

Países Devedores e Bancos Comerciais em Face da Crise Financeira Internacional

PAULO NOGUEIRA BATISTA JUNIOR*

Introdução

Nos últimos dois anos, sob o impacto de uma violenta e inesperada redução dos empréstimos bancários internacionais, mais de 30 países do chamado Terceiro Mundo e da Europa Oriental foram levados a interromper ou a reescalonar o serviço de suas dívidas externas. A ocorrência de graves dificuldades de pagamentos em países que respondem por uma parte

significativa dos ativos e do capital dos principais bancos internacionais foi imediatamente percebida como ameaça à estabilidade do sistema bancário dos países industrializados e conduziu à formulação de uma série de esquemas financeiros de emergência, cujo propósito básico foi o de evitar uma contração ainda maior dos fluxos de crédito e a propagação da crise financeira.

O propósito básico deste trabalho é descrever e discutir a forma pela qual a crise financeira internacional foi administrada de meados de 1982 a meados de 1984. Como se verá, a avaliação deste artigo é, de um modo geral, bastante desfavorável aos métodos de renegociação que prevaleceram nestes últimos dois anos. Procura-se ressaltar que os esquemas de financiamento e reescalonamento não atendem aos interesses básicos dos países devedores e encontram também resistências significativas junto à maioria dos bancos comerciais envolvidos em operações internacionais.

* Este artigo constitui uma versão resumida de trabalho concluído em mai./84. Certos dados e informações foram atualizados em set./84. Algumas seções deste trabalho baseiam-se em parte nas informações derivadas de entrevistas e contatos informais com bancos comerciais americanos e alemães, agências governamentais e instituições internacionais durante viagem aos Estados Unidos e à Europa realizada no início de 1984. O autor agradece o apoio financeiro do Programa Nacional de Pesquisa Econômica e os comentários do Prof. Octávio Gouvêa de Bulhões, de Michal Gartenkraut, Marcelo Lara Resende, Luiz Aranha Corrêa do Lago e Maria Sílvia Bastos Marques.

O artigo está dividido em quatro seções. A primeira descreve as premissas e objetivos que vêm orientando a administração da crise financeira internacional e a estrutura geral dos esquemas financeiros de emergência implementados nos últimos dois anos. A seção 2 examina as tensões e divergências entre os diferentes grupos de bancos credores, ressaltando a existência de focos significativos de resistência à forma como vem sendo conduzido o processo de reescalonamento pelos principais bancos americanos, cuja vulnerabilidade parece impedir a adoção de uma atitude mais realista em relação à questão da dívida de países como o Brasil. Na seção 3, a crise financeira é discutida sob a ótica dos países devedores, com referência especial ao caso brasileiro. Procura-se mostrar o caráter paradoxal do processo de transferência líquida de recursos dos países devedores para o sistema bancário dos países industrializados, tal como realizado nos últimos dois anos, e analisar as suas implicações macroeconômicas. A seção final apresenta os elementos centrais de uma abordagem alternativa para a questão da dívida e discute a viabilidade de um esquema de reestruturação ampliada como forma de equacionar os problemas atuais.

1. A Administração Conservadora da Crise Financeira Internacional: A Estrutura dos Esquemas Financeiros de Emergência

Desde fins de 1982, a livre operação do mercado bancário internacional, isto é, a concessão de empréstimos em bases essencialmente voluntárias, foi em grande parte substituída por um sistema centralizado de empréstimos, que envolveu o reescalonamento de amortizações e a negociação de créditos novos constituídos com base na alocação de quotas entre os bancos credores. No lugar da chamada reciclagem competitiva, houve nos últimos dois anos um conjunto de "pacotes" financeiros, patrocinados pelo FMI e coordenados pelos principais bancos internacionais com apoio dos governos e ban-

cos centrais dos EUA e demais países industrializados, cuja finalidade básica foi conter a retração dos fluxos de crédito deflagrada pela moratória mexicana. O traço central destes chamados *rescue packages* tem sido a combinação de reescalonamento (em alguns casos refinanciamento) dos pagamentos de principal da dívida externa de países em crise cambial com financiamento novo sob a forma de empréstimos bancários "forçados" ou "involuntários", que se destinam essencialmente a financiar uma parte dos juros devidos por esses países aos próprios bancos.

Em 1983, este sistema de empréstimos forçados respondeu por quase metade dos créditos obtidos por países subdesenvolvidos no mercado de euromoedas. No caso da América Latina, menos de 10% dos fluxos registrados corresponderam a transações normais de mercado⁽¹⁾. Os empréstimos bancários deste tipo negociados com a Argentina, o Brasil, o Chile e o México alcançaram um valor total superior a US\$ 12 bilhões em 1983, representando cerca de 80% dos créditos bancários em euromoedas a países subdesenvolvidos nesse ano⁽²⁾.

Embora o volume de recursos mobilizado pelo sistema de empréstimos forçados não tenha sido suficiente para impedir uma acentuada redução dos fluxos de cré-

(1) Estes dados referem-se a fluxos brutos de créditos bancários em euromoedas e incluem todas as operações publicamente anunciadas de prazo superior a um ano (inclusive empréstimos *stand-by*). MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY OF NEW YORK, *World Financial Markets*, January 1984, p. 1-2.

(2) INTERNATIONAL MONETARY FUND *Recent Multilateral Debt Restructurings with Official and Bank Creditors*. Washington, D.C., December 1983, Occasional Paper N.º 25, By a Staff Team Headed by E. Brau and R.C. Williams, with P.M. Keller and M. Novak, p. 35-37; MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY OF NEW YORK. *World Financial Markets*, July 1984, p. 15.

dito para os países do chamado Terceiro Mundo e da Europa Oriental em 1983, não deve haver dúvida quanto ao fato de que na ausência destas operações de emergência a contração na oferta de crédito internacional teria sido mais profunda do que efetivamente foi. Em fins de 1982, os governos e bancos centrais dos EUA e demais países desenvolvidos defrontavam-se, na verdade, com um caso típico de *market failure*⁽³⁾. Se o mercado bancário internacional tivesse sido abandonado à própria sorte, uma contração mais violenta do crédito teria conduzido provavelmente a uma suspensão completa do serviço da dívida externa de grande número de países devedores, provocando uma deterioração ainda mais severa na qualidade do *portfolio* dos principais bancos internacionais e colocando em risco a sua sobrevivência. Embora pudesse ser do interesse abstrato do conjunto da comunidade bancária continuar fornecendo empréstimos aos países devedores do chamado Terceiro Mundo e da Europa Oriental, o interesse concreto de cada banco individual, especialmente dos bancos menores e/ou menos envolvidos com os países em crise cambial, apontava claramente no sentido de uma redução drástica do volume de empréstimos novos. Com uma parte substancial dos bancos procurando reduzir a sua *exposure* em termos absolutos, nem mesmo a renovação dos pagamentos de principal teria se realizado de maneira voluntária.

Deste modo, tornou-se indispensável organizar esquemas de emergência que pudessem garantir um nível mínimo de financiamento externo aos países devedores em crise cambial e preservar a estabilidade dos principais bancos internacionais e do sistema bancário como um todo. Embora tenham sido negociados caso a caso, em função das especificidades da situação de

cada país, estes esquemas apresentam algumas características comuns e obedecem quase sempre a um mesmo padrão geral.

A presença do Fundo Monetário Internacional no papel de principal avalista do sistema, capaz de conferir uma aparência de racionalidade e supranacionalidade à administração da crise, tem sido uma característica presente em quase todos os casos. Nos últimos dois anos, a montagem de um esquema financeiro de emergência, envolvendo geralmente reescalonamento (ou refinanciamento) do principal e financiamento parcial dos juros, esteve quase sempre condicionada à aceitação prévia pelo país devedor de um programa de ajustamento negociado com o FMI⁽⁴⁾. Em meados de 1984, nada menos que 36 países estavam seguindo programas de estabilização acordados com o Fundo⁽⁵⁾.

Mas nas condições prevalecentes nos últimos dois anos, o FMI não pôde circunscrever-se à sua função tradicional de avalista e confiar de modo inteiramente passivo nos efeitos benéficos do seu *seal of approval* sobre a oferta privada de recursos financeiros externos, de curto e longo prazos, para os países em crise cambial. Tendo em vista a profunda retração dos fluxos de capital bancário, o nível extraordinariamente elevado das taxas de ju-

(3) DALE, Richard S. & MATTIONE, Richard P. *Managing Global Debt*. Washington, D.C. The Brookings Institution, 1983. p. 1 e 48.

(4) As exceções ficam por conta de países que não pertencem ao FMI (Polônia, Cuba), ou se recusaram a aceitar a participação do Fundo nos acordos de reestruturação de dívida negociados com os bancos (Nicarágua). Além disso, alguns países que suspenderam pagamentos e acumularam significativo volume de atrasados recusaram determinadas imposições do Fundo (Argentina, Nigéria), ou simplesmente rejeitaram o recurso àquela instituição (Venezuela) e, por esse motivo, ainda não concluíram um acordo de reescalonamento de suas dívidas bancárias.

