

Economia

POLÊMICA

O governo quer restringir o processo de conversão da dívida externa. Entenda o que é e verifique quais os argumentos em jogo.

Dívida Externa

Freio na conversão da dívida. Você concorda?

POR CELSO MING

O Ministério da Fazenda e o Banco Central estão divergindo em mais um assunto importante: o da necessidade ou não de puxar o freio de mão nas operações de conversão de dívida externa em investimentos. O ministro Mailson da Nóbrega é a favor de que se adotem restrições, enquanto o Banco Central prefere deixar as coisas como estão.

Você tem aqui os argumentos em jogo. E vou logo dizendo que minha posição pessoal inclina-se para o ponto de vista do Banco Central.

Antes de mais nada, convém entender melhor o que é a tal conversão de dívida externa. É uma operação em que o credor troca um crédito, ou seja, um empréstimo feito ao Brasil, por um investimento de risco: um banco dos Estados Unidos, por exemplo, cansado dos problemas que a dívida externa latino-americana vem trazendo à sua carteira, decide liquidar sua posição no Brasil. Em vez de receber o pagamento da dívida, ele se compromete, por exemplo, a investir numa fábrica de celulose ou a comprar uma participação numa indústria automobilística brasileira, como tem acontecido. A partir dessa decisão, as coisas são relativamente simples. O título é cancelado e o Banco Central adianta os cruzados correspondentes ao total que vai ser investido.

Como, no entanto, muitos banqueiros do Exterior estão dispostos a liquidar o título da dívida brasileira com descontos de até 60% sobre o valor total, muita gente apareceu para ajudar a resolver o problema dos bancos e lucrar com isso. Os leilões do Banco Central, por exemplo, são um jeito de transferir parte desse desconto para o Tesouro Nacional. E, nas operações que não passam pelo Banco Central e são executadas "por fora", um intermediário qualquer encarrega-se de comprar o título da dívida brasileira ao credor, com dólares obtidos no câmbio negro. Depois, vai cobrar da empresa brasileira devedora o que ela devia para o banco, em geral transferindo para ela parte do desconto obtido lá fora. Há um punhado de variações na maneira de executar essas operações.

Outro ponto importante: o movimento de conversão da dívida em investimento realmente adquiriu uma densidade espantosa. Aproximadamente são US\$ 10 bilhões que foram riscados, em 1988, dos livros da dívida externa e tornaram-se aplicações internas, incluídas aí as operações de conversão informal.

Mas vamos aos argumentos

que estão sobre a mesa, contra ou a favor. São basicamente sete as razões que estão levando o ministro da fazenda a restringir as operações de conversão da dívida:

Emissão de moeda

Argumento nº 1 — As conversões exigem emissão de moeda porque todo o dólar abatido da dívida, mesmo com o deságio, obriga o Banco Central a entregar os cruzados equivalentes à conversão para que se faça o investimento. E, mesmo quando a conversão é informal e feita "por fora" do Banco Central, a operação implica emissão de moeda de uma forma indireta: na medida em que a empresa devedora não deposita no Banco Central os cruzados correspondentes ao título de sua dívida, mas os entrega ao intermediário, também chamado bicheleiro. Nessas condições, essas operações são inflacionárias.

Faltou dizer — É verdade. Essas operações realmente exigem emissão de moeda ou são um fator de expansão da já explosiva dívida interna do Tesouro, na medida em que obriga o Banco Central a emitir novos títulos para enxugar esses cruzados.

Ocorre que é preciso investir. Mais do que isso, é preciso dinheiro novo do Exterior para criar empregos novos e produzir aqui o que já está fazendo falta. Tanto é verdade que o próprio ministro Mailson da Nóbrega vem pedindo recursos novos por empréstimo aos bancos credores e a organismos internacionais como o Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional ou Plano Nakasone. Mais do que isso, um dos objetivos da política econômica é trazer urgentemente mais recursos.

Ora, se é preciso atrair, por ano, coisa aí de 5 a 6 bilhões de dólares novos para o Brasil, é preciso admitir, também, que o Banco Central vá ter de emitir os cruzados correspondentes a esses dólares novos que vieram para cá. Portanto, o mesmo impacto inflacionário terá de ser absorvido, de uma maneira ou de outra, restrinjam-se ou não as operações de conversão de dívida.

Áreas prioritárias

Argumento nº 2 — Esses investimentos provenientes das operações de conversão não vêm sendo feitos em áreas prioritárias. Boa parte delas corresponde à compra de instalações e máquinas já existentes. Portanto, não estão criando empregos novos nem contribuindo para o desenvolvimento do País.

Faltou dizer — Isso pode em parte ser verdade. Mas quem es-



O ministro Mailson da Nóbrega: a favor de restrições.

tá comprando uma fábrica já em funcionamento pretende não só continuar o negócio. Pretende, também, ampliá-lo e modernizá-lo. De mais a mais, quem vendeu não vai botar o dinheiro no fundo do baú. Também vai investir. E, na pior das hipóteses, estará aplicando o dinheiro no **overnight**. Portanto, estará ajudando a financiar o déficit público, o que também não é pouco.

De qualquer maneira, se realmente os investimentos não estão navegando para áreas prioritárias, cabe às autoridades organizar melhor esse fluxo e não acabar com ele.

Vantagem do crédito

Argumento nº 3 — Não se joga fora um crédito de longo prazo pagando antecipadamente. Porque, mal ou bem, trata-se de um benefício.

