

# Conversão

JORNAL DO BRASIL

## Divida Externa

# sem magica

José Serra

**N**AS discussões sobre o tema da conversão da dívida tem havido um equívoco em torno de uma questão que parece óbvia mas que, como me advertiu o professor José Roberto Mendonça de Barros, tem sido tão ignorada quanto o fato de que já se realizava conversão no Brasil enquanto alguns discutiam se ela deveria existir ou não.

Certos economistas, autoridades econômicas, empresários e até mesmo parlamentares têm apresentado um raciocínio fascinante para um país angustiado pelo ônus de uma dívida que vale cinco vezes nossas exportações e se aproxima da metade do PIB. Tal raciocínio pode ser resumido de forma simples, o que aumenta seu charme e o entusiasmo que provoca: (I) As obrigações externas brasileiras no mercado secundário têm hoje um deságio em torno de 50%. (II) Com isso, uns 70 bilhões de nossa dívida, que podem entrar nesse mercado, "custariam" 70 x 0,50, ou seja US\$ 35 bilhões. (III) Assim, o país poderia recomprar boa parte de sua dívida, a preço baixo. (IV) Como? Por exemplo, emitindo um bônus, que alguém garantiria (fiador), para comprar a dívida, realizando o lucro do deságio. (V) O bônus passaria a render juros que seriam efetivamente pagos aos credores.

Aceitando o raciocínio, nos termos em que tem sido feito, caberia perguntar: como fariam os bancos, técnica ou legalmente, para realizar essa perda e, principalmente, quem ou como garantiria o novo bônus? Mas caberia ainda acrescentar a terceira e vital questão, relacionada com a sempre incômoda diferença, em teoria econômica, entre média e margem (que concorre com a que existe entre fluxo e estoque). O fato de que as obrigações externas do Brasil no mercado secundário sofrem um deságio de 50% não significa que, existindo demanda e permitindo-se sua comercialização, seu

preço médio teria esse deságio. Os 50% valem para a margem, isto é, para os primeiros casos. Porém, se se desejasse comprar toda a dívida desvalorizada, o deságio cairia fatalmente. Ou seja, a menos que toda a dívida fosse recomprada de uma vez, de surpresa, uma possibilidade que, além de meramente teórica, suporia uma disponibilidade inimaginável de recursos nas mãos do Brasil ou de algum fiador poderosíssimo e confiante (para garantir os bônus). De outro modo, seria fatal que a comercialização das obrigações no mercado secundário fizesse cair o deságio.

Para fazer um paralelo simplista, basta imaginar uma cidade com 10 mil residências onde são comercializadas 100 unidades ao mês, a um preço equivalente a 50. O que ocorreria se a demanda se elevasse, e conseqüentemente a comercialização subisse para mil unidades mensais? Criar-se-ia, no processo, um ágio crescente no preço (deságio decrescente no caso das obrigações externas).

É evidente, desde logo, que no caso de países como o Chile ou a Bolívia, com dívidas negociáveis muito menores (a Bolívia tem menos de US\$ 1 bilhão nessa faixa) e menores oportunidades de investimentos na economia doméstica, o problema não se coloca na mesma magnitude. Como também é óbvio, mas convém ressaltar, as considerações anteriores não invalidam a idéia de que o país possa ou deva desfrutar das vantagens da conversão, desde que obedecendo a critérios racionais, no contexto de uma política de desenvolvimento e articulada com uma política industrial que não temos e de que necessitamos logo (ver meu artigo no JORNAL DO BRASIL de 2 de agosto passado). Apenas sugerem, novamente, que não há mágica possível no campo da conversão, instrumento potencialmente importante que pode e deve ser bem aproveitado, mas sempre avaliado em sua justa e moderada dimensão.