(5) VOLCKER, Paul A. Statement before the Committee on Foreign Affairs, House of Representatives, mimeo., August 8, 1984. p. 4.

ros no mercado internacional e a dimensão e estrutura das dívidas acumuladas nos dez anos anteriores, o FMI foi virtualmente obrigado a condicionar a sua participação não só à aceitação de um programa de ajustamento por parte do país devedor, como também a um compromisso do conjunto dos credores bancários de fornecer um nível "adequado" de recursos financeiros. Esta nova função do FMI não reflete necessariamente uma iniciativa da própria instituição, mas sim a preocupação dos governos dos países credores, em especial do governo americano, e dos principais bancos internacionais em utilizar todos os instrumentos disponíveis para conter a perigosa contração dos fluxos internacionais de crédito e assegurar, dentro do possível, uma distribuição aproximadamente uniforme do ônus de continuar concedendo empréstimos novos a países inadimplentes.

Conforme já mencionado, a função dos bancos internacionais, enquanto principais credores desses países, tem sido basicamente a de concordar com o reescalonamento (ou refinanciamento) das amortizações e participar em empréstimos adicionais destinados a cobrir uma parcela (modesta) dos juros devidos aos próprios bancos. A contribuição de cada banco individual a estes empréstimos "forçados" ou "involuntários" é estabelecida com base em um sistema de alocação de quotas, que toma como referência a participação de cada instituição na dívida existente⁽⁶⁾. Na ausência de defecções ou fugas, a *exposure* de todos os bancos credores cresceria, portanto, exatamente no mesmo ritmo, a uma taxa determinada pela relação entre o valor do empréstimo novo e o total da dívida bancária no início do pe-

ríodo⁽⁷⁾. Instaurou-se, desse modo, um verdadeiro jogo de "faz-de-conta", no qual os bancos concedem empréstimos "involuntários" a países efetivamente incapazes de garantir o serviço de suas dívidas, com o objetivo de permitir que estes países paguem uma parte da conta de juros devida aos próprios bancos. Exige-se, em contrapartida, que a parcela remanescente dos juros devidos seja coberta pelos países devedores com uma transferência substancial de recursos reais para o exterior⁽⁸⁾.

Exceção feita aos principais bancos norte-americanos e a alguns outros bancos internacionais de grande porte, que têm interesse firme na concessão de empréstimos novos como forma de tentar proteger a qualidade de seus ativos ou de sustentar a confiança de seus depositantes e acionistas, os bancos credores vêm demonstrando, de modo geral, natural relutância em colocar "*good money after bad*", isto é, em continuar concedendo empréstimos adicionais a países visivelmente incapazes de servir as suas dívidas externas. Neste contexto, tem-se procurado estimular a participação dos bancos oferecendo taxas de juros excepcionalmente elevadas. As operações recentemente concluídas com o Brasil, por exemplo, carregam um *spread* efetivo que pode ser estimado em 4 pon-

(6) Para uma discussão do sistema de empréstimos "involuntários" ver, por exemplo, CLINE, William R. *International Debt and the Stability of the World Economy*, Washington, D. C., Institute for International Economics, September 1983. p. 73-82.

(7) Como a composição monetária dos empréstimos não é a mesma para todos os bancos, esta afirmativa só é rigorosamente exata para taxas cambiais constantes.

(8) Em alguns casos extremos, a retração da oferta de empréstimos externos tem-se traduzido na geração de superávits em *transações correntes*. De acordo com estimativas preliminares da CEPAL, o México e a Venezuela registraram em 1983 superávits de respectivamente US\$ 3,7 bilhões e US\$ 5,1 bilhões em conta corrente. COMISSÃO ECONÔMICA PARA AMÉRICA LATINA. Balanço preliminar da economia latino-americana durante 1983, mimeo., dez./83; Quadro 7.

tos percentuais⁽⁹⁾. Estas taxas extorsivas, justificadas em parte pela necessidade de "atrair" os bancos menores e/ou mais rentáveis, fornecem aos bancos líderes o subproduto agradável de uma taxa de rentabilidade extraordinária pela sua presença em operações nas quais teriam que participar de qualquer maneira, dado o seu grau de envolvimento com os países em questão.

Mas a experiência recente parece ter demonstrado que a mera disposição de pagar *spreads* extremamente elevados não constitui condição suficiente para mobilizar o volume desejado de financiamento bancário. Sem a aplicação de pressão direta por parte dos principais bancos, dos governos dos países credores e do FMI, sem o recurso a ameaças veladas ou explícitas, não teria sido possível garantir a participação de uma parte substancial dos bancos credores, especificamente daqueles cuja *exposure* internacional é reduzida em termos relativos. O poder de "persuasão" dos governos e dos bancos centrais, e o intenso envolvimento do Federal Reserve em particular, tem sido provavelmente um elemento decisivo na superação da resis-

tência dos bancos menores ou menos envolvidos⁽¹⁰⁾.

Na verdade, a negociação dos "pacotes" financeiros recentes foi também facilitada pela dimensão relativamente modesta do financiamento concedido. O volume de alguns "empréstimos-jumbo", embora elevado à primeira vista⁽¹¹⁾, é sem dúvida modesto quando comparado à conta de juros devida aos próprios bancos. No caso de Brasil, por exemplo, o montante de "dinheiro novo" concedido sob a forma de empréstimos-jumbo em 1983-84 cobre apenas cerca de metade dos juros devidos aos bancos nesse período⁽¹²⁾.

O Diretor-Gerente da instituição responsável pela coordenação dos esquemas de emergência enfatizou repetidas vezes que uma das premissas subjacentes a estes esquemas era a de que os bancos estariam dispostos, numa primeira etapa, a aceitar um crescimento da ordem de 7% na sua *exposure* nominal em relação aos países subdesenvolvidos⁽¹³⁾. Indicações de que

(9) Tomando-se em consideração a **prime rate** de 13%, em vigor em meados de 1984, um **spread** nominal de 1 3/4 sobre a **prime**, pagamentos trimestrais de juros e uma **flat fee** de 1%, chega-se a uma taxa efetiva de aplicação de quase 16% para os pagamentos de juros referentes aos "projetos" A e B da Fase II da renegociação brasileira. O custo efetivo de captação dos bancos nos EUA, medido pela taxa dos certificados de depósito por três meses, foi de quase 12% em meados de 1984. European American Bank, **Economic Report**, July/August 1984, vários números. Sobre as condições financeiras dos empréstimos contraídos pelo Brasil na "Fase II", ver PASTORE, Affonso Celso. Depoimento perante a CPI da Dívida Externa Brasileira e do Acordo FMI/Brasil em 02/05/84, mimeo., p. 35-37. Observe-se, além disso, que esta estimativa não inclui ganhos derivados de rebates fiscais. Na verdade, diversos bancos beneficiam-se de vantagens tributárias específicas, que elevam consideravelmente a sua rentabilidade efetiva.

(10) CLINE, William R. *op. cit.*, p. 79-80.

(11) O Brasil e o México contrataram empréstimos-jumbo de respectivamente US\$ 4,4 bilhões e US\$ 5 bilhões em 1983, e de US\$ 6,5 bilhões e US\$ 3,8 bilhões em 1984.

(12) Cálculo aproximado obtido com base na exclusão dos recursos antecipados em fins de 1982 sob a forma de empréstimo-ponte (US\$ 2,3 bilhões) e de possíveis perdas líquidas de financiamento bancário de curto prazo. A participação dos bancos na conta de juros foi estimada com base na sua participação no total da dívida externa brasileira (cerca de 80%) e no fato de o custo médio da dívida bancária ser significativamente superior ao custo médio do crédito das demais fontes. BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Brazil - Economic Program: Internal and External Adjustment**, Volume 3. May 1984, p. 43 e 55.

(13) Ver, por exemplo, LAROSIÈRE, J. de. *Resolving the World's Debt Problems: Adjustment, Financing and Trade*, remarks at the Los Angeles Chamber of Commerce, Los Angeles, July 21, 1983, in International Monetary Fund, **External Debt in Perspective**, Washington, D.C., September 1983, p. 40.

este objetivo estaria sendo atingido em linhas gerais motivaram o Diretor-Gerente do Fundo a elogiar o "pragmatismo" e o "elevado senso de responsabilidade" da comunidade financeira internacional⁽¹⁴⁾.

A cooperação dos bancos não se deve evidentemente ao "elevado senso de responsabilidade" da comunidade financeira, mas sim ao instinto de autopreservação dos principais bancos, aos elevados *spreads* oferecidos pelos países devedores e à pressão aplicada sobre os bancos menores ou menos envolvidos. Mas o que interessa ressaltar é o fato de que um aumento de 7% na dívida bancária representa uma drástica redução da taxa de crescimento em relação à que prevaleceu no período 1976-81⁽¹⁵⁾. Embora os critérios subjacentes à definição de um teto de 7% para o crescimento da dívida bancária nunca tenham sido claramente explicados, pode-se admitir que este número tenha resultado da preocupação em permitir que

fosse imediatamente iniciada a redução da elevada *exposure* relativa do conjunto do mercado bancário em relação aos países em crise cambial. Dado um crescimento da base de capital dos bancos em torno de 11-13% a.a.⁽¹⁶⁾; um aumento de 7% na dívida seria compatível com uma diminuição significativa da relação empréstimos/capital já em 1983.

