

# A renegociação da dívida brasileira: do discurso à forma

17 ABR 1984

Carlos A. Longo (\*)



Parece haver agora uma virtual unanimidade quanto à necessidade de renegociar a dívida externa em bases permanentes. A transferência de recursos ao exterior (exportações menos importações sem juros e amortizações) de US\$ 10 bilhões durante 1983-84 não pode continuar indefinidamente, sob pena de manter inalterado o atual quadro recessivo. A onda de otimismo que acompanha a retomada das exportações não deve perdurar, a menos que o crescimento das exportações permaneça muito acima das taxas de crescimento do comércio mundial. Isto é pouco provável. Porém, os efeitos da máxíma do ano passado (seguida de desvalorizações cambiais realistas) e da política salarial embutida no 2.065, ainda que retardados, ainda para não pôr defeito: afinal chegou um clima de esperança.

Este é o momento oportuno para, colocada em discussão a questão da dívida externa, definir-se o conteúdo básico da renegociação. E bom que se diga, antes de mais nada, que a renegociação não é uma panacéia e faz sentido se acompanhada também de modificações profundas nas atuais regras do jogo, tais como as propaladas, e até aqui engavetadas, reformas do sistema financeiro e tributário. O objetivo da renegociação deve ser reduzir substancialmente o montante das despesas financeiras (juros e amortizações) no balanço de pagamentos. Estas des-

de crescimento das exportações o saldo da dívida eleva-se exponencialmente.

Observa-se nos balanços das grandes empresas, especialmente das estatais, um avassalador aumento das obrigações em moeda estrangeira. Do ponto de vista patrimonial, o aumento no passivo corresponde a variações reais e monetárias do ativo circulante e imobilizado (ou à elevação do ativo diferido para amortização futura no caso de empresas em fase de implantação). Em decorrência da política cambial recente nota-se que o passivo exigível dessas empresas cresceu a taxas superiores ao rendimento dos seus ativos, devido ao excesso de imobilizações e/ou reduzido nível de atividade. A situação é insustentável, na medida em que a existência de um passivo sem contrapartida em investimentos produtivos gera eventualmente uma crise de liquidez interna que leva essas empresas à inadimplência generalizada.

Em resumo, o sistema

de amortização da dívida em vigor é perverso porque provoca uma antecipação do resgate da dívida. Como dissemos, quando a inflação não é capitalizada no principal (como acontece, por exemplo, nas prestações do BNH), o serviço da dívida incorpora instantaneamente a depreciação do empréstimo inicial. Quando a dívida não é rolada, digamos, por falta de novos empréstimos ou insuficiência na entrada de capitais de risco, cai-se inexoravelmente na renegociação. Passando, então, do discurso à forma, cabe a pergunta crucial: como implementá-la?

A presença de restrições externas que impedem o crescimento das exportações a taxas superiores a, digamos, 15% ao ano sugere que os mecanismos de renegociação que implementam basicamente o simples reescalonamento da dívida (mesmo contemplando carência, "spreads" reduzidos, elevação do prazo de amortização, etc.) não são suficientes. Por razões óbvias,

de natureza política e econômica, não se deve cogitar tampouco de esquemas simplistas e unilaterais de renegociação.

O professor Dornbusch, do MIT, sugeriu há tempo a necessidade de se consolidar a dívida externa através da emissão de bônus federais com correção monetária em dólar, juros mínimos e prazo de trinta anos. Estes títulos seriam transferidos aos bancos credores, que poderia renegociá-los na medida das suas necessidades, livrando-os, portanto, do problema de caixa, mas obrigando-os a lançar nessa ocasião, à conta de lucros e perdas, o deságio concedido na operação. Esta proposta, além de garantir a liquidez do sistema financeiro, reduz o serviço da dívida brasileira em um terço aproximadamente, abrindo espaço para importações, redução da taxa de juros doméstica e reativação da economia.

Recentemente, o Economist divulgou a notícia de que a International Finance Corporation (IFC), coligada ao Banco Mundial, estaria interessada em patrocinar a constituição de fundos de investimentos destinados à capitalização de empresas em países altamente endividados. De acordo com esta fórmula, os bancos venderiam (com deságio) parte do seu crédito a esses fundos (administrados por instituições financeiras privadas), que, por sua vez, colocariam certificados de investimento junto a poupadões institucionais.

O objetivo final desses fundos seria transformar o crédito adquirido dos bancos e, portanto, a dívida das empresas em participação acionária. O rendimento do fundo seria dado pelo lucro potencial desse investimento já devidamente expurgado.

Iniciativas como essa são louváveis mas pouco realistas. Há um fosso enorme entre os interesses na mesa de negociação. A concessão máxima obtida dos americanos, por enquanto, é a possibilidade de contornar empecilhos legais para rolagem da nossa dívida (isto

é, em vez de lançar os juros à conta de resultado, lançam-no à receita diferida). Por outro lado, o Brasil não pode continuar a gerar superávits a qualquer custo via contração monetária e fiscal.

Talvez mais realista é supor que os credores não estão prontos para se tornar sócios incondicionais de empreendimentos no exterior, mas concordam com uma solução intermediária que preserve sua liquidez e incentive a capitalização das empresas endividadas. Isto pode ser obtido permitindo-se a conversão da dívida externa das grandes empresas em debêntures conversíveis em ações. Estas debêntures teriam características de amortização, prazo e rentabilidade semelhantes aos bônus federais mencionados acima. Neste caso, o credor tem a opção de tornar-se acionista da empresa sempre que ela acene com a possibilidade de vir a ser lucrativa.

(\*) Professor de Finanças Públicas da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo.

pesas consomem quase 80% das receitas de exportações, sendo um dos maiores índices de serviço do mundo. Pouca gente realiza que grande parte dos juros reflete a correção monetária (inflação) sobre o empréstimo inicial, cujo efeito é abreviar o perfil da amortização da dívida, se os empréstimos não forem rolados automaticamente. Além do problema de liquidez, é preciso não esquecer do crescimento da dívida em termos reais: sempre que os juros pagos lá fora são maiores do que a taxa