

IMPLICAÇÕES DA CONVERSÃO DA DÍVIDA EXTERNA

*Dercio Garcia Munhoz**

Com o agravamento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento, especialmente a partir do final dos anos 70, grande foi a preocupação dos bancos credores e dos governos dos países-sede de tais bancos, uma vez que se avizinhava, de forma rápida, a virtual insolvência dos países devedores. Foram tais circunstâncias que levaram ao "setembro negro", em 1982, quando a banca internacional decidiu suspender os financiamentos que vinham propiciando aos devedores recursos para cobrir os compromissos vencidos da dívida velha e as necessidades ditadas pelos novos desajustes externos. E foi nesse lance que se colocou a submissão aos programas de ajustamento do FMI como precondição para a renegociação da dívida acumulada do Terceiro Mundo.

Os programas do Fundo não resolveram a questão do endividamento, embora tenham provocado profunda desorganização econômica e social nos países devedores. E não resolveu porque a materialização de saldos comerciais depende da estrutura das exportações do país (que se vincula à própria estrutura produtiva) e não de programas de empobrecimento que buscam forçar a criação de excedentes exportáveis.

O mais importante é que, à medida que a crise se mostrava recorrente, passaram a surgir propostas nos países credores, com as mais diversas fórmulas voltadas a assegurar o recebimento dos empréstimos concedidos pelos bancos. É nesse contexto que se passou a falar em "conversão da dívida em investimentos" nos países devedores. E desde logo alguns países, como a Argentina, o Chile e o México, passaram a permitir a conversão dentro de certas regras. Movimento que foi seguido pelo Brasil em princípios de fevereiro de 1988, aparentemente sucumbindo a uma das várias exigências colocadas pelos credores e por instituições financeiras internacionais, com apoio claro dos países centrais, e que incluiria, ainda, a abertura do sistema bancário a instituições estrangeiras.

A gênese da conversão

Quando se passou a falar em conversão da dívida em investimento, nos países credores, a questão era colocada em termos de que, em não possuindo dólares para saldar os compromissos externos, o país deveria entregar bens. E entregar bens significa entregar terras, riquezas minerais, ou empresas produtoras de bens e serviços.

Ora, as coisas não poderiam ser colocadas de forma tão crua. Não só pela reação interna que se poderia esperar nas economias devedoras, mas ainda porque a própria dívida é questionada, quando se sabe que a

* Professor da Universidade Nacional de Brasília.

sua materialização nos países mais pobres decorreu de decisões políticas internas nos países credores, tais como a elevação das taxas de juros internacionais na segunda metade dos anos 70, e a queda nos preços de produtos primários a partir da sincronização de políticas recessivas nas economias centrais.¹

Diante de todas as circunstâncias, acabou prevalecendo a inserção de mecanismos que viabilizassem a utilização dos recursos da dívida externa para participação estrangeira no capital de empresas em funcionamento nas regiões devedoras, ou para investimentos novos, ou para aumento de inversões em empresas já instaladas.

Ocorre, todavia, que desde logo se sabia que essa jamais seria uma solução para a questão do endividamento. Primeiro, porque existe clara incompatibilidade entre os elevados volumes da dívida de cada país e o porte relativamente pequeno das economias; o que significa que, com a utilização de pequena parcela da dívida, seria possível assumir o controle de largas áreas de atividade econômica nos países devedores. Outro aspecto é que economias estagnadas, inviabilizadas pelas políticas de ajustamento do FMI, não reúnem condições para atrair nem mesmo um volume de recursos compatível com o porte da economia.

É fato que países como a Coreia e o Brasil se constituem em exceções no mundo dos endividados, já que, dispondo de base industrial, conseguiram transformar a estrutura das exportações, alcançando uma fase de predomínio de manufaturas. E a única condição para alterar-se qualitativamente as relações Norte/Sul, dando estabilidade aos preços e abrindo novos mercados, é um país conseguir superar a condição de economia primário-exportadora, ingressando na dinâmica faixa do mercado mundial de produtos industrializados.

