Dívida externa: adiar ou resolver?*

Luiz Bresser Pereira

Em agosto de 1982, o México suspendeu o pagamento de sua dívida externa. Em agosto de 1987, sete países latino-americanos deixaram de pagar os juros aos bancos privados. Cinco anos após sua eclosão, a crise da dívida está longe de ser resolvida. Ao contrário, há sinais de seu agravamento.

1

Para os dez maiores países devedores, o índice dívida/exportações cresceu de 264, em 1982, para 385 em 1987, isto é, quase 50%. Excluindo-se Brasil e Peru, a taxa de crescimento para o ano de 1986, para esse mesmo grupo de países, passa a ser de somente 1,5%. Em geral, esses países não têm conseguido obter um crescimento sustentado, alternando anos de crescimento com anos de recessão. Como resultado deste quadro desolador, a renda *per capita* na América Latina não tem conseguido recuperar o nível alcançado em 1980. Apesar da adoção de dolorosos ajustamentos, os países devedores não têm sido capazes de retornar ao mercado, um resultado que foi definido nos primeiros dias da crise como o objetivo final da estratégia da dívida.

* Trabalho apresentado ao *US Congressional Summit on the Economic Agenda for the Nineties*, Viena, 4.9.1987. Esta foi a primeira proposta de uma solução global da dívida, aproveitando o desconto no mercado secundário, feita por uma autoridade de um país devedor ou credor.

Como conseqüência da dívida, os países credores também não se encontram em uma situação privilegiada. Eles não têm conseguido — e provavelmente também não o farão em um futuro próximo — retomar suas exportações aos países devedores nos níveis atingidos no início dos anos 80. Além disso, um número crescente de países em desenvolvimento têm sido igualmente forçados a suspender os pagamentos aos credores oficiais. As agências de crédito para exportação, por sua vez, suspenderam a cobertura dada a alguns países devedores, dificultando assim a perspectiva de expansão das exportações aos países em desenvolvimento.

É verdade que de 1982 a 1987 os bancos credores aumentaram seus índices de capital, criaram reservas sobre a dívida e começaram a reduzir seus *exposures* ao Terceiro Mundo. Mas, hoje, as oportunidades de cobrar os países devedores não são melhores do que eram em 1982. Ao contrário, há sinais no mercado — o desconto no mercado secundário, o crescimento nas provisões bancárias, a depreciação das ações dos bancos — que apontam para o fato de que parte do débito existente não é cobrável. Vale notar que o aumento das reservas, bem como a depreciação das ações, correspondem ao desconto esperado no débito, ou seja, a cerca de 50% do valor de seus créditos contra os países altamente endividados.

Há, de fato, sérios impedimentos, internos e externos, ao completo serviço da dívida. Experiências recentes têm demonstrado o quanto é difícil para as economias latino-americanas gerarem superávits comerciais essenciais para o pagamento dos juros. O pagamento integral dos juros é incompatível com o crescimento sustentado, o controle das finanças públicas e a estabilidade de preços. Vamos agora discutir estes pontos.

1. A transferência de recursos reais — medida pelo superávit da balança comercial e de serviços não fatores — requerida para o pagamento dos juros da dívida deprime a capacidade de investimento. De 1983 a 1985, o crescimento médio das transferências de recursos reais da América Latina (5,3% do PIB) correspondeu aproximadamente a uma redução média nos investimentos (5,8%). Isto significa que esses países tiveram que postergar investimentos indispensáveis, a fim de servir sua dívida.

2. Em muitos países latino-americanos, a maior parte da dívida externa é do setor público (70%, no caso do Brasil). Nesses casos, o pagamento dos juros requer uma transferência do setor privado para o setor público, a fim de permitir que o governo adquira — do setor exportador — as divisas necessárias ao pagamento da dívida. Normalmente, tais transferências implicam um empréstimo adicional, elevando, desta maneira, a taxa de juros interna e, em consequência, o déficit público. No Brasil, os juros pagos sobre a dívida pública correspondem a 4,9% do PIB, dos quais 2,6% referem-se à dívida externa. Um déficit público maior afeta os investimentos públicos, enquanto que taxas de juros mais elevadas desestimulam os investimentos privados.

3. A tentativa de expandir os superávits comerciais através de sucessivas desvalorizações cambiais levou os países devedores a uma competição predatória e a uma deterioração adicional nos termos do intercâmbio. As desvalorizações têm, ainda, dois efeitos negativos: tendem a aumentar o déficit público, uma vez que um maior volume de moeda local se faz necessário para o pagamento da mesma quantidade de juros; e têm um impacto perverso na estabilidade de preços.

Há também constrangimentos externos ao serviço da dívida. De um lado, as taxas de juros permanecem substancialmente altas em termos reais e, recentemente, elas têm até se elevado, não havendo indicações de queda num futuro próximo. Por outro lado, as taxas de crescimento para os países membros da OECD têm diminuído novamente e espera-se que elas fiquem abaixo de 2,5%. O *World Financial Markets*, uma publicação divulgada pelo Morgan Guaranty, observa que “ao expandirem suas exportações, os países devedores podem em princípio conter os índices de sua dívida ao reduzir suas importações de maneira a gerar um superávit comercial necessário para realizar transferências financeiras líquidas aos seus credores”. Em outras palavras, nas circunstâncias atuais, o serviço da dívida, mais uma vez, resultará em recessão.

