

## Reputações em reconstrução

MARCELO DE PAIVA ABREU

A aceitação por mais de três quartos dos credores da oferta argentina de reestruturação da dívida externa talvez crie condições para que o nosso vizinho comece a deixar para trás as seqüelas do amargo episódio da paridade fixa. Pode ser o capítulo final de episódio singularmente caracterizado por muitos culpados e memórias curtas quanto a posições assumidas no passado. Culpados são os governos argentinos que insistiram na paridade fixa quando o final da história já podia ser antecipado. Culpados são os analistas, hoje desmemoriados, que racionalizaram a política de avestruz. Culpados são os intermediários financeiros que induziram investidores a comprar títulos especulativos. Também culpados são os tomadores de dívida argentina cuja ganância amorteceu a prudência. Culpado é o Fundo Monetário Internacional, que deixou de cumprir a sua missão e acomodou a manutenção da paridade fixa. A simpatia fica com aqueles argentinos que sacrificaram suas modestas poupanças e, freqüentemente, também o seu emprego quando chegou a hora da verdade.

As lamentações quanto à redução da dívida de mais de 70% implícita na proposta fazem parte de ritual que se repete ao fim de cada ciclo de endividamento externo de economias emergentes. Afinal, qual seria a alternativa? De fato, analistas como Martin Wolf, do *Financial Times*, sugeriram que é provável que o desconto argentino tenha sido excessivamente baixo à luz do objetivo de superação das restrições fiscais à volta à normalidade na Argentina. É claro que fica sempre a preocupação quanto ao uso que o governo Kirchner fará de sua inquestionável vitória na queda-debraço com a maior parte dos credores. Os excessos na comemoração sugerem que o apetite do governo argentino por outros free lunches mais à frente pode ter sido excessivamente estimulado.

Preocupações mais relevantes quanto ao acordo se concentram nos perigos do contágio do calote. A leitura dos comentários no Brasil ao acordo argentino sugere que existe hoje quem julgue que esse acordo deveria ser tomado como exemplo. Afinal, se manter o ajuste fiscal no nível atual é tão doloroso, por que não copiar o calote? É obscuro se o namoro é com o calote completo ou se limita à dívida externa. Há até aqueles que propõem a redefinição do significado de calote: caloteiro não seria simplesmente o que não paga os seus compromissos, mas, sim, aquele que poderia pagar, mas não paga...

Num mundo em que se dê algum valor a compromissos, pessoas, empresas e países deveriam pagar suas obrigações contratuais em dia. A reputação de seriedade construída com base numa história de pagamentos pontuais é importante determinante do acesso ao crédito e do seu custo. Quanto mais longa essa história de bom pagador, melhor. Em dois momentos, 1943 e 1993, o Brasil negociou sua dívida no marco de uma renegociação global envolvendo todos os emergentes. No século 19, o País tinha boa reputação no mercado financeiro internacional, apesar de alguns percalços temporários. Em contraste com as demais economias latino-americanas, não houve default entre 1824 e 1898, a despeito do que se alegue em alguns recentes estudos um tantos descuidados sobre defaults seqüenciais. Mesmo até 1931 o desempenho do Brasil como pagador foi bem melhor do que sugere parte substancial da literatura. É certo que o acordo 'permanente' de 1943, que regulou a conversão da dívida externa brasileira acumulada até 1931, implicou desconto de 50% do montante em circulação. Como em qualquer negociação desse tipo, isso gerou pesadas perdas para os investidores que compraram bônus no período imediatamente anterior à crise, enquanto os investidores que compraram títulos no século 19 tiveram ganhos muito acima da remuneração dos títulos públicos britânicos. Apesar disso, é possível mostrar que as taxas médias de retorno anual

efetivo de todos os empréstimos brasileiros lançados até 1931 foram superiores às taxas de aplicações alternativas em títulos governamentais britânicos e norte-americanos.

Ao renegociar a dívida externa nos termos do Plano Brady, o Brasil optou, em 1993, por estratégia de busca da trajetória perdida de crescimento econômico, baseada, entre outros ingredientes, na redução do spread entre juros internacionais e juros pagos pela República. Essa estratégia foi endossada pelo governo Lula. Trata-se de reconstruir a reputação financeira do País depois das atribulações do começo da década de 1980, ocorrida menos de 15 anos após a volta do Brasil ao mercado de empréstimos bancários voluntários. Em contraste, no ciclo de endividamento anterior o País teve acesso aos mercados financeiros por mais de um século a partir da independência. A evidência indica que, no acordo de 1993, embora o desconto global tenha sido da ordem de 20%, as taxas de retorno dos empréstimos brasileiros foram menores do que as de aplicações alternativas em títulos norte-americanos.

A deterioração em relação ao ciclo de endividamento de 1824-1931 é clara. Ao contrário da história de muitas economias, que registra amadurecimento das instituições financeiras, no Brasil as tradições financeiras republicanas se revelaram bem menos sólidas do que as imperiais. O empenho em reverter esta situação penosa nos últimos dez anos é uma das grandes demonstrações de amadurecimento político do País. Copiar a Argentina seria retrocesso deplorável. Em tempo: não sou monarquista. Prezo os melhores valores republicanos. Só não sou apologista do calote.

**\*Marcelo de Paiva Abreu, doutor em Economia pela Universidade de Cambridge, é professor-titular do Departamento de Economia da PUC-Rio**