Pode-se, portanto, admitir que o Brasil reúna, a despeito da indefinição da política econômica e dos desarranjos internos provocados pela ortodoxia monetária, condições ainda favoráveis à atração de investimentos via conversão da dívida, diferentemente da grande maioria dos devedores. O que não significa concluir que a conversão seja útil ou relevante, conforme se procurará analisar a seguir.

Antecedentes ao processo de conversão

Duas condições são essenciais para que se torne possível um fluxo de conversões de dívida em investimento. Primeiro, que existam bancos credores desejosos de transferir seus direitos creditórios a terceiros, "livrando-se" de haveres frente a devedores insolventes. E, segundo, que os bancos estejam dispostos a vender seus créditos com deságios, recebendo, portanto, apenas parte do valor dos empréstimos e, assim, assumindo perdas para livrar-se do "problema".

¹ E não se pode esquecer que o endividamento, como no caso brasileiro, foi fortemente apoiado pelos bancos internacionais, pelo FMI, pelo governo americano, que assim conseguiram abafar a discussão que se procurava fazer, questionando a política oficial. Aliás, a postura dos governos dos países industrializados foi racional, já que possibilitou a transferência, para as economias fracas, da conta de petróleo dos países ricos, após a explosão dos preços.

O surgimento de bancos desejosos de vender seus direitos, aceitando prejuízos, deu-se desde a "crise do endividamento" de 1982, e diante do risco de insolvência dos devedores com perda total dos empréstimos. Com isso formou-se um mercado de títulos de crédito de responsabilidade de países em desenvolvimento, com negociações realizadas com deságios variando, em outubro de 1988, entre um mínimo de 11,0% (Romênia) e um máximo de 95,0% (Peru). Embora os casos da Romênia e do Peru sejam exemplos extremos, muito particulares (tanto quanto os elevados deságios registrados com títulos da dívida da Argentina e do Equador); já que a maioria dos créditos oferecidos em negociação estão sendo transferidos com perdas de aproximadamente 50,0%.

Diante da existência de um mercado onde os créditos podem ser negociados pela metade do preço, tornaram-se mais intensas as pressões dos banqueiros internacionais, e de pessoas ligadas à área financeira interna, sobre o Governo brasileiro, a fim de permitir a conversão da dívida em investimentos no País. E o interessante é que as pressões não se originaram dos bancos que estão vendendo seus créditos pela metade do preço — geralmente pequenos bancos, como os bancos regionais norte-americanos —, mas sim dos grandes bancos, ou dos bancos ágeis (que não estão vendendo seus créditos, já que não concordam em assumir perdas com deságios, e confiam na recuperação dos empréstimos), que passaram a atuar como intermediários, comprando títulos de crédito de outros bancos, por preços depreciados, e ganhando o diferencial entre valor de mercado (preço-base da negociação) e valor de face (valor do título de crédito).

Se os intermediários tinham oportunidade de auferir altas comissões, face aos elevados deságios, os países devedores passaram a pleitear a divisão do valor dos deságios, como condição para a regulamentação do mecanismo de conversão. E os métodos discutidos para que os devedores passassem a usufruir de um rebate da dívida externa foram a fixação arbitrária de um percentual para os descontos, ou a obtenção de descontos a partir de leilões com a participação dos interessados em aplicar internamente os valores convertidos; e, nos leilões, o deságio seria garantido diante de uma restrição quantitativa nos valores passíveis de conversão.

Foi dentro desse quadro, de pressões de banqueiros e de instituições financeiras internacionais e de intermediários locais, que o Brasil resolveu regulamentar a conversão da dívida externa em investimentos em princípios de 1988.

