

Reestruturar a dívida externa ?

Gustavo H. B. Franco

(Diretor de Assuntos Internacionais- Banco Central do Brasil)

1. Administração de ativos e administração de passivos.

Durante muitos anos, o país perdeu dinheiro porque não tinha liberdade para administrar nossos ativos externos, isto é, nossas reservas internacionais. Éramos forçados a manter todas as nossas aplicações no BIS (Banco de Compensações Internacionais), que nos oferecia taxas de remuneração inferiores às do mercado. Essa situação existia, não custa lembrar, porque corríamos o risco de ter nossas reservas arrestadas em decisões judiciais no exterior, inadimplentes que éramos em nossos pagamentos externos.

Passada a fase das moratórias e dos calotes, o Banco Central ganhou liberdade para aplicar as nossas reservas, como qualquer outro banco central, obedecendo, como é devido, a princípios bastante conservadores os quais, em nosso caso, são construídos a partir do modelo mais utilizado por bancos centrais mundo afora - o do Banco Mundial.

O Brasil passou, portanto, a ganhar mais com seus ativos externos.

Em 1995, por exemplo, as nossas reservas renderam cerca de 6,3% anuais. Caso estivessem no BIS, essa taxa teria sido próxima à chamada LIBID (Libor, na ponta de demanda) média do ano *menos* um oitavo, ou algo assim, ou seja taxas em torno de 5,8%. A diferença não parece grande, mas quando aplicada sobre um estoque de US\$ 45 bilhões representa US\$ 197 milhões anuais.

A grande pergunta a ser feita a todos aqueles que têm dúvidas sobre a recente mensagem do Exmo. Sr. Presidente da República solicitando permissão ao Senado para fazer operações com vistas a reestruturar a nossa dívida externa é a seguinte: se a liberdade, exercida com conservadorismo, na administração dos ativos externos do país, nos gera vantagens, por que o mesmo não haveria de ocorrer se aplicados os mesmos critérios na administração dos passivos externos ?

A administração de passivos é uma atividade corriqueira de qualquer grande empresa e de qualquer país que tenha uma dívida pública minimamente diversificada e em volume significativo, e consiste em sempre procurar reduzir o custo e alongar os prazos das dívidas existentes, através de mecanismos como a emissão de novos papéis, a recompra de antigos a preços vantajosos, ou as duas coisas ao mesmo tempo via operações de troca, ou mudanças nas características da dívida, incluindo (ou retirando) garantias, opções de recompra, de venda ou conversão em outras modalidades de títulos. As possibilidades são inúmeras e os ganhos potenciais significativos, embora não fabulosos, principalmente se nada de mirabolante ou especulativo esteja envolvido.

Não há país que não tenha políticas ativas na administração de sua dívida pública com os objetivos acima elencados.

No nosso caso, é interessante notar que não há maiores restrições a que o Tesouro Nacional execute uma administração ativa da dívida interna, oferecendo diversos tipos de títulos, securitizando dívidas, sempre dentro de parâmetros de segurança, sempre buscando obter vantagens para o Erário.

Essas possibilidades, como se sabe, são bem mais restritas no caso da dívida externa.

2. Administração do passivo externo: um começo.

Existem duas autorizações do Senado (Resoluções nºs 87/94 e 57/95) para a emissão de nova dívida externa com o propósito de abater dívida interna, trocando, com isso, a composição da nossa dívida pública. Cinco diferentes operações de lançamento de bônus no exterior já foram executadas, ao amparo dessas autorizações, como mostrado a seguir :

Moeda	Data	Valor (equiv. emUS\$ milhões)	Prazo Médio (anos)	Rentab. do Título da Emissão@ (% a.a.)	Preço no Mercado Secundário* (%)
1) ¥ (Euro)	19.06.95	945	2	10,49	103,3
2) Marco	20.07.95	723	3	10,09	104,5
3) ¥ (Samurai)	22.03.96	285	5	9,26	100,0
4) Escudo	15.05.96	76	3	8,80	99,0
5) £	11.06.96	151	3	9,07	99,625
Total / média :		2.180	2,83	10,04	102,86

@ juros equivalentes em dólares. * em 11.07.96

É fácil ver que essa dívida externa "nova" é mais longa e bem mais barata que a dívida interna, embora a diferença esteja diminuindo gradativamente com a queda das taxas de juros domésticas e o alongamento progressivo dos títulos da dívida pública interna. Ainda assim, parecem evidentes as vantagens de se trocar dívida interna por externa.