O que se pretende, na verdade, é garantir uma redução gradual da *exposure* relativa dos principais bancos a médio prazo, com o propósito de diminuir a sua vulnerabilidade em relação a países subdesenvolvidos. Este objetivo deverá ser alcançado pela redução progressiva do montante anual de "dinheiro novo" que se coloca à disposição dos devedores inadimplentes⁽¹⁷⁾. No caso do Brasil, por exemplo, o objetivo dos bancos parece ser o de reduzir significativamente a taxa de crescimento de sua *exposure* nominal absoluta ao longo dos próximos anos. A julgar por estimativas da equipe técnica do Fundo, realizadas no início de 1983, a execução do programa de ajustamento planejado deveria ser capaz de garantir o crescimento da dívida bancária do Brasil a taxas decrescentes no período 1983-85⁽¹⁸⁾.

(14) LAROSIÈRE, J. de. Adjustment Programs Supported by the Fund: Their Logic, Objectives, and Results in the Light of Recent Experience, remarks before the Centre d'Études Financières in Brussels, February 6, 1984, *IMF Survey*, February 6, 1984, p. 46. Dados referentes a empréstimos bancários no período jan.-set./83 sugerem um aumento de quase 7% na *exposure* do sistema bancário em relação aos países subdesenvolvidos não-petrolíferos. *Ibidem*.

(15) Entre 1976 e 1981, o crédito bancário internacional cresceu a uma taxa anual média estimada em 23% pelo Bank for International Settlements. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *International Capital Markets, Developments and Prospects, 1983*, Washington, D.C., July 1983, Occasional Paper N.º 23, By Richard Williams, Peter Keller, John Lipsky and Donald Mathieson, p. 3 e 4. A taxa de crescimento reduziu-se a 10% em 1982 e a apenas 8,5% em 1983. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. International banking developments — fourth quarter 1983, *mimeo.*, Monetary and Economic Department, Basle, April 1984. p. 4.

(16) Entre dez./77 e jun./82, o capital total dos bancos americanos cresceu a uma taxa anual média de 11,3%. VOLCKER, Paul A. How Serious is U.S. Bank Exposure? . *Challenge*, May-June 1983, p. 15. Entre jun./82 e dez./83, o capital cresceu a uma taxa anualizada de 12,8%. FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL, Statistical Release *mimeo.*, December 1982 e May 1984. Para uma discussão mais extensa da situação dos bancos americanos, ver seção 2.

(17) "In the process of restoring and maintaining orderly debt servicing, current maturities need to be extended and some new money — typically in diminishing amounts — may need to be provided as the internal adjustments are made". VOLCKER, Paul A. Statement before the Committee on Foreign Affairs, *op. cit.*, p. 4 (o grifo não é do original).

Análise mais recente do Morgan estima em apenas 3% o crescimento anual médio da *exposure* dos bancos no Brasil em 1985-87⁽¹⁹⁾. Os técnicos do FMI parecem trabalhar com a hipótese de que o Brasil será capaz de fazer os "ajustamentos" necessários à estabilização da dívida para com o conjunto dos bancos antes do final da década⁽²⁰⁾. A confirmar-se esta hipótese, a conta de juros devida aos bancos teria que ser então *integralmente* financiada com exportações líquidas ou fontes não-bancárias de capital.

(18) Estimou-se então, que o crescimento da **exposure** absoluta dos bancos estrangeiros em relação ao Brasil seria de 6,3% em 1983, 5,4% em 1984 e 4,5% em 1985. Relatório da equipe técnica do FMI de 10/02/83 divulgado em apêndice à exposição do Ministro da Fazenda, Ernane Galvêas, **A Crise Mundial e a Estratégia Brasileira de Ajustamento do Balanço de Pagamentos**, no Senado Federal em 20/03/83 (Quadro 10 do apêndice).

(19) MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY OF NEW YORK, **World Financial Markets**, July 1984, p. 11.

(20) Em telex enviado aos bancos credores do Brasil em out./83, o Diretor-Gerente do FMI afirmou que projeções da equipe técnica do Fundo indicavam que a conta corrente do Brasil poderia estar aproximadamente em equilíbrio em 1987/88. Ver telex enviado por Jacques de Larosière aos bancos credores do Brasil em 07/10/83, reproduzido na íntegra na **Gazeta Mercantil**, 22-24/10/83, p. 12. A equipe econômica do governo brasileiro adota essencialmente o mesmo ponto de vista. Em depoimento no Congresso, o Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central mencionaram a possibilidade de que o balanço de pagamentos em conta corrente esteja em equilíbrio por volta de 1987. Segundo Pastore, dependendo da evolução do contexto internacional, a dívida externa tenderia a estabilizar-se em 1987 e a declinar de 1988 em diante. DELFIM NETTO, Antonio. Depoimento perante a CPI da Dívida Externa Brasileira e do Acordo FMI/Brasil em 10/05/84, mimeo., p. 8 e 9; PASTORE, Affonso Celso. Depoimento perante a CPI, op. cit., p. 49 e 50.

Dado o nível atual das taxas de juros internacionais e dos *spreads* cobrados aos países devedores, a desejada redução da relação empréstimos/capital depende essencialmente da absorção pelos países devedores da maior parte dos custos associados à resolução da crise financeira internacional⁽²¹⁾. De fato, como já foi ressaltado em trabalhos anteriores, com taxas de juros médias em torno de 14-15% a.a., taxas anuais de crescimento de 7% ou menos para a dívida bancária estarão necessariamente associadas a uma transferência líquida maciça de recursos dos países devedores para o sistema bancário dos países credores⁽²²⁾. Cria-se assim uma situação em que o volume líquido de empréstimos efetuados pelos bancos a esses países passa a ficar substancialmente aquém dos pagamentos de juros devidos aos bancos. Na ausência de uma recuperação forte e sustentada das economias desenvolvidas, esta transferência deverá traduzir-se em compressão duradora do nível de atividade e de emprego e/ou em tentativas desestabilizadoras de alterar os preços relativos em favor dos setores produtores de bens e

(21) A distribuição marcadamente desigual do ônus da crise foi reconhecida em análise recente do próprio governo americano: "It was only as part of a cooperative effort among the debtors, banks, industrialized country governments, and the IMF that the debtor countries were able to get through the year [of 1983] . . . By far the greatest share of the burden was borne by the debtors themselves. . . . Calls for solutions to the debt problem through adjustment by the debtor countries must acknowledge the fact that an enormous amount of adjustment is already taking place". **Economic Report of the President**, Transmitted to the Congress, February 1984, together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers, United States Government Printing Office, Washington, D.C., 1984, p. 78-79.

(22) BATISTA Jr., Paulo Nogueira. O Reescalonamento da Dívida Externa Brasileira: Evolução Recente e Perspectivas, FGV/IBRE/CEMEI, mimeo., out./83, p. 21-29.

serviços comerciáveis nos países devedores⁽²³⁾.

No processo de administração da crise financeira internacional, uma das principais funções dos governos e bancos centrais dos países industrializados é justamente procurar garantir o ritmo e a duração da recuperação iniciada nos EUA em 1983. Dada a profundidade dos desequilíbrios existentes, a intervenção dos governos não pode circunscrever-se a ações de caráter emergencial. A participação dos governos e bancos centrais ocorre, portanto, simultaneamente em dois planos. Trata-se, por um lado, de contribuir para a montagem do sistema de empréstimos forçados, de conceder empréstimos-ponte (diretamente ou por intermédio do Bank for International Settlements) em antecipação ao desembolso de recursos do FMI e/ou de ampliar os fluxos de financiamentos comerciais fornecidos ou garantidos por agências oficiais de crédito. No entanto, estes mecanismos de curto prazo não poderão por si mesmos produzir uma repercussão duradoura. Por esse motivo, as autoridades econômicas nos EUA e nos demais países desenvolvidos têm sido instadas a estimular a reativação de suas economias, com o objetivo de absorver, a um nível mais elevado de comércio, os substanciais superávits exigidos do conjunto dos países devedores.

A recuperação de 1983-84 pode ter tido, entretanto, o efeito colateral negativo de consolidar o predomínio de uma atitude complacente e relativamente passiva em relação aos efeitos e riscos da crise financeira internacional. A expectativa de que o crescimento dos países industrializados possa ser sustentado ao longo dos próximos anos parece ter contribuído para uma certa "letargia", para uma maior

confiança nas chances de sucesso dos esquemas atuais e, conseqüentemente, para uma forte tendência de rejeitar propostas mais agressivas de reestruturação ampla das dívidas internacionais⁽²⁴⁾.

