

# Serial Defaulter:

## UMA SOCIOPATOLOGIA À BRASILEIRA?

ROBERTO CASTELLO BRANCO

ECONOMISTA

**N**um trabalho para o National Bureau of Economic Research dos Estados Unidos, intitulado *Serial Default and the Paradox of Rich to Poor Capital Flows*, Kenneth Rogoff, professor da Universidade de Harvard e ex-economista chefe do FMI, e Carmen Reinhart, professora da Universidade de Maryland, levantam a questão dos fluxos de capitais para os chamados *serial defaulters*, países que sistematicamente deixam de honrar seus compromissos com credores externos.

A história econômica revela que as economias emergentes de hoje não inventaram o calote da dívida externa. A França entrou em *default* oito vezes, entre 1501 e 1800, e a Alemanha uma vez, entre 1501 e 1800, cinco vezes no século 19 e duas no século 20. E, de acordo com os dados de Rogoff e Reinhart, a Espanha é a campeã mundial do calote, com 13 eventos, seis entre 1501 e 1800 e sete entre 1801 e 1900.

Entre os emergentes de hoje, os países da América Latina, como Venezuela, Equador,

## Os “Serial Defaulters” 1501 - 2002

País / Números de “defaults”

Espanha: 13

Equador: 9

Venezuela: 9

França: 8

Alemanha: 8

México: 8

Uruguai: 8

Brasil: 7

Colômbia: 7

Libéria: 7

Peru: 7

Turquia/Império Otomano: 7

Portugal: 6

Argentina: 5

Áustria: 5

Bulgária: 5

Grécia: 5

Ex-Iugoslávia: 5

Chile: 4

Rússia: 4

Polônia: 3

China: 2

Egito: 2

Fonte: Rogoff e Reinhart (2003)

México, Uruguai, Brasil, Colômbia, Peru, Argentina e Chile, têm grande participação na história dos calotes de dívida, o que não surpreende, já que, ao longo do tempo, tiveram políticas fiscais fora de controle e dependeram muito de poupanças externas. O Brasil constitui-se num dos líderes dessas estatísticas, com sete calotes, dois no século 19 e cinco no século 20. Supera, por exemplo, a Argentina que deixou de pagar a dívida externa em cinco ocasiões, desde a sua independência da Espanha, em 1816.

Entre as muitas questões que o tema envolve, acreditamos que uma das mais pertinentes diz respeito às conseqüências que uma decisão de não-pagamento da dívida externa pode acarretar.

Embora possa haver uma sensação de alívio e até um surto de crescimento econômico em seguida a um *default*, como evidenciado pelo *veranito* ora desfrutado por nossos vizinhos argentinos, os custos econômicos e sociais de um calote costumam ser consideráveis.

Em primeiro lugar, há um enfraquecimento das instituições, fator negativo para o desenvolvimento econômico.

As instituições estabelecem as regras do jogo para a sociedade, constituindo-se em limitações de natureza formal e informal às interações sociais, políticas e econômicas. Instituições de boa qualidade criam estruturas de incentivos que conduzem à redução das incertezas e à promoção da eficiência, contribuindo para melhorar o desempenho da economia.

Seu papel no processo de desenvolvimento econômico é há muito compreendido. Foi enfatizado na obra de Adam Smith e reconhecido explicitamente na concessão do Prêmio Nobel de



Economia, em 1993, ao professor Douglass North. Quando um governo não honra seus compromissos financeiros e não permite que o setor privado o faça, há, entre outras implicações, um forte estímulo ao desrespeito aos direitos da propriedade privada, ampliando a incerteza e elevando os custos para fazer negócios.

**P**aíses que não pagam suas dívidas passam a enfrentar grandes limitações no acesso ao capital estrangeiro em suas várias formas: empréstimos bancários, investimentos de porta-fólio em dívida e ações e investimentos diretos. Mesmo que mantenham algum grau de acesso, o custo dos recursos tende a ser mais elevado.

