

**Leia o texto e aguarde as questões que serão apresentadas pelo professor**

# **SOFRIMENTO MANEJÁVEL**

# **O insustentável peso da dívida**

**Instabilidade do mercado exige que o Brasil escolha entre reestruturar sua dívida externa ou enfrentar uma grave crise. Por Michael Pettis**

O Brasil está sendo forçado a uma crise. Seu endividamento internacional, que já impõe encargos de serviço da dívida excessivamente altos ao país, está impedindo o crescimento que o Brasil precisa para continuar fazendo seus pagamentos. O pior é que a dívida está estruturada de uma maneira tão instável que cada pequena má notícia provoca aumento imediato ainda maior do seu custo - fazendo elevar as taxas de juros ou aumentando o custo da dívida indexada em dólar. O aumento resultante do custo do serviço da dívida soma-se ao impacto das más notícias. É esse aspecto de auto-alimentação da estrutura da dívida do Brasil que deixa o país tão vulnerável e acabará o forçando à crise. Ninguém poderá dizer se a turbulência atual do mercado é que vai provocar o desastre, ou se haverá um novo período de relativa calma antes de outro choque causar nova turbulência. O que está claro, porém, é que investidores brasileiros e estrangeiros são cada vez menos capazes de suportar a volatilidade e à medida que se retirarem vai demorar mais do que nunca trazê-los de volta.

Esse processo parece não ter fim porque cada crise aumenta permanentemente a fragilidade do sistema. Essa é uma questão importante que os argentinos, em condições similares, não conseguiram compreender. A cada nova rodada de turbulência do mercado, analistas otimistas de Wall Street argumentarão que o problema é de curto prazo e será finalmente resolvido. Quando for, sustentam, o impacto sobre a dívida será eliminado e as coisas voltarão ao normal.

Mas é improvável que isso ocorra. Um das poucas certezas em economia é que haverá mais choques negativos. À medida que choques antigos são resolvidos, novos surgirão, e como no Brasil cada choque aumenta a fragilidade financeira, elevando a dívida e reduzindo o apetite do investidor, o Brasil vai cambalear de choque em choque até ser forçado a um ajuste de contas final.

Enquanto marcha inexoravelmente para a crise financeira, o Brasil precisa fazer mais do que simplesmente reagir aos acontecimentos. Ele precisa preparar o palco para uma recuperação econômica o mais breve possível, e, para isso, os dirigentes do país precisam ter um plano que enfrente o problema da dívida no contexto das condições financeiras mundiais.

Essas condições mudaram dramaticamente nos últimos anos e é importante reconhecer que a mudança ocorreu de maneira permanente. A década de 90 foi um período de liquidez global historicamente alta em que investidores do mundo todo estavam dispostos a assumir riscos consideráveis para obter altos retornos.

Sua disposição de assumir riscos os levou a mercados tão diversos como o novo e não testado setor de tecnologia, a títulos de alto risco ("junk") americanos e europeus, a derivativos complexos e a países em desenvolvimento. O processo que chamamos de "globalização" é nada mais do que um período em que altos níveis de liquidez provocam fluxos de capital correndo o mundo atrás de novas oportunidades de investimento e, no processo, criando novos mercados e tecnologias.

Já houve muitos períodos assim na história financeira. Vale notar, porém, que cada um desses períodos foi seguido de uma reversão da liquidez global e um colapso do mercado. Está claro, agora, que estamos vivendo uma reversão dessas, assim como está claro que a América Latina está entrando em outro período de calotes da dívida soberana e crescimento moroso.

Se a história serve de guia, a duração e severidade desse período será função, em parte, da velocidade com que a liquidez e o apetite ao risco voltarão ao sistema financeiro mundial. Até que isso ocorra, a América Latina sofrerá com decréscimo de investimento, crescimento fraco e grandes superávits comerciais causados pelo colapso da demanda doméstica, como nos anos 80.

Mas as coisas não param aí. No passado, quando a liquidez global e o apetite por risco finalmente voltaram, o capital não afluiu necessariamente para todos os mercados emergentes, reativando o processo de investimento. Outro fator importante determinou a rapidez com que países em desenvolvimento foram capazes de revigorar o investimento estrangeiro e doméstico. Foi a quantidade de dívida pendente que os países tinham.