Na verdade, existem atualmente diversos elementos que impossibilitam qualquer tentativa de abordar o problema de forma global e de ampliar a participação dos governos dos países credores na administração da crise. O crônico desequilíbrio das finanças públicas nos EUA e em diversos outros países industrializados constitui evidentemente o obstáculo mais imediato e reduz substancialmente as possibilidades de aprovação de medidas que envolvam socialização de prejuízos, alocação direta de fundos públicos ou riscos de despesas futuras. O Congresso e a opinião pública nos EUA (e provavelmente nos demais países desenvolvidos) estariam de todo modo em forte oposição à qualquer medida que pudesse ser considerada uma tentativa de salvar os bancos com recursos do contribuinte. Mesmo propostas mais moderadas de intervenção enfrentam a resistência vigorosa de grupos de opinião que tendem a encarar os problemas atuais como resultado da imprevidência de bancos privados "irresponsáveis" e de países devedores "mal-administrados"⁽²⁵⁾. Atualmente, os EUA, a Alemanha Ocidental, a Inglaterra e o Japão possuem, além disso, governos de orientação conservadora, cuja propensão natural não conduz a maior interferência do Estado no campo econômico e a uma abordagem mais ampla para

(23) BATISTA Jr., Paulo Nogueira. Crise Financeira Internacional e Transferência de Recursos Reais. *Revista de Economia Política*, 4 (3): 127-36, jul.-set./84.

(24) Para uma descrição das diversas propostas de reestruturação mais ampla das dívidas internacionais ver, por exemplo, DALE, Richard S. & MATTIONE, Richard P. *op. cit.*, p. 42-48; e FIRST BOSTON INTERNATIONAL, *International Debt Rescheduling*, mimeo., August 1983, Part IV., p. 1-14.

(25) Recorde-se, a propósito, a dificuldade com que foi aprovada no Congresso americano a proposta de ampliação dos recursos do FMI em 1983.

o problema específico das dívidas internacionais⁽²⁶⁾.

Neste contexto político-ideológico, propostas mais ambiciosas de reestruturação das dívidas só teriam chances reais de materialização no caso de algum evento dramático, que pudesse levar ao colapso os esquemas atualmente existentes. Por enquanto, prevalece a percepção de que os "pacotes" de resgate financeiro vêm funcionando a contento, e os governos dos países credores não se mostram nada predispostos a incorrer nos custos (financeiros e políticos) inevitavelmente associados a uma intervenção mais ampla.

Não se deve perder de vista o fato de que o objetivo básico dos governos dos EUA e dos demais países industrializados, desde o início da crise, foi sempre o de preservar a estabilidade dos seus sistemas bancários, que se encontrava ameaçada pela violenta deterioração de uma parcela substancial dos seus ativos, resultado de uma onda de inadimplências não apenas de países do "Terceiro Mundo" e da Europa Oriental, como também de uma série de devedores domésticos importantes. A preocupação com a situação dos países devedores esteve até agora claramente em segundo plano. A orientação seguida parece ter sido simplesmente a de "ganhar tempo", na expectativa de que a recuperação do nível de atividade e de emprego nos países industrializados e a conseqüente reativação do comércio mundial permitissem aos países devedores continuar realizando as transferências requeridas e iniciar, ao mesmo tempo, uma recuperação lenta e gradual do nível de atividade interna. Durante este período de transição, o

(26) Vale lembrar que a posição inicial do governo americano não favorecia nem mesmo o grau limitado de participação necessário à implementação dos esquemas atuais. Na reunião anual do Fundo, em set./82, o governo americano ainda defendia a posição de que não havia necessidade de ampliar os recursos à disposição do FMI.

governo americano estaria aparentemente preparado para impedir, por meio de intervenções localizadas, qualquer ameaça mais séria de ruptura do padrão conservador de administração da crise⁽²⁷⁾, explorando em cada caso as possibilidades de extrair dos países devedores em crise concessões específicas de natureza política ou econômica.

Diante deste quadro, seria evidentemente irrealista imaginar que a situação dos países devedores possa despertar grande simpatia e compreensão⁽²⁸⁾. O que se deseja, ao contrário, é mantê-los sob "rédea curta", não autorizando, em princípio, qualquer ampliação mais significativa dos esquemas financeiros de emergência. Prevalecem, portanto, quase sempre programas financeiros "apertados", que se caracterizam por níveis limitados de financiamento, custos elevados e prazos curtos de consolidação⁽²⁹⁾.

O caráter deliberadamente "apertado" dos esquemas atuais resulta, em primeiro lugar, da preocupação em forçar os países devedores a produzir o "ajustamento" de suas contas externas. Parece predominar o

(27) McNAMAR, R.T. The International Debt Problem: Recent Problems and Future Ideas, mimeo., remarks before the Davos Symposium, Davos, Switzerland, January 30, 1984, p. 7.

(28) "I don't think we should just let a nation off the hook because we are sympathetic to the fact that they are having difficulty. As debtors, I think they should be made to pay as much as they can without breaking them. You just can't let your heart rule your head in these situations". Declaração do Secretário do Tesouro dos EUA citada em *Business and Society*, N.º 2/2, 1983, p. 10.

(29) Sobre os prazos de consolidação dos acordos de reescalonamento referentes a débitos bancários negociados de 1978 a out./83, ver INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Recent Multilateral Debt Restructurings with Official and Bank Creditors*, op. cit., p. 25 e 35-42.

ponto de vista de que na ausência de pressão exercida pelo estrangulamento cambial, esses países não estarão efetivamente dispostos a tomar as medidas necessárias para "colocar a casa em ordem". Esta percepção foi expressa de maneira clara em documento recente do governo americano:

"One way to ease the burden on the debtor countries would be to increase the level of financing, and thus allow them to import more. The obvious drawback to allowing too high a level of financing is that it leaves the accumulated debt that much higher at the end of the year and reduces the pressure on the country to adjust"(30).

A preferência dos credores por esquemas "apertados" deriva, em segundo lugar, da preocupação em não fornecer a devedores inadimplentes a possibilidade de ampliar as suas reservas internacionais e o seu poder de barganha em negociações futuras. Embora um controle perfeito não seja possível na prática, parece haver a intenção consciente de evitar que o montante de financiamento concedido (sob a forma de empréstimos novos, reescalonamento e/ou refinanciamento) permita uma recomposição substancial das reservas internacionais desses países⁽³¹⁾.

(30) **Economic Report of the President – 1984**, *op. cit.*, p. 83.

(31) A experiência recente da Venezuela é um exemplo conhecido das dificuldades que os bancos internacionais podem enfrentar quando o país devedor dispõe de um volume substancial de reservas internacionais efetivas. Como se sabe, a Venezuela suspendeu pagamentos antes que a retração da oferta de crédito externo levasse suas reservas internacionais ao esgotamento. Com base no poder de barganha associado à posse de substanciais reservas de divisas e petróleo, o governo venezuelano tem se negado até agora a negociar um acordo ampliado com o FMI e a aceitar o padrão de renegociação imposto à maior parte dos países latino-americanos.

2. A Vulnerabilidade dos Principais Bancos Americanos e as Divergências entre os Bancos Credores

A seção anterior descreveu o modo pelo qual foi administrada a crise financeira internacional de meados de 1982 a meados de 1984. A existência de um padrão geral na abordagem dos problemas cambiais de várias dezenas de países devedores em crise, e a aparente unidade de propósito e de ação dos países credores não deve, entretanto, levar a que sejam desconsideradas as profundas divergências de enfoque e de posição objetiva existentes entre os diversos tipos de bancos credores. Como se verá a seguir, qualquer análise que considere o conjunto dos credores como um bloco homogêneo, que age de forma coordenada e sem grandes dissensões internas sob liderança dos principais bancos comerciais americanos, perde de vista uma das dimensões centrais das negociações recentes. Na verdade, as tensões entre os diferentes grupos de bancos credores (e potencialmente entre os respectivos governos) constituem uma das principais ameaças à sobrevivência do padrão de administração da crise financeira internacional descrito na seção anterior.

Torna-se importante enfatizar, neste contexto, que o peso específico dos bancos americanos é bem menor do que sugere a sua preeminência na coordenação dos esquemas de emergência para diversos países. De fato, a participação dos bancos americanos no total da dívida bancária dos países subdesenvolvidos (exclusive OPEP) caiu de mais de 50% em 1975-76 para cerca de 36% em 1983. Tomando-se a dívida bancária conjunta da Argentina, do Brasil e do México, o declínio da participação americana foi ainda mais acentuado nesse período, de quase 60% em 1975-76 para 35% em 1983. Em dez./83, os bancos americanos respondiam por cer-

ca de 1/3 do total da dívida bancária brasileira⁽³²⁾.