O caso brasileiro nos dá uma boa idéia sobre esse efeito. A despeito das reformas efetuadas nos anos 90, com um dos maiores programas de privatização do mundo, desregulamentação e abertura comercial, e da implantação de significativas melhorias no regime de política macroeconômica depois de 1998, como a Lei de Responsabilidade Fiscal, superávits primários, metas de inflação e taxas de câmbio flexíveis, o Brasil ainda capta recursos no mercado financeiro internacional a custos superiores à média dos países emergentes. No período compreendido entre dezembro de 1998 e agosto de 2004, o *spread* médio pago pelos títulos da dívida soberana do Brasil em relação aos títulos da

dívida pública americana foi 214 pontos-base (2,14%) superior à média da dívida de governos dos demais países de economia emergente.

Um calote da dívida externa gera também efeitos negativos sobre a alocação da poupança privada doméstica. Capitais pertencentes a residentes no país passam a privilegiar o caminho para o exterior, em resposta ao temor de que acabem também atingidos por alguma medida de exceção, como a expropriação total ou parcial de suas poupanças. Como credibilidade é algo fácil de perder, porém difícil de reconquistar, a tendência à fuga de capitais persiste por muito tempo, à medida que os temores de uma repetição de eventos dessa natureza costumam até mesmo atravessar gerações. Como vimos, a história demonstra que essas preocupações não são infundadas.

As implicações sobre o crescimento econômico no longo prazo são muito claras. Com menores fluxos de poupança privada, externa e interna, para financiar investimentos, o potencial de crescimento do *defaulter* tende a diminuir.

Esse efeito perverso tem propensão a se manifestar também através da política fiscal e da gestão da dívida pública.

A fuga de capitais diminui a base tributária, o que dificulta a administração da política fiscal. Para produzir o mesmo valor de receita para o financiamento dos gastos públicos, o governo é obrigado a elevar a

**Um calote da dívida externa gera também efeitos negativos sobre a alocação da poupança privada doméstica. Capitais pertencentes a residentes no país passam a privilegiar o caminho para o exterior, em resposta ao temor de que acabem também atingidos por alguma medida de exceção, como a expropriação total ou parcial de suas poupanças.**

**A administração da dívida pública sofre também repercussões bastante desfavoráveis. Pela escassez de poupança disposta a financiá-la, seu custo torna-se mais elevado e sua estrutura fica mais arriscada, com maior dependência do endividamento de curto prazo.**

carga tributária. Com isto, criam-se distorções que pioram a alocação de recursos, afetando negativamente o crescimento do produto real da economia. Por outro lado, ao estimular mais fugas de capital e o ingresso de trabalhadores e empresários na informalidade, cria um círculo vicioso, no qual a elevação de carga tributária determina a necessidade de novo aumento no futuro, dificultando o crescimento da economia e a geração de empregos.

**A** economia informal é muitas vezes saudada no Brasil como um simpático “jeitinho”, que refletiria a verdadeira pujança de nossa economia e produziria bons efeitos sociais, ao criar empregos para a mão-de-obra não-qualificada e aliviar as tensões no meio urbano. Entretanto, é necessário ter em mente que empresas informais não pagam impostos e obrigações sociais e não respeitam normas sobre padrões de qualidade de produtos, patentes etc. As vantagens de custo assim conseguidas ajudam-nas a roubar mercado de empresas da economia formal, as quais são mais produtivas, pagam salários mais elevados e concedem benefícios sociais aos seus empregados.<sup>1</sup> Desta forma, a informalidade, longe de ser uma solução, representa um agravamento de problemas econômicos e sociais.

A administração da dívida pública sofre também repercussões bastante desfavoráveis.

Pela escassez de poupança disposta a financiá-la, seu custo torna-se mais elevado e sua estrutura fica mais arriscada, com maior dependência do endividamento de curto prazo. Investidores não estão dispostos a emprestar recursos a prazos mais longos para um governo que não tem boa reputação. Aplicações de curto prazo dão teoricamente a chance de se poder resgatá-las antes do que algum problema venha a se materializar, concedendo assim certa proteção ao investidor.

Diante de choques externos, tal dependência torna a economia mais vulnerável. Os compradores de dívida pública podem simplesmente se recusar a renovar seus investimentos e/ou aceitam renová-los a taxas de juros mais altas.

