

TCC/UNICAMP
Si51c
IE/1043

EDOC/IE



1290001043

IE
TCC/UNICAMP Si51c

MONOGRAFIA II

CONVERSÃO DA DÍVIDA EXTERNA

BRASILEIRA EM INVESTIMENTOS:

A SOLUÇÃO OU O PROBLEMA ?

Dívida externa - Brasil

Investimentos estrangeiros - Brasil

SOLANGE SIMÕES

ENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

TCC/UNICAMP
Si51c
IE/1043

INTRODUÇÃO

O processo de conversão da dívida externa em investimentos existe desde a década de sessenta, porém esta operação passou a ser intensificada a partir da crise do endividamento em 1982, quando os bancos que possuíam em sua carteira de ativos títulos da dívida externa de vários países, passaram a vendê-los com um desconto sobre o seu valor de face. Inicialmente havia somente a troca de títulos entre instituições credoras, evoluindo este mercado para a venda dos referidos títulos a investidores que se interessassem em implementar algum tipo de investimento nos países endividados. Eram assim adquiridos títulos da dívida externa de determinado país com um desconto sobre seu valor de face e convertidos pelo seu valor original internamente nos países correspondentes.

Cada país adotou medidas específicas para regulamentarem esta operação. No Brasil foi a Carta Circular 1125 um dos primeiros documentos legais a abordar a conversão, e em 1988 a Resolução 1460 veio a implementar as normas que vigoraram no país durante este ano.

A partir da intensificação da conversão no Brasil, a controvérsia acerca do tema cresceu. Pontos favoráveis, como o estímulo ao investimento, redução do estoque da dívida, acesso do país à tecnologia vinculada aos investimentos, contrapunham-se a pontos que apontavam para os efeitos negativos da conversão para o país. Dentre os principais, destacam-se a substituição de investimentos que antes viriam para o país, representando o acréscimo das divisas, o aumento da base monetária e eventualmente sobre as contas públicas.

O presente trabalho tem por objetivo apontar os principais efeitos da conversão sobre a economia, tentando demonstrar sua real contribuição para o país. Para isso, abordamos três principais aspectos, a saber, a base monetária, o balanço de pagamentos e os investimentos.

O capítulo I aborda de maneira sucinta o processo de endividamento do país e sua crise, além das tendências dos investimentos estrangeiros a partir da década de oitenta, e sua repercussão sobre o balanço de paga-

mentos brasileiro. A partir destas abordagens, buscamos entender o contexto em que passaram a ser intensificadas as operações de conversão bem como, a despeito de sua implementação, compreender quais os rumos do capital internacional na década passada.

No capítulo II enfocamos o processo de conversão operacionalmente, e como este se deu no Brasil.

O capítulo III tem por objetivo apontar os efeitos da conversão sobre a economia, a partir das variáveis que estão diretamente relacionadas a esta operação, que são o nível dos investimentos, a base monetária, as contas públicas e o balanço de pagamentos.

Cabe, por fim esclarecermos que este trabalho, sobretudo o capítulo III, baseou-se mais numa análise qualitativa que quantitativa, dada a dificuldade operacional em obter dados referentes a conversão. Além disso, entendemos que a obtenção destes dados não trariam contribuição aos estudos existentes neste campo.

CAPÍTULO I

OS ANOS SETENTA E SUA REPERCUSSÃO NOS ANOS OITENTA

1.1 O endividamento externo brasileiro e a crise dos anos 80

O endividamento externo brasileiro teve suas origens no final da década de 60, quando a convergência de dois fatores contribuíram para a tomada de recursos externos:

- uma situação de excessiva liquidez internacional, com efeitos favoráveis sobre as taxas de juros, spreads e prazos de amortização, e
- um ciclo expansivo interno pelo qual atravessava a economia brasileira.

O mercado financeiro internacional da década de 70 foi caracterizado por grande liquidez, tanto anteriormente a 74, quando o déficit externo americano constituía-se na fonte impulsionadora daquele mercado, quanto após 74, quando, sob os efeitos da brutal aceleração dos preços do petróleo, os países da OPEP passaram a imprimir o ritmo da liquidez internacional em maior proporção.

As taxas de juros, os spreads e os prazos de amortização no euromercado apresentavam-se atrativos para possíveis tomadores, e o resultado deste quadro foi a ampliação da demanda por recursos externos.

Paralelamente ao movimento de expansão do mercado internacional de créditos, a economia brasileira atravessava em fins dos anos sessenta e início dos setenta um ciclo expansivo onde a demanda por recursos, sobretudo financiamentos de longo prazo, constituíam-se num dos entraves que poderiam impedir a continuidade do crescimento.

Frente à precária estrutura do sistema bancário interno no tocante a financiamentos de longo prazo, o mercado financeiro internacional apresentou-se como a alternativa mais coerente. Deste modo, a tomada de recursos externos passou a ser entendida como condição *sine qua non* para o crescimento da economia.

Entretanto, a articulação que houve entre a economia brasileira e o mercado de euromoedas não se deu no âmbito produtivo, conforme o discurso oficial de então, ("contribuição de poupanças externas"), e sim no âmbito financeiro. (1)

Ora, se a tese oficial da época se confirmasse, necessariamente teríamos o déficit da balança comercial coberto pela entrada de recursos externos, efetivando-se a contribuição de poupanças externas para o crescimento do país. Porém, o que se verificou foi, como contrapartida do endividamento, um aumento das reservas internacionais entre o período 79-73, conforme demonstra a tabela 1.

