

Balanco positivo da conversão da dívida em capital de risco

Externo
Elmo de Araújo
Camões*



Em fevereiro de 1988, o Banco Central tomou pela primeira vez uma iniciativa concreta e séria para conversão de dívida externa em capital de risco. Com a Resolução 1.460, estabeleceu-se um programa de conversão ágil e abrangente, levando em conta e prevenindo possíveis impactos expansionistas sobre a base monetária. Outros detalhes importantes também foram considerados.

Não existem programas infalíveis. No caso do Programa Brasileiro de Conversão de Dívida Externa em Investimento, os objetivos principais eram a redução do estoque da dívida, com a consequente diminuição do serviço de juros; o aumento dos investimentos no País; e a geração de investimentos independentes de subsídios governamentais. Outras metas visadas eram o incremento do processo de privatização, via realocação de recursos; redução a médio prazo do volume de transferência de recursos para o exterior, com a possível privatização de empresas produtivas em poder do Estado; e a permanência por longo prazo (doze anos) dos recursos ingressados no País.

Algumas avaliações da época indicavam, porém, alguns riscos na adoção do programa, como a substituição do ingresso espontâneo de recursos novos pela conversão, a aceleração do processo inflacionário, na medida em que pressionaria a base monetária, e a transformação da dívida externa, mais barata e de longo prazo, em dívida interna, mais cara e de curto prazo, com aumento de liquidez.

Hoje, com os dados consolidados da época e o distanciamento destes dois anos decorridos, podemos afirmar que todos os grandes objetivos pretendidos foram atingidos. De março até o final de 1988, foram realizados dez leilões de conversão da dívida, resultando num valor líquido autorizado da ordem de US\$ 1.461.834.000,00. O deságio médio situou-se em 25,17%, representando uma redução total no volume da dívida externa de US\$ 1.953.449.000,00, com a apropriação de US\$ 491.615.000,00 a título de desconto. Da mesma ordem dessa apropriação foi a redução do déficit público, medido sob a ótica do financiamento.

Ao longo de 1988 foram convertidos ainda, em operações não sujeitas a leilão, US\$ 1.002,7 milhões pela Carta Circular 1.303 do Banco Central (com desconto médio de 18%) e mais US\$ 845 milhões pela Circular 1.125 (sem aplicação de deságio). No mesmo período, as operações de conversão informal movimentaram recursos equivalentes a US\$ 3.102,2 milhões, sem efeito sobre a emissão de moeda e os investimentos, já que representavam valores referentes à dívida a vencer. O montante bruto das conversões em 1988 aproximou-se, assim, dos US\$ 7 bilhões.

A monetização provocada pelas diversas operações de conversão somou US\$ 2.095,7 milhões, com um impacto médio mensal de 5,4% sobre a base mone-

tária (quem expandiu os outros 94,6% restantes?). Note-se que o percentual foi significativamente menor do que o resultado das operações cambiais (20,5%) ou o déficit do Tesouro Nacional (21,4%). Considerando-se de outra forma as fontes primárias de financiamento do governo, essa contribuição média mensal cairia ainda mais, para 0,5% do crescimento da dívida interna, definida como a soma da base monetária e da dívida mobiliária federal em poder do público.

Além disso, ao longo de 1988 verificou-se uma variação menor dos custos da dívida interna em relação à dívida externa, ocorrendo na média uma economia mensal de 0,481% na troca desta por aquela. Tomando-se a monetização verificada e calculando-se a economia mensal de juros, estima-se que o Banco Central deixou de gastar nessas operações cerca de NCz\$ 10 milhões, além dos deságios de NCz\$ 168,3 milhões apropriados nas operações de conversão. Como os resultados do Banco Central devem ser transferidos para o Tesouro, as operações de conversão da dívida em capital de risco proporcionaram uma redução do déficit público da ordem de NCz\$ 178,7 milhões.

Para o balanço de pagamentos, o problema poderia estar na remessa de lucros e dividendos dos recursos convertidos em investimentos. Historicamente, porém, a lucratividade média dos investimentos estrangeiros manteve-se abaixo do custo da dívida. Evidentemente, a relação era ainda mais desfavorável à remessa de lucros e dividendos, que, em 1988, cravou 4,9%, para 7,2% de lucro e contra 8,7% de juros da dívida externa.

A principal crítica feita ao programa, entretanto, residia na suposição de que ele viria substituir a entrada de novos recursos de capital de risco no País. Inviabilizaria mesmo a chegada de novos investimentos externos. Aconteceu o contrário. Depois de atingir seu limite máximo em 1981 (US\$ 1,9 bilhão), os investimentos diretos externos retraíram-se naturalmente nos anos seguintes, situando-se a partir de 1983 ao redor de US\$ 500 milhões anuais. Pois foi justamente em 1988, ano em que se verificou o maior volume de conversão de dívida em capital de risco, que os investimentos diretos no País voltaram a superar aquele patamar, com exatos US\$ 635,9 milhões.

Uma a uma, caíram todas as restrições colocadas no programa. Como já foi demonstrado, as operações de conversão da dívida em capital de risco não dificultaram a entrada de novos recursos, não reduziram as reservas internacionais (cujo aumento, pela via de novos recursos de investimento, é anulado, isto sim, pelo pagamento de dívida não convertida) nem se compensou, com a remessa de dividendos e lucros, a economia feita no pagamento dos juros.

Esta questão trazia embutida, ainda, a afirmação de que os juros têm seus prazos definidos na remessa, ao contrário dos lucros e dividendos. Ocorre que, no caso brasileiro, as sucessivas renegociações têm alterado quase à perpetuidade o pagamento da dívida, exigindo a remessa anual de juros. Qualquer que seja a situação do devedor, entretanto, os juros são sempre exigidos. Mas, para se ter direito a lucros e dividendos, é necessário antes obter resultados positivos, o que só se

consegue com a produção de bens e serviços.

Por tudo isso, a conclusão inevitável é a de que a conversão é uma operação vantajosa se comparada à alternativa do pagamento puro e simples da dívida externa, na medida em que possibilita a apropriação de parte do deságio aplicado. Ficou demonstrado, também, que ela promoveu a alavancagem do crescimento econômico, captando-se por essa forma mais recursos do que os obtidos no mercado primário de ações e destinando-se significativa parte deles à ampliação do parque fabril e à aquisição de máquinas. Criaram-se, assim, novos empregos, ao mesmo tempo que se reduzia a dependência externa da economia. Este efeito se deu tanto pela apropriação do deságio, diminuindo o passivo externo do País, quanto pela alocação dos recursos a

setores com capital estrangeiro (47%) ou a setores modernos da economia voltados para a exportação.

Embora não seja isoladamente uma solução definitiva, dadas as grandes limitações que impedem sua aplicação em níveis significativos, a experiência de 1988 revelou uma alternativa economicamente interessante para o País. Hoje, aliada ao programa de privatização, inclusive com alguma parcela de recursos do Plano Brady (que já deveria estar negociado), pode-se afirmar que a conversão da dívida em capital de risco cabe perfeitamente no elenco de um programa global destinado a vencer o desafio do nosso endividamento externo.

* Ex-presidente do Banco Central do Brasil e superintendente da área internacional do Banco Martinelli S.A.