3. Títulos da dívida externa: fatos básicos.

Menos evidentes do que no caso de troca de dívida interna por externa seriam as vantagens de se trocar dívida externa "velha" (ou seja, aquela representada por títulos emitidos sob o "guarda-chuva" do chamado Plano Brady, e autorizados pela Resolução nº 98/92 do Senado Federal) por dívida "nova". O Bônus ao Par (*Par Bond*), por exemplo, um dos títulos da safra "velha", tem um prazo de 30 anos e juros anuais fixos que começam em 4% e vão aumentando ano a ano até o limite de 6%, a partir do sétimo ano, e uma garantia para 100% do principal e para um ano de juros, na forma de títulos do Tesouro Americano em caução. Esses Bônus ao Par são negociados em mercados secundários a preços que não chegam a 55% de seu valor de face. Não há dúvida de que esse grande desconto se deve ao fato de as taxas de juros desses bônus serem inferiores às da dívida "nova", ou seja, inferiores às de mercado, como

pode ser visto na tabela acima. Notar que os preços dos títulos representativos dessa dívida "nova" estão muito próximos do seu valor de face, em alguns casos, inclusive, havendo ágio e uma razão para isso é o fato de que pagam juros de mercado.

À luz desses elementos, não é claro, à primeira vista, como se poderia derivar vantagens de se trocar dívida externa "velha" por dívida externa "nova". Parece intuitivo que podem haver vantagens em se recomprar dívida quando existem grandes deságios, e não tem sido poucas as idéias no sentido de se tirar proveito dessa situação. Uma observação muito simples, todavia, precisa ser feita: se o custo de oportunidade dos fundos necessários para a recompra de dívida com deságio for a taxa de juros de mercado, ou seja, se a recompra dos bônus com deságio se faz com dinheiro obtido em emissão de dívida "nova" com termos como os da Tabela, esta recompra nada mais é que uma troca de dívida "velha" por "nova".

E se assim é, por que não fazer a troca diretamente ?

4. Dívidas "nova" e "velha": faz sentido trocar ?

Uma operação recentemente executada pelo México viria a demonstrar como uma troca de dívida pode ser feita e abrir um caminho promissor para outros países que possuem dívida com deságios elevados. A lógica é simples: O investidor que compra, digamos, US\$ 1,0 milhão do nosso Bônus ao Par a 55% do seu valor de face, desembolsando, portanto, US\$ 550 mil, receberá, ao final de um ano, 5% de juros (estamos no 3º ano de vida do título) sobre o valor de face, ou seja US\$ 50 mil. A taxa de juros que interessa ao investidor, todavia, é medida com relação ao que ele pagou: US\$ 50 mil divididos por US\$ 550 mil (supondo exatos 12 meses de duração do investimento) ou 9,09%, nada de muito diferente do que nos custa a nossa dívida nova.

É de se presumir, se o mundo fosse mais simples, que para um investidor estrangeiro seja indiferente comprar US\$ 550 mil em títulos de dívida "nova" que lhe rendem 9,09% ou comprar, pelo mesmo preço, um Bônus ao Par com valor de face de US\$ 1 milhão que lhe renderá, como explicado acima, os mesmos 9,09%. Só que não é bem assim. Poderá haver situações nas quais seja mais conveniente para o investidor comprar a dívida "nova" a 9,09% do que investir em Bônus ao Par. Muitos investidores institucionais americanos, por exemplo, são proibidos de comprar dívida reestruturada, e vários desses gostariam de comprar risco Brasil em dívida "nova", a 9,09%, se lhes fosse oferecido e sem nenhuma espécie de garantia, ou seja, é o risco Brasil "puro".