(1) Davidoff, Paulo C. " Dívida Externa e Política Econômica " tese de doutoramento.

TABELA 1

BRASIL

Evolução da dívida externa bruta e das reservas internacionais

1960-1981

EM US\$ MILHÕES

ANO	Dívida externa bruta de longo prazo	Reservas
1967	3.4	0.2
1968	3.8	0.3
1969	4.4	0.7
1970	5.3	1.2
1971	6.6	1.7
1972	9.5	4.2
1973	12.6	6.4
1974	17.2	5.3
1975	21.2	4.0
1976	26.0	6.6
1977	32.0	7.3
1978	43.5	11.9
1979	49.9	9.7
1980	53.9	6.9
1981	61.4	7.7

Fontes: (1) Relatórios do Banco do Brasil 1961-1963; Relatórios da SUMOC- 1961-1964; Boletins do Banco Central do Brasil, vários números.

(2) FMI, International Financial Statistics, vários números.

No pós 74, apesar da desaceleração do ciclo precedente, o país mergulharia em depressão não fosse o II PND, que inoculou um sopro de otimismo na economia brasileira. Frente a um quadro de adversidades externas, a balança comercial apresentou desequilíbrios devido a deteriorização dos termos de troca. Neste período verificou-se o maior volume de capital de empréstimos para importação - US\$ 5.33 bilhões. O resultado desta assimetria entre a economia brasileira e o resto do mundo, expressa pela implementação de um plano de crescimento econômico em plena crise mundial, repercutiu negativamente sobre as contas externas resultando numa redução de 60% nas reservas internacionais entre 73 e 75 (tabela 1). Por outro lado, com o aumento das taxas de juros internacionais, o caráter financeiro e desestabilizador do endividamento foi acentuado, e a tomada de novos recursos passou a se dar em função da própria dinâmica do endividamento.

Após o primeiro choque, apesar das relações de troca do país apresentarem melhora, a captação de recursos externos foi incentivada (1) por políticas econômicas internas, tanto através de diferencial de taxas de juros internas e externas quanto através de mecanismos específicos de proteção contra perdas cambiais e variações nas taxas de juros (Resolução 432 e CC 230), decorrentes de possíveis alterações das taxas de câmbio.

Por outro lado, as estatais passaram a ter seu papel acentuado na captação de recursos externos. Assim o setor público passa a acentuar sua participação no processo do endividamento, tornando-se vulnerável às oscilações do mercado financeiro internacional.(2)

(1) Em 1962, publicou-se a Lei 4131, que já disciplinava a contratação direta de empréstimos pelas empresas ao exterior e Resolução 63 criando condições propícias às instituições financeiras para captação e repasse de recursos. (Oliveira, Fabrício A. de, "Política Fiscal e Política Monetária no Brasil: o estrangulamento imposto pela dívida externa", texto para discussão número 12, de agosto de 1989, do Centro de Estudos de Conjuntura - CECON, da Universidade Estadual de Campinas.

(2) id ibid.

Em 1979, com a segunda crise do petróleo, as taxas de juros alcançaram níveis sem precedentes e conseqüentemente o país sofreu nova onda de choques externos, porém, desta vez mais marcantes e duradouros. As taxas de juros internacionais aumentaram 4.6% em termos reais de 1979 a 1982, constituindo-se numa avalanche desestabilizadora para a economia.

A partir de 1980 era patente o caráter financeiro das novas tomadas de recursos externos. Além da fragilidade dos países endividados frente a nova situação que se apresentava, o sistema bancário internacional também atravessava uma fase delicada, pois os empréstimos externos correspondiam a 100% do capital dos bancos credores (1). As taxas de juros internacionais nos patamares em que se encontravam - e já por um período prolongado - constituíam-se no principal fator desestabilizador do mercado financeiro internacional.

Neste cenário e com a decretação da moratória mexicana em 1982, desencadeou-se um processo de retração do crédito externo que só veio a acentuar as péssimas condições em que se encontravam os países endividados.

(1) Batista, Paulo Nogueira "Da Crise Internacional à Moratória Brasileira"

Verifica-se assim, após 82, um movimento de recursos reais contrário ao que se apresentou nos anos 70, ou seja, dos países endividados para os países desenvolvidos. Por conseguinte, o Brasil passou de importador a exportador de recursos reais (1).

De acordo com os dados da tabela 2, a participação das transferências no PIB passaram de -2.1% em 1980 (o que significa uma entrada de recursos reais), para nada menos que 5.6% em 1984, apresentando uma variação de 367%.

Sob supervisão do FMI, o país passou por sucessivos ajustes externos visando obter superávits na balança comercial, necessários para se fazer frente aos serviços da dívida, uma vez que o mercado voluntário de créditos havia se fechado. A contrapartida destas transferências seria representada pelo não equacionamento dos problemas estruturais internos do país; isto porque com uma transferência de 4% a 5% do PIB, a capacidade do superávit em financiar os investimentos domésticos se viu restrita (2).

(1) Batista, Paulo Nogueira "Formação de Capital e Transferências de Recursos ao Exterior", Revista de Economia Política, vol. 7.

(2) id ibid.

