

Deságio e renegociação

Rubens Penha Cysne

A proposta de renegociação da dívida externa trouxe de volta ao anedotário corrente a antiga estória do encontro entre um credor (José) e seu devedor inadimplente (Antônio), em que o segundo vira-se para o primeiro e pergunta:

— José, já que você sabe que a probabilidade de eu lhe pagar aquela dívida de US\$ 100,00 gira em torno de 70%, você aceitaria conceder um deságio de 30%, de tal forma que eu só lhe pagasse US\$ 70,00?

Ao que José responde:

— Ok! Está feito.

E Antônio replica:

— Então faça-me o favor de daqui em diante cobrar-me apenas US\$ 70,00.

Repetido *ad infinitum* o diálogo acima levaria a zero a dívida de Antônio. O moral da estória é o seguinte: só faz sentido para um credor aceitar um deságio de 30% se a dívida for paga na hora. Neste caso, ele estará trocando US\$ 70,00 certos por US\$ 100,00 duvidosos, o que pode representar um bom negócio. Mas nenhum credor aceitará conceder um deságio para continuar credor, trocando US\$ 100,00 duvidosos por US\$ 70,00 igualmente duvidosos.

A simplicidade e clareza desse argumento trazem consigo a explicação para o recuo imediato do ministro da Fazenda, quando da exposição de sua proposta (de troca de títulos por títulos, com deságio de 30%) ao secretário do Tesouro Americano: ela era simplesmente inaceitável para os credores. Tratava-se, na verdade, mais de uma exposição de desejos de que de uma efetiva proposta de negociação. O embasamento desta afirmativa está nos próprios fatos que se sucederam após a apresentação oficial desta última.

Aliás, diga-se de passagem, a confusão entre "lista de desejos" e plano econômico tem sido uma constante ultimamente. Aos objetivos simplesmente não se contrapõem os meios. As folhas de papel e microfones de palanque (onde os "planos" costumam ser, respectivamente, elaborados e divulgados) é dada a árdua tarefa de aceitar sobre si toda a irrealidade de propostas mirabolantes que a realidade se encarrega de desmentir, impondo uma frustração adicional ao já descrente conjunto de leitores e ouvintes.

Teoricamente, entretanto, é possível que um devedor se aproprie de ao menos uma parte do deságio com que seus títulos são cotados, ainda que ele não liquide de imediato a sua dívida (o que obviamente é impossível para um país cujo passivo externo em muito ultrapassa o total de reservas de liquidez internacional). Basta que ele elimine qualquer hiato de credibilidade quanto ao cumprimento de seus compromissos com o credor, após este último ter aceito a redução do valor total devido. Nesse caso, haveria uma troca de US\$ 100,00 duvidosos por US\$ 70,00 certos, ainda que estes últimos fossem representados por títulos e não por moeda. Na realidade, a eliminação total desse hiato de credibilidade com relação aos títulos emitidos por um determinado agente econômico equivale a dar-lhe o poder de criação de liquidez internacional.

Uma proposta já discutida neste sentido consiste na criação de uma agência internacional que comprasse (a preço de mercado) os débitos dos países devedores (que passariam, obviamente, a ter obrigações de mesmo valor para com esta

última), emitindo títulos para os bancos credores. Como a aceitação do deságio por parte do credor é função crescente da queda de risco dos novos títulos, a condição fundamental de toda a operação é que o passivo dessa agência (que faria parte do ativo dos bancos credores) fosse isento de qualquer suspeita. Supondo que esta última seja bem administrada, uma condição suficiente para a credibilidade do passivo seria, nesse caso, a solidez de seus ativos, o que depende do comportamento dos países devedores.

Nesse ponto reside o grande problema prático da estratégia. A idéia mais imediata, quando se pensa numa relação entre credores e devedores, é a colocação de garantias reais pelos primeiros (no caso, os países devedores) à disposição dos últimos (a agência). Mas essa hipótese não é praticamente aplicável ao problema em questão. Uma proposta conhecida sugere a obtenção de um aval para o passivo da agência por parte dos Tesouros das economias mais desenvolvidas do Ocidente. Mas a obtenção desse aval também tem lá as suas dificuldades.

Se ele fosse efetuado e os países devedores como um todo honrassem as suas obrigações para com a agência, eles teriam se beneficiado de um possível ganho quando da transformação de suas dívidas (ainda que possivelmente pequeno, já que a própria criação da agência reduziria o deságio) e não haveria maiores problemas. Se, no entanto, devido a uma mudança de governo, ministro, ou mesmo idéia, um ou vários países decidissem não efetuar os seus pagamentos à agência, os Tesouros das economias desenvolvidas deveriam honrar o seu aval, transferindo para essa última a diferença entre os recursos devidos e aqueles efetivamente pagos pelos países inadimplentes.

Em outras palavras, a concessão de avales implica a possibilidade de uma pulverização dos encargos do endividamento internacional entre os contribuintes das economias mais ricas. À parte as discussões sobre justiça ou conveniência desse tipo de solução, o fato é que tais contribuintes certamente estariam conscientes dessa possibilidade, o que deveria implicar fortes pressões contra qualquer iniciativa governamental no sentido da concessão dos avales. A pergunta típica de um conservador não participante da atividade bancária, nesse caso, seria: "por que eu devo pagar com impostos a diferença entre os lucros esperados e os lucros realizados dos acionistas dos bancos credores? Se essas instituições avaliaram mal os seus riscos, não me cabe responder por isso. Afinal, eu também não fui chamado a receber os dividendos extras decorrentes dos elevados *spreads* cobrados aos países com risco de inadimplência."

Do ponto de vista brasileiro, não há nada a se perder tentando-se uma solução desse tipo. Cabe apenas deixar claro que os países avalizadores certamente não entrariam no jogo dando aos credores a chance de transferir-lhes os encargos de suas dívidas. Isso sugere que tal estratégia, se posta em prática, seria provavelmente acompanhada de um conjunto de medidas retaliatórias que, na hipótese de inadimplência de um devedor para com a agência, esse seria praticamente isolado da comunidade financeira e do fluxo de comércio internacional. Na ausência de nítidas vantagens e garantias para os dois lados, essa solução fica mais para "lista de desejos" do que para plano de negociação.

Rubens Penha Cysne é professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas.