

CONVERSÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA EM INVESTIMENTOS

*Silvana Maria Parente Neiva Gondim**

Resumo: Com base na teoria econômica, analisa o programa de conversão da dívida externa brasileira em investimentos. A análise parte do processo de endividamento do Brasil, discute o problema da dívida e as estratégias para a sua solução. No item específico do tema do artigo define a conversão, relata a experiência de alguns países, bem como o histórico e o mecanismo da conversão no Brasil. No final destaca o impacto do programa de conversão sobre as variáveis macroeconômicas, enumerando efeitos positivos e negativos.

1. INTRODUÇÃO

A crise econômica por que vem atravessando o Brasil é evidenciada pelo desaquecimento do PIB, pela inflação galopante, pelos juros reais exorbitantes, pela magnitude do déficit público e pela queda do nível geral de emprego.

Como pano de fundo tem-se uma dívida externa de cerca de 115 bilhões de dólares, nos fins de 1987, que obriga o Governo a tomar medidas de política econômica cada vez mais recessivas, com vistas ao ajustamento interno imposto pelo FMI, sob pena de o Brasil ser isolado da comunidade financeira internacional.

Essa crise está diretamente relacionada com o problema da dívida externa, razão pela qual será feita uma análise dos caminhos para sua solução e, em especial, sobre a alternativa de conversão de parte da dívida em investimentos internos.

* Economista e Assessora da Diretoria de Crédito à Infra-estrutura do Banco do Nordeste do Brasil S.A.

O tema tem suscitado reações favoráveis e contrárias. Para alguns a conversão proporcionará razoável alívio no endividamento externo, estimulará o nível de investimento interno bem como contribuirá para a capitalização de empresas. Para outros, porém, a conversão implica desnacionalização da economia, sem, ao mesmo tempo reduzir os encargos externos, vez que ao invés de o Brasil pagar juros remeterá lucros, ao invés de amortização da dívida haverá repatriação de capital, além de inibir os investimentos externos tradicionais.

O objetivo do presente trabalho é analisar, à luz da teoria econômica, o programa de conversão da dívida brasileira, lançado pelo Governo e o seu possível impacto sobre as variáveis macroeconômicas, mesmo considerando o clima de incerteza que envolve a economia do País.

Inicialmente será feita uma breve retrospectiva do processo de endividamento brasileiro, com vistas a apenas *inserir o programa de conversão* num contexto mais amplo. Em seguida serão discutidos os problemas causados pela dívida externa e as estratégias para sua solução. Antes da apresentação do programa de conversão brasileira, será mostrado em que consiste o processo de conversão e a experiência de alguns países. Finalmente serão analisados o impacto do programa sobre o balanço de pagamento, o nível de produto e emprego, déficit público, nível de preços e a política monetária.

2. PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO — BREVE RETROSPECTIVA(2)

Embora não se objetive investigar as origens da dívida externa brasileira, acredita-se que seja importante conhecê-la, com vistas a *inserir o problema* num contexto político-econômico mais amplo.

A dívida externa brasileira atual não foi criada ao acaso e sim é fruto de um modelo de desenvolvimento implantado a partir de 1964, montado na estratégia de atrair capitais estrangeiros sob a forma de empréstimos de médio e longo prazos, para complementar a poupança interna e acelerar o ritmo de crescimento da economia.

O Governo Castelo Branco preparou o País para a “arrancada”, reajustando a economia interna e as contas externas e lançou as bases para a política de endividamento crescente. A política econômica do perío-

do 1967-73 promoveu o crescimento acelerado da economia (milagre) acompanhado do superendividamento (política de tomar empréstimos externos acima da necessidade de financiamento em divisas do balanço de pagamento). O resultado foi um crescimento vertiginoso da dívida externa.

Depois do primeiro choque do petróleo, o Governo Geisel estimulou ainda mais a captação de empréstimos externos, com vistas ao financiamento da balança comercial, cada vez mais deficitária. A dívida cresceu nesse período para pagar os serviços criados por ela mesma ("roll-over" da dívida).

A partir de 1979, com o segundo choque do petróleo e a elevação das taxas de juros internacionais, o Governo não conseguiu mais financiar os crescentes déficits das contas externas através da captação de novos empréstimos nem financiar o pagamento dos serviços da dívida. Foi obrigado então a tomar empréstimos de curto prazo a fim de honrar compromissos internacionais. Foi então desencadeada a crise externa brasileira dos anos oitenta.

Considerando também que não se objetiva questionar as políticas econômicas do passado, deve-se, todavia, relacioná-las no contexto da economia mundial e dos interesses dos países credores. O fator determinante da insolvência dos países devedores como o Brasil foi muito mais a reorientação do fluxo financeiro internacional. Até 1979 os países credores emprestavam como forma de transferir para periferia seus excedentes de capital acumulados. A política monetária posta em prática pelos países centrais nos anos oitenta, especialmente nos Estados Unidos, fez elevar a taxa de juros interna e restringir o crédito como forma de estimular a captação de recursos estrangeiros, passando alguns grandes credores à posição de grandes devedores.

A partir de 1982 houve uma drástica redução da oferta de crédito aos países periféricos, que não podiam mais contar com novos recursos para financiar seus balanços de pagamento nem mesmo para refinanciar os serviços da dívida.

Desde então começou o processo de ajustamento supervisionado pelo FMI no sentido de que os países devedores deveriam gerar superávits crescentes para manter seus compromissos internacionais.