2

A estratégia *muddling through* claramente falhou. Há agora um consenso que novos mecanismos e procedimentos têm de ser

propostos e colocados em prática a fim de resolver o problema da dívida. Os países endividados foram os primeiros a mostrar as falhas da estratégia adotada depois de 1982 e a sugerir alternativas. O Congresso dos Estados Unidos apresentou algumas sugestões. O senador Bradley sublinhou a inadequação de se amontoar débito sobre débito através de novos empréstimos. Na verdade, não há “dinheiro novo”, uma vez que os bancos somente fornecem os recursos para o pagamento dos juros. O senador Sarbanes e os deputados Lafalce, Levin e Morrison sugeriram a criação de um *Debt Management Facility*. O deputado Schumer propôs regras mais flexíveis para o reescalonamento da dívida. O secretário Baker apontou para a necessidade de inovação na estrutura de um *menu approach*. A comunidade acadêmica pesquisou e desenvolveu novos mecanismos para enfrentar as dificuldades financeiras dos países devedores.

Na verdade, há uma série de boas propostas que devem ser analisadas cuidadosamente. Mas, primeiramente, temos que escutar o que o mercado está dizendo. O julgamento do mercado é que o débito existente não vale 100% de seu valor líquido. Vale 70, 50, 30, 10% e até menos. Na realidade, o valor de mercado da dívida do Terceiro Mundo tem diminuído constantemente; em média, seu valor cai para cerca de 50% do valor contratado.

Se o valor de mercado da dívida representa somente 50% do valor líquido, uma solução poderia ser a securitização do débito, levando-se em consideração a indicação do mercado. Duas modalidades de securitização poderiam ser consideradas: a primeira é securitizar o débito existente abaixo do valor líquido e escalonar os pagamentos em um número razoável de anos, de acordo com a taxa de juros do mercado; a segunda é manter o valor líquido da dívida mas reestruturá-lo em taxas fixas de mercado. Se o débito for então reestruturado, de acordo com a capacidade de pagar de cada país devedor, repetitivas e intermináveis negociações para novos empréstimos e reescalonamentos não serão mais necessárias. Além disso, dada uma adequada amortização, a recuperação de todo o crédito, nas taxas de mercado, pode ser considerada como subsídio, dependendo da qualidade do país devedor.

Que garantia têm os bancos credores de que os devedores serão capazes de pagar o débito reestruturado? Os países credores poderiam levar em consideração esse fato fornecendo alguma garantia ao débito reestruturado. Os países superavitários, cuja ajuda para a solução do problema da dívida é esperada, devem preferir concentrar seus esforços nesta solução, em vez de pensar em um alívio de curto prazo. As instituições financeiras multilaterais e a nova agência de gerenciamento da dívida, a serem eventualmente criadas, poderão juntas garantir o novo débito. Entretanto, a segurança efetiva reside no fato de que o compromisso dos países devedores de se ajustarem e crescerem se tornará exequível, uma vez que o débito diminuirá e a transferência de recursos será reduzida a níveis reais.

Esse tipo de solução pode favorecer todas as partes envolvidas:

1. os países endividados poderão então contar com os recursos necessários para seu crescimento e para novos investimentos. Além disso, serão eles capazes de estimular investimentos internos e externos, por ter sido eliminada a instabilidade causada pelas repetitivas negociações e as esporádicas ameaças de suspensão dos pagamentos;

2. o restabelecimento de condições realísticas de pagamento recuperará a confiança na qualidade dos ativos bancários. Em alguns casos, poderão ocorrer prejuízos, em outros, as reservas poderão ser reduzidas e, mais tarde, um declínio no valor das ações dos bancos e da dívida serão evitados;

3. finalmente, os países credores também ganhariam ao expandir as exportações aos mercados, os quais já provaram ser dinâmicos. Não há maneira de se incrementar o comércio com os países em desenvolvimento sem resolver o problema da dívida. A expansão do comércio é uma ponte que fornecerá uma mais profunda e mais equilibrada integração dos países em desenvolvimento na economia mundial.

Resta uma questão. Se essa solução parece ser possível, por que ainda não foi implementada? A resposta é que em 1982, quando a crise eclodiu, as condições para este tipo de solução ainda não existiam. Agora, ambas as partes perceberam que a estratégia *muddling through* não foi posta em prática, e que parte do débito é incobrável. O mercado já indicou que o débito,

da maneira como está estruturado, já não vale 100%. O capital dos bancos tem crescido, as reservas têm sido fortalecidas e o valor das ações dos bancos já foi ajustado ao desconto da dívida. Cabe a nós, agora, seguirmos o caminho que o mercado nos aponta. A dívida pode ser reestruturada sob a orientação dele. Esta medida não prejudicará o sistema, ao contrário, irá aperfeiçoá-lo; também não prejudicará os bancos, mas os fortalecerá. É a única maneira de assegurar aos países devedores e credores uma integração mais dinâmica e harmônica de suas economias.

Propostas radicais consideram alguns tipos de repúdio ao pagamento da dívida como a única solução para o problema. Eu deliberadamente evitei mencionar essas propostas por serem inaceitáveis. Elas teriam um efeito destruidor no sistema financeiro, do qual todos nós fazemos parte. Mesmo que o repúdio não causasse tal impacto no sistema, certamente arruinaria o fluxo financeiro entre os países industrializados e os em desenvolvimento. A securitização dos débitos, por sua vez, construída sob a orientação do mercado, pode efetivamente resolver o problema da dívida. Tal mecanismo, ao invés de destruir, ajudará a normalização das relações entre devedores e credores, e solidificará a integração dos países em desenvolvimento no mercado mundial.