Deve-se recordar, ainda, que mesmo dentro dos EUA existem importantes divergências entre os *money center banks* e os bancos regionais. Como se verá mais à frente, estes últimos respondem por uma parcela considerável das dívidas internacionais e vêm divergindo sistematicamente dos procedimentos preconizados pelos primeiros. Desse modo, parece indispensável distinguir pelo menos duas frentes de oposição, no âmbito da comunidade bancária, à liderança exercida pelos principais bancos americanos. Dentro desse espírito, esta seção começa por uma discussão da situação e problemas específicos dos grandes bancos americanos e passa em seguida a uma avaliação da posição das instituições bancárias fora dos EUA e dos bancos de pequeno e médio portes.

A Vulnerabilidade dos Principais Bancos Americanos

A vulnerabilidade dos principais bancos dos EUA constitui um dos obstáculos centrais a uma solução mais duradoura para o problema do endividamento internacional. A natureza essencialmente conservadora dos esquemas financeiros de emergência

não pode ser explicada sem que se leve em conta os problemas específicos dos grandes bancos americanos, cuja principal preocupação desde o início da crise em meados de 1982 tem sido justamente evitar, dentro do possível, a adoção de medidas que possam agravar ainda mais a difícil situação em que se encontram.

As estatísticas disponíveis permitem mostrar com toda a clareza a extrema vulnerabilidade dessas instituições. Deve-se ressaltar, em primeiro lugar, o elevado grau de *exposure* dos maiores bancos dos EUA em relação ao conjunto dos países subdesenvolvidos não pertencentes à OPEP. Como se verifica na tabela 1, a dívida desses países para com as nove maiores instituições bancárias americanas passou de US\$ 30 bilhões em dez./77 para US\$ 60,3 bilhões em jun./82, crescendo a uma taxa anual média de 16,7% nesse período. Ainda mais significativo, entretanto, é o fato desta dívida ter aumentado durante esse período a taxas sempre superiores às de crescimento da base de capital dos nove maiores bancos. Como esta última cresceu a uma taxa anual média de 9% nesse período⁽³³⁾, a *exposure* relativa *vis-à-vis* desses países (definida como a relação entre a dívida e o capital total) aumentou de maneira substancial, passando de 163% em dez./77 para nada menos que 223% em jun./82 (tabela 1.) No período mais recente, como resultado da forte redução da oferta de crédito bancário para a maior parte dos países subdesenvolvidos e do crescimento mais rápido do capital dos principais bancos americanos, a *exposure* relativa destes últimos sofreu redução significativa. De qualquer forma, em mar./84 a dívida dos países subdesenvolvidos não pertencentes à OPEP ainda representava o equivalente a 209% do capital dos nove maiores bancos americanos (tabela 1).

No entanto, é fundamental não perder

(32) VOLCKER, Paul A., How Serious is U.S. Bank Exposure?, *op. cit.*, p. 14; Federal Financial Institutions Examination Council, Statistical Release, *mimeo.*, May 1984; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, The maturity distribution of international bank lending — second-half 1983 developments, *mimeo.*, Monetary and Economic Department, Basle, July 1984. Os dados de *country exposure* do Bank for International Settlements e do Federal Financial Institutions Examination Council (FFIEC) não são apresentados de acordo com o mesmo critério. No entanto, ajustamento efetuado nos dados referentes à posição dos bancos americanos em jun./82 não produz alteração significativa (cf. VOLCKER, Paul A. *op. cit.*, p. 15 e dados brutos do FFIEC para jun./82).

(33) VOLCKER, Paul A. *op. cit.*, p. 15.

TABELA 1

DÍVIDA DOS PAÍSES SUBDESENVOLVIDOS NÃO PERTENCENTES À
OPEP PARA COM OS BANCOS DOS EUA, 1977-1984

Período	Em US\$ bilhões									
	Todos os Bancos Americanos					Como Percentagem do Capital				
	Todos os Bancos Americanos	Nove Maiores	Quinze Seguintes	Demais Bancos	Todos os Bancos Americanos	Nove Maiores	Quinze Seguintes	Demais Bancos		
dez./77	46,9	30,0	8,8	8,1	115	163	106	57		
jun./78	48,7	31,0	9,3	8,4	115	163	107	57		
dez./78	52,2	33,4	9,9	8,9	116	167	110	54		
jun./79	54,4	35,0	10,3	9,1	115	166	108	55		
dez./79	61,8	39,9	11,3	10,6	124	182	112	60		
jun./80	66,2	41,9	12,5	11,8	123	182	113	60		
dez./80	75,4	47,9	14,2	13,4	132	200	125	62		
jun./81	82,3	51,6	15,4	15,3	137	206	134	65		
dez./81	92,8	57,6	17,4	17,8	148	221	151	76		
jun./82	98,6	60,3	19,0	19,3	149	223	150	73		
dez./82	103,2	64,1	20,2	18,9	146	221	150	67		
jun./83	103,7	64,1	20,5	19,1	139	212	147	63		
dez./83	106,8	65,8	21,6	19,4	135	209	145	59		
mar./84	107,1	66,6	21,9	18,7	133	209	144	56		

Fontes: 1977-1981 — VOLCKER, Paul A. How Serious is U.S. Bank Exposure? Challenge, May-June 1983, p. 14; VOLCKER, Paul A. Statement before the Committee on Foreign Affairs — House of Representatives. mimeo., August 8, 1984, Table 3; 1982-1983 — Federal Financial Institutions Examination Council. Statistical Release, mimeo., vários números; mar./84 — VOLCKER, Paul A. Statement before the Committee on Foreign Affairs, op. cit., Table 3.

de vista o fato de que este grau de vulnerabilidade não é em absoluto representativo da situação do conjunto dos bancos americanos. A tabela 1 mostra que a *exposure* relativa *vis-à-vis* dos países subdesenvolvidos não pertencentes à OPEP tende a diminuir de maneira acentuada quando se passa dos nove maiores bancos para os quinze maiores seguintes, e destes para os demais bancos. No caso dos bancos menores, detentores de quase 20% do total da dívida desses países para com bancos dos EUA⁽³⁴⁾, a *exposure* não chega a 60% do capital total.

Alega-se algumas vezes que o conceito de "*exposure* relativa", tal como definido acima, tende a exagerar o grau de vulnerabilidade dos bancos. De acordo com este ponto de vista, seria preciso considerar que a dívida dos países subdesenvolvidos representa uma parcela relativamente reduzida do ativo total dos bancos⁽³⁵⁾. Esta discrepância entre as duas relações deriva evidentemente da elevada alavancagem do sistema bancário, cujas aplicações totais correspondem a quase 20 vezes o capital próprio. No entanto, a capacidade de absorver perdas e de resistir a choques imprevistos depende fundamentalmente do volume disponível de recursos próprios. O indicador mais adequado para medir a vulnerabilidade de um banco (ou de um grupo de bancos) em relação a perdas potenciais nos empréstimos efetuados a determinado país (ou a determinado grupo de países) não é, portanto, a relação desses empréstimos com o total do ativo, mas sim a sua relação com o total do capital e das reservas.

Na verdade, há diversos motivos para supor que a situação atual dos principais bancos americanos seja provavelmente mais e não menos problemática do que sugerem os dados apresentados até agora. Em primeiro lugar, convém mencionar que as estatísticas reproduzidas na tabela 1 correspondem a uma definição bastante ampla de capital, que inclui ações e dívidas subordinadas⁽³⁶⁾. Cabe lembrar, além disso, que estes dados não incluem as dívidas de países da OPEP e da Europa Oriental, alguns dos quais foram levados a suspender o pagamento de suas dívidas externas no passado recente. A inclusão dos países membros da OPEP eleva a *exposure* total dos nove maiores bancos para US\$ 84,7 bilhões e 269% do capital total em dez./83. Se forem considerados ainda os países da Europa Oriental, a *exposure* dessas instituições passa a US\$ 88,3 bilhões e a 280% do capital total⁽³⁷⁾.

No entanto, o aspecto talvez mais importante, ainda não visível nas relações agregadas indicadas na tabela 1, está no elevado grau de concentração dos empréstimos bancários em número bastante limitado de países. De fato, as obrigações de apenas três países (Argentina, Brasil e México) responderam nos últimos anos por cerca de metade do total das obrigações de países subdesenvolvidos não-membros da OPEP para com os nove maiores bancos⁽³⁸⁾. Em dez./83, os empréstimos totais a esses três países equivaliam a nada menos que 104% do capital desses bancos. O Brasil respondia isoladamente por uma

(34) Os dados reproduzidos na tabela 1 referem-se, na verdade, ao conjunto dos bancos que prestam informações às autoridades federais americanas (**reporting banks**).

(35) Em dez./83, a dívida total dos países subdesenvolvidos (exclusive OPEP) para com os nove maiores bancos correspondia a 11% dos ativos totais dessas instituições. FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL, Statistical Release, *mimeo.*, May 1984.