Para compreender isso, é interessante reconsiderar a crise dos anos 80 que ocorreu quando o presidente do Federal Reserve (FED, o banco central americano), Paul Volcker, arquitetou uma contenção monetária nos EUA para combater a aceleração da inflação dos anos 70. O aumento resultante das taxas de juros reais e a redução da liquidez causaram recessão econômica num país em desenvolvimento depois de outro e países com dívidas excessivas, ou mal estruturadas, se viram incapazes seja de honrar ou de refinanciar as parcelas vencidas.

O resultado foi uma série de calotes ou reestruturações forçadas que levaram à década perdida dos anos 80, um período que viu a contração de economias e deslocamentos sociais entre muitos países da América Latina, Europa Oriental e Ásia. O que muitas pessoas esquecem, porém, é que a contração da liquidez terminou logo depois que crise da dívida começou, em 1982. Em 1985, a liquidez havia voltado aos EUA e aos mercados globais e, com ela, o apetite por risco entre investidores voltava a crescer.

Esse aumento do apetite por risco naquele período alimentou o forte desempenho dos mercados de ações americano e japonês e o crescimento meteórico do mercado de bônus de alto rendimento nos EUA e, mesmo em meio à crise da dívida, esse capital faminto não ignorou países em desenvolvimento. Dinheiro dos EUA e do Japão verteu para o exterior durante meados dos anos 80, mas os investidores nitidamente discriminaram entre dois tipos diferentes de países em desenvolvimento. Países como Coréia do Sul, Tailândia, Malásia e Indonésia, que tinham encargos de dívida muito baixos ou desprezíveis, receberam a maior parte do investimento novo em países em desenvolvimento. Países como Filipinas, México, Argentina, Polônia e Brasil, com encargos de dívida muito altos, não só não receberam nenhum dinheiro novo como continuaram sofrendo fuga de seus capitais.

Isso não deveria surpreender. Altos níveis de dívida distorcem os incentivos para novos investimentos. Quando alguém entra num investimento lucrativo, os benefícios de sua aplicação são sempre compartilhados com todos os antigos credores da companhia. Para companhias com boa situação de crédito, os benefícios que antigos credores recebem são muito pequenos e, por isso, a maior parte do aumento do valor da companhia irá para o investidor.

Mas para companhias que têm níveis de endividamento excessivamente altos, os benefícios do investimento são compartilhados mais equitativamente. Os antigos credores vêem o valor de sua dívida aumentar à medida que o preço da companhia sobe. Como o valor que é criado deve ser igual ao que é distribuído, se os antigos credores obtêm uma parte maior do benefício do novo investimento, o novo aplicador deverá ficar com uma parte menor. Esse pode parecer um ponto extremamente técnico e difícil, mas é muito importante e merece ser compreendido.

Na prática, isso significa que os investidores provavelmente não aplicarão em companhias e países altamente endividados. Um investidor que se deparava com oportunidades igualmente boas na Tailândia e no Brasil nos anos 80, por exemplo, provavelmente receberia uma parte maior dos benefícios de seu investimento tailandês do que do brasileiro. Com pouca dívida externa sendo negociada com rendimentos muito baixos, qualquer melhora nas perspectivas de crédito da Tailândia produzia um impacto desprezível no valor da dívida. Mais importante: o investidor não precisava se preocupar com o efeito de encargos de dívida pública excessivos sobre a sua capacidade de reter ou expatriar lucros.

Por outro lado, se o investidor aplicasse no Brasil, uma parte do valor que ele criou teria ido para banqueiros externos, particularmente se seu investimento aumentasse os ganhos em moeda estrangeira. Isso teria deixado um retorno menor ou mesmo negativo para o investidor.

Obviamente, a necessidade de desistir de uma parte considerável dos benefícios do investimento brasileiro tornou muito menos interessante investir no Brasil que na Tailândia. É fácil demonstrar que, nessas condições, só investimentos com retorno exorbitante poderiam tentar investidores e é previsível que países altamente endividados cresceriam muito mais lentamente do que países igualmente pobres, mas menos endividados.

