

O encolhimento da dívida externa

O ESTADO DE S. PAULO

26 OUT 2004

OPINIÃO

Ilan Goldfajn*



Há notícias que não adquirem a dimensão que merecem. Faz pouco tempo chamamos a atenção para a queda acelerada da dívida externa privada. Em março de 2003, um ano e meio atrás, a dívida privada alcançava quase US\$ 101 bilhões. Na última quinta-feira o Banco Central divulgou que o estoque de dívida em julho encontrava-se em torno de US\$ 89 bilhões. Uma redução de quase US\$ 12 bilhões, 2,2% do PIB, sendo mais da metade da queda este ano.

Neste período, o setor privado renovou em média apenas 60 centavos de cada dólar que venceu. Nos últimos dois meses o processo intensificou-se, com renovações de apenas 35 de cada dólar vencido. No passado, uma rolagem de 35% (ou mesmo 60%) da dívida externa era associada à crise, à escassez de financiamento externo. No momento atual, nada mais falso, existem sinais que a liquidez é abundante. Portanto, se não existe falta de oferta de recur-

sos, o que explicaria esta baixa rolagem da dívida externa?

Há várias explicações possíveis. Alguns atribuem a menor rolagem da dívida à queda do "cupom cambial", o rendimento dos ativos denominados em dólar no Brasil, desincentivando a captação de recursos no exterior para aplicação no Brasil. No entanto, houve também redução do endividamento de prazo mais longo, que não é diretamente afetado pela queda do cupom cambial. Portanto, a queda da dívida não se resume apenas a aplicações de arbitragem.

Mais provável é que a queda do endividamento externo é reflexo de uma mudança de comportamento das empresas brasileiras em face aos avanços ocorridos na economia nos últimos anos. A flutuação do câmbio certamente reduziu o apetite das empresas por manter a exposição cambial dos seus passivos. O regime de câmbio fixo (ou controlado), se por um lado reduzia a incerteza dos exportadores, também incentivava o endividamento externo, na medida em que assegurava (enquanto durava o regime) uma paridade cambial para as amortizações futuras. De certo modo, o câmbio controlado era uma garantia implícita para os devedores em moeda forte. A existência desta garantia em uma economia ainda pouco aberta para o comércio mundial potencializou o endividamento externo e a

exposição cambial das empresas que tinham acesso ao mercado externo.

A medida que se eliminou a garantia cambial com a introdução do regime de câmbio flutuante, é natural observar uma queda da endividamento externo por parte das empresas brasileiras em busca de redução da exposição cambial.

A queda do endividamento externo privado é possibilitado pelo superávit em conta corrente somado ao investimento direto estrangeiro que atinge quase 4% do PIB. A manutenção desta tendência tem conseqüências não desprezíveis como a redução da vulnerabilidade aos choques externos, a melhora na avaliação de risco e a queda no custo de endividamento das empresas brasileiras. Caso a rolagem mantenha-se reduzida, a continuação do crescimento de exportações proporcionaria uma melhora na avaliação por parte das agências de classificação de risco, inclusive podendo atingir o grau de investimento em alguns anos. Caso a rolagem volte a patamares históricos, abriria-se uma oportunidade valiosa para o governo acumular reservas em montantes consideráveis, na ausência de choques negativos nos próximos anos.

Um exercício simples ilustra o ponto. Caso a rolagem da dívida externa estabilize-se em 60%, acima dos números obtidos nos últimos dois meses (mas compatível

com um aumento preliminar observado neste mês de outubro), a dívida externa cai para US\$ 73 bilhões, menos que 13% do PIB, no final do ano que vem. Considerando que as exportações continuam a crescer a uma taxa média de 9% ao ano, abaixo do crescimento dos últimos dois anos, a relação dívida externa/exportações, importante indicador utilizado pelas agências de rating e investidores, cairia para abaixo de 1,1 em quatro anos, valor compatível com outras economias que atingiram o grau de investimento. É bom lembrar que este indicador já atingiu valores de 3,5 e 2,9 em 2002 e 2003, respectivamente, e este ano alcançou 1,9.

A manutenção desta tendência requer avanços. O crescimento das exportações no longo prazo necessita de ganhos de produtividade advindos de reformas microeconômicas, manutenção da estabilidade macroeconômica, mas também de avanços nos acordos comerciais. Infelizmente as negociações junto a União Européia, Estados Unidos, ou mesmo parceiros do Mercosul, têm tido resultados insatisfatórios. Os dados acima sugerem que o benefício de sucesso nestas negociações é elevado.●

Ilan Goldfajn, ex-diretor do Banco Central, professor da PUC-Rio e sócio da Gávea Investimentos, escreve neste espaço mensalmente (goldfajn@econ.puc-rio.br)