A regulamentação brasileira

A institucionalização da conversão da dívida externa em investimentos, pelo Banco Central, foi cuidadosa, estabelecendo-se uma série de condições acauteladoras dos interesses do País, a saber:

- a) fixaram-se tetos para conversão de valores depositados no Banco Central (dívidas antes liquidadas, em moeda nacional, pelos tomadores originais, e que passaram à responsabilidade do depositário), a fim de prevenir quanto à eventualidade de conversões volumosas, com reflexos na expansão monetária; e especial-

mente porque isso obrigaria à desova desordenada de títulos públicos da carteira do Banco Central, lastreados pelos recursos gerados no processo de estatização da dívida externa (estatização que, assim, tem o efeito de aliviar o mercado de capitais das pressões da dívida interna);

- b) estabeleceu-se o prazo mínimo de 12 anos para permanência dos investimentos no País — o que evidentemente é pouco tempo, se se levar em conta que dificilmente algum devedor terá divisas, num futuro previsível, para pagar a dívida, ou para cobrir a saída de dívidas/investimentos;
- c) as conversões ficaram condicionadas à concessão de parte do deságio externo ao Governo brasileiro, em percentuais a serem fixados em leilões válidos para cada etapa de liberação de recursos depositados no Banco Central;
- d) nos leilões mensais em que são oferecidos US\$ 150,0 milhões dos recursos depositados no Banco Central, 50,0% destinam-se a regiões incentivadas (SUDENE e SUDAM), e a outra metade, a áreas não incentivadas;
- e) os investimentos foram limitados a aplicações de risco — diretamente em empresas ou por intermédio de fundos de investimento em bolsas de valores;
- f) não se admite que a conversão de dívida em investimentos leve à transferência de controle de empresas nacionais;
- g) também ficaram vedadas as conversões para aqueles que tenham, nos últimos 36 meses, feito remessas de divisas a título de ganhos de capitais ou retorno de capitais, a fim de evitar que um capital transferido — e com dispêndio de divisas — venha a ser substituído por recursos em moeda local fornecidos pelo Banco Central sem a contrapartida do ingresso de divisas;
- h) e, dentre outros aspectos, ficou expresso que, mesmo na conversão para adquirir o controle de empresas de capital estrangeiro, a permissão ficaria condicionada à reaplicação dos recursos dentro do país, pelos vendedores, evitando-se, assim, que a conversão gerasse uma evasão de divisas.

Os cuidados foram muitos, tendo o Banco Central realizado oito leilões até o final de outubro, alcançando um total de conversões, dentro daquele processo, de aproximadamente US\$ 1,5 bilhão em termos brutos, ou perto de US\$ 1,2 bilhão de valor líquido, após o deságio.

Além das conversões via leilões, disciplinadas pela Resolução nº 1.460, de 01.02.88, do Banco Central/Conselho Monetário Nacional (que substituiu e revogou a Resolução nº 1.416, de 17.11.87, que foi inócua), outras operações da espécie vêm sendo feitas, sem necessidade dos lances em bolsas de valores:

- conversões pelo valor de face, sem deságios, portanto, (subordinadas à Carta-Circular nº 1.125, de 09.11.84), para os pedidos apresentados ao Banco Central até 20.07.87, quando o Banco suspendeu o recebimento de novas propostas, até que se fizesse a regulamentação da matéria; até outubro, o montante das conversões pela Carta-Circular nº 1.125 havia alcançado US\$ 845,0 milhões;

- conversões com deságio estabelecido pelo Banco Central (com base nos leilões), reguladas pela Circular nº 1.303, de 18.03.88, abrangendo as dívidas do setor público, os valores devidos contratualmente pelo Banco Central e os valores depositados naquele Banco — quando destinado o valor da conversão a investimentos; até outubro, tais conversões haviam alcançado um total bruto de US\$ 749,0 milhões e líquido de US\$ 613,7 milhões (deságios de US\$ 135,3 milhões).

