

Aval, sugestão de Bresser

O ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira, propôs ontem em seu discurso em Viena que os governos dos grandes países industrializados dêem um aval para garantir o pagamento da dívida externa. A proposta foi uma resposta aos banqueiros credores, que reagiram ao plano de renegociação da dívida brasileira anunciado por Bresser na última quarta-feira com uma pergunta: Quem garante que o Brasil paga os novos títulos (com deságio) que pretende emitir?

Em agosto de 1982, o México suspendeu os pagamentos da sua dívida externa. Em agosto de 1987 sete países latino-americanos haviam deixado de pagar juros aos bancos privados. Cinco anos após a eclosão da crise da dívida o problema ainda não está resolvido. Ao contrário, há sinais de que se está agravando.

2. A relação dívida/exportações nos dez maiores países devedores passou de 264, em 1982, para 385, em 1987, ou seja, aumentou quase 50% (cinquenta por cento). Se o Brasil e o Peru forem excluídos desse grupo de países, a taxa de crescimento limitou-se a 1,5%. De modo geral, os países devedores não conseguiram retomar um crescimento sustentável; apenas alternaram anos de crescimento com anos de recessão. Como resultado desse quadro desanimador, a renda per capita da América Latina não recuperou ainda o nível de 1980. Apesar da adoção de programas de ajustamento penosos, os países devedores não lograram voltar ao mercado financeiro, resultado que havia sido definido como objetivo final da estratégia da dívida.

3. Os países credores não estão em melhor posição hoje, tampouco, no que diz respeito à questão da dívida. Não puderam, nem parece que poderão, num futuro próximo, retomar o nível de exportação para os países devedores que haviam alcançado na década de 80. Além disso, um número crescente de países em desenvolvimento foi forçado a suspender os pagamentos também para os credores oficiais. As agências de crédito a exportação, por sua vez, suspenderam coberturas para alguns países endividados, assim comprometendo a perspectiva de expansão das exportações para o mundo em desenvolvimento.

4. É verdade que de 1982 a 1987 os bancos credores aumentaram seu capital, elevaram suas reservas e começaram a reduzir suas carteiras de empréstimos ao Terceiro Mundo. Mas as chances de pagamento da dívida não parecem melhores hoje do que eram em 1982; ao contrário, o mercado emite sinais — como desconto no mercado secundário, o aumento nas reservas dos bancos, a depreciação das ações dos bancos — indicando claramente que parte da dívida não poderá ser paga. Vale notar que o aumento nas reservas, assim como a queda no valor das ações, são proporcionais ao deságio da dívida, estimado em cerca de 50% do seu valor nominal.

5. Existem efetivamente obstáculos sérios, tanto internos quanto externos, para o pleno serviço da dívida. A experiência dos últimos anos mostrou o quanto foi difícil para as economias latino-americanas gerar os saldos comerciais necessários para pagar a conta de juros quer pelas restrições de divisas quer pelas restrições da poupança agregada. O esforço em expandir os saldos comerciais mediante desvalorizações da moeda cada vez maiores levou a uma situação em que um país exporta cada vez mais para receber a mesma receita. O pagamento integral dos juros tem mostrado ser incompatível com o crescimento perene, com o controle das finanças públicas e com a estabilidade de preços. Vejamos esses três pontos:

a) a transferência de recursos reais — medidos pelos superávits de comércio de serviço não-fatores — necessária para o pagamento da conta de juros deprime a capacidade de investimento. De 1983 a 1985, a média de aumento das transferências de recursos reais da América Latina (5,3%) do PIB correspondeu mais ou menos à média da redução em investimentos (5,8%). Isto quer dizer que os países da região estão adiando investimentos essenciais a fim de servir a dívida externa.

