

GAZETA MERCANTIL

Dívida externa volta a crescer

por Maria Clara R.M. do Prado
de Brasília
(Continuação da 1ª página)

O diretor do Credibanco e também ex-diretor da área internacional do Banco Central, Arnim Lore, argumenta que a dívida externa brasileira está crescendo não apenas pelo maior captação de dinheiro novo, estimulada pela excessiva liquidez no mercado internacional, mas também em decorrência da própria renegociação dos juros atrasados da dívida externa antiga. Lore calcula entre US\$ 4 bilhões e US\$ 5 bilhões o valor que o País terá de gastar para pagar os juros que foram renegociados.

Ele chama também atenção para o fato de que as grandes estatais voltaram a endividar-se no mercado internacional — é o caso da Petrobrás e da Telebrás — porque estão trocando uma receita que poderiam obter internamente com tarifas por uma receita lastreada em empréstimo.

Os dados do Banco Central mostram, entretanto, que tem crescido a participação do setor privado no novo endividamento externo do País. Desde o início do ano passado, ganham peso as operações de captação feitas por bancos para repasses internos, através da conhecida Resolução 63.

TÍTULOS DE RENDA FIXA

No primeiro semestre deste ano, foram autorizados pelo Banco Central 79 lançamentos de títulos de renda fixa, envolvendo US\$ 3,522 bilhões, por parte de instituições financeiras. Trata-se de dinheiro para repasse interno. As operações do setor privado não financeiro somaram 29 lançamentos, no valor total de US\$ 1,016 bilhão, enquanto o setor público recebeu autorização para realizar cinco lançamentos, no valor de US\$ 640 milhões.

O interesse pelo financiamento externo mantém-se elevado e isso pode ser detectado junto a um dos bancos que tem sido ativo captador no exterior para repasse interno, o Banco do Brasil. Seu diretor internacional João Maria Stefanon, revelou a este jornal que há hoje uma demanda por parte de empresários do setor produtivo de mais de US\$ 200 milhões por operações do tipo 63. “São empresas que querem refazer seus parques industriais ou mesmo esticar o perfil da dívida com novas captações no exterior”, informou o diretor do BB. Estes recursos de 63 são repassados internamente, da mesma forma como ocorreu no passado, por prazos de um ou dois anos, inferiores portanto ao prazo da operação externa.

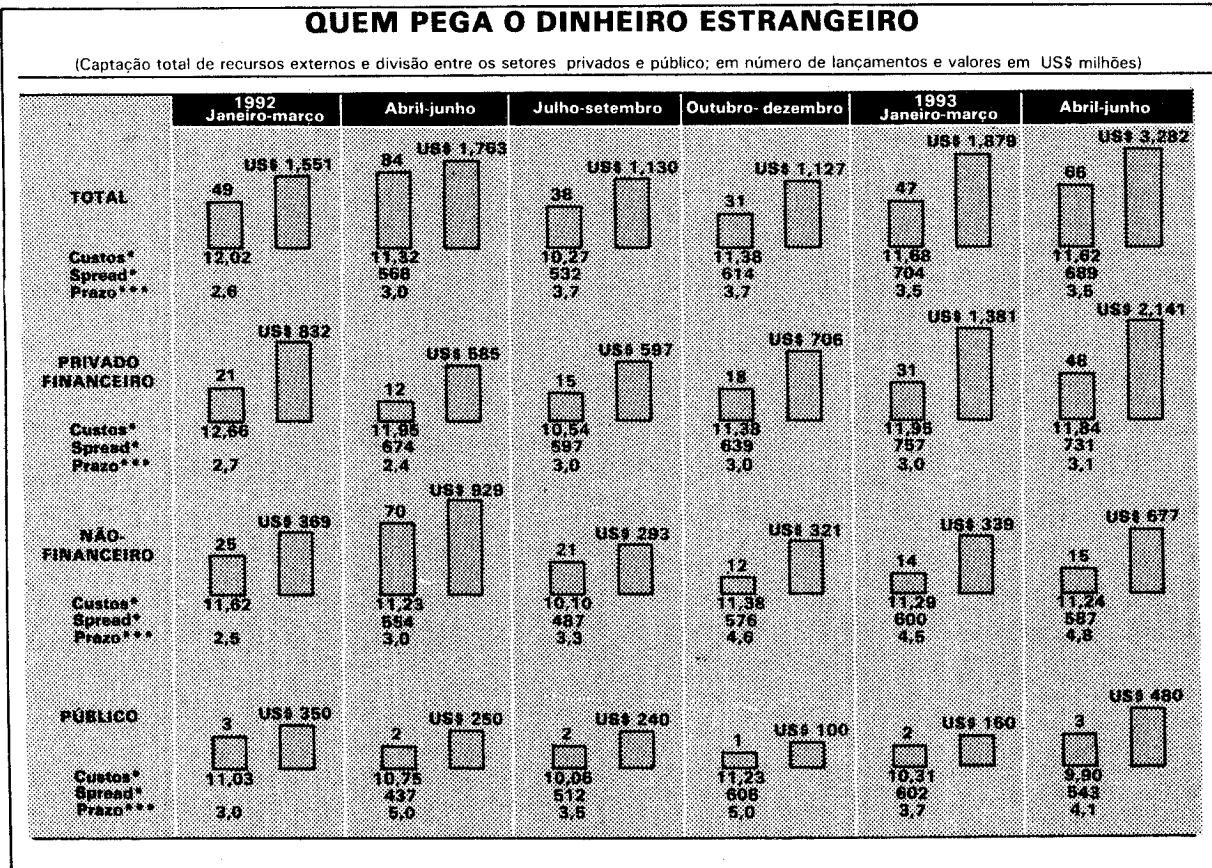
O BB já captou lá fora US\$ 500 milhões com operações de bônus, dos quais algo em torno de US\$ 400 milhões foi repassado internamente a um custo bem inferior ao que os tomadores conseguiriam se fossem tomar empréstimo em cruzeiros reais junto a um banco internamente. Stefanon acha que o afluxo de capital externo, conforme vem se verificando nos últimos anos, tem sido responsável pelo crescimento da economia. A rigor, trocou-se o crédito interno pelo crédito externo, a um custo muito mais baixo, e, apesar de a arbitragem com os altos juros internos ter funcionado como o motor das captações, alguns argumentam que o custo para o governo não foi em vão.