Decorridos oito meses da institucionalização do processo de conversão, essas ficaram pouco acima de US\$ 3,0 bilhões, com um deságio global de US\$ 445,4 milhões, a saber:

Conversões da dívida externa em investimentos — mar.-out./88

(US\$ milhões)

CONVERSÕES FORMAIS	VALOR BRUTO	DESÁGIOS	VALOR LÍQUIDO
Conversões com leilões	1 474,5	310,1	1 164,4
Conversões sem leilões (Carta-Circular nº 1.125)	845,0	-	845,0
Conversões sem leilões (Circular nº 1.303)	749,0	135,3	613,7
TOTAL	3 068,5	445,4	2 623,1

FONTE: Banco Central do Brasil.

Como nos leilões o Banco Central tem destinado recursos para regiões com características econômicas diferenciadas, os deságios obtidos nos leilões também são diferentes, variando entre um mínimo de 0,5% e um máximo de 15,0% nas conversões vinculadas às áreas incentivadas (média de 11,2% nos oito primeiros leilões) e entre 13,5% e 38,0% (média de 28,6%) nas conversões para as demais áreas. No global, o deságio médio registrado até outubro ficou em 21,0%.

Reflexos das conversões formais

As regras de conversão estabelecidas pelo Banco Central, como antes mencionado, inserem inúmeras medidas restritivas, voltadas ao objetivo de evitar, dentre outras distorções, que o processo de conversão leve à mera substituição de capitais estrangeiros disponíveis no país e prematuramente retornados, ou de lucros remetidos; ou, então, que os recursos sejam destinados à aquisição de empresas nacionais, gerando um processo de desnacionalização da economia.

Para evitar que os recursos da conversão apenas substituam valores remetidos ao Exterior pela filial local, a conversão não é permitida às

empresas que tenham retornado capitais ou remetido lucros nos últimos 36 meses. Como também se estabeleceu que as empresas estrangeiras (que tenham feito conversão) estarão obrigadas a efetuar depósitos no Banco Central até o limite dos investimentos vinculados às conversões e até que o prazo mínimo venha a ser alcançado, na hipótese em que venham a fazer futuras remessas de capital (retorno) ou de lucros ao Exterior.

Não parece que as normas do Banco Central possam evitar que a conversão venha a se constituir em mera substituição de capitais prematuramente remetidos. Isso porque as restrições seriam facilmente contornáveis, desde que:

- a) a filial estrangeira faça remessa de lucros, que se destinariam a reinvestimentos, ou, então, retorno de capital, enquanto a matriz faz nova inversão no País, via conversão da dívida, criando uma nova empresa local e redistribuindo funções, se necessário;
- b) a empresa estrangeira programe um retorno de capital ou envio de lucros de US\$ 5,0 milhões, por exemplo, faça uma conversão superior (US\$ 10,0 milhões), destinando, futuramente, a metade do valor da conversão à cobertura do depósito no Banco Central, enquanto a outra parcela substitui os valores remetidos ao Exterior; admite-se, no caso, que os depósitos exigidos pelo Banco Central serão remunerados e terão equivalência em dólares.

As hipóteses levantadas não se fundamentam em que os empresários seriam desonestos, mas simplesmente que disporiam de alternativas para operações perfeitamente legais, enquanto minimizam os recursos imobilizados para a expansão da produção dentro do País.

Um aspecto adicional a ser considerado é que, com o processo de conversão, o País fica em posição externa mais vulnerável, uma vez que troca uma posição de devedor, na qual a remessa da remuneração do capital (juros) pode ser suspensa em determinadas circunstâncias (pois é reconhecido que a crise da dívida tem gerado dificuldades generalizadas aos devedores), por uma situação onde a eventual suspensão das remessas de rendas (lucros) tenderia a provocar conflitos maiores; mesmo porque a restrição, nesse caso, teria de abranger todos os investimentos existentes no País. Embora, é fato, a questão seja abstrata, por ora, na medida em que se pode supor que as conversões não terão maior significado e que o peso dos haveres estrangeiros continuará sendo representado pela dívida bancária.

