

Dois séculos de altos lucros...

por Getulio Bittencourt
de Nova York

Os países que tomaram dinheiro emprestado nos mercados financeiros internacionais durante os últimos 192 anos freqüentemente não pagaram as taxas de juro previstas, mas o que pagaram foi superior às taxas de retorno domésticas que os investidores poderiam obter. Esta é uma das conclusões surpreendentes de um estudo de John Purcell e Jeffrey Kaufman para o banco de investimento Salomon Brothers.

Há outras. Mas esta é particularmente significativa porque, revisando a literatura secundária sobre o período, os autores mostram que, entre 1850 e 1970, dez países em desenvolvimento prometeram pagar taxas de 5.59% aos credores, mas de fato pagaram em média 2.47%; as taxas dos bônus domésticos no mesmo período, porém, pagaram ainda menos 2.05%.

Quatro dos dez países na lista pagaram menos que o retorno doméstico ao investidor ao longo desses 120 anos, e dois deles são hoje considerados os melhores créditos da América Latina: México (pagou menos 0.21% em vez dos prometidos 5.83%) e Chile (pagou 1.66% em vez dos prometidos 6.89%). Por contraste, o Brasil foi o quarto melhor pagador na relação, comparando com 2.97% dos 6.19% que prometera.

Outro dado importante do estudo da Salomon mostra que vários créditos soberanos, agora tidos como "riscos de investimento" pelas agências classificadoras Moody's Investor Service e Standard & Poor's, integraram a lista de não pagadores no período (tabela na página 15). São eles a Áustria, a Alemanha, o Japão e a Holanda, entre os que atualmente obtêm a classificação mais elevada de crédito triplo "A".

A lista de Purcell e Kaufman, embora exaustiva, não é completa.

(Continua na página 14)

O mercado futuro dos bônus do Plano Brady do Brasil promete ter um novo impulso com o estudo que lhe foi dedicado por três analistas do Chemical Bank. Ernesto Bergeron, Doug Krehbiel e Roman Borisovich defendem a tese de que o bônus de capitalização parcial do Brasil tende a convergir com o preço do Exit Bond de 1988 porque têm prazos similares.

(Ver página 16)

por Getulio Bittencourt
de Nova York

(Continuação da 1ª página)
Ambos omitem um quinto crédito triplo "A", o dos EUA, onde vários estados (Pensilvânia, Mississipi, Indiana, Arkansas e Michigan) deixaram de pagar suas dívidas no início da década de 1840, seguidos pelo Estado de Maryland e pelo território da Flórida. Essa história está contada num livro de Ron Chernow, "The House of Morgan" (A Casa Morgan), 1990.

Segundo Chernow, um desses estados, o Mississipi, continua devendo até hoje, o que coloca os EUA literalmente no topo da lista dos maus pagadores, com um atraso de mais de 150 anos. Outros países com grau de investimento atualmente que participaram da lista no passado são Portugal e Itália (duplos "A" na Standard & Poor's), Turquia (Baa3 na Moody's) e Grécia (Baa1 na Moody's).

FALHAS

A classificação dos períodos feita pelos dois analistas da Salomon tem também algumas falhas. Em relação ao primeiro período de "default" (não pagamento) pelos países devedores, eles dizem que, "entre 1822 e 1827, bônus foram lançados em Londres em nome de Colômbia, Chile, Peru, Província de Buenos Aires, Brasil, México, Guatemala e Grécia. Todos esses empréstimos estavam em atraso pelo final da década".