Para nós, a conveniência em trocar Bônus ao Par por dívida "nova" a 9,09% - aproveitando-se da indiferença do investidor entre as duas opções - reside no fato de que, com a troca, podemos cancelar os Bônus ao Par e ter de volta os títulos do Tesouro Americano que caucionamos em garantia. Para cada dólar de Bônus ao Par cancelado (valor de face), recebemos cerca de 18 centavos em títulos do Tesouro Americano. Nesse exemplo, o ganho da operação seria exclusivamente este: 18% do valor de face dos Bônus ao Par, ou seja US\$ 180 mil para cada US\$ 1 milhão trocado.

É muito importante notar que, nesse exemplo, nada muda no tocante às despesas de juros com a dívida externa. Pagávamos 5% sobre 100, ou seja US\$ 50 mil para cada US\$ 1 milhão, e agora pagamos 9,09% sobre um valor de principal que foi reduzido de, digamos, US\$ 1 milhão para US\$ 550 mil, ou seja os mesmos US\$ 50 mil. Os desembolsos do Tesouro Nacional continuam rigorosamente iguais.

5. O exemplo mexicano.

A operação mexicana teve essa mesma lógica, porém com algumas importantes variações. Foram trocados bônus ao par e bônus de desconto no valor de US\$ 2.337 milhões (valor de face). O bônus ao par (deles) pagava juros de 6,25% sobre o valor de face e era transacionado ao preço de 67% desse valor, o que representava juros efetivos para o investidor de 9,51%. O México emitiu, na troca, um novo bônus com prazo de 30 anos (alongando o prazo relativamente à dívida cancelada, cuja vida média era inferior a 24 anos), num valor total de US\$ 1.750 milhões (sem qualquer garantia), ou seja, cancelou US\$ 587 milhões de dívida externa "velha". O México pôde, todavia, levantar as garantias caucionadas sobre os US\$ 2.337 milhões trocados, o que representava US\$ 681 milhões em títulos do Tesouro Americano, ou seja, em *cash*.

Para ter esses benefícios (alongamento e cancelamento de dívida e também o de receber de volta as garantias), o México aceitou pagar uma taxa de juros efetiva de 12,4% sobre os novos papéis, ou seja, 2,9% acima do que rendiam, em termos efetivos, os Bônus ao Par mexicanos. Com isso, fica claro que os mexicanos aceitaram aumentar o fluxo de pagamentos de juros no futuro (em exatos US\$ 515 milhões em termos de valor presente) a fim de poderem receber os US\$ 681 milhões da garantia levantada. Lucro da operação: US\$ 166 milhões.

6. Faz sentido fazer igual ?

Não nos parece que o Brasil deve adotar os mesmos termos da operação mexicana. Para efeitos de simulação, se reproduzíssemos as mesmas condições e supuséssemos que seriam emitidos exatos US\$ 1 bilhão de novos bônus de 30 anos sem garantias, teríamos um cancelamento de dívida "velha" da ordem de US\$ 1.7 bilhão. Os juros pagos sobre a nova dívida, se usados os critérios mexicanos, seriam de 13%, consideravelmente mais altos do que os que incidem sobre os nossos Bônus ao Par, o que aumentaria o valor dos nossos pagamentos de juros em cerca de US\$ 222 milhões, medido em termos de valor presente, mas permitiria que levantássemos cerca de US\$ 318 milhões em títulos do Tesouro Americano. Mesmo adotando os critérios mexicanos, que não maximizam a rentabilidade da troca e sim o volume trocado, o lucro seria de cerca de US\$ 97 milhões. Esse número, é claro, é sensível ao preço do Bônus ao Par e tomou como referência o preço de dois meses atrás: 51,5%. Aos preços de hoje, 55%, o lucro ficaria reduzido a US\$ 58 milhões.

Esses números hipotéticos foram mostrados aos membros da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado (CAE), apenas como indicações sobre como seria se reproduzíssemos exatamente a operação mexicana inclusive com as prioridades deles. Não se trata de proposta mas de indicações sobre como uma operação como esta poderia funcionar. Na verdade, há bons motivos para não reproduzir exatamente a mesma operação. A operação mexicana foi configurada de modo a maximizar o valor de face cancelado (ou seja, fazer caixa com o levantamento das garantias) em troca de juros adicionais (em termos efetivos) no futuro. Não parecia haver tanta preocupação com os pagamentos futuros relativamente à importância que se atribuiu ao objetivo de fazer caixa. Tudo se passou como se o México estivesse interessado em usar a operação de troca como veículo para tomar dinheiro emprestado. Não há dúvida de que operações desse tipo podem ser feitas de forma diferente e com prioridades mais condizentes com as nossas necessidades. Na base desse exemplo, como de tantos outros que poderíamos produzir, está o fato de que há vantagens para o Brasil em fazer uma administração ativa de seu passivo externo.

