

Implicações macroeconômicas da conversão de dívida externa*

Arno Meyer**

Maria Silvia Bastos Marques***

A conversão de dívida em investimento direto tem sido utilizada em diversos países devedores, nos últimos anos, como mecanismo de redução da dívida externa. Este trabalho analisa a experiência brasileira de conversão formal de dívida, durante o ano de 1988, e suas implicações macroeconômicas. As principais conclusões são que, em um horizonte de cinco anos, a conversão gera perda líquida de divisas, aumenta as necessidades de financiamento interno do governo e tem efeito incerto sobre a taxa de investimento da economia. Além disso, a existência de esquemas de conversão de dívida restringe a utilização de mecanismos de redução de dívida externa, como a securitização, superiores do ponto de vista do país devedor.

1. Introdução; 2. A conversão e a crise da dívida externa; 3. O esquema brasileiro de conversão; 4. Implicações macroeconômicas da conversão; 5. Conclusões.

1. Introdução

Após o início da crise da dívida externa em agosto de 1982, o mercado secundário de títulos de países devedores desenvolveu-se rapidamente. Predominavam, inicialmente, nesse mercado, operações de troca de títulos entre instituições credoras para ajustar suas carteiras de empréstimos. Posteriormente, com a percepção cada vez mais generalizada da falência do esquema convencional de negociação dos débitos externos e a convicção crescente de que parte do serviço da dívida é, de fato, incobrável, essas operações evoluíram para a troca de títulos por moeda, por valor inferior ao valor de face. Isto permitiu que empresas interessadas em investir nos países devedores adquirissem títulos da dívida com deságio e os convertessem em investimento direto. Por outro lado, os bancos credores, dependendo de sua situação, puderam desfazer-se de seus créditos no mercado secundário ou convertê-los diretamente em capital de risco.

* Trabalho desenvolvido no âmbito do Convênio Finep-Cemei/IBRE/FGV. Os autores agradecem o auxílio de Isabelle Marie Thérèse Petit-Yvelin, na realização das simulações, e os comentários e sugestões de Paulo Nogueira Batista Jr., Edmar Bacha, Eustáquio Reis e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang.

** Economista do Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional do IBRE/FGV.

*** Professora do Departamento de Economia da PUC/RJ. Este trabalho foi desenvolvido quando a autora era economista do Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional do IBRE/FGV.

R. Bras. Econ.	Rio de Janeiro	v. 43	nº 4	p. 517-48	out./dez. 1989
----------------	----------------	-------	------	-----------	----------------

A montagem e a execução de esquemas de conversão de dívida externa em investimento direto, verificadas em diversos países devedores, entre os quais o Brasil, trouxeram consigo o aumento da controvérsia a respeito dos possíveis benefícios que esses esquemas trariam para o país envolvido. Este trabalho analisa, usando como referencial o esquema adotado pelo Brasil em 1988, as implicações das operações de conversão de dívida para o balanço de pagamentos, a base monetária, as contas do governo e os investimentos.

Deve-se ressaltar que, além das operações realizadas por meio do esquema formal, tem ocorrido volume significativo das chamadas conversões informais, que não contam com a intermediação do Banco Central. Tais operações têm, em vários aspectos, impacto distinto das operações formais de conversão, muitas vezes difícil de ser quantificado. Por esse motivo, e devido à falta de informações sobre o montante convertido, as conversões informais não foram consideradas nos exercícios de simulação apresentados neste trabalho.

Com relação ao balanço de pagamentos, a conversão formal tem basicamente três efeitos: a) reduz o pagamento de juros externos; b) substitui parcialmente investimentos externos novos; c) aumenta as remessas de lucros (não só porque cresce o estoque de capital externo de risco, como também porque aumenta a remessa — autorizada ou não — de lucros que antes eram reinvestidos no país). Adotando-se hipóteses aproximadas para o caso brasileiro em 1988, verifica-se que a conversão de US\$ 15,5 bilhões em cinco anos implicaria perda líquida acumulada da ordem de US\$ 1,3 bilhão. As perdas são mais acentuadas no início do período, e somente no quinto ano, quando a redução no pagamento de juros torna-se maior que as perdas com investimentos e remessas de lucros, começa a ocorrer impacto positivo sobre o balanço de pagamentos. Para que a conversão gerasse ganhos líquidos em um horizonte de cinco anos, supondo-se que a taxa de juros externa seja de 9%, seria necessária uma taxa de desconto nas operações de conversão superior a 44,2%, mais próxima, portanto, dos deságios praticados no mercado secundário.

No que diz respeito ao impacto da conversão sobre a base monetária e as finanças públicas, o importante é destacar que, com a conversão da dívida externa sob responsabilidade do Banco Central, o governo perde uma fonte de financiamento externo de longo prazo, a ser compensada internamente. O financiamento através da emissão primária de moeda é limitado pela inflação elevada e pela fuga de moeda para ativos reais, moeda estrangeira ou “quase-moeda”. O recurso à expansão da dívida pública interna também se encontra restrito pelos prazos curtos de vencimento e elevada liquidez dos títulos do governo. Desta forma, em um contexto de inflação alta e instável, o governo não tem outras opções (supondo-se dado o déficit público) senão financiar as operações de conversão com moeda não-remunerada (base monetária) ou com moeda remunerada (títulos públicos).

Finalmente, não se pode garantir que o esquema de conversão atinja um de seus principais objetivos, que é o de aumentar a taxa de investimento da economia. Como já foi dito, as conversões substituem parcialmente os investimentos externos novos. Podem também deslocar investimentos de residentes no país, já que as dificuldades de financiamento do setor público e a necessidade de controlar a liquidez da economia podem levar o governo a financiar as conversões com

cortes de investimentos públicos ou redução do crédito para o setor privado. Por outro lado, a execução dos projetos de investimento financiados pela conversão dependerá do poder de fiscalização do governo. Portanto, parece arriscado concluir que ocorrerá elevação do investimento agregado em decorrência das operações de conversão.

A seção seguinte deste trabalho mostra como o esquema de conversão da dívida em investimento ganhou ênfase após a crise da dívida externa. A terceira seção descreve as regras que nortearam as operações formais de conversão realizadas em 1988. Uma avaliação do impacto dessas operações sobre o balanço de pagamentos, a base monetária, as contas do governo e os investimentos é apresentada na seção 4. A última seção resume as principais conclusões do trabalho.

2. A conversão e a crise da dívida externa

O impulso recente das operações de conversão tem origem na crise da negociação convencional da dívida dos países em desenvolvimento. O esquema concebido pelos credores para contornar um período supostamente curto de iliquidez dos países devedores logrou evitar uma *débâcle* dos bancos comerciais mais vulneráveis à crise da dívida, mas não conseguiu restabelecer a capacidade de pagamento dos países devedores a um nível compatível com a disponibilidade de financiamento voluntário no mercado internacional de crédito. Tampouco conseguiu restabelecer as condições para a retomada do crescimento econômico sustentado, com estabilidade de preços, nesses países.

O crescimento das operações de conversão foi, em larga medida, facilitado pela existência de um mercado secundário para os títulos da dívida bancária dos países em desenvolvimento. No início, esse mercado ainda incipiente foi predominantemente utilizado para a troca de dívidas externas entre as instituições credoras que desejavam reestruturar suas carteiras de empréstimo. Estima-se que, em 1985, o valor das transações, medidas pelo valor de face, não tenha ultrapassado a casa dos 2 a 3 bilhões de dólares.¹ Com a crise do enfoque convencional de negociação da dívida externa e a gradativa deterioração econômica dos países devedores,² o mercado secundário evoluiu rapidamente para operações de troca de dívida por moeda, abaixo do par.³

Em 1987, dois eventos relacionados deram alento adicional ao mercado secundário e à conversão da dívida externa em investimentos. A moratória brasileira de 20 de fevereiro reforçou a percepção de que parte da dívida externa dos

¹ Vátnick (1988, p. 1).

² A difícil situação em que se encontram os 15 países mais endividados pode ser avaliada observando-se a evolução de alguns indicadores econômicos. Tomando-se como base os anos de 1982 e 1987 e considerando-se os 15 países conjuntamente, constata-se que a inflação nesses países duplicou, o produto *per capita* estagnou, a taxa de investimentos caiu de 21,5% para 17,1%, a razão entre a dívida externa e as exportações de bens e serviços aumentou de 268% para 337% e a razão entre a dívida externa e o PIB passou de 42% para 50%. Ver World Economic Outlook (1988, p. 40, 65, 128 e 129).

³ O valor das transações no mercado secundário alcançou aproximadamente US\$ 5 bilhões em 1986. Ver *Proceedings of a Conference*. . . (1987, p. 5 e 28).

países em desenvolvimento é de fato incobrável. A reação dos bancos não tardou. No dia 19 de maio, o Citicorp anunciou a decisão de aumentar em US\$ 3 bilhões suas reservas, para fazer frente à deterioração de seus empréstimos aos países devedores. O gesto do Citicorp foi seguido por outros grandes bancos americanos e ingleses. O Citicorp anunciou também a intenção de converter parte de seus créditos em investimentos de risco. A formação de reservas permitiu que a maioria dos grandes bancos americanos e ingleses se preparasse para absorver eventuais perdas decorrentes de futuras negociações da dívida externa.⁴

As transações no mercado secundário dos títulos da dívida externa dos países em desenvolvimento alcançaram cerca de US\$ 12 bilhões em 1987, e estima-se que tenham atingido cerca de US\$ 20 bilhões em 1988.⁵ Ao mesmo tempo em que o mercado se expandiu, aumentou o deságio aplicado sobre os títulos transacionados, como mostra a figura 1. Cabe ressaltar que a redução do valor de mercado da dívida externa dos principais devedores atingiu todos os países, inclusive a Colômbia, que não havia reescalonado sua dívida com os bancos comerciais até fins de 1988.

O crescimento do mercado secundário e do deságio indica que um número crescente de instituições bancárias, à luz dos resultados obtidos com as negociações tradicionais da dívida, desejava, cada vez mais, desfazer-se dos empréstimos concedidos aos países em desenvolvimento. Muitos bancos preparados para aceitar prejuízos, ou seja, aqueles que já haviam contabilizado perdas ou estabelecido reservas suficientes contra seus empréstimos, optaram por vender seus títulos da dívida externa no mercado secundário. Empresas interessadas em investir nos países devedores passaram a adquirir esses títulos com deságio e convertê-los ao par, ou com desconto, em moeda do país devedor. Os papéis da dívida externa tornaram-se, assim, uma excelente oportunidade para a aquisição de moeda local a taxas de câmbio favorecidas.

