

## **A PROPOSTA DO BRASIL**

Luiz Carlos Bresser-Pereira

*Folha de S.Paulo, 14/10/90*

A proposta do Brasil de renegociação de sua dívida externa é inteligente e inovadora. Parte da idéia já assente de que o Brasil limitará o pagamento de juros à 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 à 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).

Os bancos fazem um excelente negócio com esses créditos (comerciais e interbancários), mas com freqüência ameaçam suspendê-los. São as famosas retaliações. Agora o Brasil se dispõe de forma absolutamente acertada a liberar esses créditos. Veremos assim se o mercado se interessa ou não por nos financiar no curto prazo. E arriscaremos muito pouco, porque há interessados e temos reservas.

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

Em relação à 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 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. 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. Os bancos, reunidos no seu cartel (o "Comitê Assessor") recusarão inicialmente, mas se o Brasil continuar firme como tem se mantido desde o início do Governo Collor, cada banco individualmente não terá outra alternativa senão escolher ou uma das três possibilidades de securitização ou então participar dos leilões. Estes poderão ser feitos em qualquer hipótese.

Por outro lado, dado que o Brasil já fez sua proposta, e que tem condições de avaliar quanto ela representa em termos de redução da dívida, 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 à 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.