

Um mercado ultra-sofisticado

por Maria Clara R.M. do Prado de Brasília

Em pouco tempo, o processo informal da conversão da dívida em investimento passou a ser uma das operações financeiras mais rentáveis do País. O ganho certo trouxe a sofisticação para este mercado que, na avaliação de instituições financeiras, já movimentou neste ano cerca de US\$ 4 bilhões. São recursos que se estão evadindo do País, o que leva alguns entendidos no assunto a afirmar que, deste modo, a dívida externa brasileira está sendo efetivamente "muito bem paga".

Pagamento em cruzados traz vantagens para estatais

O ponto central da discussão que levou o governo a postergar a decisão de introduzir medidas mais drásticas para restringir a conversão informal está na vantagem que o pagamento em cruzados, com um desconto sobre o valor da dívida (nas últimas semanas este deságio ficou em torno de 10%), traz para as empresas estatais que geram receita própria. Vários exemplos são citados, como o da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), que chegou a quitar antecipadamente parte de sua divi-

da externa com um desconto de 17%.

Mas a CVRD, assim como a Petrobrás, é, no largo universo das estatais brasileiras, exemplo de empresa salutar que foge à regra. Aquilo que era visto no início como a grande vantagem da conversão informal começou a apresentar dificuldades para o próprio governo. "Afinal, vale ou não a pena permitir que o setor público se utilize de recursos orçamentários para pagar antecipadamente uma dívida que, a rigor, foi reescalada pelo prazo de 20 anos, conforme os termos do acordo assinado recentemente com os bancos credores externos?", começaram a indagar os técnicos governamentais.

CONTROLE

Na verdade, quando foi institucionalizada em março deste ano a conversão da dívida a vencer, que não está em depósito no Banco Central (regulada pela Circular 1.303), as autoridades em Brasília eram unânimes em dizer que sua troca por investimento seria feita em entendimento direto entre as partes interessadas. Mas a falta de controle levou a situações que são consideradas, dentro do próprio governo, no mínimo como "esdrúxulas", como o caso da autarquia federal que desembolsou cruzados para quitar uma dívida vincenda sem se aproveitar de qualquer percentual de desconto.

Os efeitos mostram que desvantagens são maiores

Se tivesse recolhido, no prazo de vencimento, os mesmos cruzados ao BC (a variação dependeria apenas da taxa do câmbio oficial) aquela autarquia estaria, no mínimo, contribuindo para enxugar um pouco do excesso de liqui-

CONVERSÃO SEM LEILÃO (Posição em 16/Setembro/1988)		
Fora dos leilões	Quantidade	Valor bruto (US\$ 1.000)
Total dos pedidos	208	5.011.489
Arquivados	118	3.399.367
Indeferidos	13	898.564
Em carteira	77	713.558
Pedido em carteira	77	713.558
Em exame/exigência	71	688.707
Autorizados	6	24.851
(Com câmbio liquidado)	(6)	(24.851)
Dívida vincenda (pedidos em carteira)		
Total	77	713.558
Dívida não depositada	30	356.926
Dívida depositada 230/432	44	335.757
Dívida depositada 229	3	20.875
Dívida não depositada	30	356.926
Em exame/exigência	27	352.950
Autorizados	3	3.976
(Com câmbio liquidado)	(3)	(3.976)
Dívida depositada 230/432	44	335.757
Em exame/exigência	44	335.757
(Com câmbio liquidado)	(—)	(—)
Dívida depositada	3	20.875
Autorizados	3	20.875
(Com câmbio liquidado)	(3)	(20.875)

Fonte: Banco Central

dez que existe na economia brasileira e que é fator de pressão sobre a taxa de inflação.

Os efeitos da conversão informal sobre a economia brasileira parecem mostrar que as desvantagens superam as vantagens. Quando troca os cruzados recebidos de um devedor final por moeda estrangeira no mercado paralelo de câmbio, o chamado *bicicleteiro* — aquele que se especializou em intermediar operações de conversão informal, funcionando como ponte entre o credor lá fora e o devedor dentro do País — puxa o ágio da cotação do dólar para cima, dando margem a uma série de operações ilegais de contrabando que não seriam atrativas com uma taxa do paralelo próxima à do câmbio oficial.