Frente à limitação dos programas de ajuste encaminhados aos países devedores pelo FMI, que acabavam por penalizar suas economias internas, e não obstante a moratória brasileira decretada em 1987, a ameaça de uma crise de liquidez externa era latente. Deste modo, passaram a surgir novas formas alternativas (1) de encaminhamento para a questão da dívida externa, e dentre elas a conversão da dívida externa em investimentos passou a ser discutida e implementada no país com maior intensidade em 1988.

1.2 A tendência dos investimentos estrangeiros e o balanço de pagamentos

A América Latina desde o início da década de 80 vem sofrendo uma redução nos investimentos estrangeiros de maneira acentuada. México, Brasil e Argentina respondem por grande parte deste declínio. (2)

(1) Batista, Paulo Nogueira "Da Crise Internacional a Moratória Brasileira".

(2) Agozin, Manuel R. e Ribeiro, Vicente B., "Inversiones extranjeras directas en América Latina: tendencias recientes y perspectivas", Integración Latinoamericana, junho de 1987.

As correntes de investimentos estrangeiros tendem a se concentrando entre países desenvolvidos. Além disso, a América Latina, que na década de 70 representava a principal região de países em desenvolvimento receptora de inversões estrangeiras, se viu perdendo sua posição para os países asiáticos do Terceiro Mundo. (1)

A questão da redução dos investimentos estrangeiros pode ser melhor compreendida se tivermos em mente a crise que assolou estes países no início da década de 80, que tratamos no item anterior.

A política recessiva adotada no Brasil, expressa na redução da demanda e investimentos internos como a contraface dos superávits que deveriam ser obtidos para fazerem frente ao pagamento dos serviços da dívida externa, impactaram negativamente as projeções dos investidores internacionais. Um outro fator determinante das expectativas do capital internacional pode ser encontrado na permanente crise cambial por que passou o país, criando

(1) Agozin, Manuel R. e Ribeiro, Vicente B. op. cit.

receios quanto a condução das políticas de controle sobre a remessa de capitais.

A convergência destes fatores afetaram o nível de inversões estrangeiras no país, conforme pode ser visto na tabela 2.

No Brasil, os investimentos internos se reduziram brutalmente em 1983, mantendo taxas extremamente reduzidas, se comparadas com a década anterior.

Além do impacto negativo que a remessa de recursos ao exterior tiveram sobre o balanço de pagamentos, os investimentos estrangeiros em capital de risco, que representam um aporte de divisas para o país, foram brutalmente restringidos. Soma-se a isso o fato de que muitos dos investimentos das empresas de capital estrangeiro ao se darem com a reinversão dos lucros, ampliava o estoque de capital da economia, e, partindo-se da suposição de que no mínimo o percentual de recursos enviados ao exterior não se alterasse, os fluxos sobre o estoque de capital aumentavam. Certamente, como resultado, o balanço de pagamentos apresentou significativa redução em seus níveis, conforme demonstra a tabela 3.

TABELA 2
 INVESTIMENTOS E REMESSAS DE LUCROS E DIVIDENDOS, 1983-1986
 EM US\$ MILHÕES

DISCRIMINACAO	1983	1984	1985(a)	1986(b)
1) Invest. direto(c)	664	1.077	710	70
2) Conversao	425	731	537	400
3) Inv. direto novo	239	346	173	(330)
4) Remes. luc. e div. (d)	758	796	1.059	1.100
5) Entr. liq. divisa	(519)	(450)	(886)	1.430

FONTE: Banco Central do Brasil

(a) Dados preliminar.

(b) Proj. com base em dados do BC

(c) Exclui reinvest.

(d) Exclui lucros reinv.

TABELA III - TRANSFERENCIA DE RECURSOS REAIS AO EXTERIOR - 1980/1986

Discriminacao	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1 Export. de bens	20.132	23.293	26.175	21.899	27.005	25.639	25.200
2 Export. de bens e serv. nao fatores	1.185	1.582	1.257	1.298	1.524	1.707	1.560
3 Exportacoes- total (1+2)	21.317	24.875	27.432	23.197	28.529	27.346	26.760
4 Import. de bens	22.955	22.091	19.395	15.429	13.916	13.160	12.900
5 Import. de bens e serv. nao fatores	3.651	3.785	3.905	2.866	2.771	2.783	2.760
6 Importacoes- total (4+5)	26.606	25.876	23.300	18.295	16.687	15.951	15.660
7 Transfer. de recursos reais (3-6)	(5.289)	(1.001)	(1.868)	4.902	11.842	11.395	11.100
8 Transfer. sobre exportacoes 7/3 (X)	(24.8)	(4.0)	(8.7)	21.1	41.5	41.7	41.5
9 Prod.Int.Bruto	250.239	275.949	283.144	208.306	211.060	220.197	259.400
Transf. sobre Prod.Int.Bruto	(2.1)	(0.4)	(0.6)	2.3	5.6	5.2	4.3

FONTES: Banco Central do Brasil e FGV

A convergência, portanto, de vários fatores impactaram perversamente a economia brasileira na década de oitenta. Dentre eles, a crise do endividamento externo, com a interrupção do mercado voluntário de créditos, a consequente crise interna, representada, sobretudo, no aumento do endividamento do setor público e a tendência dos investimentos estrangeiros, tanto na busca de novas regiões quanto nas projeções pessimistas de suas expectativas frente ao quadro da economia brasileira. Estes fatores compõem o pano de fundo no qual a conversão passa a ser ventilada como umas das formas de se equacionar o endividamento externo.