ARBITRAGEM DOS JUROS

“Se o Brasil não tivesse acumulado este colchão não teria agregado ao PIB estes US\$ 20 bilhões das reservas”, avaliou o ex-diretor do BC, Arminio Fraga Neto, comentando que o preço daquela política acabou ficando baixo. Ele considera saudável este endividamento do setor privado embora não desconheça o fato de que a arbitragem dos juros é que explica o vertiginoso aumento da captação externa.

Fraga Neto lembra que o Banco Central vem tomando medidas para evitar a arbitragem de curto prazo, procurando estender as operações de captação, e para não permitir que haja concentração excessiva dos vencimentos. Ainda na sua gestão à frente da área internacional do BC, no ano passado, foram introduzidas medidas que alongaram os prazos mínimos de captação no exterior, além de limitações para efeito do benefício da isenção do Imposto de Renda.

Neste ano o BC tomou outras medidas naquela direção, buscando estreitar ainda mais o canal por on-



de os novos recursos externos podem entrar. Desde meados de junho o prazo mínimo está fixado em 36 meses para bônus, “commercial papers”, todos os tipos de papéis de renda fixa, além de operações 63 e de “intercompanies”, enquanto o prazo de captação para efeito de benefício fiscal foi ampliado de cinco anos para oito anos para os títulos de renda fixa (menos operação 63 e “intercompanies”). Isto não foi, no entanto, suficiente para frear o movimento de ingresso do capital estrangeiro. O BC procurou tomar outras medidas — como, por exemplo, a redução à metade da posição vendida de câmbio que as instituições podem carregar em carteira —, até que no mês passado resolveu vetar o acesso do capital estrangeiro que entra pela via do anexo 4 (aquele que vai direto para aplicações em bolsas de valores), as cotas dos fundos de commodities e as aplicações diretas em títulos de renda fixa.

TAXA DE CÂMBIO

Aparentemente, de acordo com os dados preliminares deste mês de setembro, a última restrição deu algum resultado. Tem ocorrido saída líquida de recursos envolvendo operações que são cursados no segmento financeiro do mercado de câmbio de taxa livre (chamado de câmbio comercial) e o BC projeta até o final de setembro um déficit de US\$ 718 milhões.

Para Affonso Celso Pastore, essas medidas são tímidas. Ele argumenta que a taxa de câmbio fixa, assegurando a reposição da inflação do mês anterior, dá segurança ao arbitrador de que não ocorrerá desvalorização. Há, segundo colocou, duas únicas alternativas que podem aliviar o ingresso de dinheiro de fo-

ra: “Ou se deixa a taxa de câmbio flutuar, e neste caso o governo terá de se entender com os exportadores porque a taxa vai lá para baixo, ou se parte para um efetivo controle do movimento de capitais”, disse Pastore, lembrando o que foi feito no Chile.

