

SOFRIMENTO MANEJÁVEL

DÍVIDA EXTERNA

O insustentável peso da dívida

Instabilidade do mercado exige que o Brasil escolha entre reestruturar sua dívida externa ou enfrentar uma grave crise. Por Michael Pettis

O Brasil está sendo forçado a uma crise. Seu endividamento internacional, que já impõe encargos de serviço da dívida excessivamente altos ao país, está impedindo o crescimento que o Brasil precisa para continuar fazendo seus pagamentos. O pior é que a dívida está estruturada de uma maneira tão instável que cada pequena má notícia provoca aumento imediato e ainda maior do seu custo — fazendo elevar as taxas de juros ou aumentando o custo da dívida indexada em dólar. O aumento resultante do custo do serviço da dívida soma-se ao impacto das más notícias. É esse aspecto de auto-alimentação da estrutura da dívida do Brasil que deixa o país tão vulnerável e acabará o forçando à crise. Ninguém poderá dizer se a turbulência atual do mercado é que vai provocar o desastre, ou se haverá um novo período de relativa

calma antes de outro choque causar nova turbulência. O que está claro, porém, é que investidores brasileiros e estrangeiros são cada vez menos capazes de suportar a volatilidade e à medida que se retirarem vai demorar mais do que nunca trazê-los de volta. Esse processo parece não ter fim porque cada crise aumenta permanentemente a fragilidade do sistema. Essa é uma questão importante que os argentinos, em condições similares, não conseguiram compreender. A cada nova rodada de turbulência do mercado, analistas otimistas de Wall Street argumentarão que o problema é de curto prazo e será finalmente resolvido. Quando for, sustentarão, o impacto sobre a dívida será eliminado e as coisas voltarão ao normal. Mas é improvável que isso ocorra. Um das poucas certezas em economia é que haverá mais choques negativos. À medida que cho-

ques antigos são resolvidos, novos surgirão, e como no Brasil cada choque aumenta a fragilidade financeira, elevando a dívida e reduzindo o apetite do investidor, o Brasil vai cambalear de choque em choque até ser forçado a um ajuste de contas final. Enquanto marcha inexoravelmente para a crise financeira, o Brasil precisa fazer mais do que simplesmente reagir aos acontecimentos. Ele precisa preparar o palco para uma recuperação econômica o mais breve possível, e, para isso, os dirigentes do país precisam ter um plano que enfrente o problema da dívida no contexto das condições financeiras mundiais. Essas condições mudaram dramaticamente nos últimos anos e é importante reconhecer que a mudança ocorreu de maneira permanente. A década de 90 foi um período de liquidez global historicamente al-

ta em que investidores do mundo todo estavam dispostos a assumir riscos consideráveis para obter altos retornos. Sua disposição de assumir riscos os levou a mercados tão diversos como o novo e não testado setor de tecnologia, a títulos de alto risco ("junk") americanos e europeus, a derivativos complexos e a países em desenvolvimento. O processo que chamamos de "globalização" é nada mais do que um período em que altos níveis de liquidez provocam fluxos de capital correndo o mundo atrás de novas oportunidades de investimento e, no processo, criando novos mercados e tecnologias. Já houve muitos períodos assim na história financeira. Vale notar, porém, que cada um desses períodos foi seguido de uma reversão da liquidez global e um colapso do mercado. Está claro, agora, que estamos vivendo uma reversão dessas, assim como es-

tá claro que a América Latina está entrando em outro período de calotes da dívida soberana e crescimento moroso. Se a história serve de guia, a duração e severidade desse período será função, em parte, da velocidade com que a liquidez e o apetite ao risco voltarão ao sistema financeiro mundial. Até que isso ocorra, a América Latina sofrerá com decréscimo de investimento, crescimento fraco e grandes superávits comerciais causados pelo colapso da demanda doméstica, como nos anos 80. Mas as coisas não param aí. No passado, quando a liquidez global e o apetite por risco finalmente voltaram, o capital não afloiu necessariamente para todos os mercados emergentes, reativando o processo de investimento. Outro fator importante determinou a rapidez com que países em desenvolvimento foram capazes de reavivar o investimento

estrangeiro e doméstico. Foi a quantidade de dívida pendente que os países tinham. Para compreender isso, é interessante reconsiderar a crise dos anos 80 que ocorreu quando o presidente do Federal Reserve (FED, o banco central americano), Paul Volcker, arquitetou uma contenção monetária nos EUA para combater a aceleração da inflação dos anos 70. O aumento resultante das taxas de juros reais e a redução da liquidez causaram recessão econômica num país em desenvolvimento depois de outro e países com dívidas excessivas, ou mal estruturadas, se viram incapazes seja de honrar ou de refinarçar as parcelas vencidas. O resultado foi uma série de calotes ou reestruturações forçadas que levaram à década perdida dos anos 80, um período que viu a contração de economias e deslocamentos sociais entre muitos países da América Latina, Europa Oriental e Ásia. O que muitas pessoas esquecem, porém, é que a contração da liquidez terminou logo depois que crise da dívida começou, em 1982. Em 1985, a liquidez havia voltado aos EUA e aos mercados globais e, com ela, o apetite por risco entre investidores voltava a crescer. Esse aumento do apetite por risco naquele período alimentou o forte desempenho dos mercados de ações americano e japonês e o crescimento meteórico do mercado de bônus de alto rendimento nos EUA e, mesmo em meio à crise da dívida, esse capital faminto não ignorou países em desenvolvimento. Dinheiro dos EUA e do Japão verteu para o exterior durante meados dos anos 80, mas os investidores nitidamente discriminaram entre dois tipos diferentes de países em desenvolvimento. Países como Coreia do Sul, Tailândia, Malásia e Indonésia, que tinham encargos de dívida muito baixos ou desprezíveis, receberam a maior parte do investimento novo em países em desenvolvimento. Países como Filipinas, México, Argentina, Polônia e Brasil, com encargos de dívida muito altos, não só não receberam nenhum dinheiro novo como continuaram sofrendo fuga de seus capitais. Isso não deveria surpreender. Altos níveis de dívida distorcem os incentivos para novos investimentos. Quando alguém entra num investimento lucrativo, os benefícios de sua aplicação são sempre compartilhados com todos os antigos credores da companhia. Para companhias com boa situação de crédito, os benefícios que antigos credores recebem são muito pequenos e, por isso, a maior parte do aumento do valor da companhia irá para o investidor. Mas para companhias que têm níveis de endividamento excessivamente altos, os benefícios do investimento são compartilhados