3. O PROBLEMA DA DÍVIDA E AS ESTRATÉGIAS PARA SUA SOLUÇÃO. ESTRATÉGIA TRADICIONAL DE AJUSTAMENTO X MORATÓRIA UNILATERAL

A estratégia convencional de ajustamento dirigida pelos países credores e supervisionada pelo FMI é de que os países devedores devem obter saldos comerciais superavitários para pagar os serviços da dívida. Se não houver refinanciamento ("new money") os juros terão de ser pagos com o superávit comercial, havendo substanciais transferências de recursos para o exterior.

As políticas adotadas para obtenção desses superávits na balança comercial são recessivas porque geralmente envolvem contenção de demanda interna (consumo, investimento), via aumento de tributos e redução de salários reais, além de desvalorizações cambiais acentuadas.

Têm também componente inflacionário, à medida que os superávits pressionam a expansão da base monetária. Daí o conflito existente entre transferência de recursos e crescimento econômico. DORNBUCH (1) ao analisar "o caso brasileiro em economia aberta" mostra que a utilização de políticas monetárias e/ou fiscal restritivas vêm reduzindo o crescimento do produto e, portanto, das importações, gerando dessa forma, resultados favoráveis na balança comercial.

As políticas recessivas exercem ainda outro efeito favorável na balança de pagamentos, que é o aumento das exportações, empiricamente comprovado no caso brasileiro. As exportações aumentam em consequência da retração interna de demanda vez que as empresas, em virtude da queda da demanda interna, se esforçam para buscar mercados externos para colocarem seus produtos.

Trabalho publicado pelo BANCO MUNDIAL (7) mostra que os 15 maiores devedores ao adotarem programas recessivos, conseguiram reduzir seus déficits em transações às custas de uma substancial queda do PIB. Em primeiro lugar porque a transferência de recursos para o exterior diminui a capacidade de investimento interno. Em segundo lugar porque o setor público é também responsável por grande parte dessa dívida (no Brasil cerca de 35%). O Governo ao comprar divisas do setor privado para pagar seus juros ao exterior, o faz mediante aumento da dívida pública interna, pressionando a taxa de juros e o déficit público.

O aumento do déficit público reduz a capacidade de investimento do Governo e as taxas de juros mais elevadas desestimulam os investimentos privados. Finalmente porque as desvalorizações cambiais, requeridas para a geração de superávits têm impacto direto sobre a inflação e sobre o déficit público.

Por outro lado, os parceiros comerciais dos países devedores, ao adotarem políticas recessivas, comprimem as exportações dos devedores, agravando suas contas externas.

Segundo o estudo do Banco Mundial, os bancos credores não têm, hoje, maiores chances de reaver seus empréstimos do que tinham em 1982, quando iniciaram-se os programas de ajustamentos recessivos dos países devedores. No período 1981-86, a relação entre a dívida externa e as exportações de bens e serviços dos 15 maiores devedores passou de 202,3% para 335,6%. O peso dos juros sobre as exportações passou de 22,8% para 30%, em média.

O próprio FMI já reconhece, de certa forma, o fracasso do esquema ortodoxo imposto pelos credores, à medida que sinaliza acordos mais flexíveis quanto ao ajustamento interno dos países devedores.

No outro lado extremo tem-se a hipótese de reduzir ao máximo as transferências de recursos, mediante limitação de forma unilateral dessas remessas, ou seja a moratória, que representa um processo compulsório de refinanciamento ou capitalização integral de juros. Todavia, a moratória unilateral, a exemplo do que adotou o Governo brasileiro (1987) carrega em si alguns custos indiretos tais como:

- a) perda de linhas de créditos voluntárias de curto prazo;
- b) perda de investimentos externos voluntários;
- c) aumento nos "spreads" (taxa de risco) das linhas de curto prazo;
- d) perda de créditos novos de instituições como o FMI, Banco Mundial, e Clube de Paris, que têm encargos mais baratos;
- e) aumento da remessa de dividendo e fuga de capitais.

Muitos desses efeitos, já evidenciados no próprio caso brasileiro em 1987, acabam neutralizando a melhoria do fluxo de caixa que se esperaria com a moratória. Além disso, tem-se o agravante da perda de credibilidade e aumento de incertezas numa perspectiva de longo prazo.

Essa análise demonstra que ambos os casos extremos estão longe de proporcionar solução para o problema da dívida externa e da instabilidade interna dos países devedores. A transferência de recursos deve ser contida mas o refinanciamento dos juros deve ser negociado com os credores. É lógico que no caso brasileiro, os juros não poderiam ser pagos pela ausência de reservas e de superávits elevados. Todavia, os bancos credores têm interesse em renegociar ("new money") pelo menos parte dos juros, vez que caso contrário haveria uma queda no preço do ativo brasileiro no mercado secundário. A suspensão unilateral dos pagamentos pelo Governo brasileiro, embora tenha trazido ganhos políticos internos, trouxe custos relevantes e não impediu a tendência recessiva e inflacionária da economia.

LEMGRUBER (3) apresenta uma receita pragmática para a negociação da dívida brasileira:

- a) rolar todo o principal;
- b) trazer "spreads" para valores próximos de zero;
- c) negociar "new money" para reduzir as transferências, de forma a manter a dívida crescendo a uma taxa apenas igual à inflação mundial.

Dessa forma, há quem acredite que a geração de superávits comerciais não seja incompatível com o crescimento econômico, desde que seja adotada uma combinação adequada de políticas econômicas.

Existem ainda alternativas paralelas e muito pouco prováveis quais sejam, vistoria na origem da dívida (defendida pela corrente progressista) e até mesmo alternativas ilusórias como alívio e perdão da dívida.