Naquele país, 30% de cada dólar que entra fica no banco central. O sistema financeiro e os empresários podem fazer o que quiserem com os restantes 70%. “Para que o sistema privado possa carregar um passivo em dólar (representado pelos empréstimos tomados no exterior), o governo tem de emitir ativo em cruzeiro real e acaba levantando as taxas de juro, mas se apenas parte dos recursos ficar no mercado e a outra parte ficar com o BC não será preciso pagar juros tão elevados”, atesta Pastore.

FLUXO DE RECURSOS

Ele cita os trabalhos do economista Guillermo Calvo, conselheiro sênior do departamento de pesquisa do Fundo Monetário Internacional (FMI), ao manifestar sua opinião de que esta maciça entrada de recursos externos não traz nenhum benefício para o processo de estabilização.

A discussão que Pastore levanta tem, de fato, preocupado alguns economistas de organismos internacionais receosos de que o fluxo

de entrada de recursos em países da região latino-americana possa ter uma reversão fora do controle dos governos que estão recebendo esses capitais. A argumentação baseia-se na constatação de que esses ingressos são parcialmente explicados por condições externas, alheias à região da América Latina, como, por exemplo, a recessão nos Estados Unidos e a redução ocorrida nas taxas de juro internacionais. Uma reversão nesses fatores — como retomada da economia nos Estados Unidos ou aumento no nível dos juros internacionais, conforme ocorreu no início da década de 80 — facilmente poderia provocar uma saída significativa daqueles capitais, que retornariam para o país de origem.

Calvo, junto com os economistas Leonardo Leiderman (professor do Departamento de Economia da Universidade de Tel-Aviv) e Carmen Reinhart (economista do Departamento de Pesquisa do FMI, com pós-graduação pela universidade de Columbia), publicou na revista do FMI “Staff Papers”, edição de março deste ano, o artigo “Ingresso de Capitais e Apreciação Real da Taxa de Câmbio na América Latina”, relacionando pelo menos quatro maneiras pelas quais a entrada do capital estrangeiro afeta as economias da América Latina:

● “Primeiro, esses capitais permitem aos agentes domésticos que estiquem seu consumo ao longo do tempo e aos investidores a reagir a expectativas de mudanças em seus lucros”.

IMPACTO NA ECONOMIA

● “Segundo, o ingresso de capital tem sido associado com uma marcante apreciação real na taxa de câmbio na maioria dos países. A maior transferência de fora tem que ser acompanhada por um crescimento no consumo doméstico. Se parte do aumento nos gastos recaí sobre bens não comercializados internacionalmente, o preço relativo desses bens vai subir, com apreciação real da taxa de câmbio”.

● “Terceiro, o ingresso de capital tem impacto na política econômica doméstica. O desejo de alguns bancos centrais de atenuar a apreciação real da taxa de câmbio no curto prazo frequentemente os leva a intervir, comprando do setor privado parte dos recursos externos ingressados. Além do mais, a tentativa de evitar a monetização doméstica dessas aquisições tem frequentemente levado as autoridades monetárias a esterilizar parte do ingresso, uma iniciativa que tende a perpetuar o diferencial entre o alto juro doméstico e a taxa de juro internacional e que dá margem a maior carga sobre o déficit fiscal. A extensão pela qual os ingressos são sustentados também preocupa as autoridades. A história da América Latina dá razão para preocupações desse tipo: os grandes episódios de afluxo de capital, durante os anos 20 e no período 1978-1981, foram seguidos por grandes crises econômicas e por saídas de capital, como as dos anos 30 e a crise da dívida em meados da década de 80”.

● “Quarto, o ingresso de capitais pode provocar importantes — embora ambíguos — sinais aos participantes do mercado financeiro mundial. Um aumento na entrada de capitais pode ser interpretado como reflexo de oportunidades de investimento mais favoráveis a médio e a longo prazos no país receptor. Mas o capital pode também ingressar puramente por propósitos especulativos de curto prazo, quando a falta de credibilidade na política do governo leva a elevados retornos nominais nos ativos financeiros domésticos. De fato, muitos desses casos ocorreram na América Latina, onde a falta de credibilidade e a bolha de financiamento de curto prazo têm sido associadas a largos ingressos de ‘hot money’ do exterior”.