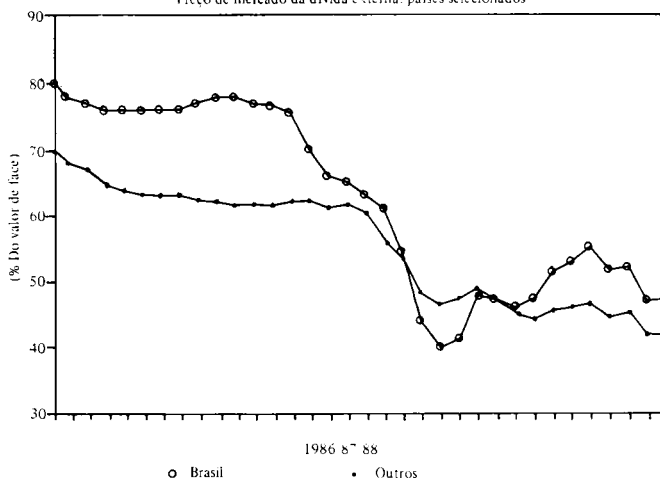
Por outro lado, bancos com elevado grau de envolvimento relativo com os países devedores, menos dispostos a se desfazer de seus empréstimos no mercado secundário para evitar prejuízos maiores, passaram a converter diretamente parte de seus créditos em empreendimentos de risco nos países devedores.

A venda de títulos da dívida externa de países em desenvolvimento está associada à expectativa quanto ao pagamento futuro do serviço da dívida externa. Um banco só aceita trocar um crédito por moeda ou por participação em empreendimentos de risco abaixo do valor de face, se o valor atual dos retornos esperados sobre o empréstimo for inferior ao valor atual dos retornos obtidos com a aplicação dos recursos decorrentes da venda do crédito ou, então, inferior aos retornos esperados das aplicações de risco.

⁴ Após a moratória brasileira e a decisão do Citicorp, o Federal Reserve (FED) americano procurou facilitar a conversão dos empréstimos dos bancos comerciais em capital de risco. Até agosto de 1987, a participação dos bancos americanos em qualquer empreendimento fora do setor financeiro no exterior era limitada a 19,9% do empreendimento. Pelas novas regras baixadas pelo FED, os bancos podem adquirir até 100% das ações de uma empresa não-financeira localizada nos países altamente endividados, desde que as ações sejam adquiridas por meio da conversão de dívida externa. Ver Blackwell e Nocera (1988, p. 18).

⁵ The World Bank, Market-Based Menu Approach, (1988, p. 3 e 28).

Figura 1
Preço de mercado da dívida externa: países selecionados



Dados básicos: Relatório da *Gazeta Mercantil*, 16, 18 e 19 abr. 1987, p. 4, *Gazeta Mercantil*, 22 e 24 out. 1988, p. 24 e Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, p. 158, mar. 1988.

Elaboração: Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional IBRE, FGV.

*Máxima do mês.

** Inclui Argentina, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru e Venezuela. Média obtida com base nas cotações de cada país ponderada pelo valor da respectiva dívida externa.

O desejo de muitos bancos de se desfazerem de seus empréstimos e o crescimento do mercado secundário ofereceram aos países devedores a possibilidade de captar parcialmente o deságio praticado nesse mercado, por intermédio da aplicação de um desconto na conversão da dívida externa em moeda local.

A conversão da dívida externa em investimentos diretos não se constitui, no entanto, na única forma de um país devedor apropriar-se de parte do deságio praticado no mercado secundário. Com a falência da negociação convencional, desenvolveram-se outros mecanismos que permitem aos bancos sair das negociações da dívida externa ou reduzir seu envolvimento com os países devedores, desde que aceitem a aplicação de deságio sobre seus empréstimos originais. Dentre esses mecanismos cabe destacar a securitização da dívida externa, isto é, a transformação da dívida em bônus de longo prazo de maturação com a aplicação de deságio sobre o principal original ou sobre a taxa de juros. A securitização voluntária da dívida foi incluída nos acordos da dívida externa da Argentina, de agosto de 1987, e do Brasil, de setembro de 1988. O México, por sua vez, realizou um leilão para a transformação de sua dívida bancária em bônus em fevereiro de 1988.

A conversão, bem como a securitização, tem sido implantada como mecanismo essencialmente voluntário. Aos bancos que desejam sair do processo de negociação ou reduzir sua carteira de empréstimos é dada a opção de vender seus títulos no mercado secundário, convertê-los em moeda do país devedor ou, então, transformá-los em bônus. A implantação de um esquema de conversão desestimula a adesão dos bancos a um esquema de securitização. Os benefícios

de um esquema de securitização representam, desta forma, o custo de oportunidade de um esquema de conversão.⁶ Do ponto de vista do país devedor, não basta, portanto, que os benefícios da conversão superem os custos. É necessário que os benefícios líquidos da conversão superem os benefícios líquidos da securitização.

3. O esquema brasileiro de conversão

A conversão de dívida externa em capital de risco vem sendo realizada há bastante tempo no Brasil.⁷ Em alguns momentos houve incentivos diretos a essas operações, como o estabelecido pelo Decreto-lei nº 1.598, de 26.12.77. Esse decreto autorizava as empresas controladas por capital estrangeiro a deduzirem do lucro real os dividendos de ações preferenciais, desde que tais ações tivessem sido criadas mediante a conversão de empréstimos externos. Tal incentivo foi mantido até 31.11.79 pelo Decreto-lei nº 1.654, de 29.12.78. A tabela 1 mostra que o volume de conversões aumentou até 1979, declinando significativamente nos dois anos seguintes. Posteriormente, o Decreto-lei nº 1.994, de 29.12.82, concedeu crédito financeiro às empresas que convertessem empréstimos externos em capital de risco. A concessão desse crédito, de 5 a 10% do montante convertido, foi prorrogada até o final de 1984 pela Portaria nº 316, de dezembro de 1983, do Ministério da Fazenda.

Além desses incentivos fiscais, a crise da dívida externa, iniciada em 1982, representou considerável estímulo às operações de conversão, na medida em que os créditos brasileiros passaram a ser transacionados com deságio no exterior. Conseqüentemente, reduziu-se o incentivo à entrada de investimentos externos novos no país, pois os investidores dispunham de opção mais rentável de aplicação: comprar títulos da dívida externa brasileira com desconto e convertê-los em capital de risco, pelo valor de face. Observando-se a tabela 1, verifica-se que o volume de créditos externos convertidos nos anos de 1983, 1984 e 1985 foi o mais expressivo de todo o período: US\$ 1,78 bilhão no triênio. Por outro lado, a partir de 1983 ocorreu queda acentuada no ingresso anual de novos investimentos diretos, de cerca de US\$ 1,6 bilhão em média no período 1978-82 para US\$ 0,5 bilhão no quinquênio seguinte.

Em junho de 1984 as operações de conversão precedidas de cessão de direitos creditícios foram proibidas pelo Banco Central. Essa disposição foi regulamentada na Carta-Circular nº 1.125 do Banco Central, de 9.11.84, que autorizava conversões em investimento apenas quando se tratasse de:

- a) créditos concedidos originalmente por entidades não-financeiras do exterior a empresas no Brasil (créditos intercompanhias); e
- b) créditos de instituições financeiras internacionais, não precedidos da cessão de direitos creditícios, assumindo tais instituições a titularidade do investimento.

⁶Para uma análise dos benefícios de um esquema de securitização no caso do Brasil, ver Batista Jr. (1988, p. 167-96).

⁷Sobre os antecedentes históricos da conversão, ver Batista Jr. (1983, p. 103-16), Paiva & Malan (1987), Monteiro (1988) e Corrêa do Lago (1988).

Tabela 1
Investimentos diretos e conversões da dívida – 1975-87
(US\$ milhões)

Anos	Investimentos diretos brutos*	Conversões
1975	1.080,9	56,3
1976	1.190,9	82,0
1977	1.014,8	108,6
1978	1.160,6	159,9
1979	1.831,2	207,4
1980	1.595,1	39,3
1981	1.903,2	1,8
1982	1.369,9	143,2
1983	567,0	452,0
1984	490,1	745,6
1985	485,3	581,2
1986	435,4	205,9
1987	651,0	343,6

Fonte: Banco Central do Brasil. *Boletim mensal*, jun. 1988.

*Exclusive conversões.

O objetivo dessa medida foi desestimular a substituição de investimentos novos por investimentos com base em conversão. Além disso, procurava-se evitar que empresas estrangeiras com subsidiárias no Brasil repatriassem capital e, posteriormente, adquirissem títulos brasileiros com deságio no mercado secundário, convertendo-os em capital de risco pelo valor de face. Essa operação, embora resultasse no cancelamento da dívida externa correspondente aos títulos convertidos, implicava perda de reservas internacionais do país. A Circular nº 1.125 estabeleceu ainda que o prazo mínimo de permanência no país dos recursos convertidos seria o da operação de crédito original. Neste período, não poderia haver transferência de titularidade do investimento ou repatriação de outros investimentos.

Embora a Carta-Circular nº 1.125 tenha restringido as operações de conversão, não houve aumento na entrada de recursos novos para investimentos (tabela 1). Na verdade, a redução no ingresso de investimentos externos desde 1982 ocorreu não apenas no Brasil, mas no conjunto dos países atingidos pela crise da dívida externa.⁸ Esse fenômeno não pode, portanto, ser explicado apenas pela existência de esquemas de conversão de empréstimos em capital de risco. Na rea-

⁸No Brasil, os investimentos diretos líquidos de repatriações, remessas de lucros e dividendos e conversões têm sido negativos desde 1983. Considerando-se em conjunto Argentina, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru e Venezuela, verifica-se que a entrada anual de investimentos diretos e em carteira (inclusive conversões) caiu de cerca de US\$ 5,7 bilhões no triênio 1980-1982 para US\$ 1,9 bilhão no período 1983-1987 (International Monetary Fund, International Financial Statistics, 1988).

lidade, a queda dos investimentos estrangeiros também está associada à redução do nível de atividade econômica nos países devedores e ao temor de que a crise da dívida externa tenha reflexos sobre o capital de risco (dificultando, por exemplo, a remessa de lucros e dividendos).

Em novembro de 1987 foi publicada a Resolução nº 1.416 do Banco Central, estabelecendo novas regras para a conversão. Esta resolução não chegou a ser aplicada, tendo sido substituída pela Resolução nº 1.460, de 1.2.88. Ambas as resoluções trazem importante inovação em relação aos esquemas anteriores, que consiste na possibilidade de o país apropriar-se, pelo menos parcialmente, do deságio com que a dívida externa é transacionada no mercado secundário.

A principal diferença entre as Resoluções nº 1.416 e nº 1.460 é que a primeira estabelecia um mecanismo de vinculação entre operações de conversão e de securitização da dívida. Na verdade, a Resolução nº 1.416 representou uma tentativa do então Ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira, em colocar em funcionamento algum esquema de securitização da dívida externa brasileira, associado à realização de operações de conversão.

A legislação relacionada à conversão da dívida compreende, além da Resolução nº 1.460, as Circulares nºs 1.302 e 1.303,⁹ e as Cartas-Circulares nºs 1.778 e 1.779,¹⁰ todas do Banco Central. Esses documentos regulamentam tanto as conversões através de leilões em bolsas de valores como as não-sujeitas a esse sistema (exclusive as chamadas conversões informais). Vale ressaltar que as propostas de conversão que foram apresentadas ao Banco Central até julho de 1987 continuaram sujeitas às normas da Carta-Circular nº 1.125.