O que é necessário enfim é mudar a natureza da dívida mediante alongamento de prazos, redução de encargos, inclusão de cláusulas limitadoras de transferência de divisas, de acordo com a capacidade de pagamento dos países devedores, além de alternativas não ortodoxas, a exemplo da conversão da dívida em investimentos, que será analisada a seguir.

4. CONVERSÃO DA DÍVIDA EM INVESTIMENTOS

4.1. O QUE É A CONVERSÃO

A falência do enfoque convencional e os graves problemas econômicos e sociais porque passam os países endividados trazem à discussão a alternativa de conversão de parte da dívida em investimentos internos.

A interrupção de pagamento de juros, seja unilateral ou bilateral, reflete a insolvência dos países devedores no mercado financeiro internacional. De um lado tem-se os credores dispostos a desfazerem-se de seus créditos duvidosos no mercado secundário, com deságios atrativos. De outro existem os investidores dispostos a comprarem os títulos, para convertê-los em investimento no País devedor, vez que o deságio torna-os mais baratos. Além disso tem-se o governo do país devedor interessado na negociação, como forma de se livrar de parte dessa dívida em moeda forte, trocando-a por investimentos produtivos internos.

A posição individual de cada um dos agentes envolvidos no processo de conversão é a seguinte:

a) Bancos credores

Os bancos credores se defrontam com as seguintes alternativas:

- i) permanecer com os créditos sujeitos a reestruturação, interrupção de pagamentos de juros, capitalização de juros ou fornecimento de dinheiro novo involuntário;
- ii) vender os títulos no mercado secundário com deságio;
- iii) converter seus créditos em investimento.

b) Investidores estrangeiros

Os investidores que desejam adquirir os créditos dos bancos credores são empresas multinacionais ou residentes no país devedor.

c) Empresas receptoras dos investimentos

São principalmente empresas privadas que necessitam de recursos para sua capitalização, embora parte dos recursos possa ser canalizada para o processo de privatização de estatais. A capitalização pode ser feita de forma direta ou via fundos de investimento.

d) Governo do país devedor

Interessado em reduzir a dívida externa e aliviar a remessa de recursos para o exterior, bem como no impacto dos novos investimentos na capacidade produtiva interna.

4.2. EXPERIÊNCIA RECENTE DE ALGUNS PAÍSES

Em junho de 1985 o Chile iniciou o seu programa de conversão. O México em meados de 1986. Mais recentemente a Argentina, Bolívia, Costa Rica e Equador. Fora da América Latina as Filipinas também adotaram modelo semelhante.

A seguir alguns detalhes sobre o programa de conversão em alguns países.

a) CHILE

O governo chileno introduziu emendas no acordo de reestruturação que firmara antes com os credores. Dessa maneira passou a prever formas engenhosas de os empresários locais reduzirem seus débitos junto a bancos chilenos ou comprarem ativos detidos por bancos chilenos, bem como de conversão de créditos detidos por credores externos em investimentos em empresas chilenas.

As regras são claras e vêm estimulando efetivamente a conversão e a redução da dívida do País, dentro de princípios que impedem efeitos inflacionários (quotas mensais) e que permitem o direcionamento dos investimentos de acordo com os objetivos da política econômica do Governo. A cessão do crédito é permitida e o Governo, através da realização de leilões, beneficia-se de parte dos descontos praticados no mercado.

O Governo estimula ainda a ação de residentes que podem comprar débitos chilenos no exterior e receber o valor em pesos, sem precisar explicar a origem das dívidas usadas na operação.

Há limitações quanto à repatriação do capital convertido (após dez anos) e quanto à remessa de dividendos (até quatro anos). O volume de conversões atingiu no período de junho/85 a outubro/86 cerca de US\$ 1,2 bilhão.

b) MÉXICO

O governo mexicano iniciou seu programa de conversão em junho de 1986, tendo adotado regras menos flexíveis. As taxas de conversão variam entre 70% e 100% do valor nominal, dependendo da finalidade do investimento. As principais prioridades (maiores descontos para o investidor) destinam-se a processos de privatização de empresas e a investimentos que venham gerar aumento de exportação, redução de importações, criar novos empregos ou dirigir novos investimentos que estejam localizados em determinadas áreas geográficas. Em 1986/início de 1987 foram convertidos US\$ 750 milhões. A cessão também é permitida, com a restrição de que o cessionário não seja mexicano. Quanto ao prazo de repatriação, este não pode ser maior do que os prazos originais dos créditos convertidos. Não há restrições quanto à remessa de lucros, desde que efetivos.

c) FILIPINAS

Iniciado em agosto de 1986, o programa de conversão filipino objetiva estimular investimento em empresas locais, encorajar a repatriação (de volta às Filipinas) de divisas mantidas no exterior por cidadãos e empresas nacionais. O conceito de “empresa nacional” é amplo e há grande possibilidade de implementar várias formas de associação entre capital nacional e estrangeiro. Residentes no País podem atuar como investidores. Os investimentos são classificados em dois grupos, conforme o grau de prioridade atribuído pelo Governo a alguns setores. Os prazos de carência para repatriação e para remessa de dividendos variam conforme a classificação do investimento.

4.3. HISTÓRICO DA CONVERSÃO NO BRASIL (6)

A conversão da dívida externa brasileira até 1987 era regulamentada pelo Deceto nº 55.762, de 17 de fevereiro de 1965. Em 1978 e 1979 o Governo incentivou a conversão em ações preferenciais de empresas, permitindo a dedutibilidade dos dividendos pagos a essas ações oriundas da conversão (Decretos-Leis nºs 4.598/77 e 1.654/78).

