

Túlio Arvelo Durán

O processo de endividamento externo brasileiro acelerou-se a partir do primeiro choque do petróleo ocorrido em fins de 1973. Quinze anos depois temos de voltar a refletir sobre as causas, a fim de tentar achar as diversas saídas para a crise de liquidez que se abateu sobre os países do Terceiro Mundo, após o descalabro do sistema financeiro internacional desde 1982/83.

Logo após a crise de liquidez do sistema, a ordem do dia era o ajustamento num curto prazo com o apoio do Banco Mundial através do denominado "ajustamento estrutural", representado, na realidade, por empréstimos amargos denominados SALs (Structural Adjustment Loans), que provocavam, na maioria das vezes, um quadro recessivo no mercado doméstico.

Os acontecimentos na República Dominicana em 1984, onde o ajustamento estrutural exigia, para reduzir o déficit público, o aumento do preço do pão e outros bens de primeira necessidade, foram seguidos de protestos violentos da população, a qual foi massacrada nas ruas de São Domingos deixando um saldo de mais de uma centena de mortes. Estes fatos pareceram ter mudado o enfoque dos bancos multilaterais. O diagnóstico estava errado e a crise não era de curto prazo, mas duradoura. Se em 15 anos o Brasil aumentou a sua dívida externa em 100 bilhões de dólares, o ajuste deve levar, no mínimo, outro tanto. Após 1985 a palavra de ordem foi modificada: vamos ajustar sem prejudicar o desenvolvimento econômico dos países endividados.

A faláncia coletiva dos países devedores levou o pânico a pequenos bancos que tinham caído na tentação dos empréstimos consorciados. Muitos deles optaram por realizar prejuízos e vender seus títulos com deságio no informal mercado secundário de títulos.

O surgimento do deságio no mercado secundário de título deu uma nova dimensão ao estoque da dívida externa do Terceiro Mundo. Novas modalidades de pagamento começaram

a ser exploradas, pois a geração de saldos crescentes em conta corrente não passou de ilusão, e a exportação líquida de capitais dos países do Terceiro Mundo não possui atualmente qualquer sustentáculo político.

Qual o elenco de opções disponíveis para o Brasil tentar equacionar esse problema, que, em síntese, se limita a identificar o perfil do pagamento da dívida externa brasileira capaz de não comprometer o futuro do país?

Em termos gerais são cinco os caminhos que o país pode seguir (alguns deles não mutuamente exclusivos):

- Renegociação soberana — A busca incessante de um denominador comum entre o país e os credores. Este é um trabalho permanente do executivo.
- Moratória, securitização da dívida (trocar papel ruim por outro pior). Modelo de confronto. Só faz sentido com uma sólida posição de reservas cambiais e poder negociar sem pedir mais empréstimos.
- Conversão da dívida em capital de risco. Conversão formal. (*Debt-swap*).

Consiste na troca dos títulos da dívida por investimentos. O governo através de leilões de deságio se apropria de parte do deságio do título. É uma solução de mercado eficiente no sentido de que o mercado fixa a parcela do deságio a ser absorvida pelo governo. Traz os seguintes inconvenientes:

— a dívida não é liquidada, constituindo-se, na realidade, em uma troca de passivos do país.

— trocando dívida por parceria talvez em setores altamente protegidos no mercado interno. Como os investimentos são em cruzados registrados em dólares isto provocará pressões futuras no balanço de pagamentos na remessa dos "cruzados-dólares".

— por último, estando o país numa posição de barganha fraca, dada a crise de liquidez que nos sufoca, os investimentos são feitos com desconto, o que parece ser um contra-senso se lembrarmos que os investimentos são altamente rentáveis e registrados em dólares.

d) Conversão informal — É a troca de dívida vincenda por cruzados, com desconto para o devedor, sem nenhum compromisso aparente de investimento de longo prazo e sem registro em dólares. Estima-se até o momento em US\$ 2 bilhões o montante de conversão informal realizada. Esta modalidade tem as seguintes vantagens:

- a de não criar cruzados-dólares, pois não há o compromisso de remessa de lucros e sim uma troca de dívida por cruzados.
- elimina de vez o compromisso em moeda forte.

Dois problemas mortificam os seus adeptos:

— ao ser uma operação estritamente financeira fica mais evidente o impacto na base monetária (os cruzados utilizados na troca teriam sido congelados no Bacen); e

— o aquecimento do mercado paralelo do dólar onde a conversão informal é apontada como um dos principais suspeitos. A nova regulamentação anunciada deve esfriar este mercado.

e) Conversão por exportações. (*Debt for Goods* ou *Trade-swap*).

Consiste na troca de títulos por exportações de bens e serviços. O importador ao invés de pagar em moeda forte o faz em títulos da dívida vencida ou vincenda. Ao estarem os títulos com desconto no mercado secundário, o deságio pode viabilizar exportações de produtos com problemas de competitividade ou bens de capital de período longo de produção e de alto valor adicionado nacional. A conversão por exportação é um instrumento mais poderoso que a conversão em capital de risco, pois elimina a dívida no ato da exportação, o que não acontece com a conversão formal que é uma troca de passivo exigível por outro não exigível que rende dividendos em moeda forte.

A conversão por exportações é objeto de ampla discussão entre o governo e o setor privado. Constitui-se no instrumento mais eficiente para ampliar o tamanho do nosso comércio

exterior. Segundo informações extra-oficiais, existem em carteira no Bacen mais de US\$ 8 bilhões para o *trade-swap*. O único empecilho que este esquema possui quando utilizado como instrumento de mercado é justamente a regulamentação do mesmo. Quais critérios serão utilizados para separar a exportação convencional da que vai ser trocada por títulos da dívida externa vencidos ou vincendos? Embora pareça um problema eminentemente técnico, dele dependerá o sucesso desta modalidade.

Concluindo, devemos destacar que os caminhos para o equacionamento do problema da nossa dívida externa, de forma a convertê-la num instrumento adicional para contribuir no processo de desenvolvimento econômico, vão além das soluções de confronto propriamente ditas, abrindo possibilidades para soluções eficientes de mercado.

A conversão em capital de risco, em franco desenvolvimento no Brasil (com quatro leilões já realizados), entrega com desconto o mercado interno e lucros ao investidor estrangeiro, o que parece, à primeira vista, um contra-senso. O problema do Brasil é eminentemente financeiro e político e não econômico. Deveríamos, outrossim, cobrar um ágio pela reserva de mercado que muitos setores ainda usufruem. A conversão informal surgiu no vácuo dos momentos de indecisão na regulamentação da conversão formal. Ao ser uma operação eminentemente financeira, só traz benefício aos felizardos que têm acesso a esse sofisticado mercado.

A conversão por exportações merece a maior atenção das autoridades. O problema parece-nos mais técnico do que conceitual, tendo em vista que é, definitivamente, a mais vantajosa para o país entre todas as discutidas até agora. Além de incentivar a economia a crescer, resolve, de uma vez por todas e sem maiores efeitos colaterais, os nossos compromissos pendentes com a comunidade financeira internacional.

Túlio Arvelo Durán é professor da Faculdade de Economia e Administração da UERJ e consultor de empresas