Além desses mecanismos para conversão, o acordo de reestruturação da dívida externa de setembro de 1988 prevê a conversão em investimento direto de US\$ 1,8 bilhão dos US\$ 5,2 bilhões de empréstimos concedidos pelos bancos comerciais ao país. Essas operações de conversão serão realizadas pelo valor de face dos títulos, durante três anos (obedecendo a um teto mensal de US\$ 50,0 milhões), devendo ter início um ano após a efetivação do acordo.

Os recursos passíveis de conversão, com ou sem cessão anterior de crédito, abrangem cerca de US\$ 75,0 bilhões (em valores aproximados de dezembro de 1987), discriminados entre:

1. Créditos bancários vencidos de médio e longo prazos e seus respectivos encargos, não depositados no Banco Central (cerca de US\$ 42,0 bilhões).
2. Depósitos voluntários no Banco Central de dívida a vencer e seus encargos (cerca de US\$ 4,0 bilhões).¹¹
3. Depósitos em moeda estrangeira no Banco Central, relativos a parcelas de principal e juros vencidos e respectivos encargos (cerca de US\$ 29,0 bilhões).

De acordo com a legislação, a conversão em investimento dos valores referentes ao item 3 está sujeita ao sistema de leilão. Excetua-se, portanto, desse

⁹ Datadas de 13.3.88.

¹⁰ Datadas de 22.3.88.

¹¹ Referentes à Resolução nº 229, de 1.9.72, à Circular nº 230, de 29.8.74, à Resolução nº 432, de 23.6.77, e à Circular nº 600, de 22.1.81.

mecanismo, os recursos correspondentes aos itens 1 e 2. Uma exceção adicional ao sistema de leilão ocorrerá quando a finalidade da conversão for o pagamento de empréstimos de entidades do setor público, amparados pelo aviso MF nº 30 e similares, ou de créditos externos de médio e longo prazos dessas mesmas entidades.

Para fins de controle da política monetária, os leilões para conversão de dívida estão sujeitos a tetos a serem determinados pelo Banco Central, sendo 50% dos recursos destinados a aplicações de caráter geral e 50% a investimentos em áreas incentivadas (Sudene, Sudam, Espírito Santo e Vale do Jequitinhonha). Em 1989, o limite mensal para conversão em leilão foi de US\$ 150,0 milhões da dívida líquida de desconto. A liberação de recursos convertidos referentes aos depósitos voluntários no Banco Central, assim como das operações sujeitas às normas da Carta-Circular nº 1.125, também está condicionada à programação estabelecida pelo Banco Central.

Nas operações de conversão realizadas pelo sistema de leilão, a determinação da taxa de desconto, que representa o preço que os investidores estão dispostos a pagar para realizar o investimento desejado, constitui o ponto central do sistema. Esse preço é afetado por variáveis como o deságio dos títulos da dívida externa no mercado secundário, o ágio no mercado paralelo de dólares e o retorno esperado dos projetos a serem financiados pela conversão, bem como pela expectativa a respeito de alterações no esquema de conversão.

A taxa de desconto apurada em leilão é determinada pela interação entre a oferta (fixada pelo Banco Central) e a demanda de recursos. Os leilões, tanto para a área livre como para a incentivada, iniciam-se com o anúncio da taxa de deságio mínima de 0,5% e dos lances dos participantes. Se o valor total dos lances, ou seja, o valor total demandado, for maior que o montante de recursos ofertado, é anunciada uma nova taxa de desconto (em intervalos de 0,5%), maior que a anterior, e assim sucessivamente. Quando o somatório dos lances associados a uma taxa de desconto for igual ou inferior à oferta de recursos, líquida de desconto, encerra-se o leilão. No caso em que a demanda seja inferior à oferta, o saldo remanescente será rateado à taxa de desconto imediatamente anterior.

As figuras 2 e 3 mostram a determinação da taxa de desconto para as áreas livre e incentivada no segundo leilão para conversão de dívida em capital de risco, realizado em 2.5.88 na Bolsa de Valores de São Paulo. O desconto como percentagem do valor de face atingiu 32% na área livre (US\$ 72,0 milhões foram convertidos a essa taxa e US\$ 3,0 milhões à taxa de 31,5%) e 15% na área incentivada. Observe-se que o nível atingido pela taxa de desconto está relacionado à existência de um limite para o volume de recursos a serem convertidos.

Realizado o leilão e autorizada a conversão, o investidor terá a opção de retirar os recursos depositados no Banco Central em até 30 dias, ou deixá-los sob a forma de depósitos não-remunerados em moeda estrangeira. A retirada posterior desses depósitos obedecerá a um cronograma a ser definido em conjunto com o Banco Central.

A liberação dos recursos correspondentes aos créditos convertidos e o registro dos investimentos serão feitos pelo valor líquido de desconto. Em termos do passivo externo do país, ocorre redução em seu montante total e mudança em sua composição. As operações contábeis realizadas são:

1. Cancelamento de um registro de empréstimo externo.
2. Registro de investimento direto, pelo valor líquido de desconto do empréstimo convertido.
3. Crédito em uma conta de “ganhos de capital”, pela diferença entre o valor de face e o valor líquido de desconto do empréstimo.

Com relação ao destino dos recursos resultantes da conversão, a Resolução nº 1.460 estabelece que estes poderão ser aplicados:

- a) na integralização do capital de novas sociedades;
- b) no aumento de capital de sociedades já existentes;
- c) na subscrição de cotas de Fundo de Conversão – Capital Estrangeiro.

No que se refere à remessa para o exterior dos lucros e dividendos gerados por esses investimentos, o esquema de conversão não estabelece disposições adicionais, além das previstas na Lei nº 4.131, de 3.9.62 e na legislação fiscal aplicável. O prazo mínimo para a permanência no país dos recursos convertidos é de 12 anos, a partir da data de sua capitalização. Vale mencionar que as empresas que já tenham participação de capital estrangeiro somente poderão realizar remessas ao exterior, a título de retorno ou ganho de capital, se depositarem no Banco Central, até completar-se o prazo de 12 anos, montante equivalente ao da conversão.

As operações de conversão não sujeitas ao sistema de leilão, que compreendem a dívida bancária vincenda de médio e longo prazos e seus encargos, diferem, em alguns aspectos, das realizadas por meio de leilão. São eles:

- não existem limites para a conversão da dívida vincenda dos setores público e privado, não depositada no Banco Central;
- no caso dos depósitos voluntários no Banco Central de dívida a vencer, os recursos convertidos serão liberados pelo valor de face dos títulos;
- em ambos os casos (dívida vincenda depositada ou não no Banco Central), o registro dos investimentos será pelo valor de face dos créditos, deduzido de desconto fixado pelo Banco Central com base no desconto médio do leilão imediatamente anterior à operação, ou no desconto negociado entre os interessados, o que for maior;
- os recursos convertidos poderão ser aplicados, adicionalmente aos casos já mencionados, na compra de participações societárias;
- a dívida externa do setor público somente poderá ser convertida em investimento junto a entidades do próprio setor público.

Em síntese, o esquema de conversão regulamentado pela Resolução nº 1.460 apresenta dois objetivos centrais. O primeiro deles é a apropriação, pelo país, de parcela do deságio com que os títulos da dívida externa brasileira são negociados no exterior. O outro é canalizar recursos para o financiamento de investimentos.

4. Implicações macroeconômicas da conversão

O esquema de conversão de dívida externa em investimentos diretos adotado pelo Brasil em 1988 pode ser objeto de um estudo de caso para uma avaliação

Figura 2
Segundo leilão de conversão da dívida externa
Área livre

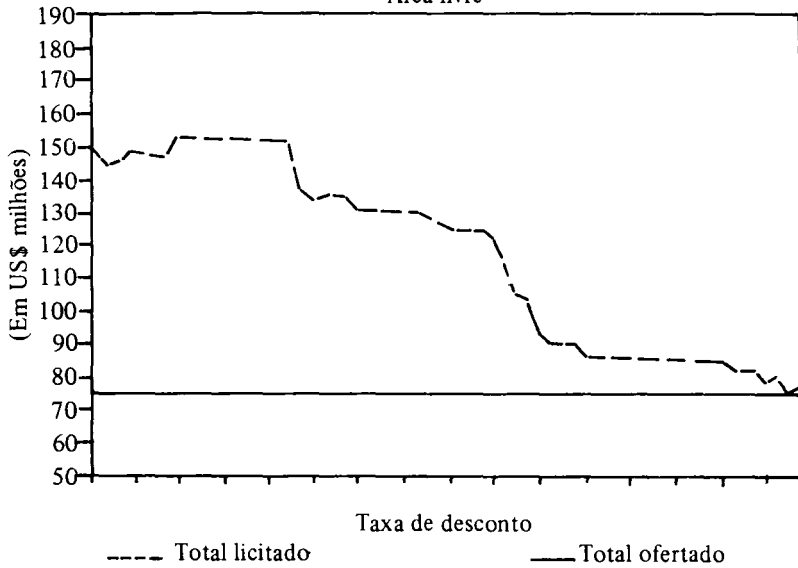
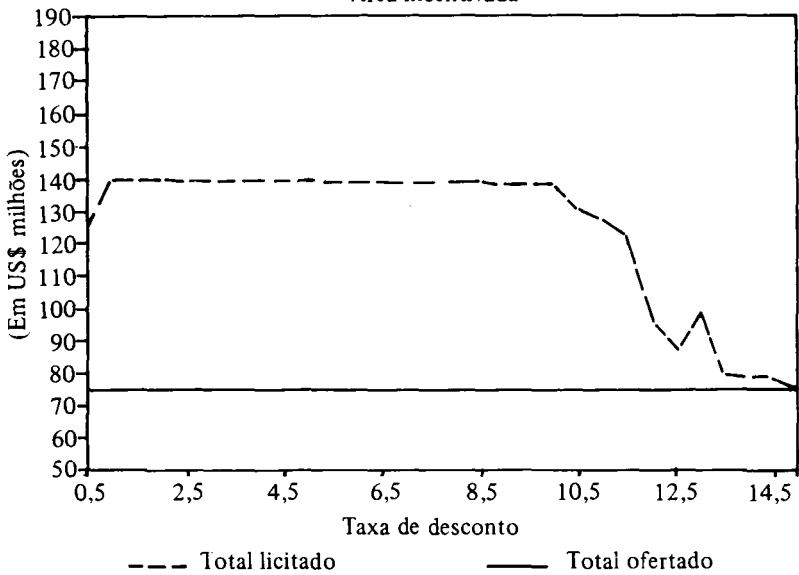


Figura 3
Segundo leilão de conversão da dívida externa
Área incentivada



dos prós e contras da conversão, da ótica do país devedor. As implicações de um esquema desse tipo são inúmeras. A análise que se segue limita-se às principais implicações da conversão para a política macroeconômica. Com esse objetivo, são examinados os efeitos sobre o balanço de pagamentos, a base monetária, as contas do governo e os investimentos.