CAPÍTULO II

A CONVERSÃO NO BRASIL

2.1 O processo da conversão

Com a crise do endividamento e a percepção da inadimplência dos países devedores, o mercado secundário de títulos da dívida externa apresentou um perfil mais atraente aos investidores interessados nesses países. O desânimo sobre os títulos atingiram níveis sem precedentes, expressando o desejo dos credores em sanear suas carteiras de ativos. Os bancos norte-americanos, liderados pelo CITICORP (1), implementaram uma política de formação de reservas em 1987, para arcarem com as possíveis perdas na negociação dos títulos e foram seguidos por outros bancos.

Diante disso, o mercado secundário foi aquecido e as operações de conversão se intensificaram; de uma cifra de US\$ 206 bilhões em 1986, saltou em 1988 para US\$ 2.100 (2).

(1) Baer, Mônica "Ao Correr do Martelo, a conversão da dívida em investimento e as novas formas de financiamento externo", Novos Estudos, número 18, setembro de 1987.

(2) Meyer, Arno e Marques, Maria Sílvia Bastos "Implicações Macroeconômicas da Conversão da Dívida Externa", Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional, Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas.

Cada país adotou uma política específica para tratar da conversão. No Brasil foi através dos leilões, regulamentados pela Resolução 1460, que se deu a conversão da dívida vincenda depositada no Banco Central, com o país se apropriando de parte do deságio praticado no mercado secundário. É o que mostraremos no próximo item.

2.2 A conversão no Brasil

As discussões acerca do processo de conversão da dívida externa em investimentos ganhou maior ênfase com a deteriorização nos termos de renegociação da dívida, após a moratória mexicana em 1982.

No Brasil, apesar da possibilidade de ser feita a conversão desde meados dos anos sessenta, foi através da Carta Circular 1125 de novembro de 1984 que o governo passou a regulamentar esta operação (1). De acordo com o disposto na Carta, o governo estabelecia a conversão pelo seu valor

(1) O Decreto-lei 1598 de 1977 concedia desconto direto sobre o lucro real dos dividendos oriundos de ações adquiridas por meio da conversão para empresas controladas por capital estrangeiro; o Decreto-lei 1994 concedia crédito financeiro às empresas que fizessem a conversão. Meyer, Arno e Marques, Maria Sílvia Bastos op. cit.

de face para os créditos diretos interempresas ou para os bancos que passassem a ser acionistas de empresas no país.

Porém, com o mecanismo da conversão regulamentado pela C.C. 1125, os títulos brasileiros eram adquiridos no mercado secundário com um deságio e convertidos internamente pelo seu valor total de face, deixando o país de se apropriar de parte do deságio.

Frente a esta situação e face à necessidade do país de apropriar-se de parte do deságio praticado no mercado secundário, foi baixada em fevereiro de 1988 a Resolução 1460 que ditava as novas regras para o processo de conversão no Brasil. Foi à luz das disposições contidas neste documento legal que se deram os leilões no ano de 1988. Segundo a Resolução, as dívidas já vencidas e depositadas no Banco Central seriam convertidas em investimentos através de leilões de deságio. Nestes leilões, onde era fixado o teto a ser convertido como precaução do impacto que a conversão poderia ter sobre a base monetária, como veremos mais adiante, era negociado o deságio. O investidor que adquirisse um título da dívida

externa vencida brasileira com deságio no mercado secundário, participaria dos leilões, onde ofereceria este título ao Banco Central com um desconto sobre o seu valor de face. Uma vez efetuada a operação, o investidor receberia um certificado de registro de capital estrangeiro - depois de ter seu projeto aprovado - no valor líquido negociado no leilão. Depois de doze anos o capital poderia ser repatriado. (1)

Os recursos oriundos da conversão formal - denominação deste tipo de operação - eram direcionados para duas áreas específicas, a saber, área incentivada e área não incentivada. Naquela o deságio a ser apropriado pelo Banco Central era menor e os recursos eram destinados a projetos nas áreas da Sudam, Sudene, Espírito Santo e Vale do Jequitinhonha. A área não incentivada não especificava as regiões como receptoras dos investimentos e o deságio a ser apropriado pelo Banco Central era, por conseguinte, maior.

(1) Meyer, Arno e Marques, Maria Sílvia Bastos op. cit.

A conversão da dívida não vencida, conversão informal, não dependia dos sistemas de leilões, e, neste caso, o deságio seria negociado entre as partes, cabendo ao investidor informar ao governo para que se procedesse ao registro do capital. No entanto, outras modalidades que não a transformação do título em investimento foram implementadas neste caso, sendo a "bicicleta" uma das mais conhecidas.(1)

A conversão informal independia dos leilões por se tratar de dívida não vencida e que portanto não encontrava-se depositada no Banco Central; assim sua conversão não impactaria a base monetária.