A afirmação é incorreta. Na verdade, naquele momento, quase todos estavam. O Brasil não estava. Num levantamento minu-

ANOS ACUMULADOS DE NÃO PAGAMENTOS E PERÍODOS DE RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA, 1800-1992

País	Períodos	Anos	País	Períodos	Anos
EUA (Mississipi)	1	150	Togo	1	13
Equador	4	112	Egito	2	12
Honduras	3	102	Jamaica	1	12
Grécia	3	87	Holanda	1	12
México	5	78	Senegal	1	11
Colômbia	4	72	Espanha	5	11
Nicarágua	5	70	Uganda	1	11
Peru	5	70	Guiana	1	10
Costa Rica	5	69	Japão	1	10
Bulgária	3	67	Madagascar	1	9
Guatemala	4	66	Filipinas	1	9
Alemanha	2	64	Zâmbia	1	9
Venezuela	5	57	Costa do Marfim	1	8
Libéria	4	49	Gana	1	8
Rep. Dominicana	3	48	Marrocos	2	8
Chile	6	47	Moçambique	1	8
El Salvador	3	47	Níger	1	8
Brasil	6	44	Nigéria	1	8
Bolívia	3	42	Tanzânia	1	8
Áustria	4	37	Gabão	2	7
Iugoslávia	3	37	Guiné	1	7
Paraguai	5	36	África do Sul	1	7
Hungria	1	35	Vietnã	1	7
Turquia	6	31	Congo	1	6
Romênia	2	30	Itália	1	6
China	1	28	Malawi	1	5
Polónia	2	27	Angola	1	4
Panamá	2	23	Rússia	4	4
Argentina	3	22	Comarões	1	3
Portugal	3	22	Jordânia	1	3
Uruguai	5	22	Tunísia	1	3
Zaire	2	17	Albânia	1	2
Checoslováquia	2	15	Gâmbia	1	2
Serra Leoa	1	15	Iraque	1	2
Zimbábue	1	15	Irã	1	1
Cuba	3	14	Trinidad & Tobago	1	1
Sudão	1	13	EUA (4 Estados)	s/i	s/i

Fontes: John Purcell e Jeffrey Kaufman, "The Ticks of Sovereign Lending: Lessons from History", Salomon Brothers, Nova York, setembro 1993, para todos os outros países; e Ron Chernow, "The House of Morgan", Atlantic Monthly Press, Nova York, 1990, para os EUA.

cioso de 281 páginas sobre a primeira crise da dívida latino-americana ("The First Latin American Debt Crisis", Yale University Press, New Haven, 1990), o historiador inglês Frank Griffith Dawson reconhece meio a contragosto que o Brasil só entrou tecnicamente em default no final do século XIX.

Uma geração depois do período citado pelos dois

analistas, em 1855, graças à nova prosperidade brasileira gerada com exportações de café e açúcar, Dawson pode mencionar um economista inglês afirmando que "o crédito do Brasil não é inferior ao de ninguém". Seu mais recente bônus com cupom de 5% de juros esteve por algum tempo cotado ao par no mercado secundário de Londres.

Purcell e Kaufman ressaltam no estudo que o risco soberano é provavelmente menor do que o risco de aplicações nos bônus de empresas domésticas dos países exportadores de capital.

Isso apesar do peso das estatísticas: desde 1800, 72 países (73 incluindo os EUA) passaram por 166 períodos de não pagamento da dívida, com duração média de 11,4 anos (maior se incluísse os EUA). Os números nos mercados internos, com alguns ajustes, são comparáveis — e os retornos, menores.

Eles notam, contudo, que as crises de não pagamento resultam geralmente de crises globais e não da falta de vontade de pagar. As crises financeiras internacionais das décadas de 1820, 1870, 1930 e 1980 somam 57% dos períodos e 70% dos anos de não pagamento. Mas no conjunto há apenas dezoito casos, ambíguos ou seguros, de não pagamento por falta de vontade e não de meios (11% do total).

No caso dos seis períodos de atraso do Brasil, os analistas atribuem o primeiro à guerra com Portugal e as Províncias Unidas (1826-1829); o segundo ao colapso dos preços do café (1898-1910); o terceiro ao final do "boom" da borracha e queda nos preços do café (1914-1919); o quarto aos efeitos da depressão com a quebra da Bolsa de Nova York (1931-1943); o quinto a uma crise orçamentária (1961-1964); e o sexto a uma combinação do choque do petróleo e da crise financeira de 1982 mais uma crise orçamentária (1983-1992).