Com uma estrutura de endividamento concentrada no curto prazo, um governo pode se ver envolvido numa armadilha: o substancial custo dos juros tende a estimular a percepção, pelos mercados financeiros de certa probabilidade de *default*, o que, por seu turno, conduz à cobrança de um prêmio de risco na aquisição de títulos públicos. A profecia pode acabar se tornando auto-realizável, a expectativa do calote pode levar ao calote.

**É** curioso observar que calotes da dívida são geralmente anunciados por políticos populistas como saída para o crescimento econômico e o aumento do bem-estar social. No entanto, a suposta

vitória contra banqueiros estrangeiros inescrupulosos acaba, infelizmente, transformando-se numa grande derrota para a sociedade, que passa a ser privada de futuras oportunidades de progresso econômico e social.

Entretanto, tal como sugerem os dados de Rogoff e Reinhart, a condenação à condição de pária financeiro não é perpétua. Alguns dos emergentes inadimplentes de ontem estão hoje entre os mais conceituados emissores de dívida nos mercados financeiros internacionais.

**N**os tempos recentes, o melhor exemplo de passagem de *bad* para *good boy* é fornecido pelo Chile. Graças à responsabilidade fiscal, conseguiu desbastar uma enorme dívida pública, que, de 134% do PIB, em 1985, passou para 15% do PIB, nos dias atuais. Isto contrasta com a situação de muitos *serial defaulters* do século 20, cujas dívidas representam, em geral, mais do que 50% do PIB; no caso do Brasil, a relação dívida pública bruta/PIB era de 76,4%, em junho de 2004.

A solução para melhorar a percepção de risco e transformar-se em devedor confiável, auferindo dos benefícios que tal condição proporciona, passa por várias questões essenciais.

A primeira delas é o desenvolvimento de instituições sólidas, como a Lei de Responsabilidade Fiscal, a independência



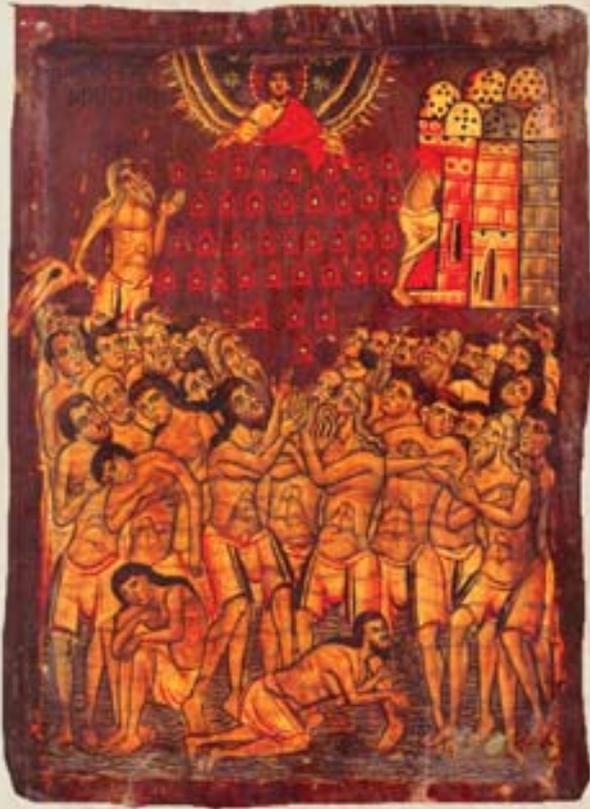
operacional do Banco Central e acordos de livre comércio internacional.

Lamentavelmente, embora tenhamos adotado a responsabilidade fiscal, temos sistematicamente rejeitado iniciativas visando à autonomia do Banco Central e, como o caso da Alca demonstra, também os acordos de comércio internacional.

De qualquer maneira, temos realizado significativos progressos na gestão do orçamento público, passando de um superávit primário de apenas 0,1% do PIB, em 1998, para 4,5%, no período de 12 meses encerrado em maio de 2004.