Em 1983, houve novo incentivo do Governo, mediante a concessão de crédito de até 10% para conversão da dívida contraída até 1987 (Decreto-Lei nº 1994/82). A partir de junho de 1984, contudo, o Governo suspendeu as conversões de créditos adquiridos de bancos por empresas no

exterior, o que foi regulamentado pela carta Circular nº 1125 de novembro de 1984, ficando a conversão restrita aos credores originais e aos créditos "intercompany" originais.

Os pedidos de conversão apresentados até 20 de julho de 1987 serão processados mediante as regras da Circular 1125. Os apresentados posteriormente a essa data estão sujeitos à nova regulamentação do Governo, que será examinada em seguida.

Antes será feita uma análise retrospectiva das relações entre o montante da dívida externa brasileira e o estoque de investimentos estrangeiros no Brasil verificados no período 1969-87 (TABELA 1).

TABELA 1
Dívida Externa x Investimentos Externos (estoques)

Ano	Dívida Externa (1) (A)	Investimentos Externos (B)	% B/A
1969	4.403	3.008	68,3
1970	6.049	3.391	56,1
1971	7.262	2.347	32,3
1972	9.874	2.912	29,5
1973	13.160	3.404	25,9
1974	17.445	4.579	26,3
1975	22.574	6.027	26,7
1976	28.630	7.304	25,5
1977	35.048	9.005	25,7
1978	45.069	11.228	24,9
1979	53.994	13.740	25,5
1980	60.024	15.963	26,6
1981	68.743	17.480	25,4
1982	79.633	19.247	24,2
1983	89.430	21.176	23,7
1984	97.798	22.302	22,8
1985	103.582	22.844	22,1
1986	107.624	25.664	23,9
1987	111.843	27.898	24,9

NOTA (1) Inclui a dívida registrada e não-registrada.

FONTE: BACEN-Direx.

Em 1969 os investimentos estrangeiros representavam 68% da dívida externa. A partir de 1970 essa relação vem declinando, vez que se iniciou o processo de endividamento sob a forma de empréstimos. Em 1974 essa relação declinou para 26%. A atual relação no Brasil entre dívida externa e investimento estrangeiro é da ordem de 4:1.

É interessante ainda analisar a participação das conversões no fluxo de investimentos estrangeiros realizados no Brasil. Somente ao final dos anos setenta, as conversões começaram a tornar-se significativas, acentuando-se no triênio 1983-85, quando foram convertidos quase US\$ 1.800 milhões, representando 50% do fluxo de investimentos estrangeiros nos três anos (US\$ 3.597 milhões).

Essa evidência empírica serve para mostrar que as conversões estão intimamente ligadas à crise do endividamento externo que se iniciou em meados de 1982, embora também tenha sido influenciada pelos incentivos de créditos instituídos pelo Governo e que vigoraram no período 1982-84.

A TABELA 2 apresenta a participação das conversões na formação do item "Investimentos" do nosso balanço de pagamentos, onde se evidencia no período 1982-84 o aumento da participação relativa das conversões e a redução do fluxo de ingresso de novos recursos. Houve, de certa forma, uma substituição do ingresso de novos recursos de fontes não-bancárias, por conversão de créditos, vez que era mais vantajoso para o investidor estrangeiro negociar títulos brasileiros no mercado secundário com deságio. Foi então que o Governo suspendeu os incentivos à conversão em meados de 1984, razão pela qual observa-se um declínio na participação relativa das conversões na conta de investimentos a partir de 1985.

Com a nova crise cambial "pós-plano cruzado" a equipe econômica do Governo comungava com a idéia de revitalizar o processo de conversão da dívida em investimentos, quando então foram estabelecidas outras regras através da Resolução nº 1416, do BACEN de 17 de novembro de 1987. Antes mesmo da implantação do novo sistema, o Governo, com o objetivo de ampliar ainda mais o programa de conversão, definiu novas regras (Resolução 1460/88 do BACEN) que servirão de base para a análise do presente trabalho.

A nova regra traz modificações importantes em relação à Resolução 1416, ao permitir a cessão do crédito (o titular do crédito pode repassá-lo a um terceiro que participará da conversão) e ao desvincular a conversão da aquisição de "bônus".

TABELA 2
Investimentos Externos — Ingressos e Conversões

Ano	Investimentos				C/D%
	Renda (A)	Bens (B)	Conversões (C)	Total (D)	
1978	1.104,1	56,5	159,9	1.320,5	12,1
1979	1.750,4	80,8	207,4	2.038,6	10,1
1980	1.515,9	79,2	39,3	1.634,4	2,4
1981	1.795,3	107,9	1,8	1.905,0	0,1
1982	1.280,1	89,8	143,2	1.513,1	9,5
1983	452,2	114,8	452,0	1.019,0	44,3
1984	362,3	127,8	745,6	1.235,7	60,3
1985	386,8	98,5	581,3	1.066,5	54,5
1986	330,8	81,1	220,0	631,9	34,8
1987	350,0	100,0	300,0	750,0	40,0

FONTE: BACEN-Depec.