4.1 Efeitos sobre o balanço de pagamentos

Existe uma crença difusa de que a conversão tem efeito líquido positivo sobre o balanço de pagamentos. O argumento mais frequentemente citado ressalta que a conversão permite amortizar a dívida externa em moeda local e reduzir o pagamento externo de juros, em troca de um aumento do capital de risco estrangeiro, com interesses de longo prazo no país e retornos vinculados ao êxito do investimento realizado.

Do ponto de vista do balanço de pagamentos existem, de fato, alguns aspectos que tornam a conversão atrativa para o país devedor e que dizem respeito, normalmente, a vantagens do capital de risco sobre o capital de empréstimo. Abstraindo-se dos capitais de natureza concessional, pode-se dizer, em termos gerais, que o desenvolvimento econômico deve ser financiado preferencialmente por intermédio de fundos de longo prazo, cujos retornos estejam associados aos fluxos de renda dos projetos financiados. Isto quer dizer que, do ponto de vista do balanço de pagamentos, o capital de risco pode ser preferível ao capital de empréstimo, pois aquele tem seu retorno condicionado ao êxito ou fracasso do projeto, enquanto os empréstimos têm seus retornos estabelecidos em contrato.

Pode-se dizer, adicionalmente, que o investidor externo tem maior interesse na situação econômica de um país. Diferentemente do credor externo, cujo interesse primordial está na capacidade de um país gerar divisas para o pagamento do serviço da dívida, o investidor externo tem também interesse direto no desempenho econômico interno, caso a rentabilidade de seu investimento dependa do comportamento do mercado doméstico.

Outro aspecto a considerar é que, no caso do capital de risco, o investidor assume inteiramente o risco cambial. No caso de projetos não voltados exclusivamente para o atendimento do mercado externo, uma desvalorização cambial real diminui o valor em divisas da renda gerada pelo projeto e reduz a remessa de lucros ao exterior. Em se tratando de capital de empréstimo, o devedor arca inteiramente com o risco cambial, pois o pagamento de juros em divisas é fixado contratualmente. Cabe ressaltar, também, o importante fato de que a remessa de lucros, ao contrário do pagamento de juros, está imune a flutuações da taxa de juros internacional.

Argumenta-se com frequência que, no caso brasileiro, as remessas de lucros, como proporção do estoque de capital, têm sido inferiores à taxa de juros sobre os empréstimos externos. Enquanto as remessas de lucros representaram 4% do estoque de capital de risco estrangeiro entre 1988 e 1987, a taxa de juros

média sobre a dívida externa total foi de 10,6% no mesmo período.¹² A menor remuneração do capital de risco *vis-à-vis* ao capital de empréstimo pode, em princípio, constituir-se em um poderoso estímulo à conversão, da ótica do país devedor. Este argumento deve, no entanto, ser visto com cautela, uma vez que as remessas ao exterior relativas ao capital de risco não se limitam aos lucros. A assistência técnica, os *royalties* e outras comissões, bem como o subfaturamento de exportações e o superfaturamento de importações, podem constituir-se em formas disfarçadas de remessas de lucros difíceis de serem controladas e quantificadas.

Os argumentos acima mencionados ressaltam os aspectos potencialmente positivos da conversão da dívida externa em investimentos. Existem, no entanto, outros fatores que tornam a conversão menos atrativa do ponto de vista do balanço de pagamentos.

Empresas estrangeiras que antes financiavam empreendimentos nos países em desenvolvimento por intermédio de investimentos ou empréstimos intercompanhias têm, agora, a opção de financiar suas atividades por intermédio da conversão. Isto significa que a conversão substitui parcialmente recursos novos em moeda estrangeira. Como a conversão é uma mera operação de transformação de um título da dívida externa em moeda local, na qual não há nenhum aporte de recursos externos novos, a substituição provoca, de imediato, uma perda de divisas para o país. A questão é saber qual o grau de substituição de investimentos novos, isto é, que seriam realizados com aporte de divisas ou de mercadorias. Em princípio, se poderia supor que a conversão substitui 100% dos investimentos estrangeiros que seriam realizados na ausência de um esquema de conversão. Esta não é, no entanto, uma hipótese razoável. O esquema adotado pelo Brasil, além de fixar um prazo mínimo de permanência dos recursos convertidos no país, estabelece que empresas que já tenham participação de capital estrangeiro e que financiem novos investimentos com a conversão só poderão repatriar qualquer capital, durante o prazo de carência, caso os recursos convertidos sejam depositados no Banco Central. Essas restrições têm o efeito de desestimular o financiamento de certos investimentos estrangeiros através da conversão.

Outro ponto problemático da conversão é o aumento da remessa de lucros ao exterior. Esse aumento ocorre não só porque crescem os investimentos estrangeiros no país, mas também porque aumenta a remessa de lucros antes reinvestidos no país. Com a opção oferecida pela conversão, pode ser mais vantajoso para uma empresa, ao invés de reinvestir diretamente parte de seus lucros no país, remetê-los ao exterior, adquirir um título da dívida externa no mercado secundário e convertê-lo em cruzados no país. Este “passeio dos lucros” acarreta uma perda de divisas para o país, seja ele realizado por intermédio de canais formais, ao amparo da lei, seja ele realizado por vias não autorizadas pelo Banco Central. Neste último caso incluem-se as remessas realizadas por intermédio do mercado

¹²Taxa de juros calculada com base na despesa bruta de juros como proporção da dívida externa do ano anterior. Ver Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal* (1988) e Brasil Programa Econômico (1988).

paralelo de câmbio e através do subfaturamento das exportações ou superfaturamento das importações.¹³

Essas considerações remetem à importante questão da controlabilidade. Os pagamentos referentes à dívida externa depositada no Banco Central são estabelecidos contratualmente e são imunes a "vazamentos" não-detectáveis. As remessas referentes ao capital de risco não possuem o mesmo grau de controlabilidade. A inexistência de controles satisfatórios facilita a remessa de recursos ao exterior através de canais não-autorizados. A conversão da dívida externa pode assim contribuir potencialmente para o aumento da saída de capitais do país, ainda que este fato não seja registrado como tal no balanço de pagamentos.

A existência simultânea de aspectos positivos e negativos torna aparentemente ambíguo o efeito líquido da conversão sobre o balanço de pagamentos. Para tentar dirimir essa ambigüidade, procurou-se fazer uma avaliação mais precisa dos custos e benefícios da conversão, tomando-se como base o esquema adotado pelo Brasil em 1988.

Uma avaliação precisa dos efeitos da conversão sobre o balanço de pagamentos teria que se basear na comparação entre os valores atuais dos ganhos e perdas decorrentes da operação. Esta comparação é, no entanto, virtualmente impossível de ser realizada por várias razões, entre as quais cabe destacar: a) as incertezas em relação aos pagamentos do principal da dívida com os bancos comerciais e à repatriação do capital convertido após o período de carência; b) o desconhecimento dos retornos associados aos projetos financiados pela conversão; c) a indeterminação da taxa de juros a ser utilizada no cálculo dos retornos do capital de empréstimos -- deve-se utilizar a taxa explicitada nos contratos vigentes ou uma taxa que incorpore o fato de que a dívida com os bancos comerciais é cotada no mercado secundário muito abaixo do valor de face?

Devido a essas incertezas, considerou-se oportuno realizar uma avaliação em um horizonte mais curto de tempo. Para tanto, procurou-se estimar as alterações nas contas do balanço de pagamentos, em um período de cinco anos, em decorrência da adoção de um esquema de conversão. O exercício foi realizado utilizando-se um modelo simples de simulação detalhado no anexo 1. Deve-se ressaltar que os resultados das simulações não podem ser extrapolados diretamente para um prazo mais longo de tempo.

Considerou-se que a conversão tem essencialmente três efeitos: a) diminui os pagamentos de juros, porque reduz a dívida externa; b) aumenta a remessa de lucros, porque aumenta o estoque de capital de risco estrangeiro no país e porque estimula o passeio dos lucros; c) reduz a entrada de investimentos estrangeiros e de empréstimos intercompanhias novos, porque substitui parte dos investimentos e empréstimos que seriam realizados na ausência de um esquema de conversão.

Comparando-se as contas afetadas no balanço de pagamentos, apurou-se, para cada ano, o ganho líquido (ou perda líquida) obtido com a conversão. Este ganho (ou perda) foi, então, compensado, no balanço de pagamentos, por uma

¹³ As remessas via mercado paralelo de câmbio não representam uma perda direta de divisas para o país. Contudo, o efeito dessa remessa sobre o ágio no mercado paralelo de câmbio acaba estimulando adulterações nos preços registrados nas operações de comércio exterior.

redução (ou aumento) na entrada de empréstimos externos. Esse tratamento permitiu imputar um benefício (ou um custo) adicional à conversão, medido pela redução (ou aumento) adicional no pagamento de juros no período seguinte. Alternativamente, poder-se-ia compensar o ganho líquido (ou perda líquida) obtido com a conversão com um aumento (ou redução) das reservas internacionais, ou com uma redução (ou aumento) no superávit comercial requerido. A variação do superávit comercial ou das reservas internacionais não permitiria, no entanto, avaliar o benefício (ou custo) adicional do ganho líquido (ou perda líquida) da conversão, estritamente do ponto de vista do balanço de pagamentos.

Os resultados do exercício dependem do montante de dívida externa convertida em cada ano, da taxa de desconto incidente sobre a dívida a ser convertida, do diferencial entre a taxa de juros e a taxa de remessa de lucros (definida como a razão entre a remessa de lucros e o estoque de capital de risco estrangeiro no país) e do grau de substituição de investimentos externos e empréstimos intercompanhias novos. As hipóteses utilizadas para ilustrar aproximadamente o caso brasileiro foram as seguintes:

- a) a conversão do principal, líquida de desconto, soma US\$ 2,4 bilhões no primeiro ano e US\$ 2,6 bilhões do segundo ao quinto ano;¹⁴
- b) a conversão do principal sem desconto totaliza US\$ 0,9 bilhão no primeiro ano, US\$ 0,15 bilhão no segundo, US\$ 0,6 bilhão no terceiro e quarto e US\$ 0,45 bilhão no quinto ano;¹⁵
- c) a taxa de desconto é de 21% (média dos oito primeiros leilões de conversão da dívida externa em investimentos diretos;
- d) a taxa de juros efetiva sobre a dívida bancária a ser convertida é de 9% a.a. (Libor de 8% acrescida de uma margem média de 1%);¹⁶
- e) a taxa de remessa de lucros aumenta em um ponto percentual em decorrência da conversão, passando de 4% (média do período 1983-1987) para 5%;
- f) os investimentos externos e empréstimos intercompanhias substituídos pela conversão correspondem a 10% do total convertido em cada ano, sendo que desse percentual 5/7 referem-se à substituição de investimentos e 2/7 à substituição de empréstimos (proporções calculadas com base na entrada de investimentos e empréstimos intercompanhias médios no período 1983-87);
- g) não há, ao longo dos cinco anos, nenhuma repatriação da dívida convertida, e não haveria nenhum pagamento do principal em relação a essa dívida.

