

# Valerá a pena fazer a conversão da dívida?

Se a dívida externa brasileira é negociada com deságio no Exterior, só convém ao Brasil convertê-la em capital de risco se apropriar-se desse deságio, afirma o economista Ruben Darío Almonacid, professor de Macroeconomia na FEA-USP que foi presidente da Divesp (Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários do Estado de São Paulo) quando Affonso Pastore era o secretário da Fazenda.

Ao defender a apropriação do deságio (que supera 40% do principal), Almonacid aproxima-se de tese defendida pelo ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira. O economista, porém, discorda de seu colega norte-americano Rudiger Dornbusch, que defendeu o pagamento da dívida em cruzados e não em dólares. "Se isto for possível, a dívida externa não será mais um problema. Basta que sejam instaladas mais algumas máquinas ou ampliado o horário de trabalho das existentes na Casa da Moeda", escreveu Almonacid em artigo que preparou em conjunto com Maria Cristina Pinotti, doutoranda na USP.

O economista entende que a questão da conversão em discussão no governo comporta aspectos econômicos relevantes — e tanto o risco de sérias perdas como a obtenção de importantes ganhos. O que é conversão? — indaga Almonacid: "É um mecanismo através do qual um devedor entrega ativos de sua propriedade em substituição ao dinheiro que se comprometeu a pagar por uma dívida contraída. Isto pode acontecer: a) por necessidade do devedor, que não tem o dinheiro correspondente ao que deve e não consegue vender o seu ativo, ou parte dele, a um preço comparável ao aceito na conversão; ou b) por conveniência do credor, que dessa forma facilita a realização de uma transação, aumentando o seu lucro ou minimizando a sua perda".

"No processo de conversão de uma dívida, é crucial tanto o valor atribuído a ela (se inclui o principal, juros, multa etc. e se é calculada ao par ou com deságio) como o do ativo entregue em pagamento (valor de mercado ou inferior ou superior a ele). É claro que, do ponto de vista do devedor, a conversão da dívida será tanto mais vantajosa quanto menor for o valor a ela atribuído e maior o valor atribuído ao ativo entregue", explica o economista.

Almonacid e Pinotti distinguem as conversões de dívida feitas entre agentes econômicos de um mesmo país e de países diferentes. Isto porque, no primeiro caso, o ato de transferência de propriedade do ativo (do devedor para o credor) paga a dívida e, no segundo, isto não ocorre necessariamente. Por que? Entregando um ativo ou uma parte do território (como fez a União Soviética com o Alasca), a dívida está quitada. Mas, se o ativo fica no país devedor, "a dívida só será eliminada se os frutos desse ativo forem transferidos para o país credor".

Conversão não paga a dívida, escreve o professor da FEA-USP, citando o ex-ministro Mário Henrique Simonsen. O ônus da dívida só muda conforme o valor atribuído à conversão (menor ou maior que o de mercado). "Esta distinção — afirmam Almonacid e Pinotti — está relacionada com a propriedade dos bens de capital ou das empresas. Quando o ativo é de propriedade de agentes econômicos nacionais, os frutos que ele render serão nacionais, desfrutados por nacionais, e gerarão empregos e renda para os agentes nacionais. Quando o capital é estrangeiro e os frutos são remetidos ao Exterior, eles deixam de produzir qualquer benefício ao país. Evidentemente, se o capital for de estrangeiros e eles nunca retirarem nenhuma renda nem exigirem a repatriação do principal, seria o mesmo que eles fazerem uma doação desse capital". Assim, "há uma distinção importante entre a empresa nacional e a estrangeira", escreveu citando Roberto Castello Branco, ex-diretor do BC.

Almonacid rejeita a tese do presidente da Bovespa, Eduardo da Rocha Azevedo, de que a conversão elevará a capacidade de investimento da economia. "Isto porque — observa — a conversão não aumenta a quantidade de recursos reais disponíveis na economia (que é o que acontece quando entram recursos externos novos) e nem modifica as condições de tentabilidade dos ativos existentes, não tendo, portanto, como favorecer novos investimentos."

O essencial, defende, é que "a dívida deverá ser avaliada a um valor não superior ao que ela tem hoje no mercado. Mas isso não basta. Esta não é uma condição suficiente para que a conversão seja vantajosa". Isto porque, acrescenta, "o preço dos ativos no Brasil corresponde ao valor presente dos fluxos esperados de retornos que os ativos prometem pagar. Como a taxa de desconto utilizada na avaliação dos ativos é a taxa de juros doméstica e esta tem sido significativamente superior à taxa de juros paga sobre a dívida externa, seria possível que, apesar da nossa dívida ser avaliada com o deságio atual e de os nossos ativos serem vendidos a preços de mercado, ainda assim, em razão das diferenças de taxas de juros, poderíamos acabar com um ônus da dívida convertida maior que o da dívida atual".

Almonacid adverte que o Brasil estará negociando com profissionais especializados em dívida; que "aceitar a transformação, pura e simples, da dívida em capital de risco, como vem sendo feito até agora, desconhecendo o deságio existente sobre a dívida no mercado internacional, implica em aumentar, com a conversão, o ônus da dívida enormemente"; e "o sucesso ou fracasso resultante do processo depende tanto do valor atribuído à dívida como aos ativos a serem entregues. Pagar o equivalente a um dólar por algo que vale 60 centavos, como estamos fazendo até agora, só traz prejuízos ao País", enfatizam Almonacid e Pinotti.

**Fábio Pahim Jr.**