4.4. O MECANISMO DA CONVERSÃO NO BRASIL (COM BASE NA RES. 1460/88)

Para avaliar o impacto do programa de conversão sobre as variáveis macroeconômicas é importante conhecer os passos do processo de conversão que, em suma, são:

- a) um banco estrangeiro desiste de esperar o pagamento de seus créditos vencidos e decide convertê-los em investimento. A primeira providência é procurar o Banco Central, se quer investir diretamente, ou colocar à venda os títulos da dívida, em geral com um desconto — o deságio — que varia;
- b) o crédito vencido é depositado em cruzados no Banco Central e o banco credor — ou o investidor que adquiriu os títulos — precisa candidatar-se a um leilão para dispor do dinheiro em negócios no Brasil;

- c) o leilão é realizado em duas partes. A primeira é reservada a projetos de investimento em geral e a segunda destina-se exclusivamente a projetos no Norte, Nordeste, Vale do Jequitinhonha e Espírito Santo — estes com mais vantagens para o investidor. Nos dois casos, cada crédito leilado fica sempre com quem oferecer o melhor desconto;
- d) o Banco Central, feita a conversão, cancela o certificado de dívida do credor pelo seu valor de face e não pelo valor pelo qual foi arrematado. A diferença é lucro para o País. O comprador, de seu lado, fica de posse de um título de investimento em ações;
- e) os bancos credores ou os investidores que compraram os títulos vencidos só podem adquirir participações minoritárias em empresas brasileiras. A remessa de dividendos é livre a partir do primeiro ano, mas a repatriação do capital investido só pode ser feita depois de um prazo de 12 anos.

5. IMPACTO DO PROGRAMA DE CONVERSÃO SOBRE AS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS

5.1. O EQUILÍBRIO EXTERNO

Em termos do setor externo, o primeiro questionamento seria: quanto o programa de conversão contribuirá para a redução do estoque da dívida externa. A TABELA 3 apresenta a posição da dívida externa brasileira ao final de 1987. Em primeiro lugar podem ser objeto de conversão a dívida já vencida, a dívida a vencer de médio e longo prazo e depósitos em moeda estrangeira no BACEN ao amparo da Resolução 432/77 e Circular 230/74.

Segundo especialistas na matéria (9) o limite da conversão poderia ser hipoteticamente quantificado em US\$ 80 bilhões, discriminados a seguir:

- a) dívida já vencida (via leilão): US\$ 15 bilhões;
- b) dívida a vencer (extra-leilão): US\$ 57 bilhões;
- c) depósito no BACEN: US\$ 8 bilhões.

TABELA 3
Perfil da Dívida Externa Brasileira
(Médio e Longo Prazo)

US\$ bilhões	
Discriminação	Valor
<u>Dívida Registrada</u>	102
. Empréstimos do FMI	5
. Financiamento Importações	26
. Empréstimos em Moeda Estrangeira	68
. Resolução 63	10
. Lei 4131	58
. Empréstimos Programa (USAID)	1
. Bônus	2
<u>Dívida Não-registrada</u>	10
<u>Total (valores aproximados)</u>	112

FONTE: Gazeta Mercantil

Todavia o valor a ser convertido de fato dependerá da conjugação entre os interesses dos credores e os limites fixados periodicamente pelas autoridades monetárias brasileiras. A conversão extra-leilão dificilmente será bem-sucedida. A dívida a vencer do setor público deve ser investida no próprio setor público, o que será pouco atraente para os credores, a não ser na hipótese de um grande programa de privatização. A dívida privada a vencer, também extra-leilão, que pode ser utilizada tanto para investimento no setor público quanto no setor privado, provavelmente não será convertida até que se esgotem os recursos da dívida já vencida. Isso significaria abdicar do recebimento de juros no presente contra uma promessa de lucros (dividendo no futuro). Da mesma forma é improvável que os titulares dos depósitos ao amparo da Resolução 432 e Circular 230 queiram sacá-los, vez que sua finalidade principal é garantir o "hedging" cambial.

Em síntese, a conversão no curto prazo deve concentrar-se na dívida já vencida, através de leilão. A expectativa do Governo quanto à oferta de crédito para conversão gira em torno de US\$ 1 bilhão por ano, dependendo, é claro, da conjuntura financeira internacional e nacional. Da parte do Governo, o BACEN já declarou que o limite máximo permitido para 1988 será de US\$ 1,5 bilhão, em função da capacidade de absorção pelo mercado de capitais brasileiro e com vistas a não comprometer o controle de base monetária.

O certo é que para uma dívida estimada em US\$ 112 bilhões ao final de 1987, caso o programa seja bem-sucedido, seria necessário mais de seis anos para se obter uma redução de cerca de 10% da dívida total.

Apesar de não se esperar efeito significativo sobre a redução do estoque da dívida é importante registrar que dependendo do deságio dos leilões essa redução será menor ou maior. É que o Banco Central cancela o certificado da dívida do credor pelo valor de face e não pelo valor pelo qual foi arrematado. A TABELA 4 apresenta o resultado dos três primeiros leilões da dívida brasileira realizados em março, abril e maio de 1988. O deságio médio foi de 19,5%, permitindo uma redução do estoque da dívida da ordem de US\$ 109 milhões.

A segunda questão é se haverá realmente redução das transferências de recursos para o exterior. É claro que a redução de passivos financeiros concorrerá para diminuição do montante do serviço da dívida. Todavia há quem argumente que a remessa de juros será substituída por remessa de dividendos, não havendo, portanto, redução na transferência líquida de recursos para o exterior. A remessa de dividendos depende dos lucros efetivos e de outras condições regulamentadas pelo Governo, inclusive tributação. Existe ainda a hipótese de que os investimentos oriundos da conversão substituam os recursos novos que ingressariam no País naturalmente, como aconteceu no triênio 1982-84. Essa hipótese pode ser descartada, vez que o fluxo de investimentos voluntários no País nos últimos cinco anos vem declinando, atingindo em 1987 cerca de US\$ 450 milhões, cifra essa bem menor que as conversões anuais programadas pelo Governo (US\$ 1,5 bilhão para 1988). Para o BANCO CENTRAL (4) a conversão elevará o nível de investimentos estrangeiros no País neste ano de 1988 para US\$ 1,6 bilhão, dos quais somente US\$ 100 milhões (o mesmo volume do ano passado) sob a forma de investimento direto.