¹⁴No primeiro ano, o valor líquido convertido inclui US\$ 1,5 bilhão de conversão via leilão e US\$ 0,9 bilhão de conversão fora do sistema de leilão, mas sobre a qual se aplica o desconto médio apurado em leilão. Do segundo ao quinto ano o desdobramento do valor líquido convertido segundo o mesmo critério é de, respectivamente, US\$ 1,8 bilhão e US\$ 0,8 bilhão. Estas estimativas baseiam-se em declarações do presidente do Banco Central do Brasil. Ver *Gazeta Mercantil* (14.9.88, p. 20).

¹⁵O valor do primeiro ano refere-se à conversão ao par via Circular nº 1.125 do Banco Central do Brasil (ver declarações do presidente do Banco Central citadas na nota anterior). Os demais valores referem-se a conversões ao par previstas no acordo da dívida externa brasileira com os bancos comerciais).

¹⁶A Libor de seis meses para empréstimos em dólares foi de aproximadamente 8% em média, no período entre novembro de 1987 e outubro de 1988.

As hipóteses aqui adotadas sobre a substituição de investimentos diretos e empréstimos intercompanhias, bem como sobre o passeio dos lucros, têm caráter ilustrativo, pois não existem estimativas confiáveis a respeito. Cabe ressaltar, também, que o modelo não considera aumentos nas remessas financeiras ao exterior decorrentes da prestação de serviços técnicos, de usos de marcas e patentes, etc. Nem considera eventuais estímulos ao subfaturamento de exportações e superfaturamento de importações decorrentes da conversão. Por esse motivo, é provável que o exercício subestime as remessas financeiras ao exterior em decorrência da implantação do esquema de conversão.

A tabela 2 apresenta os resultados da simulação. Observa-se que a conversão de US\$ 15,5 bilhões ao longo de cinco anos causa uma perda líquida de cerca de US\$ 1,3 bilhão no balanço de pagamentos. As perdas são bastante acentuadas no início do período em função do predomínio do efeito substituição e do aumento da remessa de lucros. Apenas no final a redução do pagamento de juros mais do que compensa as perdas com investimentos, empréstimos e lucros.

Os resultados apresentados são, evidentemente, bastante sensíveis às hipóteses adotadas. Tal sensibilidade pode ser mais bem avaliada por intermédio de um gráfico que mostra diferentes combinações de taxas de juros e de desconto que geram ganho líquido nulo no balanço de pagamentos em um prazo de cinco anos. Os resultados de um exercício desse tipo encontram-se na figura 4. A curva *A* mostra as combinações de taxas de juros e de desconto que geram ganhos líquidos nulos, dadas as hipóteses *e* e *f* sobre aumento da remessa de lucros e o efeito substituição acima mencionados. Pontos à direita da curva indicam combinações que geram ganhos líquidos em um prazo de cinco anos, e pontos à esquerda mostram combinações que geram perdas líquidas. Percebe-se que os efeitos líquidos são muito mais sensíveis a variações na taxa de juros que na taxa de desconto. Esse resultado apenas ilustra o fato de que a conversão se torna mais interessante, do ponto de vista do país devedor, na medida em que há um aumento nas taxas de juros internacionais. De acordo com a curva *A*, partindo-se de uma taxa de juros internacional de 9%, um aumento de um ponto percentual na taxa de juros pode ser compensado com uma redução de 6,7 pontos percentuais na taxa de desconto, para manter constante o ganho líquido da conversão.

A curva *B* foi traçada supondo-se que a substituição de investimentos diretos e empréstimos intercompanhias corresponda a 15% do total convertido e que o aumento da remessa de lucros, como proporção do estoque de capital de risco estrangeiro, seja de 1,5 ponto percentual. Para compensar esses aumentos e ao mesmo tempo manter o ganho líquido nulo, teria que ocorrer, em relação a uma taxa de juros de 9% e uma taxa de desconto de 44,2% na curva *A*, um aumento de 3,5 pontos percentuais na taxa de juros ou de 16,1 pontos percentuais na taxa de desconto.

Finalmente, o ponto *C* representa a combinação de taxas de juros (9%) e de desconto (21%) que ilustra aproximadamente o caso brasileiro em 1988. Considerando-se as hipóteses sobre o efeito substituição e o aumento na remessa de lucros subjacentes à curva *A*, o ponto *C* representa uma situação de perda líquida tal como mostrado na tabela 2. Dada uma taxa de juros efetiva de 9%, a conversão só apresenta ganhos líquidos a taxas de desconto acima de 44,2%, ou seja, bem mais próximas das taxas de deságio dos títulos brasileiros praticadas no

Tabela 2

Estimativa do ganho líquido ao longo de cinco anos nas contas do balanço de pagamentos com a conversão da dívida externa em investimentos diretos (US\$ milhões)

Itens	Anos					Total
	1	2	3	4	5	
1. Redução no pagamento de juros	0 ^a	307	587	919	1.268	3.081
2. Aumento na remessa de lucros	291 ^b	440	561	702	841	2.835
3. Redução nos empréstimos intercompanhias	94	79	91	91	87	443
4. Redução nos investimentos diretos	236	196	229	229	218	1.107
5. Ganho líquido (1 – 2 – 3 – 4)	-621	-408	-294	-103	122	-1.304

^aConsiderou-se, a título de simplificação, que os pagamentos de juros sejam realizados em bases anuais. Dessa forma, o cancelamento da dívida externa em determinado ano reduz o pagamento de juros apenas a partir do ano subsequente.

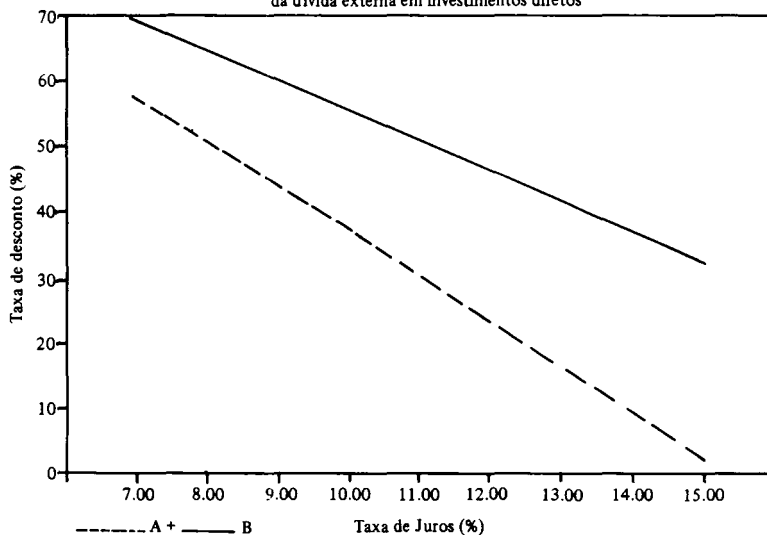
^bNo primeiro ano, o aumento na remessa de lucros decorre exclusivamente do aumento na taxa de remessa de lucros.

Obs.: hipóteses – ver texto.

mercado secundário.¹⁷ Alternativamente, à taxa de desconto média de 21% a conversão só apresenta ganho líquido se a taxa de juros efetiva subir acima de 12,4%. Os ajustamentos na taxa de desconto e na taxa de juros têm que ser ainda maiores, caso se compare o ponto C com a curva B.

Partindo das taxas médias de juros e de desconto observadas, é possível calcular combinações de aumentos na taxa de remessa de lucros e de efeito substituição, compatíveis com ganhos líquidos nulos no balanço de pagamentos. Esse exercício tem a vantagem de prescindir de hipóteses em relação ao aumento na remessa de lucros e ao efeito substituição, para os quais não existem estimativas razoáveis. A figura 5 apresenta os resultados do exercício realizado. Percebe-se, por exemplo, que a uma taxa de juros efetiva de 9% e a um taxa de desconto de 21% (o ponto C na figura 4), a conversão deixa de apresentar perda líquida no balanço de pagamentos, caso o efeito substituição seja de no máximo 5% do total convertido e o aumento da taxa de remessa de lucros seja igual ou inferior a 0,73 ponto percentual. Pontos à direita da curva representam uma situação de perda líquida, como a ilustrada pela tabela 2, e pontos à esquerda, uma posição de ganho líquido para o balanço de pagamentos.

Figura 4
Combinações de taxas de juros e de desconto que geram ganho líquido nulo nas contas do balanço de pagamentos ao longo de cinco anos com a conversão da dívida externa em investimentos diretos



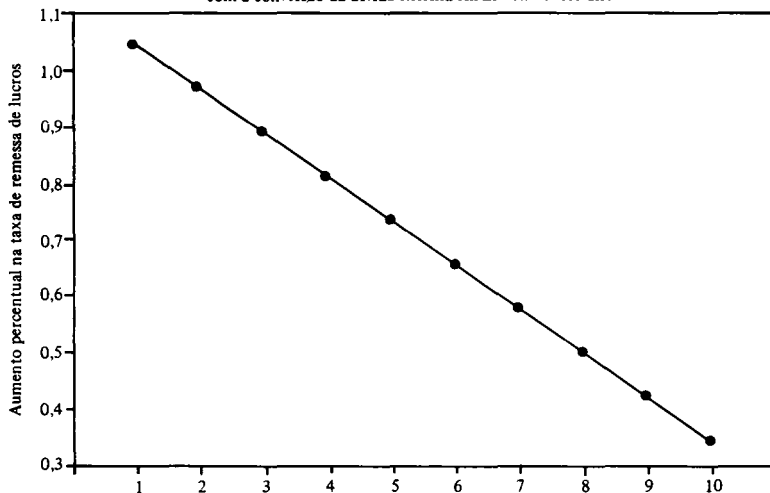
Hipóteses:

Curva A - a remessa de lucros, como proporção do estoque de capital de risco, aumenta em 1 ponto percentual e a substituição de investimentos externos e empréstimos intercompanhias corresponde a 10% do total convertido.

Curva B - a remessa de lucros, como proporção de estoque de capital de risco, aumenta em 1,5 ponto percentual e a substituição de investimentos externos e empréstimos intercompanhias corresponde a 15% do total convertido.

¹⁷ A taxa de deságio para a dívida externa vencida depositada no Banco Central era de aproximadamente 55% em outubro de 1988. Ver *Gazeta Mercantil* (22-24.10.88, p. 24).

Figura 5
 Combinações de efeito substituição e de aumento na taxa de remessa de lucros que geram ganho líquido nulo no balanço de pagamentos ao longo de cinco anos com a conversão da dívida externa em investimentos diretos



Substituição de investimentos externos e empréstimos intercompanhias como proporção do total convertido (%)

Hipóteses:

a) taxa de desconto de 21%;

b) taxa de juros efetiva de 2% ao ano.