7. Dúvidas sobre as operações.

A matéria em questão não é simples e tem ensejado compreensíveis dúvidas nos membros da CAE, tanto no que tange a princípios quanto no tocante a aspectos operacionais específicos. Não tem havido nenhuma restrição de parte do Banco Central e do Tesouro Nacional em discutir os princípios que nos fazem acreditar firmemente na existência de sólidos ganhos na reestruturação do nosso passivo externo, como aliás feito neste texto. Tampouco tem havido, de nossa parte, qualquer economia de informações ou análises acerca da operação mexicana, o único exemplo disponível para avaliações. Será difícil, todavia, ir além do que já fomos, divulgando, por exemplo, termos e condições específicas de operações planejadas, sem prejudicar a sua implementação nem comprometer a sua lucratividade. Em editorial recente, de 12.07.96, sob o título "Ameaça à reestruturação da dívida externa", o *Estado de São Paulo* ressalta a importância do sigilo nesse tipo de operação, no que só podemos concordar, especialmente no tocante a operações específicas. O mesmo não se observa com relação a princípios, como aliás, amplamente demonstrado nesta nota. De um modo ou de outro, não creio haver qualquer dúvida de que as informações prestadas dão amplas condições para que os senhores senadores deliberem sobre a utilidade genérica dessas operações.

8. O conselho dos entendidos.

A opinião genérica dos especialistas em assuntos financeiros sobre as operações aqui discutidas tem sido favorável. Há clareza sobre os mecanismos financeiros, os ganhos envolvidos e o significado implícito no esforço de se eliminar os últimos vestígios da crise da dívida externa da década passada. Será conveniente, dentro do esforço de reconstruir a imagem internacional do país, ter o nosso passivo externo todo ele formado de dívida reestruturada colocada compulsoriamente? Não será vexatório ter os nossos papéis a classificação próxima àquela conferida aos chamados *junk bonds* norte americanos, ou equivalente ao que aqui se denomina "moedas podres"? Como

pode um país que pretende elevar o seu perfil diante da comunidade financeira internacional ter como o seu papel mais negociado em mercados secundários um título chamado "Título de Juros Devidos e Não Pagos" (*Interest Due and Unpaid* , o popular IDU) ?

Esses e outros temas pertinentes à reestruturação da nossa dívida externa são analisados, por exemplo, pelo jornalista Celso Pinto em "A troca dos Bradies", na *Folha de São Paulo* de 16.05.96 e mais recentemente na matéria "Especialista aprova troca de US\$ 10 bilhões", na *Folha de São Paulo* de 21.07.96 (pág. 1-15). A matéria, de autoria do jornalista Fernando Rodrigues, traz uma detalhada entrevista com o Dr. Álvaro Simões, "um dos maiores especialistas em dívida externa brasileira", conforme a descrição do jornalista. Uma cópia da entrevista encontra-se em anexo. Além dessas, muitas outras opiniões foram emitidas por especialistas de renome, tais como o Dr. Emílio Garófalo, o economista Antônio Madeira, o jornalista Luiz Nassif, e muitos outros.

Embora possa haver motivos para proceder rapidamente, os senhores Senadores não devem ter pressa em decidir, se resta alguma dúvida sobre o assunto. Durante toda a renegociação de nossa dívida externa, o papel do Senado foi muito ativo e construtivo, tendo sido desenvolvido, ao longo dos anos, um excelente relacionamento entre os membros da CAE e os técnicos e dirigentes do Banco Central a cuidar de nossa dívida externa.

Desse diálogo constante, resultaram diversas Resoluções, algumas versando sobre matéria de natureza extremamente complexa, que viriam a regular a implementação dos acordos com os nossos credores externos. Não há porque imaginar que, em mais um capítulo desse relacionamento, os mesmos princípios de transparência e confiança mútua não possam presidir nossas conversas.