

Dívida externa, conversão e pacto

J. CARLOS DE ASSIS*

A conversão em investimentos de risco na infraestrutura da dívida externa brasileira por empréstimos contratados a taxas flutuantes não é apenas uma alternativa, mas a única alternativa consistente de escaparmos do estrangulamento econômico a que a política econômica, apenas perfunctoriamente alterada na Nova República à época do cruzado, nos está impondo ao longo desta década. Em razão de ser a alternativa realista, foi colocada como um dos parâmetros basilares desde as primeiras abordagens do movimento sindical, no segundo trimestre deste ano, com vistas ao pacto social.

A origem de nosso estrangulamento, como de resto de toda a América Latina, está na dívida Externa. Não apenas por sua dimensão macroeconômica, mas por estar concentrada, formal ou por garantias, no Governo Central, a dívida externa tem uma intolerável dimensão fiscal, que se traduz na incapacidade do Tesouro de emitir moeda, realizar investimentos e sequer sustentar o nível de despesas correntes das administrações públicas. Sem atacar esse gargalo central é virtualmente impossível restaurar o equilíbrio das contas públicas e evitar a hiperinflação. Muito menos será possível retomar a trilha do desenvolvimento.

Tomando-se os saldos de dezembro de 1987, verifica-se que o total da dívida externa e interna do Governo Central (Tesouro e Banco Central), líquido das reservas internacionais, elevava-se a 81,5 bilhões de dólares. Em contrapartida, os haveres líquidos do Banco Central (isto é, empréstimos ao sistema econômico) limitavam-se a meros 9,7 bilhões de dólares. A diferença, da ordem de 71,8 bilhões de dólares, corresponde a obrigações do Governo Central sem contrapartida de ativos capazes de gerar receita necessária ao pagamento dos juros e amortização do principal. Assim, o serviço desta dívida, junto com a própria dívida, passa a ser rolando no **open market**, com emissão de mais dívida interna. É por esse mecanismo que a dívida interna pública nada mais é que o efeito cumulativo do pagamento dos juros da dívida externa, na medida em que, para pagar esses juros, o Governo Central necessita de cruzados para adquirir dos exportadores o saldo comercial com o exterior.

O montante da dívida líquida do Governo Central, deduzidas as reservas internacionais e os haveres do Banco Central por empréstimos, equivalia a 27 por cento do PIB em 31 de dezembro último. Esta é, também, a medida do déficit público financeiro real no dia 1º de janeiro de 1988. Entretanto, como a dívida pro-

gride à razão de uma taxa de juros ponderada de no mínimo 10 por cento ao ano, e os haveres líquidos do Banco Central têm uma taxa de retorno inferior, quando não negativa (por força dos subsídios implícitos de crédito), o déficit financeiro tende inexoravelmente a ampliar-se no curso do ano.

O próprio Ministro da Fazenda, numa entrevista que concedeu ao jornalista francês Paul Fabra (*Le Monde*, 30-9-88), estimava que o déficit efetivo tendia a atingir 36 por cento do PIB este ano. Mais recentemente, numa das reuniões do pacto social, o ministro Costa Couto reestimou o déficit para 34,5 por cento do PIB. Para camuflar a dimensão da tragédia do setor público deficitário, o FMI sugeriu e as autoridades econômicas brasileiras aceitaram trabalhar com o conceito de déficit "operacional". Este conceito, contudo, qualquer economista menos míope sabe, não mede o total do déficit, mas apenas o aumento do déficit de um ano para outro.

O propósito de reduzir ou zerar o déficit operacional, por cortes nas despesas correntes ou através do pagamento da estocagem da dívida vencida de Estados e Municípios,

“Atacar o problema em sua origem significa renegociar os termos do acordo recém-assinado, de forma subalterna e agressora dos interesses legítimos da sociedade brasileira.”

é uma escamoteação do problema central. Macroeconomicamente, isso corresponde à meta de estabilizar a inflação no patamar dos 28 por cento ao mês. Trata-se de uma insensatez, e corresponderia ao propósito, não menos insano, de estabilizar uma hiperinflação.

Atacar o problema em sua origem significa renegociar os termos do acordo recém-assinado, de forma subalterna e agressora dos interesses legítimos da sociedade brasileira, com o exótico comitê de bancos credores (pago pelo Brasil para defender os interesses de curto prazo dos bancos) e com o Clube de Paris, sem falar no programa acertado com o FMI. A comunidade financeira internacional já tem dado mostras de estar disposta a uma negociação séria, em termos de interesses fundamentais recíprocos, e o próprio mercado financeiro deu o sinal inequívoco de que não acredita na viabilidade do acordo em curso. Com efeito, tão logo foi assinado, os títulos brasileiros, representativos da dívida externa, voltaram a sofrer altos deságios no mercado internacional e est-a-o sendo negociados por um valor abaixo de 60 por cento de seu valor de face.