As figuras 4 e 5 mostram como o resultado líquido da conversão sobre o balanço de pagamentos depende das hipóteses adotadas. Quanto maiores a taxa de juros, a taxa de desconto e o montante convertido e quanto menores o efeito substituição e o aumento da remessa de lucros, tanto maior o ganho líquido obtido com a conversão. O ganho líquido varia em função de uma alteração no montante convertido porque a taxa de juros difere da taxa de remessa de lucros. No presente exercício, a taxa de juros é superior à taxa de remessa de lucros. Um aumento no volume convertido reduz, portanto, a perda líquida do ponto de vista do balanço de pagamentos. No entanto, as implicações monetárias deste aumento limitam, como se verá mais adiante, essa opção.

Cabe frisar que o exercício de simulação limitou-se a considerar conversões de principal da dívida externa. Esta é uma limitação razoável, tendo em vista que o esquema de conversão brasileiro e o acordo da dívida externa, ainda que admitam, inviabilizam na prática a conversão de juros. Caso o esquema de conversão se limitasse à conversão de juros, os resultados seriam amplamente favoráveis sob a ótica do país devedor, pois a redução anual no pagamento de juros seria igual ao montante convertido.

4.2 Efeitos sobre a base monetária e as finanças públicas

Entre os recursos passíveis de conversão, parcela considerável encontra-se sob a forma de depósitos em moeda estrangeira no Banco Central. Como o principal

dos empréstimos externos tem sido reescalado, esses recursos têm representado financiamento não-monetário de longo prazo do Banco Central, que é responsável pelo pagamento dos respectivos encargos. Nessas condições, a conversão em capital de risco da dívida externa depositada no Banco Central gera necessidade adicional de financiamento interno para o governo,¹⁸ que pode ser coberta por expansão da base monetária ou por colocação de títulos da dívida pública.

À primeira vista, raciocínio semelhante poderia ser desenvolvido para as operações de conversão (formais ou informais) da dívida vincenda do setor privado não depositada no Banco Central. Com a conversão em investimento direto desses empréstimos não ocorreria, no momento do vencimento, o depósito no Banco Central do equivalente em cruzados do principal dessa dívida. Conseqüentemente, o governo deixaria de contar com uma fonte de financiamento externo, que deveria ser compensada internamente.

Entretanto, como o acordo de reestruturação da dívida externa prevê a reabertura do esquema de reempréstimos pelos bancos credores,¹⁹ os recursos correspondentes à dívida vincenda não depositada no Banco Central não mais poderiam ser considerados como fonte potencial de financiamento para o governo. Por essa razão, não se está incluindo as operações de conversão (formais e informais) que envolvem a dívida vincenda fora do Banco Central, na análise do impacto monetário da conversão.²⁰

Para analisar as implicações sobre a política monetária e as finanças públicas, foram consideradas as conversões realizadas através do sistema de leilão (liberadas pelo Banco Central com deságio) e as conversões de dívida vincenda depositada no Banco Central, as realizadas pela Carta-Circular nº 1.125 e as previstas no acordo da dívida externa de setembro de 1988 (todas liberadas sem deságio). Em um horizonte de cinco anos, foram feitas as seguintes hipóteses, compatíveis com as adotadas nas simulações do balanço de pagamentos:

- a) o valor líquido de desconto das conversões através de leilão é de US\$ 1,5 bilhão no primeiro ano e de US\$ 1,8 bilhão nos anos seguintes;
- b) o valor sem desconto das conversões de dívida vincenda depositada no Banco Central é de US\$ 0,4 bilhão no primeiro ano e de US\$ 0,3 bilhão nos demais anos;
- c) no primeiro ano é convertido US\$ 0,9 bilhão através da Carta-Circular nº 1.125;
- d) as conversões previstas no acordo são de US\$ 0,15 bilhão no segundo ano, de US\$ 0,60 bilhão no terceiro e quarto anos e de US\$ 0,45 bilhão no quinto ano.

Em valores agregados, as operações de conversão que têm impacto direto sobre a base monetária ou sobre a dívida pública interna seriam de: ano 1 – US\$

¹⁸ Dado o déficit público.

¹⁹ As operações de reempréstimos estarão sujeitas a tetos relacionados ao fluxo de vencimentos da dívida.

²⁰ Deve-se ressaltar que as conversões informais de dívida vincenda do setor público contribuem para pressionar as necessidades de financiamento do governo, na medida em que representam transferência de recursos do setor público para o setor privado. Essas operações não serão consideradas, devido à falta de informações sobre o volume convertido.

2,80 bilhões, ano 2 – US\$ 3,25 bilhões; anos 3 e 4 – US\$ 2,70 bilhões ao ano ano 5 – US\$ 2,55 bilhões.

Supondo-se que as operações de conversão no primeiro ano sejam totalmente financiadas por emissão primária de moeda, e dado que o estoque de base monetária em dezembro de 1987 era de apenas US\$ 7,0 bilhões,²¹ verifica-se que, somente para atender às necessidades de financiamento criadas pela conversão, a base monetária teria que aumentar cerca de 40% em termos reais.²² Portanto, apesar de o volume convertido representar apenas 4% da dívida externa registrada com bancos comerciais em dezembro de 1987, o resultado seria uma forte expansão real da emissão primária de moeda.

Em um contexto de inflação elevada e ascendente, e de fuga de moeda para ativos reais, moeda estrangeira ou “quase-moeda”, fica, portanto, bastante limitada a possibilidade de financiar as operações de conversão através de expansão monetária. A alternativa seria o governo financiar a contrapartida das conversões por meio de colocação de títulos, o que remete à questão do impacto da conversão sobre as finanças públicas.

Embora o estoque de títulos públicos federais fora do Banco Central seja relativamente pequeno (o estoque médio de títulos representou cerca de 9% do PIB em 1987),²³ os prazos médios de vencimento dos títulos têm sido cada vez menores, o que resulta em pressão constante para o refinanciamento da dívida mobiliária federal. Nessas condições, uma eventual redução na demanda de títulos públicos pode levar à rápida monetização da dívida interna e, conseqüentemente, à hiperinflação. Além disso, a maior parte dos títulos públicos é refinanciada diariamente, o que lhes assegura elevada liquidez. Nesse caso, não procede o argumento usualmente utilizado, de que o financiamento de operações de conversão através de expansão da dívida pública deixaria a liquidez da economia inalterada. Na prática, as opções de financiamento da conversão limitam-se à emissão de moeda que não rende juros (base monetária) ou à emissão de “quase-moeda” que rende juros (títulos públicos).

Outra conseqüência que pode advir da expansão da dívida pública é o aumento dos pagamentos de juros internos do setor público. Além do aumento no serviço da dívida interna resultante da própria expansão do estoque, pode ser necessário elevar as taxas de juros reais para assegurar a colocação dos títulos, o que resultaria em aumento adicional nos pagamentos de juros.

Admitindo-se que as operações de conversão sejam integralmente financiadas pela colocação de títulos da dívida pública, pode-se calcular o impacto da conversão sobre os estoques da dívida pública interna e externa e os pagamentos de juros do setor público.

As simulações foram realizadas com base nas equações apresentadas no anexo 1 e nas hipóteses que se seguem:

²¹ Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal*, 1988.

²² Considerando-se que a correção cambial seja igual à taxa de inflação.

²³ Banco Central do Brasil, *Brasil Programa Econômico*, 1988.

- a) os valores convertidos em cinco anos são aqueles descritos anteriormente;
- b) o impacto da conversão sobre a dívida externa do setor público é dado pelo valor de face dos recursos convertidos;
- c) o impacto sobre a dívida mobiliária federal em poder do público é função do valor de liberação dos recursos convertidos;
- d) a taxa de desconto nas operações de conversão é de 21%;
- e) a taxa de juros externa é de 9% (Libor + margem);
- f) a taxa de juros real interna é de 12%.²⁴

O resultado do exercício ilustrativo está apresentado na tabela 3. O aumento acumulado na dívida mobiliária federal em poder do público, para atender às conversões de empréstimos em capital de risco em cinco anos, seria da ordem de US\$ 13,0 bilhões. Isto representaria um acréscimo real de cerca de 41%²⁵ em relação ao estoque da dívida em dezembro de 1987 (US\$ 31,6 bilhões).

Por outro lado, observa-se que a dívida externa do setor público seria reduzida em US\$ 15,4 bilhões, refletindo o fato de que o cancelamento da dívida externa é feito pelo valor de face dos empréstimos convertidos. Em consequência, o estoque total de dívida do setor público diminuiria em cerca de US\$ 2,3 bilhões, valor obtido pela diferença entre as linhas 2 e 1 da tabela 3.

Apesar dessa redução na dívida global do setor público, deve-se salientar que o prazo médio da dívida seria substancialmente encurtado, na medida em que se trocaria financiamento externo de longo prazo por títulos públicos que têm sido colocados com prazo curto de vencimento.

As linhas 3 e 4 da tabela mostram o efeito, sobre os fluxos de pagamentos de juros internos e externos do setor público, das conversões financiadas por dívida interna. Esse efeito depende, naturalmente, das taxas de juros consideradas. Como nesse exercício a taxa real interna de juros supera significativamente a taxa externa, o aumento no pagamento de juros internos mais do que compensaria a redução dos pagamentos de juros externos. Isto ocorreria apesar de o cancelamento da dívida externa do setor público ter sido superior ao aumento da dívida interna.

O impacto líquido sobre as despesas financeiras do setor público é estimado pela diferença entre as variações nos pagamentos de juros internos e externos. Dadas as hipóteses, observa-se que ocorreria pequeno aumento nas despesas financeiras, da ordem de US\$ 0,4 bilhão ao final de cinco anos.

Os resultados obtidos são, como é previsível, bastante sensíveis às hipóteses adotadas. Mantendo constantes o montante de dívida externa do setor público depositada no Banco Central convertido em cinco anos e a taxa de desconto, é possível calcular as combinações de taxas de juros internas e externas que tornam nulo o impacto da conversão sobre as despesas financeiras.

A figura 6 mostra essas combinações. Pontos acima da reta representam aumento, e os pontos abaixo da reta, redução das despesas financeiras. Em rela-

²⁴ Utilizou-se, ilustrativamente, a taxa real máxima estipulada pela Constituição de 1988, devido ao fato de que as médias históricas recentes de taxas reais de juros são distorcidas pela monetização ocorrida durante o Plano Cruzado e pela posterior desmonetização da economia.

²⁵ Considerando-se que a correção cambial seja igual à taxa de inflação.