CONTRABANDO

"Quanto mais sobe o ágio no paralelo, mais aumenta o estímulo para as pessoas gerarem dólares marginais", lembra o chefe do Departamento de Operações Internacionais (Depin) do BC, Emílio Garófalo, que já detectou uma perda na capacidade do Banco Central em adquirir ouro no mercado interno,

neste ano. O contrabando do metal para fora do País aumentou com relação ao ano passado, como uma consequência da maior demanda por dólares no paralelo por parte do *bicicleteiro*. Este precisa da moeda estrangeira na mão para adquirir, no interior, outro título de crédito (por um desconto que hoje está em torno de 52%) que dará margem a um novo ciclo, onde outro devedor no País é abordado para realizar o pagamento antecipado da dívida.

Pequenas variações no circuito da "bicicleta"

O circuito da *bicicleta* é sempre o mesmo, com algumas pequenas variações, como é o caso daquele que prefere revestir a operação com um toque de legalidade e remete cruzados para países onde a moeda pode ser trocada por dólar (como o Uruguai) e dali faz a transferência da divisa estrangeira para outro país.

A consequência perversa do sistema da *bicicleta* ocorre na hora em que o *blackista* se vê obrigado a cobrir o débito que tem junto a um banco no exterior, onde sacou a moeda estrangeira para entregar ao *bicicleteiro*. Para cobrir sua posição, o *blackista* começa a comprar dólares gerados pelo contrabando de soja ou de café e também compra ouro, que ele transfere para o exterior.

Multinacional aproveita benefícios do Imposto de Renda

Mas existem outras maneiras de se gerar dólares para atender à demanda da conversão. O subfaturamento da exportação é uma delas e o superfaturamento da importação é outra. A divisa pode deixar o País, também, sob a forma de pagamento de comissão ao agente envolvido na exportação e é possível montar um escritório em qualquer paraíso fiscal, para onde passam a ser enviados os pagamentos a título de remuneração de comissão.

REMESSAS

Outra via pela qual as divisas externas têm deixado o País é a da remessa de lucros e dividendos. A empresa multinacional pode aproveitar a margem que tem com o benefício fiscal do Imposto de Renda para remessas que atinjam, na média de um triênio, 12% do capital registrado no BC. Com os recursos no exterior, compra um título de crédito para conversão em investimento dentro do País, aproveitando-se assim do ganho com o deságio, em uma operação que é absolutamente legal. O BC está calculando que deixe o País neste ano US\$ 1,7 bilhão em lucros e dividendos, praticamente o dobro dos US\$ 909 milhões que saíram pela mesma rubrica, em 1987 (ver matéria neste Relatório).

Para se saber até que nível o ágio no paralelo pode subir para continuar compensando uma operação de conversão informal, do ponto de vista do esquema da *bicicleta*, basta verificar as seguintes condições: qual o valor da dívida em cruzados, quando convertida pela taxa do câmbio oficial (ao mutuário final só interessa converter o compromisso externo em cruzados pela taxa oficial), qual o valor obtido em dólares, quando os cruzados são trocados no paralelo, qual o valor do papel de crédito no mercado secundário internacional.

Quanto menor o ágio no paralelo, mais lucros

Se, por exemplo, um devedor aqui paga CZ\$ 90 por uma dívida a vencer que vale CZ\$ 100 a uma taxa oficial de câmbio de 1 (o devedor, aqui, está se beneficiando de algum desconto), é preciso que o ágio no paralelo esteja no máximo em 70% sobre o oficial para o *bicicleteiro* não perder na operação em uma situação em que o título de crédito lá fora esteja custando 47 centavos por um dólar de valor de face.

Naquele exemplo, os 90 recebidos do devedor vão gerar no paralelo US\$ 52 (considerando-se um ágio de 70% sobre o oficial). Os dólares obtidos no paralelo, portanto, correspondem ao mínimo necessário para se comprar um título de crédito que vale US\$ 47 no mercado internacional e, ainda, fazer face a despesas com custos e comissões, supondo que estas fiquem em torno de 10%. De fato, quanto menor o ágio no paralelo, mais interessante se torna sob o aspecto financeiro uma operação de conversão informal. Mas quando o ágio cai, também cresce o volume de operações que voltam a pressionar o mercado paralelo até o nível onde a *bicicleta* deixa de ser atraente.