

Uma oportunidade histórica

- 8 AGO 1987

Francisco Gros *Dir. Externo*

A questão da conversão da dívida externa em capital de risco tem sido amplamente debatida ao longo dos últimos meses. Alguns defendem a adoção de regras liberais, vendo nessa conversão a solução de todos os problemas relativos ao nosso endividamento externo. Outros têm atacado o conceito da conversão, receosos de uma eventual desnacionalização da economia brasileira. Creio que a verdade não se encontra em nenhum dos extremos e que deveríamos buscar um enfoque mais equilibrado da questão.

Nossa dívida externa é de tal ordem (US\$ 110 bilhões em meados de 1987) que nenhum programa razoável de conversão poderá reduzi-la substancialmente. Para se ter uma idéia dos números envolvidos, o volume de investimento estrangeiro no país no auge do nosso crescimento econômico na década de 70 foi da ordem de US\$ 2 bilhões por ano. No caso brasileiro, me parece que esse número poderia ser uma meta razoável para um programa de conversão de dívida. É evidente que US\$ 2 bilhões/ano — pouco impacto terão em termos de nossa dívida global — menos de 2% comparados ao estoque, e menos de 20% comparados ao fluxo dos juros devidos anualmente.

A realidade é que os números de nossa dívida externa — bem como os dos demais países altamente endividados — são de tal ordem que não encontraremos soluções mágicas para a questão. Para equacioná-la, devedores e credores precisarão atuar em conjunto, cada um reconhecendo e assumindo sua parcela de responsabilidade, de modo a encontrar soluções para um problema que mal começamos a enfrentar de uma maneira eficaz. E mesmo trabalhando juntos, não encontraremos uma única solução para esse problema, e sim um somatório de soluções para enfrentá-lo. É sob esse enfoque que devemos encarar a conversão: uma das várias contribuições necessárias para equacionar a questão da dívida externa.

Se a conversão não é a solução definitiva para os problema da dívida, ela é, no meu entender, um elemento absolutamente essencial no processo de retomada dos investimentos em nossa economia. É preciso, portanto, que qualquer projeto de conversão de dívida em capital seja plenamente condizente com os objetivos da política industrial do país. E é sob esse aspecto que entendo que a questão da conversão deva ser prioritariamente enfocada.

Ao longo dos últimos 40 anos, o Brasil tem crescido a taxas extraordinárias e consistentemente altas, da ordem de 7% a.a. Essas taxas têm sido alcançadas pela combinação dos investimentos de capital estatal, estrangeiro e privado nacional. É esse o tripé sobre o qual o nosso desenvolvimento econômico sempre se baseou, e é essa a equação que precisamos reconstruir para podermos retomar os altos níveis de crescimento da economia brasileira.

Creio, portanto, que qualquer projeto de conversão de dívida deva ser conduzido sempre com dois objetivos em mente: a) Atrair e dirigir os recursos de que precisamos de modo a viabilizar os projetos de investimento da economia brasileira, e portanto impulsionar o nosso desenvolvimento econômico; e b) Buscar obter a maior alavancagem possível no processo de renegociação da dívida externa. Preocupa-me, no entanto, que este último objetivo se sobreponha ao primeiro, levando-nos a implementar um projeto de conversão que não corresponda às necessidades básicas de investimento em nossa economia.

O Governo já deixou clara a sua intenção de se apropriar de uma parcela do deságio com o que o mercado negocia títulos brasileiros. Na medida em que os títulos brasileiros são hoje negociados por cerca de 55% do seu valor nominal, ou seja,

com um deságio da ordem de 45%, não resta dúvida de que o objetivo de buscar a apropriação pelo país da maior parcela possível desse benefício é perfeitamente razoável.

Trata-se, entretanto, de uma meta extremamente difícil de ser atingida. Em primeiro lugar, porque levanta a questão de como alocar o benefício do deságio entre o governo e o empreendimento nacional ao qual se destinarão os recursos fruto da conversão. É óbvio que um investidor estrangeiro que puder adquirir um ativo no mercado por 55% e receber um crédito de 100% por esse mesmo ativo estará disposto a aceitar um retorno menor sobre o seu investimento no país. Ou seja, esse investidor estará disposto a pagar um valor maior pelos ativos que estiver comprando aqui. Do ponto de vista de uma empresa brasileira que estiver buscando recursos externos para viabilizar seus projetos de expansão, as suas ações poderão ser vendidas mais caro ao investidor estrangeiro. Alternativamente, para um mesmo valor investido na viabilização de um novo projeto, a companhia brasileira terá que ceder uma parcela menor do seu capital para captar o mesmo volume de investimento estrangeiro.

Pelo mesmo raciocínio, se o governo se apropriar de uma parcela do deságio de 20%, por exemplo, o investidor estrangeiro só receberá 80%, e não mais 100% do valor de face do título adquirido. Ora, na medida em que o investidor estrangeiro buscará sempre obter o mesmo retorno sobre o capital investido, estará disposto a pagar apenas 20% menos pelas ações adquiridas. O custo de capital do empreendimento terá aumentado na exata na exata proporção dos recursos retidos pelo governo. Ao tentar se apropriar de uma parcela do deságio, o governo estará aumentando o custo dos recursos de conversão para as empresas que deles se utilizarão.

Ou seja, no caso de investimentos em companhias nacionais, o benefício do deságio é necessariamente do país. O que se discute é a sua alocação entre o governo e os empreendimentos produtivos aos quais os recursos se destinam. A apropriação pelo governo de uma parcela do deságio nada mais será do que uma transferência fiscal da empresa nacional para o governo, sob a forma de um maior custo de capital.

Desde 1980 não temos tido grandes projetos de investimento na economia brasileira. Se os projetos que estão em consideração não forem rapidamente implementados, os nossos saldos comerciais se evaporarão a curto prazo, tanto pela perda de competitividade do setor exportador quanto ainda pelo crescimento inexorável da demanda interna, que reduzirá rapidamente os excedentes exportáveis. Entendo que a implementação desses projetos de investimento depende da contribuição do capital externo que virá no âmbito de um programa adequado de conversão de dívida em capital.

Precisamos estabelecer regras e salvaguardas para assegurar que o programa de conversão atinja os objetivos da política de crescimento industrial. Mas precisamos ter a certeza de que o programa será bem-sucedido em atrair um fluxo de recursos adequado para o país e que esses recursos estarão disponíveis a custos que viabilizem nossos projetos de investimento. Caso isso não ocorra, esses projetos não serão implementados, e estaremos desperdiçando uma oportunidade histórica.

Por outro lado, se soubermos conduzir o processo de conversão de maneira adequada, teremos transformado a ameaça da dívida numa excepcional fonte de recursos para investimentos em nossa economia e contribuído para uma solução, ainda que parcial, do caso da nossa dívida externa.