

A dívida externa e a crise financeira

Michael Pettis * e Ricardo Fleury Lacerda **

19 JUN 1997

Um dos mais populares mitos é que a política econômica interna determina o fluxo de capitais externos, mas a realidade é bem mais complexa. A história sugere que o montante de capital externo fluindo para o Brasil não é apenas uma função da economia brasileira, mas um reflexo de eventos externos que têm pouco a ver com a política doméstica. Há períodos na história em que os poupadores buscavam freneticamente novas e mais arriscadas opções de investimento, motivados pela necessidade de rendimentos cada vez mais altos. É nesses períodos que o fluxo de capitais para países como o Brasil cresce vertiginosamente.

Como evidência, basta olhar a história da dívida externa brasileira para concluir que o capital também fluiu ao mesmo tempo para outros países de renda média, independentemente de estarem seguindo políticas semelhantes à do Brasil. Nos idos de 1860, 1880, 1910, 1920, 1970 e mesmo recentemente, o aumento no fluxo de capitais para o Brasil ocorreu paralelamente ao aumento daquele para outros países da América Latina, Leste Europeu, África e Ásia.

Será que hoje estamos vendo uma explosão global de liquidez? Muitos sugerem que a atual onda de investimentos externos simplesmente reflete a nova realidade triunfante do capitalismo e o abandono de políticas econômicas falidas, mas há pouca evidência de que o mundo esteja hoje mais receptivo ao capital do que jamais esteve. É mais razoável acreditar que o mundo esteja simplesmente passando por uma nova fase de expansão de liquidez.

Há três explicações para essa liquidez. Primeiro, e mais importante, os poupadores americanos estão passando por uma dupla transformação na

qual não apenas poupam mais, mas também estão preferindo ativos de giro mais rápido, como ações e títulos de renda fixa, a investimentos imobiliários. Segundo, o Japão continua gerando superávits comerciais, que os japoneses reciclam em investimentos externos. Terceiro, e difícil de quantificar, a Rússia passa por uma grande fuga de capitais, investindo recursos oriundos de suas exportações em bancos da Europa Ocidental. A combinação desses fatores resulta numa enchente de recursos.

Mas e quando a festa acabar? Uma eventual reversão do fluxo de recursos pode levar qualquer país a situação bastante delicada, com necessidade de medidas de restrição ao consumo, apertos de liquidez e redução nos investimentos. Em casos extremos, pode levar à inadimplência e a uma profunda crise, como a do Brasil da década de 80, cujos efeitos ainda hoje são evidentes. Se, de fato, os fluxos de capitais são independentes das políticas domésticas, a solução lógica seria evitar excessivos volumes de capital, como proteção ao inevitável choque. Há apenas um problema com essa tese. Um país em desenvolvimento, como o Brasil, não consegue poupar o suficiente para financiar seu próprio crescimento e precisa do capital externo. Até mesmo os Estados Unidos do século 19, em situação semelhante à do Brasil do século 20, contou com o capital britânico para construir canais, ferrovias, fábricas e estradas.

Como o Brasil, os Estados Unidos não estavam imunes a problemas de liquidez, apesar de se terem recuperado de forma relativamente rápida de suas crises econômicas. Mesmo

assim, contrações na liquidez mundial causaram impactos devastadores na economia americana, como quebras de negócios e bancos, falência de empresas e déficits inadministráveis de estados e municípios, para fúria dos capitalistas britânicos que tiveram seus créditos caloteados. No entanto, passado o pânico, o capital externo retornou rapidamente aos Estados Unidos para comprar títulos a preços baixos, recuperar fábricas e provocar o reinício do ciclo econômico. No Brasil, lamentavelmente, crises financeiras tendem a ter efeitos mais duradouros.

A resposta para a recuperação mais rápida dos Estados Unidos pode estar na estrutura de suas obrigações externas. Os capitalistas internacionais não tiveram medo de trazer seus recursos de volta aos Estados Unidos em razão de sua confiança na habilidade de retirar seu dinheiro quando preciso. Em outras palavras, ao contrário do que ocorre com o Brasil e outros países latino-americanos, o calote de créditos externos de empresas, estados e municípios dos Estados Unidos jamais levou ao calote dos títulos federais americanos.

Isto posto, o Brasil, apesar de não poder fazer nada em relação ao ciclo econômico, estando condenado a alternar períodos de crescimento com crises motivadas por eventos externos, pode minimizar prejuízos de inevitáveis períodos de contração de liquidez e fuga de capitais, estruturando suas obrigações externas de forma a evitar o risco de inadimplência e a encorajar o reinvestimento pós-crise. Crises de liquidez vêm quase sempre acompanhadas de queda nos preços

das "commodities" e no consumo mundial, o que significa o pior momento para o Brasil, pois implica a queda de exportações e reservas cambiais. Mas, se o Brasil houver estruturado suas obrigações para fazer face à multiplicidade de condições do mercado e ao mesmo tempo proteger seu crédito, transformará uma eventual crise num evento de curto prazo.