Antes da implementação da Resolução 1460, através da Resolução 1416, de outubro de 1987, o governo tentou vincular a conversão à securitização da dívida, ou seja, a transformação da dívida externa em títulos de longo

(1) "A bicicleta é uma operação com títulos da dívida vincenda que envolve o credor, o devedor e o intermediário. Este recebe do mutuário final o pagamento em cruzados de um título da dívida externa que esteja por vencer, comprado pelo intermediário no exterior com dólares adquiridos no mercado paralelo de câmbio. (...) Acertado o desconto e tendo recebido do mutuário os cruzados correspondentes, o intermediário (no caso o bicicleteiro) volta ao black para adquirir outros dólares e seguir para outra volta na sua rentável bicicleta", Lima, Bethânia Sampaio de Oliveira "Conversão da Dívida: benefícios ambíguos e estreitos" Informe Conjuntural do Centro de Estudos de Conjuntura - CECON - de outubro/novembro de 88, da Universidade Estadual de Campinas.

prazo (ou transformação da dívida velha em dívida nova). Nesta passagem o país se apropriaria de uma parte do deságio praticado no mercado secundário sobre o total do estoque da dívida. "Isto poderia ser feito por meio de:

a) um desconto em relação ao valor de face da dívida velha;

b) taxas de juros inferiores às de mercado para a dívida nova; ou

c) uma combinação das duas alternativas." (1) Os títulos de longo prazo

seriam negociáveis no mercado secundário e poderiam ser convertidos em investimentos diretos no país. Segundo Paulo Nogueira (2), o governo dispunha de dois alibis para implementar a troca da "dívida velha" por "dívida nova": a moratória e a não regulamentação do processo de conversão da dívida em investimentos, pois a manutenção do não pagamento dos juros e a não regulamentação da conversão daria ao governo o raio de manobra para a negociação. No entanto, esta estratégia do então ministro Bresser Pereira não foi adiante por estar inserida num programa de renegociação da dívida

(1) Batista, Paulo Nogueira, "Da Crise Internacional à Moratória Brasileira"

(2) id ibid.

CAPÍTULO III

OS EFEITOS MACROECONÔMICOS DA CONVERSÃO

3.1 Introdução

Com a intensificação das operações de conversão pelo país durante o ano de 1988, ampliaram-se as controvérsias acerca do tema. Pontos positivos como a redução do estoque da dívida, incentivo aos investimentos, acesso do país à tecnologia estrangeira, dentre outros vinham sendo propalados pelos defensores da conversão. Por outro lado, a substituição de investimentos diretos por investimentos via conversão, o impacto negativo desta operação sobre o balanço de pagamentos, a base monetária, as contas do governo, são alguns dentre os muitos pontos negativos apontados pelos que criticavam este mecanismo de redução da dívida externa.

O objetivo deste capítulo é apontar os principais efeitos macroeconômicos associados à conversão, quais sejam, os impactos sobre o balanço de pagamentos, sobre a base monetária vinculados às contas do governo, bem como o impacto sobre aos investimentos.

3.2 O impacto sobre o balanço de pagamentos

Do ponto de vista do balanço de pagamentos, há três aspectos básicos a considerar: redução dos pagamentos a título de juros correspondentes às parcelas convertidas, aumento da remessa de lucros e dividendos e substituição de investimentos que representariam aporte de divisas para o país por investimentos via conversão.

É pertinente a controvérsia a respeito do impacto da conversão sobre o balanço de pagamentos, pois operacionalmente há a troca de uma parcela do estoque dívida por investimento direto no país. Ademais, as vantagens do capital de risco sobre o capital de empréstimo são bem definidas: as remessas de recursos do capital de risco estão vinculadas ao êxito do investimento enquanto que o retorno sob a forma de pagamento do principal e juros do capital de empréstimo independe do êxito das aplicações destes recursos. Soma-se a isso o fato de que o capital de empréstimo está vinculado às flutuações das taxas de juros internacionais.

Todos estes fatores, dentre outros, atribuem à conversão um aspecto positivo para o país que a realiza. No entanto, há outros aspectos a considerar que estão além da imagem positiva do capital de risco sobre o capital de empréstimo.

Com a conversão, há uma troca de um título da dívida brasileira com deságio por moeda nacional a ser investida internamente. Este deságio torna o dólar mais barato para uma empresa que deseja investir internamente do que seria se o investimento se desse pelas vias normais. Ou seja, se uma empresa desejasse investir US\$ 75 mil, ela obteria com US\$ 50 mil um título da dívida externa brasileira de US\$ 100 mil no mercado secundário e converteria este título em investimento no país, contando com o deságio aplicado internamente, ao invés de trazer para o país os US\$ 75 mil, não se contabilizando a entrada de divisas.

Outro aspecto a abordar seria a maior remessa de recursos ao exterior, pois considerando-se que a conversão representasse um aumento dos investimentos, conseqüentemente o estoque de capital da economia aumentaria, e, portanto, o fluxo de recursos ao exterior seria intensificado.

Além dos lucros, os dividendos, royalties e assistência técnica são fatores que estariam relacionados com a remessa de recursos ao exterior, sem que houvesse a contrapartida dos dólares correspondentes ao investimento.

Seria necessário, por parte das autoridades governamentais, um controle intensivo das remessas de recursos ao exterior visando proteger as reservas do país. No entanto, parece improvável que haja uma determinação legal para se efetuar este tipo de controle, dada a própria complexidade dos itens envolvidos na questão.

Face à dificuldade na obtenção de dados a respeito do efeito da conversão sobre o balanço de pagamentos(1), demonstraremos os resultados obtidos em um exercício efetuado pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro (2) onde foram consideradas hipóteses que se aproximavam dos dados referentes à conversão no país.

(1) "As incertezas em relação aos pagamentos de principal da dívida com os bancos comerciais e a repatriação do capital convertido após o período de carência, o desconhecimento dos retornos associados aos projetos financiados pela conversão e à indeterminação da taxa de juros a ser utilizada no cálculo dos retornos do capital de empréstimo", Meyer, Arno e Marques, Maria Sílvia Bastos op. cit.

(2) id ibid.

Segundo o referido exercício, num horizonte de cinco anos o Brasil teria uma perda de US\$ 1.3 bilhões relativa a uma conversão de US\$ 15.5 bilhões. Porém, esta perda seria arrefecida ao longo dos anos pelo não pagamento dos juros referentes à parcela convertida.

Apesar dos resultados da simulação estarem estritamente vinculados às hipóteses da mesma, sua contribuição é válida para se ter uma idéia do quanto deveria ser o deságio no mercado interno para que a conversão representasse um ganho para o país. Segundo a simulação, esta taxa estava acima de 44,2% - "bem mais próximas das taxas de deságio dos títulos brasileiros no mercado secundário" (1) - para uma taxa de juros internacionais de 9%. Também o país teria um ganho com a conversão caso esta taxa de juros aumentasse significativamente, resultando num ganho líquido para a economia brasileira, expresso no não pagamento a título de juros das parcelas convertidas.

(1) Meyer Arno e Marques, Maria Sílvia Bastos op. cit.

Deste modo, para anular o efeito da remessa de lucros ao exterior, a taxa de juros e o deságio no mercado interno teriam que alcançar cifras irreais. O montante a ser convertido poderia ser um dos itens a serem intensificados porém esbarraria na restrição imposta pela base monetária, conforme veremos a seguir.

Em conclusão, podemos atribuir um caráter negativo da conversão sobre o balanço de pagamentos, pois há que se ter em mente até que ponto o não pagamento dos juros correspondentes à parcela convertida mais que compensaria a remessa de lucros, dividendos e serviços relacionados ao aumento do estoque de capital na economia, sem a contrapartida da entrada de divisas para o país, uma vez que há apenas um abatimento do estoque da dívida em troca do registro de capital.

3.3 O impacto da conversão sobre a base monetária

Os recursos passíveis de conversão formal são os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central (DRME), nos moldes da Circular 230 e da Resolução 432, relativos a parcelas de principal e juros vencidos e

respectivos encargos. A conversão desses recursos teria como consequência a expansão da base monetária, uma vez que se encontram depositados no Banco Central.

Face ao contexto de crise inflacionária e crise econômica em que se encontra a economia brasileira, a propensão dos agentes econômicos para manterem o poder aquisitivo da moeda seria acentuada com a expansão da base monetária, o que resultaria na fuga da moeda para ativos reais. A colocação de títulos públicos para arrefecer a expansão da base seria neutralizada dado o perfil ímpar da nossa dívida pública, vale dizer, o rápido giro da dívida pública brasileira, com a liquidez dos títulos públicos quase que imediata, desembocaria numa pressão adicional sobre as taxas de juros com efeitos perversos na economia. Isto porque o aumento das taxas de juros dos títulos públicos remeteria à questão do acirramento do endividamento público como a contraface da conversão. Como consequência, os investimentos públicos tenderiam a ser reduzidos para diminuir a pressão

dos gastos sobre os cofres públicos. Por outro lado, a redução do crédito, via aumento das taxas de juros, como um dos mecanismos de se evitar um aumento acentuado da base monetária, repercutiria negativamente sobre o investimento privado. Ademais, numa economia onde predominam os oligopólios, certamente um aumento nas taxas de juros como pressão de custos para as empresas seriam repassados aos preços, acentuando a espiral inflacionária.

Na realidade, ao converter os DRME em investimentos e tentar arrefecer o impacto monetário da conversão através da colocação de títulos públicos, o governo estaria trocando uma fonte de financiamento de longo prazo por uma de curto prazo, expressa no rápido giro da dívida interna. (1)

(1) Meyer, Arno e Marques, Maria Sílvia Bastos op. cit.

No já mencionado exercício realizado pela Fundação Getúlio Vargas para procurar quantificar o impacto da conversão sobre a base monetária, considerou-se as conversões realizadas através do sistema de leilões, as realizadas pela Carta Circular 1125 e a conversão prevista no acordo de renegociação da dívida externa em setembro de 88, liberadas sem o deságio (1). O impacto sobre a base monetária - considerando-se seu estoque em dezembro de 1987 de US\$ 7 bilhões - foi de aproximadamente 40%. Este número está bem próximo dos 38,6%, referentes à conversão de US\$ 2,7 bilhões, cifra publicada pela imprensa em setembro de 1987 relativa a conversão da dívida vencida e casos especiais de dívida vincenda. (2)

Outro indicador do impacto da conversão sobre a base monetária refere-se ao peso dos recursos convertidos no total dos fatores de expansionistas (3). Segundo os indicadores do Banco Central, tal peso seria de 3,3% sendo este um resultado sujeito a contestação face à imprecisão dos dados.

(1) Pelas hipóteses assumidas neste exercício, seriam convertidos no primeiro ano US\$ 2.8 bilhões, no segundo US\$ 2.25 bilhões no terceiro e quarto US\$ 2.7 bilhões por ano e no quinto US\$ 2.55 bilhões.

(2) Lima, Bethânia Sampaio de Oliveira op. cit.

(3) id ibid.

Isto posto, conclui-se que sob o ponto de vista da base monetária, a conversão possui um aspecto também negativo, na medida em que, tomando-se por base os exercícios mencionados, o resultado previsto seria a sua expansão brutal.

Logicamente tal expansão repercutiria sobre a dívida pública e, considerando-se sua especificidade no que tange a rapidez de seu giro, os efeitos sobre a economia como um todo seriam desfavoráveis. Neste sentido, como a estatização da dívida brasileira constitui-se no principal fator de desequilíbrio financeiro do setor público (1), a conversão como uma das alternativas de redução do endividamento externo do país em nada equacionaria este problema, ao contrário, tenderia a acentuá-lo.

(1) Oliveira, Fabrício Augusto de op. cit.

3.4 O impacto da conversão sobre os investimentos

A princípio, a conversão constitui-se num estímulo ao investimento estrangeiro, uma vez que é concedido ao investidor um subsídio cambial, expresso no deságio aplicado no mercado secundário que o país deixa de se apropriar.

Porém cabe questionar qual seria o impacto macroeconômico da conversão sobre o investimento agregado e conseqüentemente sobre a economia brasileira.

Como mencionamos no decorrer deste trabalho, a entrada de novos investimentos aumenta o estoque de capital estrangeiro na economia, e supondo que o fluxo de recursos enviados ao exterior seja uma percentagem constante deste estoque, com o aumento dos investimentos através da conversão, o impacto sobre a ótica do balanço de pagamentos seria negativo, ou seja, na

medida em que a conversão pode, por um lado, representar um estímulo ao aumento dos investimentos, isto esbarraria na restrição imposta pelo balanço de pagamentos. Sob esta ótica o balanço de pagamentos constituir-se-ia num entrave à entrada de novos investimentos via conversão, uma vez que não se configura, nesta operação, nenhum aporte de novos recursos.

Ademais, se os recursos oriundos da conversão fossem aplicados na captação de ações para investimentos na bolsa de valores, este mecanismo deveria ser acompanhado de uma ampliação do mercado de títulos primários. Isto remeteria à questão de uma ampliação dos investimentos públicos e privados a serem financiados pela conversão. Porém não se verifica, na atual conjuntura, uma disponibilidade do capital privado e condições para o capital público na implementação deste intento (1), e, conseqüentemente uma abertura da bolsa de valores ao capital oriundo da conversão "significaria nada mais que acirrar a demanda especulativa deste mercado, havendo o risco de desencadear um movimento de ruptura, com efeitos perversos sobre a estrutura produtiva" (2).

Sob o ponto de vista da transferência de tecnologia, a conversão poderia representar um benefício ao país, desde que a entrada de novos investimentos representassem, através do aporte de novas tecnologias, um aumento da produtividade e da competitividade industrial.

Do exposto, conclui-se que, a priori, o impacto macroeconômico da conversão sobre o investimento agregado parece impreciso.

No exercício anteriormente mencionado realizado pela Fundação Getúlio Vargas, buscou-se avaliar o impacto da conversão sobre o investimento agregado partindo-se da equação:

$$S - I = CC,$$

onde S representa a poupança e I, investimento e CC o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos. Também desagregou-se a poupança e o investimento entre o setor privado e público, ficando a equação:

$$(S_p - I_p) + (S_g - I_g) = CC$$

O déficit em conta corrente (CC) se reduz, como resultado da redução das importações (pois não se configura a entrada de divisas no país), e com a redução dos pagamentos a título de juros (partindo-se do próprio resultado a que chega o exercício quando da análise do efeito da conversão sobre o balanço de pagamentos).

Supondo que todos os recursos oriundos da conversão sejam direcionados para o setor privado (dada a pouca atratividade do setor público), e tendo-se em mente a equação supra mencionada, simultaneamente à redução do déficit em conta corrente ocorreria um aumento de I_p , sem um aumento correspondente de S_p (uma vez que se trata da conversão da dívida vencida já depositada no Banco Central). Portanto a parcela $S_p - I_p$ se tornaria deficitária.

Para compensar este déficit, o saldo do setor público ($S_g - I_g$) deveria ser superavitário. Ora, isso significaria dizer que ou S_g aumentasse, ou I_g se reduzisse (1). Admitindo-se que o saldo em conta corrente ficasse

(1) A incompatibilidade entre a obtenção deste superávit e a conversão não deve ser ignorada, dado o impacto desta operação sobre as contas públicas, conforme abordamos no item 3.2.

inalterado, um aumento de I_p também seria compensado por uma redução na parcela $(S_g - I_g)$.

Apesar do aparato analítico de sabor neoclássico, o exercício supra mencionado auxilia em nossa análise na busca a resposta para a questão inicialmente posta, qual seja, do impacto da conversão sobre o investimento agregado e a economia.

Quando se tem em mente que a conversão pode representar um estímulo aos investimentos, uma vez que recursos que se encontravam depositados no Banco Central eram convertidos para este fim, há que se pensar no efeito global no nível de investimentos, tanto público quanto privado. Na medida em que, nos termos do exercício apresentado, há o crowding-out dos investimentos públicos, o efeito da conversão sobre o nível dos investimentos não parece ser tão favorável.