b) em muitos países latino-americanos a dívida externa é basicamente uma dívida de governo (70% no caso do Brasil). Nesses casos, o pagamento de juros exige uma transferência interna de recursos do setor privado para o público, para permitir que o governo adquira do setor exportador as divisas necessárias a fim de servir a dívida. Esta transferência normalmente toma a forma de empréstimos adicionais no mercado, aumentando, portanto, o déficit público. No Brasil, os juros pagos sobre o déficit público correspondem a 2,3% do PIB, dos quais 2,6% correspondem à dívida externa. Um déficit público maior afeta os investimentos públicos, enquanto taxas de juros mais altas desencorajam investimentos privados.

c) a tentativa de expandir superávits comerciais por meio de repetidas desvalorizações cambiais reais tem ocasionado competição predatória entre países endividados, além de deteriorar as relações de troca. As desvalorizações cambiais reais têm ainda duas vantagens adicionais: aumentam o déficit público, já que uma quantidade maior de moeda local é necessária para pagar a mesma quantia de juros; e têm um impacto perverso sobre a estabilidade dos preços.

6) Existem também empecilhos externos para o serviço da dívida. De um lado as taxas de juros ainda estão excessivamente altas em termos reais, e recentemente elevaram-se ainda um pouco mais. Não existem indicações de uma tendência declinante para os juros num futuro próximo. De outro lado, as projeções para o crescimento dos países da OCDE foram mais uma vez revistas para baixo e os índices deverão permanecer inferiores a 2,5% nos próximos anos. O "Financial Markets", uma publicação do "Morgan Guaranty" observa que "se não há perspectiva de uma forte expansão das exportações, os devedores podem, em princípio, conter os indicadores da dívida, mediante uma compressão das importações, de modo a gerar saldos comerciais suficientes para efetuar as transferências líquidas de recursos financeiros a seus credores." Em outras palavras, nas circunstâncias atuais, o serviço da dívida significará, mais uma vez, recessão.

7. A estratégia do "muddling through", do adiamento do problema, malogrou claramente. Existe hoje um consenso que é necessário definir novos mecanismos e procedimentos para resolver o problema da dívida. Os países endividados foram os primeiros a apontar as deficiências da estratégia adotada a partir de 1982 e a sugerir alternativas. O

O plano de Bresser é renegociar metade da dívida para com os bancos (US\$ 35 bilhões) em moldes não tradicionais. O Brasil emitiria títulos com um valor reduzido em 30% e se comprometeria a pagar juros fixos durante 25 a 35 anos. Em seu discurso, Bresser disse que essa é uma "solução de mercado", porque as dívidas dos países do Terceiro Mundo "não valem mais 100% de seu valor nominal", mas sim 50%.

O pronunciamento do ministro, na íntegra, é o seguinte:

Congresso norte-americano desempenhou um papel inovador. O Senador Bradley ressaltou as limitações de um modelo que consiste em acrescentar dívida nova à velha mediante empréstimos novos (na verdade não há dinheiro novo, na medida em que os Bancos só fornecem recursos para serem reembolsados). O Senador Sarbanes, os Deputados Lafalce, Levin, Morrison sugeriram a criação de uma agência para a administração da dívida. O Deputado Schumer propôs regulamentos mais flexíveis para o reescalonamento da dívida. O Secretário Baker acentuou a necessidade de inovação no âmbito de "menu approach". A comunidade acadêmica explorou e desenvolveu mecanismos novos para equacionar as necessidades financeiras dos países endividados.

8. Várias dessas propostas são efetivamente interessantes e devem ser cuidadosamente examinadas. Mas, antes de tudo, devemos ouvir atentamente o que o mercado está dizendo. A avaliação do mercado é a de que a dívida não vale cem por cento do seu valor nominal. Ela vale 90%, 70%, 50%, 30%, 10%, e até menos. Na verdade o valor de mercado da dívida do Terceiro Mundo tem declinado de modo persistente. Em média, seu valor pode ter baixado para cerca de 50% do valor contratual. Se o valor de mercado da dívida corresponde a 50% do seu valor nominal, a solução de mercado para o problema estaria na securitização da dívida de acordo como seu valor de mercado. Duas modalidades de securitização poderiam ser consideradas: uma, de securitizar a dívida pela metade de seu valor nominal e escalonar os pagamentos ao longo do número de anos razoável, a taxas de juros de mercado; outra, de manter o valor nominal da dívida, mas reestruturá-la a taxas de juros fixas, abaixo do mercado. Se a dívida for reestruturada dessa maneira, em conformidade com a capacidade de pagamento dos países devedores, as repetidas e infundáveis negociações para a obtenção de dinheiro novo ou para reescalonamento de principal não mais serão necessárias.

