

# Mecanismo pode aliviar dívida externa

Cristiano Romero  
De Washington

Desde 1982, ano em que ocorreu a primeira grande crise no pagamento da dívida externa dos países do Terceiro Mundo, o Brasil já sofreu inúmeras crises cambiais. Nesse período, bateu às portas do Fundo Monetário Internacional (FMI), em busca de auxílio financeiro para honrar seus compromissos externos, em média uma vez a cada três anos.

Na avaliação do economista Ricardo Hausmann, da Escola de Governo John F. Kennedy, da Universidade de Harvard, o problema é sistêmico. Segundo ele, o fato de o país estar constantemente à beira do colapso tem pouca relação com a qualidade das políticas econômicas adotadas e de suas instituições.

Hausmann, que foi economista-chefe do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), diz, nesta entrevista exclusiva ao **Valor**, que o Brasil é vítima de um mesmo círculo vicioso. "Um paralisação súbita nos fluxos de capitais requer um rápido ajuste na conta-corrente, uma depreciação da moeda, o que torna a dívida muito mais cara e impossível de pagar. Foi isso o que aconteceu em 1982 e é o que está acontecendo agora", explica.

Para resolver o problema, sustenta Hausmann, é preciso separar os riscos cambial e creditício de países como o Brasil e transferir parte disso ao mercado mundial. Recentemente, o economista se juntou a dois colegas de peso — Barry Eichengreen, da Universidade da Califórnia, e Ugo Panizza, do BID — para elaborar uma proposta engenhosa, destinada a eliminar o "descasamento cambial" nas dívidas externas das economias emergentes.

Inspirados em práticas já existentes no mercado, os três economistas propõem que instituições como o Banco Mundial (Bird) e os países do G-7 passem a emitir dívida em moedas que não as suas. Por demanda do mercado, o BID já faz isso, por exemplo, ao emitir papéis denominados em dólar neozelandês.

A proposta seria uma alternativa ao SDRM, mecanismo que o FMI vem estudando para permitir que países insolventes entrem em concordata para renegociar suas dívidas. Esta solução, segundo Hausmann, enfrenta o sintoma e não a causa das crises. "Em que o SDRM resolvia o problema do Brasil hoje se estivesse em vigor?", questiona Hausmann. A seguir, os principais trechos da entrevista.

**Valor:** Desde 1982, países endividados como Brasil, Argentina e México entram periodicamente em crise. Por que isso acontece?

**Ricardo Hausmann:** O problema é que a denominação das dívidas é em divisas. Este é um problema sistêmico. A dívida externa da grande maioria dos países é em moeda estrangeira. Noventa e oito por cento da dívida internacionalmente transacionada do mundo está denominada em sete moedas.

**Valor:** A dívida em dólar americano representa quanto do total?

**Ricardo Hausmann:** A metade. Todos os demais países têm a sua dívida externa em outras moedas. Isso, que parece um detalhe, tem consequências muito importantes porque, se um país tem uma dívida externa líquida, como têm o Brasil e quase todos os países em desenvolvimento, ele possui um descasamento cambial ao nível dos balanços de todos os países. Isso funciona de um jeito que, quando se move o tipo de câmbio, o país como um todo fica mais rico ou mais pobre.

Isso complica enormemente o gerenciamento da macroeconomia e aumenta os riscos de crise. Dificulta o gerenciamento porque normalmente, quando um país está mal (não está crescendo), o Banco Central baixa as taxas de juros, o câmbio se deprecia, a redução dos juros ajuda a economia, a depreciação cambial também ajuda a economia



Ricardo Hausmann, professor da Escola de Governo John F. Kennedy, de Harvard, elaborou com dois colegas proposta para "crise sistêmica" da dívida

porque torna as exportações mais competitivas. Em tese, os países sairiam da crise. Um exemplo: a Austrália, durante a crise asiática. Naquela crise, não aconteceu nada à Austrália.

**Valor:** Por quê?

**Ricardo Hausmann:** Porque a sua dívida é denominada em moeda local. O que acontece é que, nos países que têm esse problema [dívida em dólar], não se trata de um problema quando se baixam as taxas de juros e a moeda se deprecia. Para depreciar a moeda, o serviço da dívida [os juros] se torna mais difícil. Então, a população se torna mais pobre, tem que gastar menos. Portanto, uma política que seria expansiva já não é mais. Com a depreciação, geram-se problemas financeiros nos balanços das empresas e do próprio governo. Para evitar, então, que a moeda se deprecie, os governos aumentam as taxas de juros. A política monetária, em vez de ser anticíclica, é pró-cíclica. Nesse sentido, não ajuda a estabilidade econômica. Ademais, isso gera a possibilidade de crises

plica a diferença não é isso.