Um ponto que tem sido muito discutido, em relação às conversões formais, é quanto aos reflexos monetários e sobre a dívida pública, decorrente de o Banco Central ter de liberar cruzados que se encontram ali depositados (depósitos voluntários de devedores externos, ou em liquidação da dívida externa, em cruzados, por devedores de bancos estrangeiros). E aí é importante que se analise todo o processo, a fim de se avaliar até onde a conversão seria responsável por desarranjos na economia:

- a) anteriormente o Banco Central recebeu os cruzados de antigos devedores finais, assumindo ele, o Banco Central, a dívida junto a bancos estrangeiros ("estatização" crescente da dívida externa);

- b) em lugar de o Banco Central fazer retornar tais empréstimos ao setor produtivo (bastando transferir os recursos a um banco comercial ou de fomento, como o Banco do Brasil ou o BNDES), resolveu ficar com o dinheiro, assumindo a dívida junto ao banco credor e destinando os recursos à compra de títulos federais no mercado;
- c) com o levantamento dos cruzados, junto ao Banco Central, que se materializa através da conversão, o Banco terá apenas de fazer uma operação inversa, desovando os títulos do Governo no mercado, a fim de captar de volta o dinheiro a ser entregue aos investidores estrangeiros; e essa operação não provoca pressões extras, pois apenas se anula uma ação que antes havia aliviado o mercado do eventual excesso de papéis públicos, e também não aumenta a dívida pública, uma vez que apenas transfere para o mercado títulos de dívidas já existentes, e que o Banco Central comprara antes com dinheiro tomado por empréstimo junto a bancos estrangeiros.

Vê-se, portanto, que, enquanto aspectos fundamentais são relegados, o óbice que vem sendo colocado com mais frequência às conversões formais não tem fundamento, pois seria o mesmo que restringir o saque de depositantes no sistema bancário, a fim de evitar o aumento do papel moeda em poder do público, esquecendo que os valores pertencem aos depositantes.

Outros aspectos da conversão, todavia, têm de ser discutidos. E, especialmente, as chamadas "conversões informais", realizadas à margem da regulamentação governamental.

As conversões informais

São designadas de informais as conversões realizadas à margem das regras estabelecidas pelo Banco Central e, em realidade, nem constituem operações de conversão, já que não refletem investimentos no País.

A conversão informal tem alguns aspectos marcantes:

- a) uma parcela da dívida é resgatada, em dólares, junto a um banco credor no Exterior, com um desconto que se acha próximo de 60,0%;
- b) o devedor final, dentro do Brasil, de uma dívida junto a um banco estrangeiro prestes a vencer, faz o pagamento da dívida, em moeda nacional, a um terceiro, obtendo um desconto nessa operação (entre 15,0% e 20,0% segundo se sabe);
- c) o devedor final apresenta ao Banco Central um documento de quitação da dívida no Exterior, fornecido pelo antigo credor ao intermediário da operação, com o que o Banco faz a baixa no registro da dívida.

Ora, o que não fica claro nesse processo de conversão é a forma como se arranjaram os dólares para liquidação da dívida no Exterior, já que o devedor, no Brasil, fez o pagamento em cruzados. E aí é que a questão revela os reflexos desfavoráveis ao Brasil nas conversões informais:

- a') os dólares são adquiridos no mercado paralelo local para remessa ao Exterior, forçando a elevação das cotações no mercado negro;
- b') os dólares são "produzidos" no Exterior e destinados a alimentar o paralelo, mediante superfaturamento de importações, subfaturamento de exportações, transferência indevida de moeda a título de comissão de agentes de exportação, ou, ainda, via contrabando de ouro ou outros produtos para o Exterior;
- c') alternativamente, os dólares são adquiridos no mercado de países vizinhos (para remessa ao Exterior), com cruzados enviados do Brasil, o que não enfrentaria restrições legais.