(36) DALE, Richard S. & MATTIONE, Richard P. **Managing Global Debt**, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1983, p. 13. Os dados de capital subjacentes à tabela 1 incluem ações, debêntures subordinadas e provisões contra devedores duvidosos. FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL, Statistical Release, *mimeo.*, vários números.

(37) *Ibidem.*, May 1984.

(38) *Ibidem.*, vários números.

dívida equivalente a mais de 40% do capital total das nove maiores instituições bancárias nos EUA⁽³⁹⁾.

Ao contrário do que ocorre na maior parte dos demais países credores, a legislação nos EUA obriga os bancos a divulgar informações relativamente detalhadas a respeito de sua *exposure* em diferentes países⁽⁴⁰⁾. Torna-se possível, portanto, especificar o envolvimento de cada banco individual com os principais países devedores. Os dados reproduzidos na tabela 2 evidenciam o elevado grau de *exposure* de alguns dos maiores bancos americanos em relação a cada um dos quatro principais devedores latino-americanos. No caso do Manufacturers Hanover, por exemplo, a dívida desses quatro países correspondia em fins de 1983 a 200% do capital do banco! Os empréstimos ao Brasil representavam o equivalente a 2/3 do capital do Manufacturers Hanover e a mais de 70% do capital do Citicorp.

Para os grandes bancos americanos, a inadimplência simultânea de quase todos os principais devedores em 1982-83 traduziu-se, portanto, em acentuada queda na qualidade de ativos equivalentes a uma parcela substancial do capital. A tabela 3 relaciona a dívida dos vinte principais países devedores para com os nove maiores bancos americanos em jun./83. Destes vinte países, treze interromperam ou reescalonaram o pagamento de suas dívidas externas em 1982-83. Estes treze países respondiam em jun./83 por uma dívida de US\$ 54,2 bilhões para com esses nove

bancos, equivalente a 179% do capital dessas instituições⁽⁴¹⁾.

Por conseguinte, a situação atual comporta riscos consideráveis para os principais bancos americanos. Um dos fatores que explicam a baixa capacidade de resistência desses bancos a choques imprevistos é o fato de não possuírem um volume adequado de reservas contra devedores duvidosos. Para os nove maiores bancos, as reservas relacionadas a empréstimos internacionais alcançavam em 1982 um valor total estimado em US\$ 614 milhões⁽⁴²⁾, isto é, apenas cerca de 1,1% dos empréstimos efetuados a 27 países que experimentaram crises cambiais ou sérias dificuldades de pagamento no passado recente.

Este volume extremamente reduzido de provisões para devedores duvidosos parece ter resultado, em parte, do fato de que nos EUA as decisões referentes à constituição de reservas encontram-se condicionadas pela preocupação especialmente acentuada dos acionistas e das equipes gerenciais com os níveis de lucratividade e com a distribuição de dividendos a cada trimestre. Além disso, ao contrário do que ocorreu em outros países nos últimos anos, as autoridades americanas não parecem ter se preocupado em encorajar os bancos a adotarem uma atitude mais cautelosa no que diz respeito à formação de

(39) *Ibidem.*, May 1984.

(40) GUTTENTAG, Jack M. & HERRING, Richard J. Disclosure Policy and International Banking, Brookings Discussion Papers in International Economics, N.º 7, The Brookings Institution, Washington, D.C., mimeo., December 1983, p. 23-26 e 32-33.

(41) FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL, Statistical Release, mimeo., November 1983.

(42) CLINE, William R. *op. cit.*, p. 98. O valor total da dívida de 27 países (Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Costa Rica, Equador, Filipinas, Honduras, Iugoslávia, Jamaica, Libéria, Malawi, Marrocos, México, Nicarágua, Nigéria, Peru, Polônia, República Dominicana, Romênia, Senegal, Sudão, Turquia, Uruguai, Venezuela, Zaire, Zâmbia) para com os nove maiores bancos alcançava em dez./82 US\$ 58.380 milhões. FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL, "Statistical Release", mimeo. June 1983.

TABELA 2
 DÍVIDA DA ARGENTINA, BRASIL, MÉXICO E VENEZUELA
 EM RELAÇÃO A ALGUNS DOS PRINCIPAIS BANCOS DOS EUA,
 DEZEMBRO DE 1983
 (Em percentagem do capital)

Discriminação	Argentina	Brasil	México	Venezuela	Total dos 4 Países	Capital (em US\$ milhões)
Citicorp	16,5	71,2	43,9	22,7	154,3	6.604
Bank of America	4,9(*)	40,6	44,8	26,4	116,7	6.117
Manufacturers Hanover	41,0	66,1	59,5	33,7	200,3	3.220
Chase Manhattan	17,3	57,2	34,7	27,4	136,6	4.479
J. P. Morgan	18,3	44,1	29,0	11,5	102,9	4.047
Chemical	13,1	45,2	50,1	27,5	135,9	2.821
Bankers Trust	10,2(*)	32,9	57,0	19,3	119,4	2.257
Continental Illinois	16,7	19,8	29,1	18,2	83,8	2.398

(*) Estimativa.

Obs.: Dados brutos provenientes de KEEFE, BRUYETTE & WOODS, INC.

Fonte: *Newsweek*, April 9, 1984, p. 36.

TABELA 3

DÍVIDA DOS PRINCIPAIS DEVEDORES(*) DO "TERCEIRO MUNDO",
E DA EUROPA ORIENTAL PARA COM OS NOVE MAIORES BANCOS AMERICANOS, JUN./83

País	Valor da Dívida (US\$ milhões)	Suspensão e/ou Reescalonamento do Serviço da Dívida em 1982-83
México	13.422	sim
Brasil	13.280	sim
Venezuela	7.575	sim
Coréia do Sul	6.307	não
Argentina	5.215	sim
Filipinas	3.942	sim
Chile	3.065	sim
Indonésia	2.723	não
Colômbia	2.263	não
Peru	1.463	sim
Iugoslávia	1.460	sim
Nigéria	1.456	sim
Malásia	1.341	não
Tailândia	1.212	não
Equador	1.119	sim
Argélia	806	não
Polônia	776	sim
Marrocos	727	sim
Uruguai	700	sim
Hungria	611	não

(*) Exclui centros **offshore** e países credores líquidos dos bancos da área de informação do BIS.

Fontes: FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL, Statistical Release, mimeo., November 1983; INTERNATIONAL MONETARY FUND, **Recent Multilateral Debt Restructurings with Official and Bank Creditors**, Washington, D.C., December 1983, Occasional Paper n.º 25, By a Staff Team Headed by E. Brau and R.C. Williams; with P.M. Keller and M. Novak.

reservas⁽⁴³⁾. Dado que os recursos desviados para a constituição de reservas aparecem evidentemente como item de despesa e reduzem o lucro corrente, o imediatismo dos bancos impediu que o crescimento das reservas acompanhasse o crescimento do ativo e do volume de empréstimos problemáticos.

(43) Paradoxalmente, o **Internal Revenue Service** agiu em sentido contrário. Desde 1969, a dedução fiscal aplicável à constituição de reservas bancárias foi reduzida em 3/4. "Is Accounting Legerdemain Impeding Resolution of Foreign Debt Problem?", **National Journal**, 17/12/83, p. 2618.

Na verdade, a precária situação de balanço dos grandes bancos americanos torna virtualmente impossível a aplicação de critérios normais de formação de reservas⁽⁴⁴⁾. Os empréstimos efetuados a treze países que reescalonaram ou suspenderam o pagamento de suas dívidas em 1982-83 equivalem, como foi visto, a quase duas vezes o capital dos bancos maiores. Formar reservas equivalentes a, por exemplo, 10% do valor de face destes ativos signifi-

(44) CLINE, William R. *op. cit.*, p. 99. DALE, Richard S. & MATTIONE, Richard. *op. cit.*, p. 37.

caria, portanto, absorver quase 20% do capital total.

É neste contexto que se pode entender melhor algumas características centrais do padrão conservador de administração da crise financeira internacional descrito na primeira seção deste trabalho. O chamado sistema de empréstimos forçados é apenas um artifício por meio do qual os principais bancos americanos vêm procurando manter uma tênue aparência de normalidade nas suas relações com países devedores inadimplentes. Concedem-se empréstimos, constituídos por meio da alocação de quotas entre os credores bancários, com o propósito de financiar uma parte dos juros devidos aos próprios bancos, juros esses que não poderiam ser efetivamente saldados sem o concurso desses novos empréstimos. Estas operações, que substituem — de forma aliás bastante ineficiente — o reescalonamento ou a capitalização parcial dos juros, reforçam a capacidade de pagamento dos países devedores em crise e sustentam, ainda que precariamente, a imagem de um mercado em funcionamento.