**Valor:** O que explica, então?

**Ricardo Hausmann:** O problema é que os mercados requerem liquidez. É muito difícil gerar liquidez em tantas moedas distintas porque há vantagens em transacionar em uma moeda, na qual todo mundo está transacionando.

**Valor:** O que os senhores sugerem para enfrentar o problema?

**Ricardo Hausmann:** Aprendemos com casos exóticos. Descobrimos que algumas moedas "exóticas" são transacionadas internacionalmente.

**Valor:** Quais?

**Ricardo Hausmann:** A peseta espanhola, o escudo português, o dólar neozelandês, o dólar australiano, o zloty polonês e a coroa tcheca. Procuramos saber quem emite papéis lastreados nessas moedas e descobrimos que não são residentes desses países. São estrangeiros que não têm atividade nesses países. Em média, 50% das emissões são feitas por instituições multilaterais (BID, Banco Mundial etc.).

**Valor:** Por que elas fazem isso?

**Ricardo Hausmann:** Encontramos uma explicação: o mercado, se compra um título em reais do Brasil, esse papel tem risco creditício Brasil e risco cambial Brasil. Ora, tipicamente no Brasil, o que é ruim para o câmbio é ruim para o risco creditício. Há uma correlação positiva entre essas duas coisas. Isso faz com que os instrumentos que têm ambos os riscos sejam ineficientes. Então, o que o mercado gosta de fazer é separar os dois tipos de risco: ter um instrumento em que está o risco cambial puro e outro em que está o risco creditício puro. Vejamos o caso da Nova Zelândia. Este é um país que não é membro do BID. Ao banco, não interessa a Nova Zelândia. Mas, o BID emite títulos em dólares neozelandeses.

**Valor:** Por quê?

**Ricardo Hausmann:** Porque os bancos de investimento privados explicam que a forma mais barata de se endividar em dólar é fazer isso em dólares neozelandeses e fazer um "swap". O banco diz: 'eu te garanto a emissão em dólares neozelandeses, te dou o 'swap' e o custo líquido para você se endividar em dólares é mais baixo do que se você tiver uma dívida denominada diretamente em dólar'.

**Valor:** Como assim?

**Ricardo Hausmann:** Porque muitas empresas neozelandesas que têm suas dívidas em dólar não querem isso, preferem tê-las em moeda local, então, elas querem fazer o "swap" [trocá para moeda local]. Se você for ao Deutsche Bank e disser que quer fazer um "swap", o Deutsche vai

dizer que precisa de alguém que emita em dólares neozelandeses para fazer esse "swap". Daí vem a demanda por papéis denominados em moedas locais.

O BID não faz isso porque é algo bom. Faz porque o mercado pede, e o mercado pede porque é melhor para essas moedas "exóticas" separar o que é um "bond" do BID em dólares neozelandeses — que tem risco zero da Nova Zelândia — de um risco cambial Nova Zelândia, que não tem risco creditício Nova Zelândia. Como os neozelandeses emitem um título, em que se apura o risco Nova Zelândia, em dólares americanos, não há risco cambial Nova Zelândia.

**Valor:** Este é um exemplo de separação entre o risco cambial e o risco creditício?

**Ricardo Hausmann:** Exato. Esta já é uma realidade de mercado para todas essas moedas "exóticas". Isso nos inspirou a desenvolver algumas idéias. Tanto na Polônia quanto na República Tcheca, como na Nova Zelândia, os volumes transacionados que eliminam essencialmente o descasamento cambial já são suficientes para compensar toda a dívida que eles emitiram em dólar. Não são volumes grandes diante do portfólio mundial, mas são suficientemente grandes para eliminar o descasamento cambial.

**Valor:** Isso poderia funcionar para o Brasil?

**Ricardo Hausmann:** O Brasil é um caso um pouco incomum. Grande parte da dívida externa é em dólar e privada. A dívida interna é pública. O setor privado tem uma dívida externa que precisa de "hedge" [proteção, garantia]. E quem oferece "hedge" no Brasil?

**Valor:** O governo.

**Ricardo Hausmann:** Então, esse não é um problema privado. É um problema público. O risco cambial fica com o governo. A proposta que estamos fazendo permite transferir o risco ao resto do mundo, não deixá-lo no Brasil.

**Valor:** Como?

**Ricardo Hausmann:** Isso exigiria que o Brasil fosse mais estável. O primeiro passo seria criar uma unidade de conta, composta de 20 a 25 moedas de países emergentes, bem diversificados — os asiáticos, os do Leste Europeu e os da América Latina. Os países seriam ponderados de alguma forma, pelo tamanho da economia, medido pelo PPP [sigla em inglês para paridade do poder de compra].

Mostramos que essa unidade já é muito estável. É mais estável que a relação dólar-iene ou que a relação dólar-euro. As moedas que iriam compor a cesta seriam indexadas à inflação de cada

país. Fazemos isso para eliminar o incentivo que os países teriam para se endividar em sua própria moeda e, depois, inflacioná-la.

