

## CONVERSÃO DA DÍVIDA: UMA AVALIAÇÃO DOS PRIMEIROS RESULTADOS

*Francisco Eduardo Pires de Souza\**

O ano de 1988 assistiu a um verdadeiro "boom" das operações de conversão da dívida externa em capital de risco. Em setembro último, o presidente do Banco Central já avaliava em US\$ 6,5 bilhões o valor dessas transações realizadas até então, projetando uma cifra entre US\$ 7,5 bilhões e US\$ 8,5 bilhões para o ano todo. Caso se confirmar, isso significaria uma contração de cerca de 7% na dívida externa líquida do País. Mais ainda, essa redução se daria com apropriação doméstica de parte do deságio com que são negociados os títulos da dívida brasileira no Exterior.

Além desse aspecto indubitavelmente positivo, os defensores da conversão costumam argumentar, em seu favor, com efeito sobre o nível de investimentos na economia, num momento em que a formação bruta de capital se encontra razoavelmente deprimida. É necessário ter presente, contudo, que apenas a chamada conversão formal pode ser associada ao processo de inversão. O que se convencionou denominar conversão informal e que compreende cerca de 60% das cifras acima citadas corresponde a um pré-pagamento informal da dívida, nada tendo a ver com o investimento na economia.

Às vantagens acima apontadas, podem-se contrapor inconveniências de duas ordens: o impacto da conversão sobre o balanço de pagamentos no curto prazo e seus efeitos sobre a oferta monetária doméstica. No que se segue, procuraremos examinar as conseqüências desse verdadeiro salto de escala no processo de capitalização da dívida, ocorrido em 1988, no que toca aos investimentos internos, ao fluxo de divisas e à base monetária.

### **O impacto sobre os investimentos**

Quando se inspeciona a série dos investimentos diretos na economia brasileira, nos últimos anos, salta aos olhos a forte variação positiva verificada em 1988 (de acordo com dados preliminares). Esse comportamento reverte bruscamente a tendência declinante observada a partir de 1982. E mais, percebe-se que o salto do investimento direto corresponde exclusivamente à transformação da dívida externa em capital de risco. Excluídas as operações de conversão da dívida, os investimentos diretos continuam a apresentar valores irrisórios (Tabela 1).

\* Professor do Instituto de Economia Industrial da UFRJ e da Faculdade de Economia e Administração da UFF.

Tabela I

Investimento direto líquido

(US\$ milhões)

PERÍODOS	INVESTIMENTO EXTERNO VIA CONVERSÃO (A)	INVESTIMENTO DIRETO LÍQUIDO EXCLUSIVE REINVESTIMENTO (B)	INVESTIMENTO DIRETO LÍQUIDO EXCLUSIVE REINVESTIMENTO E CONVERSÃO (B-A)
Média de 1970-75	73	1 045	971
1980	39	1 121	1 082
1981	2	1 584	1 582
1982	143	991	848
1983	452	664	212
1984	746	1 077	331
1985	581	720	139
1986	206	-263	-469
1987	344	530	187
1988	3 100	3 300	200

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1981/88). Brasília, v. 17/24.  
BRASIL PROGRAMA ECONÔMICO (1980/88). Brasília, BACEN, v.1/17.

O "milagre da conversão", em 1988, pode ser explicado basicamente de duas maneiras. Em primeiro lugar, a expectativa da regulamentação por parte do Banco Central, desse tipo de operação, com cessão de dívida (isto é, com o investidor sendo pessoa jurídica diferente do credor) pode ter adiado decisões de aporte de capital de risco no período 1986-87. A regulamentação, enfim aprovada em inícios de 1988, teria então liberado esses investimentos represados, que se somaram aos investimentos correntes.

Mais importante, entretanto, é o fato de que o custo do investimento é mais baixo quando realizado via conversão e tão mais baixo quanto maior o deságio com que for comprado o título da dívida no Exterior. Visto por outro ângulo, isso significa uma maior eficiência marginal do investimento e, portanto, a viabilização de projetos que, de outra forma, não seriam deslanchados.

Essa elevação da eficiência marginal do investimento contém um viés bastante arbitrário: na medida em que a oportunidade da conversão não é distribuída homoganeamente, mas beneficia particularmente as empresas estrangeiras (e secundariamente aquelas empresas nacionais que detêm recursos em moeda estrangeira fora do País), ela privilegiará os investimentos que contam com maior preferência desses atores.

Seja qual for o direcionamento do investimento via conversão, o seu impacto em termos de volume pode ser avaliado tendo em conta que seu valor, em 1988, representa, grosso modo, quatro vezes a média do investimento direto estrangeiro (exclusivo reinvestimento) no período 1980-87 e cerca de 6% do investimento total médio da economia nos últimos três anos. Embora seja uma magnitude elevada, considerando-se que

se trata de investimento estrangeiro, esses fluxos não chegam a modificar substancialmente a tendência geral da formação bruta de capital no País. Representam 0,9% do PIB a mais, numa taxa de investimento que se encontra, presentemente, cerca de seis pontos percentuais abaixo do seu valor médio (a preços constantes) na década de 70.

## As conseqüências cambiais da conversão

O impacto da conversão sobre o balanço de pagamentos, a longo prazo, tenderia a ser positivo, em princípio, por duas razões. A primeira delas é que a remessa de lucros como fração do capital de risco investido é, em geral, inferior à taxa de juros internacional. A segunda é que é plausível supor-se que as remessas tenham um comportamento pró-cíclico, contraindo-se nas fases de recessão doméstica — quando caem os lucros — e, com isso, aliviando o balanço de pagamentos. Sempre que as quedas no nível de atividades fossem provocadas por um estrangulamento externo, esse comportamento seria bastante favorável, comparado ao dos juros, por serem estes inelásticos em relação às flutuações do nível interno de atividades.

No caso brasileiro recente, a hipótese do comportamento pró-cíclico das remessas de lucro tem se confirmado, com duas flagrantes exceções. A primeira delas, no ano de 1980, quando a taxa de remessas caiu em meio a um último esforço de expansão da economia, antes de mergulhar na recessão 1981-83. A segunda, em 1988, associada ao "boom" do processo de conversão e ao elevado grau de capitalização das empresas.

O argumento relativo à diferença entre os pagamentos ao Exterior associados a capitais de risco e de empréstimo também encontra sustentação empírica na experiência das duas últimas décadas. Assim, enquanto a taxa de remessa de lucros (remessas/estoque de capital de risco) tem oscilado em torno de uma média de 4,7% desde o início dos anos 70, o custo médio do endividamento externo (juros pagos/estoque da dívida externa), no mesmo período, alcançou uma taxa mais de duas vezes superior (10%).

O processo de conversão pode resultar, portanto, numa efetiva melhoria do balanço de pagamentos no longo prazo.<sup>1</sup> A curto prazo, entretanto, o impacto da conversão de dívida em capital de risco é sem dúvida negativo sobre os fluxos de divisas. Na origem desse efeito negativo está o lucro extraordinário do investimento estrangeiro realizado via conversão, quando comparado ao efetivado pelos métodos convencionais (investimento com aporte de divisas ou reinvestimento).

<sup>1</sup> É preciso ter em conta, entretanto, que a experiência passada do comportamento das reservas não constitui um bom indicador do comportamento futuro dos capitais convertidos, por pelo menos duas razões. Em primeiro lugar, porque a lucratividade do capital convertido tende a ser, "coeteris paribus", maior do que a normal, já que o investimento se beneficiou do deságio com que é negociada a dívida no mercado secundário. Em segundo lugar, porque o investimento via conversão é, em geral, de natureza e composição distintas do estoque de capital estrangeiro preexistente na economia (maior proporção de participações acionárias em empresas de capital nacional e preferências setoriais distintas).

A maior rentabilidade do investimento realizado via capitalização da dívida tem duas implicações negativas sobre o fluxo de divisas: a substituição do ingresso de moeda estrangeira da rubrica "investimentos diretos" pela troca de dívida por capital de risco (que não implica aporte de divisas) e o aumento das remessas de lucro e repatriações de capital com a finalidade de um retorno posterior via conversão (portanto, sem divisas), num circuito artificial destinado exclusivamente à apropriação dos lucros extraordinários permitidos por esse processo.

Ambos os efeitos são evidentes quando se observam os dados da Tabela 2. O balanço de capitais de risco (investimento direto líquido menos remessa de lucros) apresentou, em 1983 e de 1985 a 1987, um fluxo negativo para o País, invertendo a tendência histórica do comportamento dessa variável. Em 1988, volta a ocorrer um registro fortemente positivo. O balanço de divisas dos capitais de risco é, entretanto, bem mais negativo no período 1983-87 e prossegue negativo em 1988. A diferença entre um valor e o outro, que poderíamos associar, numa primeira aproximação<sup>2</sup>, a uma perda de divisas com a conversão, acumulou US\$ 5,6 bilhões no período 1983-88. Se adicionarmos as remessas extraordinárias de lucros de 1988<sup>3</sup>, a perda de divisas elevar-se-ia para US\$ 6,1 bilhões, 60% dos quais em 1988.

Tabela 2

## Capitais de risco e remessa de lucros

BALANÇO DE CAPITAIS DE RISCO (US\$ milhões) (12=9-11)	BALANÇO DE DIVISA CAPITAL DE RISCO (US\$ milhões) (13=12-2)	PERDA DE DIVISAS COM CONVERSÃO (US\$ milhões) (12-13)	REMESSAS DE LUCROS (US\$ milhões) (11)	REMESSAS/ESTOQUE DE INVESTIMENTO EXTERNO (%) (11/14)
577	538	39	544	3,4
998	996	2	587	3,4
128	-15	143	863	4,5
-98	-550	452	762	3,6
277	-468	746	799	3,6
-416	-997	581	1 136	5,0
-1 655	-1 860	206	1 392	5,4
-410	-754	344	941	3,4
1 600	-1 500	3 100	1 700	5,8

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1981/88). Brasília, v. 17/24.

BRASIL PROGRAMA ECONÔMICO (1980/88). Brasília, BACEN, v.1/17.

<sup>2</sup> Esse valor superestima a perda de divisas com a conversão, porque parte dos investimentos diretos - principalmente em 1988 - só foi viabilizada pela maior rentabilidade permitida pela conversão e não teria sido realizada na sua ausência.

<sup>3</sup> Estimadas aqui como a diferença entre as remessas efetivas e o valor obtido por meio da aplicação da taxa média de remessas, na década de 80, sobre o estoque de capital estrangeiro na economia.

Um artifício introduzido nas regras da conversão evitou, contudo, que o vazamento de divisas fosse ampliado pela repatriação fictícia de capitais. Trata-se de um dispositivo da Resolução nº 1.460 do Banco Central, que proibiu a operação quando os participantes (ou entidades que mantenham vínculo de controle) tivessem efetuado repatriação de capitais nos 36 meses anteriores.

## O impacto cambial da conversão informal

As impropriamente denominadas operações de conversão informal da dívida também têm um forte impacto sobre o fluxo de divisas a curto prazo, cuja mensuração é, entretanto, praticamente inviável. Trata-se, na verdade, de toda uma família de transações que envolvem uma liquidação prematura da dívida externa à margem do balanço oficial de pagamentos.<sup>4</sup>

Aparentemente, a principal modalidade de conversão informal consiste na compra de títulos da dívida externa brasileira, no mercado secundário, com dólares obtidos no mercado paralelo. Algumas poucas cifras são suficientes para dar uma idéia da ordem da grandeza desse influxo adicional de demanda no mercado negro de divisas. O estoque total de depósitos de brasileiros (exclusive bancos) no Exterior, passíveis de serem trocados no paralelo, podia ser avaliado entre US\$ 9,5 bilhões e US\$ 11 bilhões em fins de 1986<sup>5</sup>. Em condições normais, o movimento diário nesse mercado gira, segundo se estima, entre US\$ 10 milhões e US\$ 20 milhões. Esse mercado foi, contudo, invadido por uma torrente de conversões informais, que somaram, nos oito primeiros meses de 1988, US\$ 3,9 bilhões segundo estimativas do presidente do Banco Central.

O resultado da pressão sobre o mercado paralelo foi a abertura do "spread" entre as cotações nesse mercado e as do dólar oficial. Quanto maior essa diferença, maior a indução à prática de subfaturamento das exportações e de superfaturamento das importações, que subtraem divisas do balanço de pagamentos oficial. Tais divisas, canalizadas para o paralelo, vão financiar o pré-pagamento da dívida. A comparação de alguns índices de preços de exportações e de importações tem fornecido evidências preliminares de que tal processo esteja ocorrendo.

Uma outra modalidade típica — embora bem menos importante em termos do valor — de conversão informal consiste na troca de títulos da dívida por exportação de serviços. Como a prestação de serviços a não residentes é frequentemente realizada no próprio país exportador (ou no importador), o pagamento em moeda local, sem oficializar a exportação, é bem mais simples do que no caso do comércio de mercadorias. E, para dispor de moeda local do país do fornecedor do serviço, tudo que o comprador necessita é adquirir (com deságio) títulos da dívida externa des-

<sup>4</sup> A apuração do valor das operações informais de pagamento da dívida só é possível "a posteriori", quando se dá baixa no registro da dívida no Banco Central. Ainda assim, não é possível saber quais dessas operações deram lugar a um pagamento em dólares (obtidos no mercado paralelo) e quais resultaram numa reaplicação doméstica dos cruzados obtidos.

<sup>5</sup> Ver World Financial Markets (1986, 1986a, 1987) e Finanças & Desenvolvimento (1987).

se país, a vencer nas datas aproximadas de seus desembolsos. Da mesma forma que no caso anterior, dólares são desviados do influxo oficial de divisas, para dar liquidação à dívida externa.

Em suma, a conversão da dívida externa em capital de risco, juntamente com as operações de pagamento informal, apesar de seu impacto favorável sobre o balanço de pagamentos a longo prazo, tem provocado uma perda de divisas bastante expressiva a curto prazo. Esse aspecto da questão, entretanto, não condenaria a capitalização da dívida nas circunstâncias presentemente vividas pela economia brasileira. De fato, a situação de crescente folga cambial que atravessa o País tornou absolutamente inócuo o "efeito divisas" negativo do "boom" da conversão da dívida (formal e informal) iniciado há pouco mais de um ano.

## **A conversão e a expansão monetária**

O que torna altamente condenáveis as operações de transformação da dívida em capital de risco na atual conjuntura brasileira é o seu impacto sobre a oferta monetária.

No caso dos leilões da conversão, o impacto é direto. Os investidores vencedores dos leilões dão quitação à dívida junto ao Banco Central, que lhes entrega os cruzados correspondentes (descontado o deságio), injetando, assim, moeda na economia. Nas transações com dívida vincenda — tanto as regulamentadas como as informais —, não há uma emissão primária de moeda. Contudo a contração da base monetária, que normalmente ocorreria por ocasião da operação de câmbio junto ao Banco Central para o pagamento da dívida, deixa de ocorrer.

Considerando como impacto líquido sobre a base monetária tanto a expansão quanto a perda do efeito contracionista das amortizações, podemos associá-lo ao montante total da conversão. Se esse valor corresponder às estimativas do presidente do Banco Central, em torno de US\$ 8 bilhões no corrente ano, teríamos um impacto monetário líquido equivalente a quase o dobro da magnitude atual da base monetária. Numa conjuntura pré-hiperinflacionária, esse efeito da conversão deveria ser suficiente para a suspensão imediata das autorizações para sua realização.

## **Bibliografia**

- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1981/88). Brasília, v. 17/24.
- BRASIL PROGRAMA ECONÔMICO (1980/88). Brasília, BACEN, v. 1/17.
- FINANÇAS & DESENVOLVIMENTO (1987). Rio de Janeiro, FGV, v. 7, n. 1, p. 5.
- WORLD FINANCIAL MARKETS (1986). Morgan Guaranty Trust Company, feb. p. 6,8.
- WORLD FINANCIAL MARKETS (1986a). Morgan Guaranty Trust Company, mar. p. 13.
- WORLD FINANCIAL MARKETS (1987). Morgan Guaranty Trust Company, june/  
/july. p.8.