Mais especificamente, este tipo de artifício permite aos bancos contabilizar como lucro um fluxo de renda que resulta em parte dos empréstimos adicionais adiantados pelos próprios bancos. No âmbito do “empréstimo-jumbo” de US\$ 6,5 bilhões obtido pelo Brasil em princípios de 1984, o Citibank, por exemplo, comprometeu-se a emprestar US\$ 443 milhões. Este total, que retorna integralmente ao banco sob a forma de juros, equivale a mais de 25% dos lucros brutos do Citicorp em 1983⁽⁴⁵⁾. Com o argumento de que existe sempre uma chance de que o devedor se torne eventualmente capaz

de cumprir as obrigações reescaladas, abre-se a possibilidade de postergar por tempo indeterminado o *write-off* ou o *write-down* de empréstimos problemáticos⁽⁴⁶⁾. Em consequência, os balanços acabam não refletindo o aumento dos riscos e a depreciação efetiva de uma parcela apreciável dos ativos dos principais bancos⁽⁴⁷⁾. Do ponto de vista dos grandes bancos americanos, uma das principais vantagens dos precários esquemas de renegociação em curso é portanto a de permitir que a significativa queda na qualidade efetiva de empréstimos correspondentes a uma parcela substancial de seu capital não apareça nos balanços publicados⁽⁴⁸⁾.

Os grandes bancos americanos, que vêm desempenhando, com apoio explícito do governo americano e do Federal Reserve, o papel de força hegemônica na con-

(45) The True Face of Bank Earnings, *Fortune*, April 16, 1984, p. 82. Em 1983, o Chase Manhattan comprometeu-se a emprestar à Argentina, ao Brasil e ao México um total de quase US\$ 350 milhões equivalente a cerca de 50% dos lucros brutos. *Ibidem*.

(46) GUTTENTAG, Jack M. & HERRING, Richard J. The Current Crisis in International Banking, Brookings Discussion Papers in International Economics, N.º 8, The Brookings Institution, Washington, D.C., mimeo., December 1983, p. 14.

(47) Em fins de 1983, sob intensa pressão do Congresso, as autoridades americanas de supervisão bancária decidiram, entretanto, estabelecer taxas mínimas de redução do valor de balanço dos créditos bancários *vis-à-vis* de cinco países de menor importância para os bancos americanos: Zaire (75%), Sudão (50%), Polônia (15%), Nicarágua (15%) e Bolívia (10%). “Mindest-Abschreibung für 5 Problemländer”, in *Handelsblatt*, 14-15/01/84, p. 6.

(48) DALE, Richard S. & MATTIONE, Richard P. *op. cit.*, p. 37. Não se deve imaginar, entretanto, que este tipo de manobra tenha sido capaz de evitar que fossem negativamente afetados os preços de mercado das ações dos principais bancos. Em 31/05/84, o valor de mercado das ações dos nove maiores bancos americanos correspondia em média a 54,3% do seu valor contábil de 31/03/84. Mesmo excluindo-se o caso extremo do Continental Illinois, o preço de mercado representava em média apenas 59,5% do valor contabilizado em balanço por esses bancos. *The Economist*, June 9, 1984, p. 84.

cepção e implementação dos esquemas financeiros de emergência, constituem, na verdade, um dos principais focos de resistência a alterações mais profundas no processo de reestruturação das dívidas internacionais. A eles interessa manter fundamentalmente inalterados os atuais esquemas de renegociação. Sua postura pública em relação à questão se caracteriza, na maioria das vezes, por uma atitude apolo-gética de defesa dos resultados alcançados e da viabilidade dos padrões atuais de reescalonamento e financiamento. Referindo-se aos esquemas correntes em carta mensal recente, o Morgan Guaranty, por exemplo, chega ao ponto de argumentar que a estratégia desenvolvida "enjoys widespread commitment and (. . .) entails an acceptable (sic) sharing of burdens"(49), em flagrante contraste com documento do próprio governo americano já citado neste trabalho(50).

Na realidade, a vulnerabilidade dos principais bancos americanos, aliada a características específicas da regulamentação bancária nos EUA, torna-os pouco propensos a fazer concessões aos devedores que pudessem produzir uma divisão realmente aceitável dos custos associados à solução da crise. A capitalização dos juros, que por razões que serão discutidas mais adiante, constitui uma solução mais racional do que a prática atual de financiamento dos juros com empréstimos involuntários, é rejeitada porque anularia a ficção na qual se baseiam os procedimentos contábeis correntes e resultaria, dadas as regras prevalecentes nos EUA, na classificação dos empréstimos correspondentes como créditos em liquidação. O alongamento do prazo de consolidação ou qualquer outra mudança que torne mais amplo ou mais automático o processo de reescalonamento gera receios de perda de

poder de pressão dos credores sobre os países devedores. Tampouco parece existir predisposição para reduzir de maneira substancial as elevadas margens cobradas pelos bancos nas operações recentes de reescalonamento e financiamento parcial dos juros(51).

O que prevalece, ao contrário, é a tentativa de apresentar as crises cambiais do México, do Brasil, da Argentina, etc. como problemas essencialmente temporários de liquidez, que podem ser adequadamente administrados dentro dos esquemas atuais, sem maiores concessões por parte dos bancos credores. De acordo com este ponto de vista, o interesse básico dos bancos está em procurar dar sobrevida a esquemas que permitam ganhar tempo e continuar contabilizando pelo valor de face o elevado montante de empréstimos feitos a países inadimplentes, na expectativa de que as políticas de ajustamento avalizadas pelo FMI e a recuperação das economias capitalistas desenvolvidas possam eventualmente restaurar a posição financeira dos principais países devedores e a qualidade de seus portfólios.

Ainda que esta visão otimista não inspire necessariamente muita confiança, há outras razões, além das já mencionadas, para que os principais bancos americanos se oponham a políticas mais rigorosas de formação de reservas ou de correção do valor de ativos problemáticos. De fato, a informação de que os bancos maiores estariam formando reservas ou reduzindo o valor de balanço de seus empréstimos, ainda que em escala modesta, poderia reduzir a disposição dos países devedores de realizar os sacrifícios necessários para garantir o cumprimento de suas obrigações contra-

(49) MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY OF NEW YORK, *World Financial Markets*, February 1984, p. 10.

(50) Ver Seção 1.

(51) Estima-se que se as taxas cobradas a países subdesenvolvidos fossem reduzidas em dois pontos de percentagem, os lucros dos dez maiores bancos dos EUA sofreriam redução de cerca de 12% por ação em 1984. *Fortune*, April 16, 1984, p. 84.

tuais e levar os bancos menores a retraírem-se ainda mais em relação a empréstimos internacionais⁽⁵²⁾.

A Posição dos Bancos Não-Americanos

A resistência de diversos bancos não-americanos aos esquemas financeiros de emergência implementados nos últimos dois anos reflete basicamente o fato de que a sua situação objetiva diverge substancialmente da dos principais bancos americanos. Ao contrário destes últimos, os bancos europeus e japoneses vêm se protegendo contra o risco crescente de perdas na área internacional por meio da acumulação de um volume apreciável de reservas específicas. Sob pressão dos supervisores bancários ou por iniciativa própria, estes bancos têm sido geralmente mais agressivos do que os americanos no que se refere à constituição de provisões contra devedores duvidosos ou ao ajustamento do valor de balanço de ativos problemáticos⁽⁵³⁾.

Uma série de fatores específicos tem levado bancos importantes da Europa Continental a constituir um volume relativamente mais elevado de reservas do que bancos sediados em outras partes do mundo. Graças a um aumento acentuado dos lucros brutos, à forte pressão dos supervisores bancários e a um tratamento tributário geralmente favorável de provisões específicas, estes bancos estão aparentemente mais preparados para fazer face aos riscos associados à evolução adversa do contexto

internacional⁽⁵⁴⁾. De maneira geral, estas instituições contam com a vantagem adicional de sofrer menos pressões de seus acionistas para manter os dividendos em nível elevado. Desse modo, apesar do aumento da rentabilidade, alguns bancos da Europa Continental têm abdicado totalmente de aumentar os dividendos com o objetivo de reforçar as reservas e proteger os lucros contra a taxaço⁽⁵⁵⁾.

Informações obtidas em contato direto com bancos alemães em Frankfurt, Düsseldorf e Munique tendem a confirmar o quadro geral acima delineado. Em parte por iniciativa própria, em parte por pressões advindas das autoridades responsáveis pela supervisão bancária, os bancos alemães encontram-se geralmente em situação mais sólida do que os americanos. De fato, a posição dos bancos alemães e americanos diverge em vários aspectos cruciais:

- a. A *exposure* dos bancos alemães em relação ao Brasil e outros devedores problemáticos parece ser em geral significativamente menor em termos absolutos e relativos⁽⁵⁶⁾;

(52) *National Journal*, 17/12/83, p. 2620. Acredita-se também que as práticas contábeis correntes talvez reflitam a percepção de que as autoridades americanas não permitiriam o colapso de bancos importantes. Neste caso, as perdas seriam eventualmente absorvidas, no todo ou em parte, pelo governo e não faria sentido do ponto de vista dos bancos começar a registrá-las nos seus balanços desde já. *Ibidem.*, p. 2621.

(53) *Ibidem.*, p. 2620.