Tabela 3
 Estimativa do impacto sobre as finanças públicas da conversão de dívida externa em investimentos diretos
 (US\$ milhões)

Itens	Anos					Total
	1	2	3	4	5	
1. Acréscimo na dívida mobiliária federal em poder do público	2.810	2.264	2.714	2.714	2.564	13.066
2. Redução da dívida externa do setor público	3.209	2.742	3.192	3.192	3.042	15.377
3. Aumento no pagamento de juros internos	0 ^a	337	609	935	1.260	3.141
4. Redução no pagamento de juros externos do setor público	0 ^a	289	536	823	1.110	2.758
5. Aumento nas despesas financeiras do setor público (3 – 4)	0	48	73	112	150	383

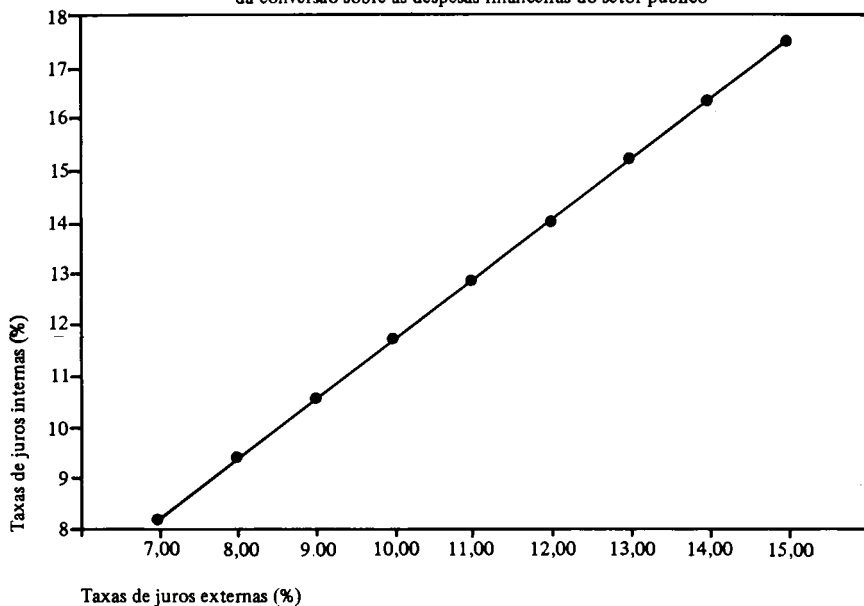
^aConsiderou-se, a título de simplificação, que os pagamentos de juros sejam realizados em bases anuais. Dessa forma, o aumento da dívida interna e o cancelamento da dívida externa em determinado ano afetam os pagamentos de juros apenas a partir do ano subsequente.

Obs.: hipóteses – ver texto.

ção ao exercício apresentado anteriormente, observa-se que, para uma taxa de juros externa de 9%, a taxa de juros real interna teria que ser de aproximadamente 10,3% a.a., para que não ocorresse variação nos pagamentos de juros do setor público. Portanto, é razoável supor que seja possível realizar operações de conversão sem afetar as despesas financeiras do setor público. Isto pode ocorrer, mesmo com diferencial positivo entre as taxas de juros interna e externa, porque a conversão reduz o estoque total da dívida do setor público.

Esta análise revela que o financiamento das operações de conversão através da colocação de títulos públicos não seria, necessariamente, prejudicial às contas do governo. O importante, no entanto, é ressaltar o fato de que a conversão da dívida externa depositada no Banco Central representa a perda de uma fonte de financiamento externo do setor público de longo prazo. E que, no contexto de inflação elevada e instável, esta é compensada ou por emissão primária de moeda ou por "quase-moeda". No segundo caso, há troca de financiamento externo de longo prazo por financiamento interno de curto prazo e, em ambos os casos, aumento da liquidez da economia.

Figura 6
Combinações das taxas de juros internas e externas que tornam nulo o impacto da conversão sobre as despesas financeiras do setor público



4.3 Efeitos sobre os investimentos

A conversão de dívida constitui-se, em princípio, em um poderoso estímulo ao investimento externo, porque permite ao investidor adquirir moeda local a uma taxa de câmbio preferencial. Esse subsídio oferecido ao investidor decorre do fato de o país devedor aceitar a apropriação apenas parcial do deságio praticado no mercado secundário da dívida externa.

A conversão assemelha-se, em alguns aspectos, à entrada de investimentos estrangeiros em divisas. Ambas podem ser, potencialmente, um importante instrumento de transferência tecnológica e, portanto, de aumento da produtividade e competitividade externa de um país. Ambas exercem pressão sobre a base monetária. Entretanto, ao contrário da conversão, o investimento estrangeiro com aporte de divisas tem efeito positivo sobre as reservas internacionais do país, viabilizando, dessa forma, o aumento das importações.

A contribuição da conversão para o investimento agregado e o crescimento econômico depende do montante adicional de investimento por ela gerado. Existem fortes razões para se supor que a conversão financie investimentos que seriam realizados de qualquer forma. Argumentou-se anteriormente que a conversão substitui parcialmente investimentos externos novos. Na realidade, é bem provável que a conversão também substitua em parte investimentos de residentes no país, devido a três fatores: a) a rentabilidade de um investimento já planejado pode ser aumentada com a remessa de divisas ao exterior, a aquisição de um título da dívida externa no mercado secundário e sua posterior conversão em moeda local; b) o impacto monetário da conversão e a necessidade de controlar a expansão da liquidez podem levar o Banco Central a reduzir o crédito interno, inclusive para o setor público; c) alternativamente, o financiamento da conversão por intermédio da colocação de títulos da dívida pública pode elevar a taxa de juros e desestimular outros investimentos.

Cabe lembrar, adicionalmente, que o aumento de capital, financiado por intermédio de uma operação de conversão, pode ter o objetivo de reestruturar o passivo de uma empresa.²⁶ Por fim, é razoável supor que as conversões informais, pelas características dessas operações, não contribuem para o aumento dos investimentos no país.

Algumas das implicações da conversão de dívida externa em investimentos podem ser avaliadas com base na identidade contábil que iguala a diferença entre a poupança e o investimento no país ao saldo em conta corrente do balanço de pagamentos. Desdobrando-se a poupança e o investimento entre o setor privado e o setor público, tem-se:

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

onde S , I e CC referem-se, respectivamente, à poupança, ao investimento e ao saldo em conta corrente, e os subscritos p e g aos setores privado e público.

²⁶ As aplicações em Fundos de Conversões – capital estrangeiro – também não implicam aumento imediato de investimentos, ainda que a ampliação e a dinamização do mercado de capitais possam, indiretamente, estimular a realização de investimentos financiados por intermédio desse mercado.

Os recursos oriundos da conversão podem, a princípio, ser aplicados no setor público. No entanto, a reduzida atratividade desta opção permite supor que a conversão deverá financiar predominantemente o setor privado. Por outro lado, os resultados da tabela 2 mostram que a conversão pode ter impacto positivo sobre o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos. O efeito simultâneo do aumento do investimento privado e da redução da poupança externa, medido pelo saldo em conta corrente, exige, portanto, aumento da poupança privada ou redução das necessidades de financiamento do setor público ($S_g - I_g$).

Para simplificar a análise, admitiu-se que a conversão da dívida vincenda do setor privado, não depositada no Banco Central, seja financiada por aumento da poupança privada. Esta é uma suposição plausível, porque os recursos utilizados pelo devedor para quitar a dívida são empregados pela empresa, na qual o credor converte a dívida, para financiar seus investimentos.²⁷

Dada a hipótese acima e abstraindo-se de eventuais ajustamentos intermediários, via expansão do crédito, da dívida pública e da taxa de inflação e observando-se estritamente o resultado *a posteriori* expresso pela identidade contábil acima, percebe-se que a conversão em investimentos no setor privado, da dívida externa depositada no Banco Central, deve ser financiada por aumentos adicionais da poupança privada, redução de outros investimentos privados ou, então, por redução das necessidades de financiamento do setor público.

Admitindo-se, a título de ilustração, que o aumento da poupança privada limita-se ao montante de conversões da dívida vincenda do setor privado não depositada no Banco Central, tal como admitido acima, e que não haja nenhuma redução de outros investimentos privados (ou seja, que não haja nenhuma substituição de investimentos privados), então a conversão de dívida depositada no Banco Central exige a redução das necessidades de financiamento do setor público. Se essa redução é alcançada via corte em despesas correntes ou redução nos investimentos, o programa de conversão tem como consequência o *crowding-out* do gasto público. Se a conversão no setor privado de dívida depositada no Banco Central for totalmente financiada por cortes nos investimentos públicos, a contribuição dessa conversão para a taxa de investimento da economia será nula. Se, ademais, uma parte da conversão no setor privado de dívida depositada no Banco Central não for utilizada para o financiamento de investimentos, a contribuição dessa conversão para a taxa de investimentos será negativa.

As considerações acerca do financiamento do esquema de conversão partem do pressuposto de que não haja nenhum aumento da poupança externa. Elas procuram ressaltar o caráter ambíguo da conversão de dívida externa sobre o investimento agregado e, portanto, sobre o crescimento da economia. O montante de investimentos adicionais gerado pela conversão depende, essencialmente, do grau de substituição de investimentos que seriam realizados de qualquer forma e da maneira como é financiada a operação.

²⁷ A suposição não seria razoável caso o devedor recorresse ao crédito bancário para quitar sua dívida externa. Nesse caso, a conversão de dívida vincenda do setor privado, não depositada no Banco Central, poderia ser financiada por uma redução nas necessidades de financiamento do governo ou uma redução nas necessidades de financiamento do restante do setor privado.

5. Conclusões

A análise desenvolvida nesse trabalho indica que o mecanismo de conversão de dívida externa em investimentos diretos é prejudicial à economia brasileira, dadas as hipóteses aproximadas para o ano de 1988. Um primeiro aspecto a considerar é que a conversão representa, na verdade, uma recompra ou um pré-pagamento em moeda local do principal de uma dívida que tem sido automaticamente reescalonado. Além disso, o desconto médio aplicado às operações de conversão tem ficado substancialmente abaixo dos deságios praticados no mercado secundário para os títulos da dívida externa brasileira. Isto significa que a conversão tem sido um instrumento ineficaz de captação do deságio.

Em termos do impacto macroeconômico da conversão, as simulações realizadas para um período de cinco anos mostram que as operações de conversão implicam perda líquida para o balanço de pagamentos e agravam as condições de financiamento do setor público. A geração de recursos em moeda local para servir de contrapartida às operações de conversão é dificultada em uma situação de inflação elevada e em aceleração, de déficit público não desprezível e de títulos da dívida interna que representam uma “quase-moeda”. Essas observações mostram que o pagamento da dívida externa pode ser problemático para o país devedor, ainda que seja realizado em moeda local.