Foi exatamente isso que aconteceu. Durante os anos 80, investidores evitaram a maioria das oportunidades de investimento em países altamente endividados, como o Brasil, apesar de os ativos nesses países serem extremamente baratos. Não porque os investidores temessem países em desenvolvimento. Ao contrário, eles estavam ávidos para assumir os riscos de investir em outros países menos desenvolvidos, mas não poderiam absorver o impacto do alto endividamento. A consequência foi que, enquanto países em desenvolvimento com encargos de dívida baixos auferiram ganhos fantásticos, nos anos 80, países altamente endividados estagnaram.

Tudo isso tem implicações importantes para as políticas de gerenciamento da dívida brasileira. O Brasil precisa reduzir os encargos de sua dívida o suficiente para ela não funcionar mais como uma limitação ao investimento estrangeiro e doméstico. Só assim o investimento voltará ao país e a economia retomará o crescimento. Isso significa que o Brasil deve buscar maneiras de reduzir permanentemente o custo do serviço da dívida, reestruturando-a.

É difícil não admirar aqueles brasileiros que insistem que a dívida é uma obrigação moral e deve ser paga sejam quais forem as consequências, mas essa estratégia pode ser prejudicial ao Brasil. Nem mesmo é do interesse dos credores se isso levar, como deve ocorrer, a um calote ao estilo do argentino. O melhor tanto para o Brasil como para seus credores é que o país comece a crescer novamente o mais depressa possível, aumentando assim sua capacidade de pagar a dívida, e, enquanto o peso da dívida não for enfrentado diretamente, todas as outras políticas criadas por um governo atual ou futuro serão ineficazes.

Como um calote puro e simples seria extremamente danoso para o Brasil a médio, prazo, a melhor maneira de reduzir os encargos da dívida envolve a reestruturação da dívida doméstica para taxas de juros reais muito mais baixas, embora ainda positivas, e reestruturar a dívida externa com algum perdão, no início. Nenhuma dessas coisas é fácil de fazer e não há dúvida de que implicará alto custo para o Brasil - investidores ficarão furiosos, bancos e corporações serão obrigados a reduzir suas atividades, poupadões sofrerão, etc.

Mas o Brasil não poderá evitar o sofrimento. O apetite global por risco está baixo e os investidores estão inquietos demais com o país para considerarem novos investimentos, seja qual for a política que seguir, por isso o Brasil continuará enfrentando evasão de investimentos mesmo que faça os maiores esforços para saldar sua dívida em tempo. O resultado, se não houver ação rápida para reestruturar sua dívida, será estagnação econômica combinada com encargos da dívida crescentes e isso é insustentável.

Nos dois últimos anos, nas páginas deste jornal, eu argumentei repetidas vezes que a estrutura da dívida brasileira tornava inevitável a ocorrência de uma crise durante o ano eleitoral de 2002. Minhas colunas provocaram muitas refutações irritadas, mas acho que agora, mesmo analistas que ainda acreditam que uma crise não é inevitável, concordariam que existe, no entanto, um risco real de ela acontecer. Infelizmente, dada a natureza da dívida e a maneira como os investidores são obrigados a se comportar quando os fatores de risco mudam, quando os investidores acreditarem que existe uma chance material de calote, suas próprias ações defensivas poderão forçá-la a acontecer.

Nesse ponto, a meta deve ser escolher o sofrimento manejável em vez do desastre. A única escolha que se oferece ao Brasil é quando e como interromper os pagamentos - se deve reestruturar a dívida antes, com inteligência e um olhar claro na solução do problema ou ser obrigado ao calote quando tudo mais falhou e o país estiver com recursos muito menores.

Os próximos meses serão muito difíceis, aconteça o que acontecer, mas o quanto difíceis serão os próximos anos vai depender crucialmente de como o Brasil enfrentará seu problema da dívida. Se ele não for resolvido, nenhum conservadorismo fiscal ou intimidação do FMI ajudará o país a crescer. (**Tradução de Celso Pacionuk**)

**Michael Pettis** é professor da Graduate School of Business da Universidade de Columbia e autor de "The Volatility Machine: Emerging Economies and the Threat of Financial Collapse" (Oxford University Press, 2001).

Fonte: Jornal *Valor Econômico*, 13, 14 e 15 de Setembro de 2002.