

Estruturar títulos internacionais

Dívida Externa

“Se o custo da inadimplência fosse baixo, investidores poderiam se recusar a emprestar.”

Por **Michael Pettis**

Algumas sugestões de autoridades do governo e acadêmicos sobre meios de facilitar a reestruturação da dívida externa têm ocorrido recentemente. Isso pode ser conseguido pela introdução de novas provisões nos acordos sobre papéis de dívida soberana que poderiam incluir, por exemplo, um mecanismo para aprovar mudanças nos termos, tornar mecanismos de reestruturação obrigatórios para todos os investidores ou atribuir níveis de prioridade diferentes à dívida. O objetivo é introduzir flexibilidade, velocidade e racionalidade no processo de reestruturação.

Essas sugestões têm sido bastante polêmicas e muitos dos investidores se opõem a elas, achando que aumentariam a probabilidade de um tomador soberano não honrar a dívida contraída. Os investidores naturalmente querem que o custo da inadimplência seja alto o bastante para dissuadir os tomadores soberanos de fazê-lo.

Mas no caso de um país, ainda assim, ser forçado a renegociar, talvez porque simplesmente não esteja em condições de pagar, há alguns custos adicionais que devem ser incluídos nos cálculos do investidor. Esses custos, geralmente referidos em finanças como “custos de insolvência”, resultam de uma disputa prolongada e incerta durante uma reestruturação de dívida para satisfazer muitos interessados diferentes com objetivos conflitantes.

A história dos empréstimos a países mostra que os custos de insolvência associados ao não-pagamento de títulos de dívida soberana são enormes. As insolvências freqüentemente precisam de anos, décadas até, para ser resolvidas. Durante esse tempo, os investidores não podiam avaliar com exatidão as perspectivas de reembolso, pois dependiam das posições de barganha de todos os interessados de peso.

Alguns comentaristas argumentam que devido ao processo de reestruturação da dívida na década perdida dos 80, por exemplo, o PIB da América Latina pode ter ficado 15/20% aquém do que

poderia ter sido. As autoridades competentes gastaram tempo demais nas questões relacionadas à dívida em vez de se concentrar em reformas econômicas e políticas mais profundas. É ainda mais significativo, dada às incertezas que cercam o processo de reestruturação, que os investidores locais e estrangeiros se recusaram a investir, mesmo em oportunidades lucrativas, na América Latina. Isso não prejudica apenas os latino-americanos em geral, mas também os credores latino-americanos.

Está fora de questão que o custo da inadimplência deve ser sempre alto para impedir a recorrência fácil à inadimplência. Se o custo da inadimplência fosse baixo, os investidores poderiam se recusar a emprestar. Mas há também um nível além do qual o custo da inadimplência é excessivo e antieconômico, mesmo para os investidores. Nos EUA, há um processo ordenado e bem compreendido de falência corporativa cuja racionalidade econômica é beneficiar tanto tomadores como emprestadores, reduzindo a probabilidade de os custos da falência ultrapassarem o nível ótimo.

Um processo ordenado de falência beneficia os emprestadores porque permite que eles consigam, em tempo razoável, uma solução factível para o que

poderia ser um problema insolúvel. Beneficia os emprestadores porque pode acelerar a recuperação dos tomadores e permite uma acomodação em que o valor do empréstimo pode ser maximizado. O mesmo é verdade para inadimplências em dívidas soberanas — um aumento da flexibilidade do governo para lidar com choques externos imprevisíveis; mecanismos de execução mais eficientes ajudarão os investidores a maxi-

Muitos vizinhos do Brasil estão na iminência de se deparar com pressões insuportáveis do serviço da dívida

mizar o valor dos reembolsos.

Então, por que não há um número maior de mecanismos disciplinados para reestruturações de dívidas soberanas? Não só os investidores se opõem a isso, por razões provavelmente equivocadas, mas inclusive tomadores soberanos relutam em manifestar seu apoio a tais medidas. Eles acreditam que qualquer tentativa nesse sentido será interpretada pelos investidores como um sinal de que o governo acredita que pro-

vavelmente ficará inadimplente.

Por isso, qualquer iniciativa da parte de tomadores soberanos provavelmente deveria ocorrer de maneira coordenada. Os países mais e menos desenvolvidos deveriam acertar uma proposta ou requisitos conjuntos que permitam um arcabouço mais flexível para a reestruturação da dívida.

Infelizmente, nem toda a firmeza do mundo conseguirá impedir muitos países de experimentarem dificuldades no pagamento. A questão dos mecanismos de reestruturação da dívida é, neste momento, uma questão especializada que interessa a poucos. Mas isso vai mudar. O nível do endividamento externo na América Latina é extremamente alto e, embora seja irresponsável citar nomes, muitos vizinhos do Brasil já estiveram inadimplentes ou estão na iminência de se deparar com pressões insuportáveis do serviço da dívida. Para proteger a região de outro congelamento de capitais ao estilo dos anos 80, pode ser decisiva a elaboração de mecanismos confiáveis de reestruturação da dívida para acelerar a sua recuperação.

Michael Pettis é professor de economia e banqueiro de investimentos em Nova York.
E-mail: michael@pettis.com