As conversões informais têm, portanto, um intermediário (que pode estar ligado ao credor estrangeiro ou ao devedor nacional) que obtém um desconto no resgate da dívida junto ao credor externo e concede um desconto ao devedor local. Caso as operações assumissem um volume suficiente para forçar a elevação das taxas de câmbio do mercado paralelo, isso detonaria mecanismos "corretores": primeiro, porque tenderiam a estimular o aumento da oferta de dólares no paralelo, gerada por contrabando ou sub ou superfaturamento comercial; segundo, porque, na medida em que se ampliasse o diferencial entre o câmbio oficial e a cotação do paralelo, a operação de conversão tenderia a ficar inviável, a menos que o deságio externo também viesse a crescer.²

Quando o Banco Central recebe documentos de quitação da dívida externa relacionado à conversão informal, sabe ele, portanto, que o resgate envolveu transações supostamente ilegais, além de estimular outras práticas marginais, voltadas para a produção de dólares, atraídos pelos ganhos no mercado paralelo. E, além de tudo, não se geram investimentos no País, mas uma mera remessa de dólares para quitação da dívida externa, sem que se aufera internamente qualquer vantagem do deságio externo, a não ser o desconto obtido pelo devedor primitivo.

Visando controlar o processo de conversões informais, que já alcançaram US\$ 2,0 bilhões, o Governo decidiu, em setembro de 1988, impedir que as empresas estatais realizassem conversões informais, com as quais vinha conseguindo resgatar parcelas de dívida com bancos estrangeiros com deságios. Mas continuou permitindo as conversões da espécie a outros devedores, após ter obrigado, numa providência inócua, que os recursos em cruzados relativos à amortização da dívida fossem depositados inicialmente em conta de depósito de não residente.

As distorções ligadas às conversões informais chegaram a tal ponto que uma empresa estrangeira controladora de um quadro de futebol em país europeu pagou a um clube brasileiro o passe de um jogador transferido para o Exterior como recursos, em cruzados, fornecidos por um devedor local de bancos estrangeiros; baixando a dívida externa no Banco Cen-

² Uma parcela de US\$ 100,0 milhões resgatada no Exterior, com deságio de 50,0%, exigiria a aquisição, no Brasil, de US\$ 50,0 milhões no mercado paralelo, com sobrepreço de 60,0% — o que corresponderia a um custo, em moeda nacional, equivalente a US\$ 80,0 milhões pela cotação oficial; concedendo um desconto de 15,0% ao devedor final, o intermediário receberia o equivalente a 85,0% (em moeda nacional), ficando com uma "sobra" de 5,0% em moeda local, ou pouco mais de US\$ 3,0 milhões na hipótese de remessa ao Exterior pelo paralelo.

tral com a prévia quitação do empréstimo junto ao banco credor, com deságio de 40,0%. Assim, o Brasil fez uma "exportação", não viu os dólares que foram desviados para resgate do principal da dívida externa.

Conversão em exportações

Desde antes de o Banco Central regulamentar a conversão da dívida em investimentos, surgiram propostas de diferentes áreas defendendo a permissão para conversão da dívida em exportações. Mecanismo que consistiria em que se permitisse a um intermediário (ou a um importador estrangeiro) adquirir, no Exterior, um título da dívida externa do Brasil e, com ele, fazer o pagamento de exportações brasileiras; ou seja, quitasse a dívida com exportações de mercadorias.

Se a conversão da dívida em exportações aparenta ser um bom negócio para o País, já que garantiria as vendas, em verdade a operação pode ser altamente danosa. Como os títulos são adquiridos no Exterior com elevado deságio, o intermediário estaria pagando, em realidade, apenas 40,0% do preço normal do produto, o que lhe garantiria, além de uma larga comissão, e mesmo de um deságio em favor do devedor final da parcela convertida, ainda, a colocação do produto com um amplo desconto, tornando a oferta altamente competitiva.