TABELA 4
 Conversão da Dívida em Investimentos
 Resultados dos Três Primeiros Leilões

Discriminação	Março/88		Abril		Maio/88	
	Área Livre	Área Incentivada	Área Livre	Área Incentivada	Área Livre	Área Incentivada
a. Valor da dívida convertida em US\$ milhões	102,7	83,8	103,5	88,2	96,2	60
b. Taxa de deságio	27%	10,5%	32%	15%	22%	0,5%
c. Valor do investimento em US\$ milhões	75	75	75	75	75	50,7
d. Redução do estoque da dívida em US\$ milhões (a — c)	27,7	8,8	28,5	13,2	21,2	9,3

FONTE: Gazeta Mercantil.

Por tudo isto e por um provável incremento nas exportações, provocado por investimento no setor exportador, espera-se um efeito positivo sobre o balanço de pagamentos, cuja magnitude dependerá da oferta de crédito para conversão, das taxas de deságio negociadas, das expectativas dos investidores estrangeiros com relação ao País e do possível aumento esperado do produto que amortecerá esse efeito positivo.

5.2. NÍVEL DE PRODUTO E EMPREGO

É sob essa ótica que o programa poderá trazer efetiva contribuição, pois permitirá a retomada dos investimentos e a capitalização de empresas nacionais. Para uma economia em que a taxa de investimentos em relação ao PIB, caiu de 26% para 16%, justamente porque perdeu fontes importantes de recursos — empréstimo externo e investimento do Estado — e ficou na dependência da poupança privada, a conversão pode representar uma alívio para alguns setores da atividade econômica.

A capitalização das empresas poderá ser feita via investimento direto ou por intermédio de fundos de investimento. Os fundos de investimento estimulam as empresas a abrirem seu capital para expandirem suas atividades. Como os investimentos estrangeiros geralmente se fazem acompanhar de novas tecnologias, haverá certamente aumento da oferta de produtos e do nível de emprego, bem como incremento da produtividade. O Governo instituiu um prazo mínimo de permanência dos investimentos convertidos (12 anos), como forma de evitar a repatriação do capital investido.

Existe, no entanto, um ponto importante a ser questionado e sobre o qual será feito um parêntese nessa discussão: A conversão provocará desnacionalização da economia brasileira?

Em recente estudo intitulado “o Capital Estrangeiro na Indústria Brasileira” (5), o BNDES faz uma ampla investigação da trajetória e do impacto do capital estrangeiro na economia brasileira. O estudo mostra que o capital estrangeiro tem apresentado importantes contribuições à nação, o que vai de encontro à antiga tese dos nacionalistas extremistas de que o capital estrangeiro é o grande mal da economia. O estudo revela que 30% da produção industrial está sob a responsabilidade do capital estrangeiro, sendo ele responsável por 27,4% das exportações brasileiras, contra 17,9% das importações. Além disso, o superávit gerado é superior

ao total dos recursos remetidos ao exterior a título de lucros e dividendos. As empresas estrangeiras, embora mais intensivas de capital, pagam salários 39% mais elevados que as empresas nacionais do mesmo setor.

O estudo reconhece que a transferência de tecnologia se restringe às camadas mais externas do processo de produção, não envolvendo a parte central da tecnologia. Todavia, argumenta o Banco que “no tocante à dimensão tecnológica diversos indicadores demonstram que as limitações do Brasil são de natureza estrutural” (número de profissionais pós-graduados e número de patentes concedidas no Brasil). Diz ainda o estudo que “a matriz industrial brasileira encontra-se solidamente integrada, acomodando, portanto, uma concorrência que não feriria o seu perfil” e recomenda que a cooperação estrangeira ocorra indiretamente sob a forma de “joint-ventures” com empresas nacionais.

Voltando ao programa de conversão da dívida, é necessário esclarecer os mecanismos de proteção ao capital nacional. Em primeiro lugar o Governo atrelou as conversões às restrições legais já existentes que protegem determinados setores tais como: telecomunicações, petróleo, informática etc. Vedou conversões que impliquem transferência de controle acionário nacional para estrangeiros. Portanto, o problema da desnacionalização da economia brasileira é anterior e o seu atrelamento ao programa de conversão não tem muito fundamento porque a dívida traz muito mais dependência para o devedor do que o investimento. Enquanto a remuneração do devedor depende do resultado da empresa, o custo da dívida independe do devedor e está sujeito a flutuações do mercado financeiro internacional e a ingerências macroeconômicas e não microeconômicas.

É importante também registrar a contribuição que o programa trata para amenizar os desequilíbrios regionais, à medida que o Governo criou uma reserva (50% das conversões) para as áreas incentivadas, ou seja, para projetos de investimentos no Norte, Nordeste, Vale do Jequitinhonha e Espírito Santo, mediante leilões especiais para essas áreas.

Em termos quantitativos e considerando as previsões declaradas pelo BACEN para 1988, o volume anual de conversão gerará um afluxo de US\$ 1,5 bilhão na Bolsa de Valores, o que corresponde a 15% do volume anual das bolsas brasileiras e a 5% da capitalização bursátil média dos últimos cinco anos. O volume de investimentos negociados nos três primeiros leilões atingiu US\$ 425,7 milhões (conforme mostra a TABELA 5).

