

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 perfuntoriamente 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 rolado no **open market**, com emissão de mais dívida interna. E, 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 miope 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 estoque da dívida vencida de Estados e Municípios,

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 infraestrutura econômica que requer a retomada de investimentos pesados na economia brasileira. Mas o setor privado não investe em infraestrutura 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 macroeconómicos, 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 exterior.

E 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 subsidia 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.

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 corresponde 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 estavam sendo negociados por um valor abaixo de 60 por cento de seu valor de face.

poderia emitir debêntures conversíveis 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

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