



O ministro quer negociar antes com os bancos

Base monetária, dívida pública e conversão.

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang (*)

Fala-se muito em conversão da dívida externa em investimentos no Brasil. Há dois motivos básicos para que esta conversão seja regulamentada e efetuada.

Os títulos da dívida externa brasileira estão sendo negociados com um desconto de 50% no mercado secundário. Se fosse possível ao governo brasileiro recomprar neste mercado um volume expressivo de nossa dívida por metade do valor original, sem dúvida alguma já o teria feito, e os problemas externos brasileiros estariam bastante reduzidos.

Há duas razões que impedem que tal operação seja realizada. Em primeiro lugar, se um país começa a recomprar a própria dívida e tal fato é detectado pelo mercado, o deságio reduz-se de imediato. Ainda assim, mesmo que seja possível ao governo pulverizar as compras dos títulos da dívida externa, de modo a manter sigilosa sua posição de comprador, ocorre que a liquidez deste mercado é muito estreita. Isto porque ele é formado primordialmente por pequenos bancos, com os quais o Brasil possui um débito reduzido. Com efeito, o custo anual de administração de um débito problemático pode ser muito elevado, fazendo com que valha a pena que se desfçam das dívidas, mesmo que para isto tenham que incorrer em uma perda, muitas vezes não desprezível.

Por outro lado, não há um meio melhor para que se avaliem os débitos externos de um país do que o mercado secundário. Isto faz com que o Banco Central tenha intenção de apropriar-se de parte do deságio dos títulos da dívida externa brasileira.

A conversão da dívida é um dos instrumentos mais adequados para que o Brasil se aproveite deste fato, como se vai ver mais adiante.

O segundo motivo para a conversão da dívida é a transformação de um fluxo de pagamentos em moeda estrangeira, o dos juros, por um fluxo em cruzados, o de lucros e dividendos. Isto traduz-se em duas vantagens. Em primeiro lugar, os pagamentos do Brasil ao exterior ficam independentes da taxa de juros externa, parâmetro que não podemos influenciar. Em segundo lugar, a remessa dos cruzados ao exterior fica condicionada à existência de reservas de moeda estrangeira no Banco Central que sejam suficientes para tal.

Entende-se, então, por que a conversão da dívida tem sido tão falada ultimamente. O Chile, por exemplo, tem um programa de conversão desde 1985 que já resultou em conversão de mais de 10% da dívida externa chilena. O que tem atrasado a regulamentação do programa brasileiro?

Se desconsiderarmos os arroubos xenófobos da Constituinte, a resposta é, fundamentalmente, operacional. O Banco Central procura a melhor maneira de aproveitar-se de parte do deságio externo.

Várias são as propostas para a conversão que estão sendo analisadas. Pretendo concentrar-me na análise de um método, cujas virtudes são a simplicidade e o fato de não onerar a dívida pública, nem causar expansão da base monetária, evitando assim adicionais pressões inflacionárias.

A idéia é a troca dos títulos da dívida externa por títulos que tenham um valor de face idêntico em cruzados, mas que rendam a taxa das LBCs. Poderia ser, por exemplo, uma LBC longa, de cinco anos.

O governo extrairia um ganho desta operação, simplesmente deixando que estes títulos fossem disputados em leilão. Em outras palavras, oferece-se alguma quantia predefinida destes títulos num leilão, cujo parâmetro seria o ágio das LBCs. O título da dívida externa acabaria sendo convertido por LBCs longas agiadas. Ou seja, o Banco Central estaria trocando a dívida externa, que custa a **prime** mais uma taxa de risco (**spread**), por dívida interna, que custa a taxa das LBCs, e ainda conseguiria um ganho no ágio acima da LBC, resultante do leilão. Desta forma haveria apenas uma troca, de dívida externa por dívida interna mais barata.

Também a taxa de juros interna não se alteraria com esta medida, já que a quantidade total de cruzados na economia permaneceria a mesma. De fato, se uma empresa, ou um banco estrangeiro, recebesse uma LBC do governo, esta poderia ser vendida ao mercado interno. Esta empresa ou banco ver-se-ia, então, com cruzados advindos desta venda, que poderiam ser reaplicados no sistema financeiro, ou na economia, mantendo inalterada a quantidade de cruzados em circulação e deixando estável a taxa de juros interna.

Cabe ainda dizer que a repatriação dos dividendos e juros provenientes deste capital convertido só deveria ser autorizada a partir de um determinado prazo, por exemplo, oito anos.

A proposta para conversão apresentada acima é fácil de ser implantada e seguida, além de apresentar a vantagem de não onerar (ao contrário, até aliviar) a dívida pública e não aumentar a base monetária, nem os juros reais. Resta esperar que o Banco Central a leve em consideração.

(*) Professor da EPGE — Fundação Getúlio Vargas e do IMPA/CNPq
Doutor em Economia
pela Universidade de Princeton.