TABELA 5
Conversão da Dívida em Investimentos Via Leilão
por Setor de Atividade
Valor dos Investimentos

US\$ milhões

Setor	1º Leilão Março/87	2º Leilão Abril/87	3º Leilão Maio/87	Total	
				Valor	%
Eletroeletrônica	15,3	78	32,1	125,4	29,5
Química/Petroq.	12,2	17,6	0,3	30,1	7,1
Mineração	11,2	13,5	19,6	44,3	10,4
Hotéis e Lazer	29,3	2,7	14,7	46,7	11,0
Agropecuária	24,5	0,8	—	25,3	5,9
Alimentos	15,7	—	2,9	18,6	4,4
Agroindústria	—	2,1	7,0	9,1	2,1
Metalurgia p/Sid.	4,0	6,0	0,5	10,5	2,5
Comércio/Import./					
Export.	5,4	5,0	12,4	22,8	5,4
Têxtil	7,2	3,4	4,9	15,5	3,6
Madeireiro	—	—	5,6	5,6	1,3
Mecânica	—	1,0	13,6	14,6	3,4
Desenv. Cirúrgico	—	—	6,0	6,0	1,4
Participações	10	14	3,4	27,4	6,4
Mat. de Const.	—	—	1,1	1,1	0,3
Defens. Agríc.	—	2,4	—	2,4	0,6
Equip. Ind.	3,0	1,3	—	4,3	1,0
Fundos de Conv.	1,9	0,2	0,8	2,9	0,7
Brinquedos	10	—	—	10,0	2,3
Diversos	0,3	2,0	0,8	3,1	0,7
Total	150	150	125,7	425,7	100

FONTE: Gazeta Mercantil.

Somente no leilão de maio a demanda por conversão foi maior do que a oferta dos credores, provocando uma queda na taxa de deságio até então negociada.

A equipe econômica do Governo atribui como causas a expectativa de fechamento do acordo com o FMI (às vésperas da realização do leilão), quanto à inclusão da conversão sem deságio, além da possibilidade de ingresso de "new money". A TABELA 5 apresenta os investimentos convertidos por setor de atividade. Os setores mais beneficiados foram eletroeletrônica (29,5% dos recursos), hotéis e lazer (11%), mineração (20%) e química e petroquímica (7,1%).

Em suma, os efeitos da conversão sobre o nível de produto e emprego serão positivos, dependendo essencialmente mais uma vez das expectativas dos investidores, sobre a economia nacional, e do atrelamento, pelo Governo, do programa de conversão a uma política industrial efetiva que integre variáveis como absorção de tecnologia, geração de divisas, prioridades regionais e produção de insumos novos.

5.3. O NÍVEL DE PREÇOS, A POLÍTICA MONETÁRIA E O ORÇAMENTO DO GOVERNO

A conversão da dívida em investimento representa fator de expansão da base monetária, o que poderia acelerar o processo inflacionário. Esse impacto será avaliado considerando os outros fatores que influenciam a base monetária.

O Governo tem buscado, sem muito êxito, enxugar a liquidez da economia. Os elementos expansionistas têm sido mais fortes que os mecanismos endógenos de contração. As operações com o setor externo, o déficit do tesouro e a política agrícola entre outros devem continuar pressionando a base monetária. Daí por que o Governo adotou tetos mensais para as conversões, de forma a não prejudicar a sua programação monetária já comprometida com uma perspectiva de um superávit externo de US\$ 15 bilhões. Pelo lado contracionista acontecerá uma pequena redução dos serviços da dívida do setor privado e do setor público que não precisariam de refinanciamento, restando aos títulos públicos o papel de enxugar a liquidez, via endividamento interno.

Nesse caso a conversão do ponto de vista do Governo corresponderá a uma troca de dívida externa por dívida interna. Como as taxas de juros no mercado interno têm-se mostrado historicamente superiores às taxas de juros externos, isto será prejudicial às contas do Governo no curto prazo, embora a longo prazo, os investimentos venham a provocar aumento do produto e elevação da arrecadação tributária.

A despeito da sensível redução da demanda agregada (abril e maio/88), em decorrência do achatamento salarial e da elevação das taxas nominais de juros, o Governo ainda não foi capaz de conter o excesso de liquidez da economia nem de reduzir a pressão do setor público sobre o mercado financeiro. De fato, o reverso da expansão monetária é muito mais o déficit público que precisa ser financiado, exigindo, a cada dia, a emissão do volume maior de títulos públicos.

A dívida mobiliária federal cresceu 41,4% em termos reais no período fev.87-jan./88 atigindo US\$ 30 bilhões. As conversões programadas pelo Governo (US\$ 1,5 bilhão para 1988), que representam aproximadamente 30% da base monetária, terão de ser totalmente esterilizadas através dos títulos públicos, o que implicará um acréscimo real do estoque da dívida mobiliária.

Em suma, o programa de conversão terá efeito expansionista sobre a base monetária, que poderá ser esterilizado com a emissão de títulos públicos. O conseqüente crescimento da dívida pública poderá ser amortecido via redução do déficit público, que é importante fator de expansão da base monetária.

A longo prazo a preocupação exagerada de que o programa de conversão gerará pressões inflacionárias pode ser rebatida com o argumento de que os novos investimentos contribuirão para a reativação da economia, via crescimento da oferta acompanhada do aumento de produtividade, o que poderá reduzir, ou pelo menos conter, o processo inflacionário.

Além disso o programa de conversão contribuirá para a reversão de expectativas quanto ao ritmo da atividade econômica num momento crítico como o atual.

Quanto ao orçamento do Governo, os efeitos serão ambíguos a curto prazo. Haverá perda de receita fiscal a curto prazo, decorrente das remessas cambiais de rendimentos (juros e dividendos) que não serão mais realizadas. Por outro lado, poderá até haver algum alívio se a conversão se destinar à privatização de estatais. A longo prazo, todavia, a arrecadação tributária poderá crescer pelo incremento de produto estimulado pelos novos investimentos.

6. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A dívida externa brasileira é consequência do modelo de desenvolvimento implantado a partir de 1964, cuja estratégia era atrair capitais estrangeiros sob a forma de empréstimos para complementar a poupança interna e obter taxas elevadas de crescimento da economia. Essa estratégia era de interesse dos países centrais desenvolvidos à medida que necessitavam transferir seus excedentes de capital acumulados.

A partir de 1979, com o segundo choque do petróleo e a mudança na política monetária dos países credores, houve significativa redução do crédito no mercado internacional, de forma que os países endividados não conseguiram mais financiar seus déficits comerciais nem, tampouco, suas obrigações com o serviço da dívida.

O processo de ajustamento supervisionado pelo FMI, no sentido de que os países devedores devem gerar superávits crescentes para manter seus compromissos, transformou-os de importadores de capital em exportadores de recursos para financiar a nova "arrancada" das economias centrais.

As políticas adotadas para obtenção de grandes superávits são recessivas (via contenção de demanda interna) e objetivam exclusivamente aumentar as exportações e reduzir as importações, provocando grande sacrifício para a sociedade (redução de salários reais e aumento do desemprego).

O esquema ortodoxo imposto pelo FMI está longe de resolver o problema da dívida dos países devedores. Por outro lado a moratória unilateral carrega em si alguns custos indiretos que neutralizam a melhoria do fluxo de caixa desejada.

É necessário, pois, mudar a natureza da dívida, mediante alongamento de prazos, redução de encargos, inclusão de cláusulas limitadoras de transferência de divisas, de acordo com a capacidade de pagamento dos países devedores, além de alternativas não ortodoxas, a exemplo da conversão da dívida em investimentos.

O programa de conversão brasileiro não representa uma solução final para o problema da dívida, tendo aspectos positivos e negativos. Como negativos podem ser citados a expansão da base monetária, aumento da dívida interna, substituição do ingresso natural de novos investimentos e desnacionalização da economia. Como positivos tem-se a redução do estoque da dívida, redução do serviço da dívida e da transferência de recursos para o exterior e incentivo a novos investimentos locais.

Cabe ao Governo, portanto, administrar bem essas vantagens e desvantagens, com vistas à obtenção de resultados líquidos positivos. A eficácia do programa dependerá do equilíbrio das forças de mercado (da oferta de crédito para conversão e da capacidade da absorção dos recursos pelo mercado de capitais brasileiro e, principalmente, das expectativas dos credores e investidores quanto à economia brasileira.

A despeito desse quadro de incertezas, o programa poderá gerar os seguintes impactos na economia:

- a) efeito líquido positivo sobre o balanço de pagamento à medida que reduzirá as transferências de recursos para o exterior e aumentará as exportações. Recomenda-se, todavia, ampliar o programa de conversão para compra de exportações em setores não-tradicionais ou com vistas a ampliar o mercado para os exportadores, com o cuidado de não incentivar exportações já naturalmente realizadas sem a conversão;
- b) efeito positivo sobre o nível de produto e emprego, uma vez que incentiva a realização de novos investimentos, fato importante num momento crítico atual para a reversão de expectativas negativas. Deve, no entanto, o Governo atrelar esses incentivos, via conversão, a uma política industrial efetiva que integre variáveis como absorção de tecnologia, geração de divisas, prioridades regionais e produção de insumos novos.
- c) efeito neutro sobre o processo inflacionário, uma vez que a pressão monetária exercida poderá ser esterilizada com a colocação de títulos no mercado aberto, aumentando a dívida interna, a qual poderá ser reduzida com cortes nos gastos do Governo;

- d) efeito ambíguo sobre as contas do Governo a curto prazo, decorrentes de perdas fiscais sobre remessas não realizadas, contra ganhos com conversões destinadas à privatização. A longo prazo, todavia, a arrecadação tributária acompanhará o aumento do produto estimulado pelos novos investimentos.

A conversão não é uma desgraça nem uma fórmula mágica para os problemas do desenvolvimento e da dívida externa do Brasil. Trata-se, apenas, de um instrumento a mais na política econômica atual, que poderá ser bem ou mal-administrado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. DORNBUCH, Rudiger & FISCHER, Stanley. **Macroeconomic**. São Paulo, McGraw-Hill, 1982.
2. GOLDENSTEIN, Sérgio. **A Dívida externa brasileira**. Rio de Janeiro, Guanabara, 1986.
3. LEMGRUBER, Antônio Carlos. Crescimento, dívida externa e transferência de recursos. **Conjuntura Econômica**, FGV, 42(3): 57-9, mar. 1988.
4. MARQUES, Carlos José. Injeção de dólares. **Senhor** (367):38-9, 4 abr., 1988.
5. _____. Na pista do capital. **Senhor** (375):66-7, 30 maio, 1988.
6. MONTEIRO, Antônio Carlos. Conversão de créditos em investimento: o caso brasileiro. **Conjuntura Econômica**, FGV, 42(4):91-100, abr., 1988.
7. WORLD BANK deplora: enérgicos ajustamentos não reduziram a carga da dívida. **Conjuntura Econômica**, 42(3):157-8, mar., 1988.

Abstract: Based on economic theory, SUMMARY analyzes the program of the Brazilian foreign debt conversion into investment. The analysis starts from Brazil's indebtedness process, discusses the debt problem and the strategies for its solution. In the specific item of the theme of the article that defines the conversion, it reports on the experience of some countries, as well as the historic and the mechanism of the conversion in Brazil. In the long run it puts in relief the impact of the conversion program about the macroeconomic variables, enumerating positive and negative effects.