Simultaneamente, a relação dívida externa/

**Nos tempos recentes, o melhor exemplo de passagem de *bad* para *good boy* é fornecido pelo Chile. Graças à responsabilidade fiscal, conseguiu desbastar uma enorme dívida pública, que, de 134% do PIB, em 1985, passou para 15% do PIB, nos dias atuais.**



exportações caiu de 5,0 para 2,8 vezes, aproximando-nos dos níveis exibidos por emergentes que gozam do prestígio da classificação de grau de investimento pelas agências de *rating*: Chile, 1,9; México, 1,0; e Coréia do Sul, 0,9. Quanto maior for a receita de exportações relativamente ao valor da dívida externa, melhor vai ser a expectativa do credor de que o serviço desta, os juros e as amortizações do principal, serão honrados sem muitas dificuldades.

É necessária, todavia, a perseverança na obtenção de superávits fiscais durante muitos anos e a mudança de foco no ajuste fiscal, passando a redirecioná-lo para o lado do corte de despesas públicas. O Brasil se defronta com uma carga fiscal crescente e elevada, que passou de 25% do PIB, em 1993, para 37%, em 2003, com níveis semelhantes aos de países desenvolvidos. Ao contrário do que acontece nestes últimos, os serviços que nos são oferecidos deixam muito a desejar.

**Quanto maior for a receita de exportações relativamente ao valor da dívida externa, melhor vai ser a expectativa do credor de que o serviço desta, os juros e as amortizações do principal, serão honrados sem muitas dificuldades.**

Adicionalmente, a parafernália fiscal leva ao desperdício de recursos, bloqueando o crescimento econômico.

**D**o lado do comércio internacional, faz-se necessário compreender que necessitamos de grandes fluxos de comércio e não de grandes superávits comerciais. Um volume considerável de importações é fundamental para o crescimento sustentável das exportações, objetivo que deve ser perseguido por várias razões, mas que, em última instância, se constitui num instrumento de desenvolvimento econômico e social. Impostos sobre importações representam, indiretamente, tributação sobre as exportações e podem vir a ser, como sabemos, mecanismos de incentivo à ineficiência.

Entre 1998 e julho de 2004, enquanto nossas exportações anuais cresceram de forma significativa, saltando de US\$ 51,1 bilhões para US\$ 86,3 bilhões, as importações decresceram, de US\$ 57,7 bilhões para US\$ 55,4 bilhões. Isto pode, *a priori*, ser considerado positivo, pois, afinal de contas, estamos reduzindo o desequilíbrio do balanço de pagamentos. Contudo, vale a pena

relembrar que tal evolução se registrou numa fase em que o real se desvalorizou substancialmente, sendo pouco provável que continue a acontecer de forma sistemática. A contenção das importações implica limitar a expansão futura das exportações, com todas as suas conseqüências negativas.

**H**á uma rígida e anacrônica regulamentação da conta de capitais do balanço de pagamentos brasileiro, com mecanismos de exceção. É o caso da centralização cambial, que dá poderes ao Banco Central para, numa situação de crise, tal como a que ocorreu no fim dos anos 80, selecionar o que as empresas podem pagar. Isto contribui para piorar a percepção do Risco Brasil. Tais normas são baseadas em dispositivos que datam dos anos 1930, num mundo em que inexistiam os movimentos internacionais de capitais, as trocas de mercadorias estavam fortemente contidas pelo protecionismo que se seguiu à depressão de 1929 e em que predominava o regime de taxas de câmbio fixas. Faz-se necessário modernizá-las, adequando-as à globalização do século 21, eliminando entraves ao crescimento econômico.<sup>2</sup>

Sem dúvida alguma, uma política fiscal de boa qualidade é central num processo em que um país busca a “graduação”, a credibilidade perante os mercados financeiros. Entretanto, é necessário olhar também para a qualidade da administração da dívida pública.

Um dos problemas que afligem não só o Brasil, mas também outros países de economia emergente, é o chamado “pecado original”, ou seja, a incapacidade de se endividar no exterior em sua própria moeda.<sup>3</sup> Se a dívida externa de um país é denominada em moeda estrangeira, uma desvalorização da taxa de câmbio, ao reduzir o poder de compra do produto doméstico, torna mais difícil fazer face ao serviço da dívida. Conscientes desse problema, bancos e investidores estrangeiros ficam mais arredios em financiar o país cuja moeda está se depreciando, acentuando desse modo a natureza pró-cíclica dos fluxos de capital.