**Valor:** Como funcionaria essa unidade de conta?

**Ricardo Hausmann:** A unidade de conta teria três características. A primeira é que ela tem uma tendência, de longo prazo, de apreciação. Tende a se fortalecer com o tempo. Há razões de fundo para se acreditar nisso.

**Valor:** Quais são?

**Ricardo Hausmann:** Primeiro, porque você vai estar se compensando pela inflação dos países emergentes, não pela inflação dos Estados Unidos. Então, num certo sentido, você recebe a inflação dos EUA como retorno sobre esse índice. A segunda é o efeito Balassa-Summerson, que diz que, quando um país pobre cresce como os países ricos, seu tipo de câmbio real se aprecia. Como isso [a unidade de conta] é essencialmente o câmbio real dos países emergentes, ela tenderá a se apreciar ao longo do tempo.

Ela tende a uma apreciação en-

**No Brasil, o risco cambial fica com o governo. Nossa proposta é que o risco seja transferido para o resto do mundo"**

BLOOMBERG

**Valor:** A criação da unidade de conta é o primeiro passo. Quais seriam os outros?

**Ricardo Hausmann:** O segundo é que nós necessitamos de alguém, que não seja um residente desses 25 países, que emita dívida denominada nesse índice para que o índice tenha risco cambial puro, mas não tenha risco soberano, risco creditício desses países.

**Valor:** Quem, por exemplo?

**Ricardo Hausmann:** O Banco Mundial, o BID, os bancos de desenvolvimento, que são os que já emitem, por exemplo, em dólares neozelandeses. Eles já estão fazendo isso. Que eles, portanto, organizem isso, que assegurem volume suficiente para que haja um mercado líquido desse bônus. O banco emite nessa moeda, nessa unidade de conta, e esta vai flutuar, então, tem um risco.

**Valor:** Qual vai ser o "hedge" do Banco Mundial contra esse risco?

**Ricardo Hausmann:** O Bird já empresta, em dólares, a esses 25 países. O que teria que fazer seria converter esses empréstimos para a moeda local de cada um deles. Não é que o Brasil vá se endividar na moeda desse índice. O Brasil vai se endividar em reais porque o real está no índice. O Bird terá agora a capacidade de emprestar, no longo prazo, em reais. Pode, assim, financiar a construção de estradas, de usinas elétricas, sem risco cambial. Então, isso faz sentido para o Banco Mundial, a partir de um ponto de vista puramente microeconômico. O segundo passo, portanto, é que o Bird, o BID, emitem títulos nessa unidade, que também supervisionem essa unidade, que precisa ser bem calculada.

**Valor:** Qual é o terceiro aspecto?

**Ricardo Hausmann:** O Banco Mundial vai emitir 20, 30, 40 bilhões de dólares, muito para o banco, mas não necessariamente para os países porque o Bird é pequeno perto dos países. Necessitamos, portanto, de mais emissão. Creio que os países do G-7 deveriam emitir uma parte de sua dívida pública nessa unidade. Esses países, claro, não têm por que ter risco cambial nessa unidade. Então, a saída é fazer "swaps", como faz a Nova Zelândia com o BID. Teriam que ser feitos 25 "swaps", com cada um dos países.

Nesse "swap", o Brasil, que tem risco cambial em dólar e quer convertê-lo em reais, troca com os EUA, que têm risco cambial em reais e quer convertê-lo em dólares. Tal como no caso BID-Nova Zelândia, ao BID não custa nada. Aos EUA, não teria também por que custar algo. O custo quem termina pagando é a Nova Zelândia, que o faz voluntariamente. Se há um custo de "hedge", quem o pagaria seria o Brasil, sendo assim, aos EUA não custaria nada.

Agora, teremos títulos com triplas A [a melhor classificação de risco], do governo americano, mas nessa nova unidade de conta. Com isso, se conseguirmos emitir 3% ou 4% do portfólio de "bonds" do mundo nessa unidade, vamos praticamente acabar com o descasamento cambial sistêmico do mundo.

**Valor:** Qual foi a recepção do BID e do Bird a essa proposta?

**Ricardo Hausmann:** Para que isso avance, é preciso haver pressão política, porque basicamente estaremos usando certos recursos institucionais e há muitas agendas. Há muitas pressões institucionais. Esse problema é um pecado original, um problema sistêmico importante, então, as instituições multilaterais, em vez de serem parte do solução hoje, são parte do problema.

Falta pressão dos países interessados. Nos EUA, tratar-se-ia de um interesse muito exótico, sistêmico, distante, isso não é parte do interesse nacional direto deles. Para avançar, isso tem que partir de países como o Brasil. Há pessoas no FMI estudando idéias parecidas. Estou tentando influenciar o debate, mas são idéias que exigem um amplo período de maturação.