A proposta de conversão de dívida por empréstimos em investimentos de risco de infraestrutura nada mais é do que adaptar nossa negociação externa a essa realidade de mercado. É a infra-estrutura econômica que requer a retomada de investimentos pesados na economia brasileira. Mas o setor privado não investe em infra-estrutura porque, aí, é baixa a taxa de retorno e longa a maturação do investimento. Nossa proposta, que foi levada ao movimento sindical mais responsável e teve dele a concordância, em princípio, é articular o programa de conversão a um programa de investimentos novos em infraestrutura, parte dos quais poderia ser privatizado.

Isso poderia ser feito através da criação de uma **holding** de planejamento e gerência financeira, pelo Banco Central e BNDES, que concentraria todo o programa de conversão. Esta **holding**, tendo em seu conselho de administração representantes do setor empresarial e dos trabalhadores, selecionaria e indicaria os projetos individualizados eleitos para o programa de conversão. Cada um desses projetos seria organizado na forma de sociedade anônima, que

ser capitalizada automaticamente ao longo do período de maturação do empreendimento — três a cinco anos, por exemplo, para uma ferrovia ou um terminal portuário. Quanto aos recursos para tocar os empreendimentos, em si, eles deverão ser liberados pelo Banco Central, através de **holding**, em tranches, de acordo com o avanço do cronograma físico dos próprios empreendimentos. (Esquema semelhante poderia ser usado no financiamento da aquisição externa de bens de capital por conversão de dívida, o que também se propôs ao movimento sindical nas discussões do Pacto).

Em termos macroeconômicos, a conversão significa reduzir e até mesmo eliminar o desequilíbrio estrutural do Banco Central. Ou transferir a obrigação externa, contratada às imponderáveis taxas flutuantes, hoje alojada no Tesouro e no Banco Central, em obrigação do sistema econômico por investimentos de risco. Em lugar de, no próximo ano, pagarmos 8 bilhões de juros da dívida externa do setor público, estaremos investindo estes 8 bilhões na infraestrutura econômica, para somente depois, com a maturação dos investimentos, remetermos dividendos ao exterior. Essa remessa de dividendos, contudo, não será obrigação do Banco Central, mas obrigação do sistema econômico.

Alguns ingênuos alegam que a conversão interna, sem deságio, representa um subsídio do Banco Central. Ou, no mínimo, impede o Banco Central de apropriar-se de parte do deságio externo. Esquecem-se, estes ingênuos, de que o acordo feito com os comitês de bancos credores sanciona o pagamento integral dos juros em dólar, a despeito do desequilíbrio fiscal que provoca. E mais: o pagamento de parte do estoque da dívida vencida que se quer impor aos governos estaduais corresponde a pagar em dólar, pelo valor de face, uma dívida que já está desagiada em mais de 60 por cento no mercado externo.

É evidente que há um subsídio, mas quem está subsidiando o investidor — que tanto pode ser estrangeiro, quanto um nacional que repatria capital, ou mesmo um ente público que adquira títulos brasileiros no exterior — é o sistema bancário internacional. E subsídio não porque goste do Brasil, mas sim porque esta é a única forma realista de reaver parte do capital que comprometeu aqui, originalmente, e que depois engordou com as taxas escorchantes de juros flutuantes, observadas desde o início da década.

José Carlos de Assis,
é jornalista e assessor
da Confederação
Nacional da Indústria

poderia emitir debêntures convertíveis em ação pelo valor global do próprio empreendimento. Essas debêntures, com rentabilidade garantida pelo Tesouro — digamos, 6 por cento ao ano sobre a correção monetária —, seriam oferecidas ao mercado nacional e internacional.

Os portadores de títulos brasileiros adquiridos com deságio no mercado internacional constituiriam o principal mercado para colocação dessas debêntures. Para isso — e exclusivamente com esse objetivo — o Banco Central converteria os títulos pelo valor de face. Isso significa que a rentabilidade efetiva da debênture dependeria não dos juros de face, em cruzados, mas do deságio do título original adquirido no exterior. Se este deságio for 50 por cento, a rentabilidade efetiva da debênture seria de 12 por cento. Finalmente, se a debênture vier a ser convertida em ações, após seu período de maturação, o retorno do investimento feito corresponderia ao dobro da taxa de retorno interno do investimento em cruzados.

O impacto monetário da conversão dos empréstimos em investimentos seria reduzido de duas formas. A debênture deve