Por último, a existência de esquemas de conversão de dívida em investimentos restringe a utilização de mecanismos de redução de dívida externa, como a securitização, superiores do ponto de vista do país devedor. A securitização da dívida, ou a sua transformação em bônus de longo prazo com aplicação de deságio sobre o principal original ou sobre a taxa de juros, quando realizada de maneira abrangente, permite limitar as transferências de recursos financeiros ao exterior à capacidade de pagamento do país. A securitização de parcela considerável da dívida externa brasileira é uma opção factível, na medida em que essa operação não tem impacto interno, facilitando a redução do déficit público, o combate à inflação e a retomada do crescimento econômico sustentado. Ademais, a securitização gera ganho líquido imediato para o balanço de pagamentos, pois não incentiva a substituição de investimentos externos novos e a remessa de recursos financeiros ao exterior, de forma autorizada ou não. No entanto, para que haja adesão dos bancos a esse mecanismo, em volume significativo, é preciso que estes não disponham de alternativas como a da conversão.

Um argumento que poderia ser utilizado contra a securitização, *vis-à-vis* a conversão, é que a securitização da dívida não estimula a realização de investimentos no país. Todavia, dadas as considerações apresentadas no trabalho, existem fortes razões para duvidar que o esquema de conversão executado no Brasil em 1988 tenha contribuído para aumentar o investimento agregado da economia.

Adendo

Este trabalho incorpora informações disponíveis até o final de outubro de 1988, quando foi realizado o 8º leilão de conversão da dívida externa em capital de risco. O 9º e o 10º leilões, realizados em novembro e dezembro, acusaram sen-

sível aumento da taxa de desconto, em virtude de crescentes expectativas de que os leilões seriam suspensos. Os descontos praticados nesses leilões elevaram o desconto médio apurado nos leilões em 1988 para 25,2%. Este percentual não invalida as conclusões deste trabalho, referentes à conveniência do esquema de conversão de dívida externa implantado pelo governo brasileiro em 1988. Tomando-se como base um desconto médio de 25,2%, o prejuízo líquido apurado na tabela 2, ao longo de cinco anos, cai para US\$ 1,128 milhões, e a variação das despesas financeiras do setor público para US\$ 281,8 milhões.

Em janeiro de 1989, os leilões da dívida externa foram suspensos por tempo indeterminado. A conversão da dívida vincenda do setor privado e as conversões informais, contudo, podem ser praticadas normalmente. Os reempréstimos da dívida externa vencida, depositada no Banco Central, previstos para o ano de 1989, no âmbito do acordo da dívida externa assinado em setembro de 1988, foram cancelados.

Anexo 1 — Modelos de simulação utilizados para avaliar o efeito da conversão de dívida externa em investimentos diretos

1. Balanço de pagamentos

O subscrito -1 indica que a variável está defasada em um período. Quando uma mesma variável assume valores distintos em uma situação com conversão e sem conversão, o apóstrofo indica a variável na situação com conversão.

Situação com conversão

$$1. CAC = CAC_{-1} + C/(1 - d) + CF$$

$$2. GLAC = GLAC_{-1} + GL$$

$$3. EAC' = EAC'_{-1} + E'$$

$$4. E' = E'_{-1}$$

$$5. J' = J \cdot (CAC_{-1} + GLAC_{-1} - EAC'_{-1})$$

$$6. IAC' = IAC'_{-1} \cdot (1 - r) + I' + C - REP + REI + CF$$

$$7. I' = I'_{-1}$$

$$8. L' = 1' \cdot IAC'_{-1}$$

$$9. 1' = 1 + r$$

Situação sem conversão

$$10. EAC = EAC_{-1} + E$$

$$11. E = E' + e \cdot s \cdot (C + CF)$$

$$12. J = -j \cdot EAC_{-1}$$

$$13. IAC = IAC_{-1} + I - REP + REI$$

$$14. I = I' + i \cdot s (C + CF)$$

$$15. L = 1 \cdot IAC_{-1}$$

Ganho líquido

$$16. GL = J' - J - L' + E' - E + I' - I$$

onde

CAC = conversões brutas acumuladas

C = conversões líquidas de desconto

CF = conversões pelo valor de face

d = taxa de desconto

GLAC = ganho líquido acumulado com a conversão

GL = ganho líquido com a conversão

s = coeficiente de substituição total

EAC = empréstimos intercompanhias acumulados

E = empréstimos intercompanhias

e = coeficiente de substituição dos empréstimos intercompanhias

J = juros devidos

j = taxa de juros externa

IAC = investimentos estrangeiros acumulados

I = investimentos estrangeiros

i = coeficiente de substituição dos investimentos estrangeiros

REP = repatriações de investimentos estrangeiros

REI = lucros reinvestidos

L = remessa de lucros

1 = razão entre a remessa de lucros no período *t* e o estoque de capital de risco estrangeiro no período *t* - 1

r = coeficiente de aumento na remessa de lucros

2. Finanças públicas

$$1. CASP = CASP_{-1} + CL/(1 - d) + a \cdot CN/(1 - d) + CF$$

$$2. C = CL + CN$$

$$3. J'SP = J \cdot CASP_{-1}$$

$$4. DMF = DMF_{-1} + CL + a \cdot CN/(1 - d) + CF$$

$$5. JI = j \cdot DMF_{-1}$$

$$6. DFSP = JI - J'SP$$

onde:

CASP = conversões brutas acumuladas do setor público
CL = conversões líquidas de desconto, realizadas através do sistema de leilão
a = proporção das conversões de dívida vincenda depositada no Banco Central no total das conversões líquidas de desconto, realizadas fora do sistema de leilão
CN = conversões líquidas de desconto, realizadas fora do sistema de leilão
J'SP = juros devidos sobre a dívida externa do setor público
DMF = dívida mobiliária federal em poder do público
Ji = juros devidos sobre a dívida mobiliária federal
ji = taxa de juros interna
DFSP = despesas financeiras do setor público.

Parâmetros (valores para caso básico)

$d = 0,21$
 $s = 0,10$
 $e = 2/7$
 $i = 5/7$
 $j = 0,09$
 $l = 0,04$
 $r = 0,01$
 $ji = 0,12$
 $a_1 = 0,36$
 $a_2, a_3, a_4, a_5 = 0,31$

Variáveis exógenas

$CAC_0, GLAC_0, EAC_0, EAC'_0 = 0$
 $IAC_0, IAC'_0 = \text{US\$ } 29.100 \text{ milhões}$
 $C_1 = \text{US\$ } 2.400 \text{ milhões}$
 $C_2, C_3, C_4, C_5 = \text{US\$ } 2.600 \text{ milhões}$
 $CF_1 = \text{US\$ } 900 \text{ milhões}$
 $CF_2 = \text{US\$ } 150 \text{ milhões}$
 $CF_3, CF_4 = \text{US\$ } 600 \text{ milhões}$
 $CF_5 = \text{US\$ } 450 \text{ milhões}$
 $E' = \text{US\$ } 200 \text{ milhões}$
 $I' = \text{US\$ } 500 \text{ milhões}$
 $REP = \text{US\$ } 300 \text{ milhões}$
 $REI = \text{US\$ } 600 \text{ milhões}$
 $CASP_0, DMF_0 = 0$
 $CL_1 = \text{US\$ } 1.500 \text{ milhões}$
 $CL_2, CL_3, CL_4, CL_5 = \text{US\$ } 1.800 \text{ milhões}$

$CN_1 = \text{US\$ } 900 \text{ milhões}$

$CN_2, CN_3, CN_4, CN_5 = \text{US\$ } 800 \text{ milhões}$

Abstract

Recently, debt-investment conversion has been used in several debtor countries, as a mechanism of external debt reduction. This paper analyses the Brazilian experience of formal debt conversion, during 1988, and its macroeconomic consequences. The main conclusions are that, in a five year period, the conversion results in net losses of foreign currency, increases domestic public sector borrowing requirements and has a doubtful impact on the economy's rate of investment. Besides, the existence of debt conversion schemes limits the use of other external debt reduction mechanisms, like securitization, which are better from the viewpoint of the debtor country.

Referências bibliográficas

Bacha, Edmar, L. A conversão, déficit e inflação. *Jornal do Brasil*, 17 set. 1988. p. 9.

Banco Central do Brasil. *Boletim mensal*.

_____. *Brasil – programa econômico*.

Batista Jr., Paulo Nogueira. A conversão de empréstimos externos em investimentos diretos. In: *Mito e realidade na dívida externa brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.

_____. A transformação da dívida externa em títulos de longo prazo: a moratória como instrumento de negociação. In: *Da crise internacional à moratória brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988.

Bentley, Richard J. Debt conversion in Latin America. *Columbia Journal of World Business*, Fall 1986.

Blackwell, Michael & Nocera, S. Debt equity swaps. *IMF working paper*, Feb. 12, 1988.

Buchheit, L. C. *Alternative techniques in sovereign debt restructuring*. Jan. 1987. mimeogr.

Cardoso, Eliana & Dornbusch, Rudiger. *Brazilian debt: best-worst scenarios – a requiem for muddling-through*. Nov. 1987. mimeogr.

Corrêa do Lago, Luiz Aranha. Investimentos diretos no Brasil e a conversão de empréstimos em capital de risco. In: Batista Jr., Paulo Nogueira. org. *Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira*. Rio de Janeiro, Fundação Getulio Vargas, 1988.

Debt/equity conversion – a strategy for easing third world debt. Proceedings of a conference sponsored by the Heritage Foundation Center for International Economic Growth. Jan. 21, 1987.

Gazeta Mercantil, vários números.

International Monetary Fund. *International financial statistics*.

_____. *World economic outlook*, Oct. 1988.

Meyer, Arno. Dívida externa: premência de uma solução. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, FGV, v. 42, n. 3, p. 154-56, mar. 1988.

Monteiro, Antonio Carlos. A conversão da dívida externa como instrumento de capitalização das empresas. *Conjuntura Econômica*, v. 42, n. 3, p. 60-4, mar. 1988.

_____. Conversão de créditos em investimentos – o caso brasileiro. *Conjuntura Econômica*, v. 42, n. 4, p. 91-100, abr. 1988.

Paiva, Stella Maria G. & Malan, L. S. *Conversão de créditos externos em investimentos*: processo ocorrido recentemente no Brasil e comentário sobre algumas novas alternativas (versão preliminar). DEPEC/Banco Central do Brasil, maio 1987. mimeogr.

Pastore, Afonso Celso. Afobado come cru. *O Globo*, 22 maio 1988. p. 4; 23 maio 1988, p. 4.

Quale, Jr. Andrew C. *U.S. banking law and other considerations relating to debt equity conversions*. 1987a. mimeogr.

_____. *Some alternative techniques for providing new money to Third World debtors*. 1987b. mimeogr.

Reis, Eustáquio J. & Rios, Sandra P. *Catecismo da não-conversão*. 1987. mimeogr.

Sachs, Jeffrey & Huizinga, Harry. U.S. commercial banks and the developing-country debt crisis. *Brookings papers on economic activity*, n. 2, 1987, p. 555-601.

Serra, José. Conversão da dívida: realidade e alternativas: *Conjuntura Econômica*, v. 41, n. 11, nov. 1987.

The World Bank. *Market-based menu approach*, sept. 1988.

Vatnick, Silvana. *The secondary market for debt*: a possible explanation of how LDO debt prices are determined. Apr. 1988. mimeogr.