9. Qual é a segurança dos bancos credores de que os devedores pagarão a dívida assim reestruturada? Os países credores poderão considerar de seu próprio interesse participar da concessão de garantias para a dívida reestruturada. Os países superavitários, particularmente, cuja contribuição para resolver o problema da dívida é esperada, poderão preferir concentrar os seus esforços numa solução duradoura em vez de um alívio temporário. As instituições financeiras multilaterais e uma nova agência para administração da dívida, a ser eventualmente criada, poderiam igualmente associar-se a um esquema de garantia da dívida reestruturada. A verdadeira garantia, entretanto, vem do fato de que o empenho dos devedores em ajustar-se e crescer será, então, viável, uma vez que o peso da dívida e a transferência de recursos serão reduzidos a níveis realistas.

10. Uma solução desse tipo traria vantagens para todos:

a) os países endividados passariam a dispor dos recursos necessários para investir e crescer. Além disso, teriam condições de estimular investimentos tanto internos quanto externos, graças à eliminação do clima de instabilidade gerado por negociações frequentes e ameaças esporádicas de suspensão de pagamentos.

b) A securitização da dívida traria também um efeito estabilizador para os sistemas bancário e evitaria quedas adicionais tanto do valor da dívida quanto das ações dos bancos nas bolsas de valores.

c) Finalmente, os países credores também ganhariam com a perspectiva de poder expandir suas exportações para mercados que já provaram ser dinâmicos no passado. Não existe outra possibilidade para incrementar o comércio dos países em desenvolvimento senão mediante uma solução para o problema da dívida. A expansão do comércio é a ponte para uma integração mais estreita e mais equilibrada dos países em desenvolvimento com a economia mundial.

11. Resta uma pergunta. Se a solução proposta é viável por que não foi adotada antes? A resposta está em que em 1982, quando a crise eclodiu, as condições para uma solução desse tipo ainda não existiam. Hoje, os participantes desse processo convencionaram-se de que a estratégia do **muddling through** não funcionou e que uma parte da dívida não será paga. O mercado indicou que a dívida não vale cem por cento de seu valor nominal. Os Bancos aumentaram o capital, elevaram as reservas, ao mesmo tempo em que o valor de suas ações já se ajustaram ao deságio da dívida. Cabe a nós, agora, seguir os passos indicados pelo mercado. A dívida pode ser reestruturada de acordo com o seu valor no mercado secundário. Isso não afetará o sistema financeiro mas contribuirá para dar-lhe mais estabilidade; isto não prejudicará os os bancos mas os fortalecerá. Este é o caminho para que as economias dos países credores e devedores possam vir a integrar-se de modo mais dinâmico e harmonioso.

12. Propostas radicais sugerem algum tipo de repúdio da dívida externa como a única solução para o problema. Evitei, deliberadamente, mencionar tais propostas, por serem inaceitáveis. Essas sugestões teriam um efeito perturbador no sistema financeiro, ao qual nós mesmos pertencemos. Ainda que o repúdio da dívida não tivesse esse tipo de impacto sobre o sistema, certamente seria prejudicial aos fluxos entre os países industrializados e os em desenvolvimento. A securitização da dívida, ao contrário, é construída sobre a realidade de mercado — o desconto da dívida. Esse desconto permite criar condições para novos mecanismos, como a securitização da dívida descontada, o que poderia efetivamente resolver o problema. Esse mecanismo voltado para o mercado, ao invés de prejudicial e perturbador, auxiliaria na normalização das relações entre credores e devedores e abriria caminho para uma melhor, e desejável, integração dos países em desenvolvimento no mercado mundial.