Se fosse aberta a permissão para conversão da dívida em exportações, sem restrições, está claro que o País não mais veria dólares em troca de suas vendas externas, pois todas as exportações tomariam essa feição, e todas as receitas estariam sendo destinadas diretamente à liquidação da dívida externa. Com o que o País entraria em colapso, pela incapacidade de pagar as importações, e ficaria em situação de insolvência perante seus credores pela falta de dólares para pagamento dos juros da dívida. Além do que, se garantida a procura de produtos brasileiros a partir de preços arrasadores, na medida em que o processo se exaurisse, o País possivelmente não mais teria condições competitivas e poderia ter ingressado, sem perceber, em defasagem tecnológica de difícil e penosa recuperação.

Uma segunda hipótese seria a permissão de conversões de forma restrita — apenas para certos bens e certos mercados. Mas isso também seria inviável, dados os riscos de triangulação, com os produtos desviados para outros mercados, em prejuízo das vendas tradicionais. Donde restaria a opção de apenas permitir a conversão para produtos que, com grande oferta interna, se caracterizem pela gravosidade (preços não competitivos), para os quais ou o Governo dá subsídios, ou o País não exporta. Mas, ainda nesse caso, seria problemática a conversão, já que o uso, ainda que parcial, dos deságios, para tornar os produtos competitivos, desestimularia qualquer esforço interno para melhoria da eficiência produtiva. O que pode significar resultados indesejáveis no médio e longo prazos, em troca de ganhos aleatórios de curto prazo.

A conversão da dívida externa em exportações não constitui, portanto, uma hipótese que possa ser considerada favorável ao País. Embora em circunstâncias excepcionais — como a eventual desova de excedentes agrícolas gravosos —, a operação possa vir a ser vantajosa para as fi-

nanças públicas, ao fazer com que o ágio venha a substituir subsídios que teriam de ser concedidos para viabilizar as exportações.

Conclusões

Qualquer operação de conversão de dívida externa significa amortização de empréstimos internacionais e, portanto, redução do endividamento.

Ainda que a hipótese de redução da dívida possa parecer favorável, em verdade cada operação significa que o País deixou de receber dólares, recebendo em troca apenas um papel de quitação de empréstimos pendentes. O que pode ser altamente comprometedor para o País e desfavorável mesmo para os bancos credores, pois na medida em que todo o esforço para a obtenção de elevados saldos comerciais não resulte em receitas de divisas, e nem os investimentos novos carreguem dólares, o País não teria condições de manter em dia o pagamento dos juros da dívida. O que significaria insolvência e novas dificuldades com instituições financeiras internacionais, governos estrangeiros e bancos credores.

A única hipótese em que uma conversão da dívida em investimentos poderia ser de interesse do País seria quando, na ausência da conversão, não se realizasse a inversão. Como pode ser o caso de transformação de empréstimos externos em participação acionária em empresas governamentais, em termos minoritários, e na eventualidade de que a carência de recursos domésticos para substituir os empréstimos externos constitua restrição à expansão de itens essenciais de infra-estrutura econômica.

De modo geral, a conversão da dívida não interessa ao País. Não pelos reflexos monetários que tanto se discute. Mas sim porque, com um saldo comercial em torno de US\$ 12,0 bilhões — que, em condições normais, o Brasil pode realizar paralelamente a uma política de recuperação dos salários reais — e com um ingresso anual de US\$ 3,0 bilhões de novos investimentos em uma economia em crescimento, o País poderia manter a regularidade nas suas relações financeiras com o Exterior. Abertas as conversões, tende a se verificar a virtual interrupção no ingresso de dólares para novas inversões, enquanto se reduzem as reinversões de lucros em favor de remessas dos ganhos para o Exterior — como vem ocorrendo com o balanço de pagamentos do Brasil —, inviabilizando o equilíbrio em contas correntes, ou levando a políticas de rendas altamente restritivas, a fim de reduzir consumo e investimentos na busca de megasuperávits comerciais, numa estratégia que nega a possibilidade de retomada do crescimento da economia.