Se um país pode emitir dívida em sua própria moeda, diante de um choque externo, representado, por exemplo, por uma alta de taxas de juros ou queda de preços de seus produtos de exportação, existe a opção de deixar sua moeda se desvalorizar e adotar políticas monetária e fiscal expansionistas para estimular o crescimento do PIB, usando os mercados financeiros internacionais para financiar o aumento temporário do desequilíbrio do balanço de pagamentos.

Quem não dispõe dessa facilidade, como os países emergentes, não tem outra opção numa situação de crise externa: o caminho é o aperto monetário e fiscal, pois os mercados não estarão dispostos a ampliar a oferta de financiamentos.

**P**ara se credenciar a emitir dívida em sua própria moeda, a construção de

**Um dos problemas que afligem não só o Brasil, mas também outros países de economia emergente, é o chamado “pecado original”, ou seja, a incapacidade de se endividar no exterior em sua própria moeda.**

instituições fortes parece ser condição necessária, porém não suficiente. Novamente, o Chile é um bom exemplo de país que conseguiu melhorar a qualidade de suas instituições. Contudo, não tem a faculdade de emissão de dívida externa em pesos chilenos, o que, diante da crise financeira da Ásia, em 1997, lhe foi muito prejudicial. Em lugar de atrair maiores fluxos de capital para compensar a queda de suas exportações, foi obrigado a empregar o aperto monetário e fiscal para diminuir as importações em cerca de 22%, entre 1997 e 1999, o que provocou uma grande perda, na medida em que o crescimento do PIB passou de 6,8% em 1997 para -0,8% em 1999.

Notas de dívida de subsidiárias de bancos brasileiros no exterior com rentabilidade indexada ao real foram emitidas em momentos de baixa volatilidade da taxa de câmbio real/dólar americano, como a fase que antecedeu a crise asiática.

Um número restrito de moedas satisfaz a

necessidade de diversificação nas carteiras dos investidores internacionais. Tal como no caso de um porta-fólio de ações, os benefícios marginais da diversificação tendem a ser decrescentes, o que explica a limitação no número de países capazes de ter endividamento externo em suas próprias moedas. Como liquidez é algo muito importante nos mercados de ativos financeiros, apenas aqueles que contam com fluxos gigantescos de comércio internacional, como os Estados Unidos, o Japão e os componentes da União Européia, ou casos especiais, como a Suíça, um centro financeiro, e o Reino Unido, um antigo império político e econômico, têm essa faculdade.

A

autorização, pelo Conselho Monetário Nacional, para a emissão de dívida externa indexada ao real por empresas brasileiras é uma boa iniciativa, representando um passo na direção da liberalização dos movimentos de capitais. Embora, haja naturalmente interesse de nossas empresas em utilizar essa alternativa, temos que reconhecer que, dado o “pecado original”, é de se esperar que um volume de endividamento com tais características não venha a tomar proporções relevantes em termos macroeconômicos.

De acordo com dados do FMI, a partir de 1997 os países de mercados emergentes passaram a emitir muito mais dívida pública interna do que externa, refletindo até mesmo as dificuldades de acesso ao mercado internacional após a crise da Ásia. Em geral, tais países têm dívida pública interna estruturada em quatro categorias: títulos com taxas de juros pré-fixadas, com taxas de juros flutuantes (indexadas geralmente a taxas de juros *overnight*), com rendimento indexado à



**Ⓢ governo brasileiro ainda precisa melhorar bastante o perfil temporal de sua dívida interna, pois mais da metade (52,8%) vence nos próximos 18 meses (18,2% em seis meses).**

inflação e com rendimento em moeda estrangeira.

É recomendável ter dívida com taxas de juros prefixadas. A dívida indexada à inflação, que alguns países, como o Brasil em 1964, começaram a emitir em fases de inflação, e outros num contexto de baixa inflação, como EUA, Canadá e Suécia, é bastante adequada às obrigações dos fundos de pensão, que se constituem normalmente em importantes financiadores do endividamento público. Como os governos extraem receita derivada do imposto inflacionário, não há o que se chama de “descasamento de moedas”; em contrapartida às obrigações vinculadas à inflação, existem receitas com característica semelhante.