Por outro lado, conforme tratamos no item 1.2, a despeito do subsídio cambial envolvido na operação, as decisões de investimento estão mais atreladas a outros aspectos e "na atual conjuntura o que se afigura como mais relevante para as decisões de investimento está menos associado ao crédito e mais às condições problemáticas para um cálculo mais seguro sobre as receitas futuras prováveis de investimentos adicionais e para o deslanche de gastos em infra-estrutura produtiva, este último dificultado em virtude da crise financeira do setor público" (1).

(1) Lima, Bethânia Sampaio de Oliveira, *op. cit.*

CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho procuramos esclarecer o contexto em que as operações de conversão passaram a ser intensificadas, qual seja, quando da crise do endividamento externo e com a percepção de que a maneira como vinham sendo conduzidas as negociações em torno da dívida não pareciam levar a um equacionamento do problema.

Com a adoção do esquema de conversão no Brasil através dos leilões, pontos favoráveis e desfavoráveis passaram a se contrapor. Demonstramos que esta operação causa efeitos negativos no balanço de pagamentos, por não representarem o ingresso de divisas, e por aumentarem o estoque de capital da economia, repercutindo num aumento dos fluxos de recursos ao exterior a título de lucros, dividendos, royalties, dentre outros. Há que se pensar também que, em não representando um aporte de divisas, a capacidade do país em importar se restringe, se comparada com o ingresso de capital de risco com a entrada de dólares.

A base monetária constitui-se numa restrição à conversão, pois se converte recursos que já se encontram depositados no Banco Central. Com isso, os efeitos sobre as contas públicas seriam inevitáveis, pois com as operações de open market como um dos mecanismos da política monetária para se restringir a liquidez da economia, as taxas de juros seriam elevadas e acentuadas pelo rápido giro da dívida pública brasileira, que lhe é peculiar.

Ademais, se se pensar no endividamento do setor público como a contraparte do endividamento externo do país, não seria racional ver a conversão como uma das alternativas para reduzir o endividamento externo e sobretudo seu ônus sobre a economia brasileira, levando-se em conta o mencionado no parágrafo anterior.

Ao se discutir a conversão, pelo menos resta a possibilidade de que os investimentos venham a ser intensificados no país, uma vez que há um subsídio cambial concedido ao investidor. No entanto, a tendência do capital internacional está mais relacionada a fatores como as expectativas quanto a condução da economia brasileira e aos retornos do empreendimento, com a potencialidade de outros mercados do que com o crédito em si.

No exercício realizado pela FGV demonstrou-se que, a despeito de tais fatores, é questionável o aumento do nível de investimento da economia através da conversão uma vez que um possível aumento dos investimentos privados se daria às custas de uma redução do investimento público.

Atualmente a idéia da conversão voltou a ser veiculada nos bastidores governamentais, quando da visita da atual ministra aos Estados Unidos. Acenou-se para a possibilidade de se converter os títulos da dívida externa em participações de investidores estrangeiros na privatização das

empresas estatais. Certamente este mecanismo não implicaria numa expansão direta da base monetária, porém, não podemos perder de vista as atuais tendências dos investimentos estrangeiros, a crise interna da economia brasileira, além da falta de uma definição por parte do governo sobre o processo de privatização das estatais.

Em sendo determinada a conversão nos moldes acima descritos, a apropriação de boa parte do deságio praticado no mercado secundário, a transparência e a vigilância das autoridades governamentais neste processo, seriam uns dos requisitos básicos para que os efeitos sobre a economia fossem atenuados.

Melhor seria se a conversão estivesse inserida num esquema mais amplo de renegociação da dívida, onde fosse assegurado ao país as condições necessárias ao seu crescimento e conseqüentemente ao equacionamento de questões que há algum tempo assolam a economia brasileira.

- Oliveira, Fabrício Augusto "Política Fiscal e Política Monetária no Brasil: o estrangulamento imposto pela dívida externa", texto número 12 de agosto de 1989 para discussão interna do Centro de Conjuntura do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.
- Meyer, Arno e Marques, Maria Sílvia Bastos "Implicações Macroeconômicas da Conversão da Dívida Externa", Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro.
- Baer, Mônica "Ao Correr do Martelo, a conversão da dívida em investimento e as novas formas de financiamento externo", Novos Estudos, número 18, setembro de 1987.

BIBLIOGRAFIA

- Davidoff, Paulo Cruz "Dívida Externa e Política Econômica" tese de doutoramento.
- Batista, Paulo Nogueira "Formação de Capital e Transferência de Recursos ao Exterior", Revista de Economia Política, vol. 7.
- idem, "Da Crise Internacional à Moratória Brasileira".
- Agosin, Manuel R. e Ribeiro, Vicente B. "Inversiones extranjeras directas en América Latina: tendencias recientes y perspectivas", Integración latinoamericana, junho de 1987.
- Bacha, Edmar L. "Entre a acomodação e o confronto: os dilemas da renegociação da dívida externa brasileira, 1983-87", Revista de Economia Política, vol.8, abril/junho/1988.

- Lima, Bethânia Sampaio de Oliveira "Conversão da Dívida: benefícios ambíguos e estreitos", Informe Conjuntural de setembro/outubro de 1988 do Centro de Conjuntura do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.