Para tanto o crédito da República deve estar acima de qualquer suspeita. Se empresas ou mesmo estados e municípios se tornam inadimplentes, é um fato de menor importância quando o objetivo principal é manter a credibilidade dos fluxos de capitais e não proteger os investidores de eventuais perdas. Mesmo após perdas, os investidores voltarão a comprar títulos do Brasil se tiverem confiança na própria capacidade de lucrar com a crise. E será o seu desejo de correr riscos com ativos baratos que irá tirar o Brasil do buraco.

Então, o que deve fazer o Brasil para se preparar para a próxima crise financeira? Uma crise de refinanciamento apenas se tornará uma crise de solvência caso o Brasil não cubra o serviço da dívida com renda corrente. Portanto, suas obrigações devem ser estruturadas de forma a minimizar o impacto de uma crise de refinanciamento. Há duas maneiras de alcançar esse objetivo. A mais óbvia é a que o governo já está fazendo com sucesso, tentando alongar o perfil da dívida.

A segunda é o Brasil encorajar a existência de um mercado externo de dívidas em reais. Em vez de buscar empréstimos em moeda forte, se os brasileiros tomarem empréstimos em reais estarão evitando de forma

inequívoca o risco de refinanciamento. Como o capital, a dívida em reais não representa uma alavancagem financeira do País, uma vez que os pagamentos variam em consonância com o estado da economia. São altos quando as coisas vão bem e ínfimos quando as coisas vão mal, transferindo o risco de uma crise dos brasileiros para os investidores externos.

Para muitos a existência de um mercado externo em reais parece difícil, talvez pelo fato de os investidores externos terem tradicionalmente evitado investir em "moedas exóticas". No entanto, hoje ocorre um processo no qual investidores ansiosos por altos retornos têm colocado cada vez mais ativos nessas moedas. As respostas dos países têm sido variadas. A Argentina, as Filipinas e países da Europa do Leste fizeram pouco para encorajar os mercados externos para financiamento em suas moedas. Já o México tem permitido uma participação ativa do capital estrangeiro em sua moeda, mas concentrou-a no curto prazo e não simplificou o processo para os investidores estrangeiros. O Brasil tem evitado o desenvolvimento de um mercado externo em reais, de forma direta ou penalizando o investidor externo mediante medidas fiscais.

Uma das razões que podem ter levado governos a agir tão lentamente no desenvolver um mercado externo para suas moedas talvez seja a percepção de que tomar empréstimo em dólar é mais barato, em função dos altos juros domésticos. A verdade é que quando o Brasil toma emprestado em reais há uma enorme assimetria na estrutura de repagamento, que faz com

que a dívida se pareça muito mais com capital. Como já foi dito, quando as condições do País estão boas, a moeda local forte e estável, o repagamento da dívida externa em reais fica mais caro do que aquele de uma dívida em dólar. Mas, quando as coisas pioram e a moeda enfraquece, empréstimos externos em reais tornam-se um peso menor. Já o endividamento em dólares exacerba o efeito de uma crise de liquidez global para um país que, como o Brasil, sofre crescente influência de eventos externos.

O governo tem trabalhado no sentido de reestruturar a economia e torná-la mais eficiente e competitiva, mas a maior parte de sua ação tem ocorrido num momento de abundante liquidez mundial. A crise do México em 1994 e 1995 lembrou a todos quão sensíveis as economias da América Latina são às mudanças nos fluxos de capitais, e as autoridades brasileiras devem estar atentas a novas surpresas. Transferir o risco da desvalorização da moeda para os investidores estrangeiros pode aumentar marginalmente o custo de empréstimo do Brasil no curto prazo, mas o benefício no longo prazo poderá ser imenso. O Brasil deve tirar proveito do desejo dos investidores estrangeiros de assumir riscos adicionais em troca de prêmios relativamente baixos. A receita é continuar estendendo o perfil da dívida e encorajar de forma aberta e agressiva o desenvolvimento de um mercado externo de dívidas em reais.

* Professor de finanças da Columbia University e diretor-chefe de Mercado de Capitais para Países Emergentes do Banco de Investimento Bear Stearns, em Nova York.

** Mestre em finanças da Columbia University e associado de Finanças Corporativas do Bear Stearns.