerciais, para que os compromissos assumidos pelo Brasil possam ser honrados, talvez permita que essas linhas de curto prazo tenham "spreads" menores, já que as exportações contribuem para fazer caixa capaz de proporcionar os pagamentos. Tudo isso, porém, até o momento, é apenas esperança, pois nada de concreto nesse campo ocorreu até agora.

Um outro aspecto ressaltado pelo Governo ao anunciar o "acordo em princípio" foi o de que haveria maior afluxo de capitais externos, especialmente sob a forma de novos investimentos, uma vez que a imagem do País no Exterior melhoraria. Vale destacar, porém, que apenas um acerto das contas com o Exterior não é suficiente para atrair investidores tradicionais. Mais do que isso, é a estabilidade política e econômica do País que vai ter papel fundamental nas decisões dos investidores estrangeiros. E isso ainda está longe de ser alcançado.

A expectativa de maior entrada de capital externo é baseada muito mais no excesso de liquidez do sistema financeiro internacional do que no acordo da dívida. Tanto é assim que, desde 1990, os fluxos de capital são crescentes, embora a dívida não estivesse negociada. Porém, em sua grande maioria, é capital especulativo externo que veio em busca das oportunidades decorrentes dos altos juros internos aqui praticados e dos baixos preços das ações no mercado acionário brasileiro. Estas estavam muito mais baratas que as ações nos mercados argentino e mexicano por exemplo, países que já negociaram suas dívidas externas.

Um outro ponto crítico do acordo diz respeito à possibilidade de se trocarem bônus da dívida (seriam usados como moeda) no processo de privatização das empresas estatais brasileiras. Nesse caso, as estatais não poderiam servir para fazer caixa para o Governo, pois seriam entregues em troca de títulos e não de dinheiro. Melhor e mais recomendável seria se houvesse a possibilidade de serem trocados apenas por dinheiro novo.

Uma análise comparativa do "acordo em princípio" feito pelo Brasil e do acordo feito pelo México, dentro do Plano Brady, mostra que ambos são bastante semelhantes nos seus termos formais. Porém a diferença é imensa quando se comparam as economias dos dois países. Ao fechar seu acordo, o México já havia feito uma reforma fiscal e estava com sua economia relativamente estabilizada, o que não ocorre com o Brasil, que continua com os mesmos problemas e desafios de antes, além de um programa econômico com o FMI que não está sendo cumprido, e será muito difícil levar a termo esse "acordo em princípio" se o País não estiver cumprindo o que prometeu ao FMI, já que parte dos recursos para as garantias oferecidas aos banqueiros virá do FMI, do BIRD e do BID. Até o momento, não existe qualquer compromisso por escrito dessas instituições de que comparecerão com os recursos para essas garantias, e, caso isso não se concretize, as etapas restantes do acerto externo certamente ficarão prejudicadas.

De qualquer maneira, mesmo não sendo suficiente para promover o retorno do crescimento econômico do País, não resta dúvida de que o equacionamento da questão externa é indispensável à retomada do crescimento. A pergunta que fica no ar é se realmente esse foi o único acordo possível, ou se a pressão política que vem sofrendo o Governo não levou a uma capitulação antecipada, numa guerra onde poderiam ter havido mais alguns avanços por parte do Brasil.