**T**odavia, títulos em taxas flutuantes, como as nossas Letras Financeiras do Tesouro (LFT), aumentam os riscos na gestão da dívida pública, à medida que elevações de taxas de juros são imediatamente refletidas em seu custo.

Piores ainda são os títulos indexados à moeda estrangeira, que contribuem para ampliar a vulnerabilidade da economia em face de um choque externo, como testemunham os episódios passados com os Tesobonos mexicanos em 1995, os GKO's russos em 1998 e as NTN's cambiais brasileiras em 1998/1999. A existência de dívida interna dessa natureza faz com que expectativas de desvalorização cambial se transformem automaticamente em expectativas de um *default* do governo

emissor, pois o mercado sabe que a depreciação da moeda do país vai fazer o valor da dívida crescer substancialmente em relação ao PIB e/ou à receita fiscal. Há um perigoso descasamento de moedas.

O Brasil conseguiu diminuir a proporção desse tipo de endividamento no total da dívida pública interna, dos 33,5%, do fim de 2002, para 14,9%, em junho de 2004. Isso foi conseguido à custa do aumento da dívida pré-fixada, de 2% para 14,7%, e da indexada à inflação, de 11,4% para 13,5%, o que foi positivo; mas, o que é negativo, a dívida em taxa flutuante se elevou simultaneamente de 41,9% para 45,4%.

Evidentemente, é recomendável, para minimizar o impacto de choques, ter o máximo possível de dívida a prazos longos. O governo brasileiro ainda precisa melhorar bastante o perfil temporal de sua dívida interna, pois mais da metade (52,8%) vence nos próximos 18 meses (18,2% em seis meses).

No terreno das inovações financeiras, começa-se a discutir a questão da emissão de dívida externa indexada ao comportamento de variáveis reais. No caso da reestruturação da dívida da Argentina, tem sido ventilada a possibilidade de emissão de títulos com rentabilidade indexada à evolução do PIB daquele país.

**U**ma das diferenças fundamentais entre a dívida soberana e a corporativa é que as empresas dispõem da alternativa de emitir papéis segundo os quais os investidores vão



econômica, aliviando a natureza pró-cíclica da política fiscal, característica prevalente na maior parte da América Latina, especialmente no Brasil.

A principal dificuldade da aceitação desses títulos pelo mercado reside no fator credibilidade. Há o temor de que o devedor possa manipular as estatísticas do crescimento do PIB, de modo a minimizar o pagamento de juros. Ao lado dessa preocupação, existem problemas de caráter técnico, como a impossibilidade de o investidor fazer *hedge* contra oscilações do PIB do país emissor. De qualquer maneira, vale a pena discutir e investigar o emprego de instrumentos desse tipo, explorando-se, por exemplo, a viabilidade da emissão de dívida externa com remuneração indexada às exportações.

Nossa conclusão é que a dívida pública brasileira, assim como dos demais países de economia emergente, é um problema cuja administração é viável, apesar do histórico ruim e do “pecado original”. Contudo, como qualquer questão macroeconômica, requer a predominância da racionalidade em sua abordagem e gestão, política e técnica, de boa qualidade, com o fortalecimento das instituições, política fiscal conservadora e estrutura de endividamento prudente.

*roberto.castello.branco@cvr.com.br*

ser remunerados de acordo com seu desempenho. É o caso, por exemplo, das debêntures conversíveis, uma espécie de “quase ação”, em que o investidor compartilha os altos e baixos da performance empresarial.

A emissão de títulos indexados ao PIB oferece a vantagem de resultar em menor carga de pagamento de juros numa recessão e em maior peso nas fases de expansão

#### NOTAS

1. Sobre o efeito negativo da economia informal sobre o crescimento econômico, veja William Lewis, “The Power of Productivity”, The University of Chicago Press, 2004.
2. Veja, por exemplo, Gustavo Franco e Demóstenes M. Pinho, “A Desregulamentação da Conta de Capitais: Limitações Macroeconômicas e Regulatórias”, PUC, Departamento de Economia, janeiro de 2004.
3. Barry Einchengreen, Ricardo Hausmann e Ugo Panizza, “The Mystery of Original Sin” em *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, editado por B. Einchengreen e R. Hausmann, The University of Chicago Press, 2003.