Faltou dizer — É verdade. Qualquer gerente financeiro sabe que um crédito é uma vantagem. Só que, no caso da conversão, esse benefício não está sendo jogado no lixo. Está sendo trocado por um

desconto que chega a nada menos que 60% do valor do crédito. E mais: a dívida está sendo liquidada em cruzados, e não em dólares.

Se você, por exemplo, comprar uma casa para ser paga em 20 anos e se, lá pelas tantas, seu credor oferece um desconto real (descontada a correção monetária) de 60% para que você liquide antecipadamente a dívida, você não o aproveitaria?

Dívida impagável

Argumento nº 4 — Está na cara que a dívida externa é impagável. Isso significa que, mais cedo ou mais tarde, os credores (ou quem manda neles) vão acabar criando um mecanismo qualquer cujo resultado será o perdão da dívida. Portanto, pagar agora, com tanto sacrifício e paneladas de inflação adicional, é deixar sair pelo ralo essa grande vantagem futura.

Faltou dizer — Não há como negar que cada vez mais autoridades de grande responsabilidade admitem resolver o problema da dívida externa dos países em desenvolvimento. Como a dívida é, do jeito que está, impagável, a solução

para o problema muito provavelmente acabará levando a uma forma qualquer de perdão. Mas daí a dizer que isso é para já é um passo grande demais.

Agora, pense um pouco: quando (ou se) vier, esse perdão por acaso será muito superior a esse desconto de 60% do principal da dívida que os credores estão dispostos a dar hoje? E, enquanto a solução não vem, fazer o quê?

Securitização

Argumento nº 5 — É óbvio que o desconto, de até 60%, na liquidação dos títulos da dívida externa incide sobre uma parcela "marginal" da dívida externa. E é "marginal" porque apenas um punhado de bancos de segunda linha estão dispostos a se livrar, a qualquer preço, dessa **desgraçada** dívida latino-americana. Ora, se atingem apenas uma fatia irrisória da dívida externa, esses descontos vão acabar ou serão reduzidos, à medida que forem sobrando apenas os títulos em poder dos grandes bancos internacionais — esses, sim, dispostos a manter a dívida em sua carteira até o fim.

Se é assim, em pouco tempo vamos perder um poderoso argumento em favor da **securitização** de toda a dívida externa brasileira, tal como foi tentada em 1987 pelo então ministro Bresser Pereira. (Apenas para refrescar a memória: **securitização**, basicamente, é a troca da dívida velha por dívida nova, incorporando os deságios oferecidos pelo mercado.)

Faltou dizer — Se acreditasse nas condições de o Brasil honrar sua dívida, os grandes bancos seriam os primeiros a comprar esses títulos dos quais os pequenos bancos querem desfazer-se com perdas de até 60% em termos reais. Mais do que isso: comprar um título por 40 dólares para receber 100 e, ainda, contar com juros sobre esses 100 será um grande negócio. Então, por que os grandes bancos não se interessam por isso? Exatamente porque não há confiança no País.

Por aí se vê que a tal **securitização** não está saindo por outros motivos. Não está saindo principalmente porque ainda não foi criado um esquema aceitável para isso. Portanto, não se pode, pelo menos por enquanto, acabar ou restringir a conversão da dívida externa em investimentos apenas por conta dessa possibilidade.

E o risco?

Argumento nº 6 — A conversão da dívida externa é altamente vantajosa para o investidor estran-

geiro, que acaba obtendo a mesma quantidade de cruzados com a metade de dólares. Portanto, enquanto durarem essas operações, os investimentos normais de risco, por parte das empresas estrangeiras, ficarão inibidos. Portanto, é preciso acabar com a conversão.

Faltou dizer — Primeiro, não é preciso acabar com a conversão porque sempre haverá as conversões informais, aquelas que são feitas por fora do Banco Central, por meio do câmbio negro do dólar.

Em segundo lugar, se acabasse com as operações de conversão da dívida externa, o governo não garantiria o retorno dos investimentos estrangeiros de risco porque a qualquer momento eles poderiam ser reabertos. E não faltaria pressão para isso.

Todos, menos o BC.

Argumento nº 7 — No caso das conversões informais que passam por fora do Banco Central, tanto o investidor como o intermediário ou o próprio devedor acabam tirando proveito do polpudo desconto que os credores estão dispostos a conceder. Vale dizer, todos mordem uma fatia do lucro, menos o Tesouro ou o Banco Central, que ficam chupando o dedo. Em linguagem mais técnica: privatizam-se as vantagens da conversão e mantêm-se estatizadas as desvantagens.

Faltou dizer — Mais uma razão para estimular as operações formais que estão sendo realizadas. Além disso, a realização de leilões mensais, com o maior sucesso até aqui, foi a fórmula encontrada para repassar parte do deságio para o Banco Central.

De mais a mais, já que as reservas externas estão em boa parte recompostas, por que o Banco Central ou o Banco do Brasil não recomparam, eles próprios, esses títulos da dívida externa, ficando o Tesouro com todo o deságio, sem ter de repartir com os intermediários?

Conclusão

As operações de conversão da dívida externa em investimento têm seus inconvenientes. Alguns são muito sérios, como a necessidade de emissão de moeda. Mas, a esta altura, não há como escapar deles. Até porque a opção a elas, além de não evitar esses inconvenientes ou de provocar outros, não é capaz de apresentar as mesmas vantagens.

Ou não é uma vantagem o País se livrar de parcelas crescentes de dívida externa sem ter de transferir tantos recursos para fora?