(54) INTERNATIONAL MONETARY FUND, *International Capital Markets, Developments and Prospects, 1983*, op. cit., p. 16. Na Suíça, o banco central induziu os bancos comerciais a formarem reservas consideráveis contra empréstimos feitos a países como o México, o Brasil e a Polônia. CLINE, William R., op. cit., p. 99.

(55) INTERNATIONAL MONETARY FUND, op. cit., p. 16. No Japão, entretanto, os bancos estão sendo solicitados a constituir reservas contra riscos internacionais a partir dos lucros líquidos. *Ibidem.*

(56) Cabe observar, entretanto, que os bancos alemães não são obrigados a divulgar dados referentes à sua exposição internacional, o que torna difícil uma avaliação precisa do seu grau de envolvimento com diferentes países e regiões. De qualquer forma, informações esparsas tendem a confirmar a afirmação de que a *exposure* das instituições

- b. Do ponto de vista tributário, a acumulação de reservas é mais fácil na Alemanha do que nos EUA. Para os bancos alemães, a formação de reservas específicas constitui uma maneira de reduzir substancialmente a tributação sobre os lucros, o que não ocorre no caso dos americanos;
- c. Os bancos alemães não estão como os americanos pressionados pelos seus acionistas a exibirem taxas elevadas de rentabilidade e de distribuição de dividendos em bases trimestrais. Os acionistas alemães, por serem aparentemente mais avessos ao risco, aceitam com mais facilidade a retenção de lucros para a constituição de reservas precaucionais;
- d. Ao contrário do que ocorre nos EUA, a legislação alemã (e de diversos outros países do continente europeu) permite a formação de reservas "internas", isto é, de reservas não reveladas nos balanços publicados, o que contribui também para permitir a acumulação de um volume relativamente maior de reservas⁽⁵⁷⁾.

... alemães é significativamente menor. Em entrevista recente, o presidente do Deutsche Bank informou que o engajamento global do seu banco nos dez países mais endividados correspondia quase exatamente ao capital próprio da instituição (declaração à imprensa por ocasião da apresentação do balanço anual do Deutsche Bank, em Frankfurt, no dia 3 de abril de 1984. *Jornal do Brasil*, 05/04/84, p. 22), o que se compara muito favoravelmente com os dados referentes aos grandes bancos americanos (ver tabela 2).

- (57) A acumulação de reservas "internas" depende da não divulgação de lucros ou ganhos de capital em determinados períodos, mas permite, por outro lado, subestimar eventuais prejuízos ou até transformá-los em lucros em períodos desfavoráveis. Trata-se, portanto, de um mecanismo que permite aplinar as flutuações nos resultados divulgados pelos bancos. Alemanha Ocidental, Bélgica, Holanda, Japão, Luxem...

Estas significativas diferenças de posição entre bancos americanos e não-americanos têm se traduzido em importantes divergências quanto à forma de tratar o problema da reestruturação dos débitos dos países subdesenvolvidos e da Europa Oriental.

Os bancos alemães, por exemplo, têm manifestado, desde o início da crise, fortes discordâncias em relação à maneira como vem sendo conduzido o reescalonamento da dívida brasileira e dos demais países devedores inadimplentes⁽⁵⁸⁾. Os esquemas preconizados pelos principais bancos americanos são criticados pelos seguintes motivos básicos:

- a. A montagem dos empréstimos forçados é considerada excessivamente lenta e desgastante para as partes envolvidas. O tempo consumido nas negociações referentes ao empréstimo brasileiro de US\$ 6,5 bilhões concluídas no início de 1984 é apontado como indicação da ineficácia dos procedimentos atuais;
- b. O sistema de empréstimos forçados ou involuntários não assegura uma distribuição equitativa do financiamento novo entre os bancos. Isto se deve não apenas à possibilidade de que um número significativo de bancos se recuse a participar de novos empréstimos, mas

... burgo e Suíça são alguns dos países que permitem a formação de reservas internas. Reservas internas não são permitidas nos EUA, no Canadá e na Dinamarca. No Reino Unido, os **clearing banks** abandonaram a prática desde 1970, mas cerca de 100 outros bancos continuam mantendo reservas internas. GUTTENTAG, Jack M. & HERRING, Richard J. *Disclosure Policy and International Banking*, *op. cit.*, p. 26-29.

- (58) As considerações apresentadas a seguir baseiam-se parcialmente em informações obtidas em contato direto com bancos alemães em Frankfurt, Düsseldorf e Munique, de 30/01/84 a 02/02/84.

também a diferenças na composição monetária dos portfólios bancários e nas taxas de juros para diferentes moedas. Assim, dentro das regras atuais, os bancos europeus, cujos empréstimos denominados em dólares respondem por uma parcela menos expressiva do total dos empréstimos concedidos, contribuem proporcionalmente mais do que os americanos ao financiamento da conta global de juros;

- c. Antevê-se uma dificuldade progressivamente maior em convencer os bancos e seus conselhos de acionistas a participarem em novas operações. As crescentes tensões resultantes da tentativa de forçar os bancos a continuarem aderindo a este tipo de esquema tenderiam a colocar em risco a solidariedade interbancária⁽⁵⁹⁾.
- d. O esquema atual não oferece uma solução duradoura e não contribui significativamente para a recuperação econômica do devedor e para a restauração de um mínimo de estabilidade e de confiança.

Em contraposição ao enfoque de curto prazo predominante nos EUA, as propostas oriundas do meio bancário alemão reconhecem geralmente a necessidade de estender o horizonte de tempo contemplado pelo processo de reestruturação dos débitos e de aceitar soluções de tipo não convencional. Enquanto para os bancos americanos o pagamento pontual dos juros constitui uma exigência central, os bancos europeus vêm defendendo há algum tempo a capitalização ou o adiamento dos juros como alternativa ao esquema

atual⁽⁶⁰⁾. A resistência dos americanos baseia-se na alegação de que a regulamentação bancária nos EUA inviabiliza soluções deste tipo, na medida em que exige a classificação dos empréstimos correspondentes como créditos em liquidação⁽⁶¹⁾.

Deve-se observar, entretanto, que as autoridades de supervisão bancária nos EUA parecem ter aceito, em pelo menos dois casos recentes, soluções que envolveram o adiamento temporário ou a capitalização de juros. No caso do México, os juros devidos pelo setor privado foram pagos em moeda local e creditados em favor dos bancos estrangeiros em conta bloqueada

(60) Para os argumentos de um banqueiro alemão em defesa da capitalização dos juros e de outras mudanças nos esquemas atuais de reescalonamento, ver, por exemplo, o artigo de Werner Blessing, membro do conselho diretor do Deutsche Bank, Umschuldungsaktionen dürfen nicht zu kurzatmig angelet werden, *Handelsblatt*, I + M Anlage, Nr. 82, 26 April 1984, p. 2-5. Em entrevista recente já citada, o presidente do Deutsche Bank resumiu nos seguintes termos as divergências entre europeus e norte-americanos: "Os americanos insistem no pagamento de juros. Para nós, o que importa é saber se o endividado dispõe de capacidade de nos pagar. Vamos, no entanto, propor a opção do adiamento no pagamento de juros e ver qual será a reação". *Jornal do Brasil*, 05/04/84, p. 22.

(61) Em artigo recente, Mário Henrique Simonsen observou que a regulamentação americana, que permite novos empréstimos para pagar juros, mas impede a fórmula mais lógica da capitalização parcial dos juros defendida pelos bancos europeus, envolve uma confusão entre riscos comerciais e riscos cambiais. No primeiro caso, a regulamentação americana faz sentido, pois um novo empréstimo costuma estar associado a um reforço de garantias, inexistente na capitalização dos juros. Mas no segundo, a distinção entre empréstimo novo e capitalização constitui "mera extrapolação sem fundamento, pois não há garantias em financiamentos de balanço de pagamentos". SIMONSEN, Mário Henrique. Os rumos da dívida externa, *Conjuntura Econômica*, mar./84, p. 97-98.

(59) Ver, por exemplo, declarações de Wilfried Guth por ocasião da apresentação à imprensa do balanço da subsidiária luxemburguesa do Deutsche Bank. "Alternativen zur Methode des fresh money", In: *Börsen-Zeitung*, 26/01/84.

no banco central mexicano⁽⁶²⁾. No caso da Nicarágua, estabeleceu-se que seria capitalizada a diferença entre a taxa de juros de mercado e uma taxa máxima de 7%⁽⁶³⁾. De qualquer forma, apenas os bancos americanos e canadenses estariam efetivamente limitados por regras que impedem ou dificultam a capitalização dos juros devidos⁽⁶⁴⁾.

(62) "(...) the Federal Reserve Board and the Comptroller of the Currency indicated that for bank regulatory purposes they will consider private loans on which interest payments in pesos have been made to Banco de Mexico as current 'assuming a satisfactory overall structure resulting from the responses to the Mexican request for the new money facility by the international banking community'. The U.S. banks have over \$11 billion in outstanding loans to private Mexican borrowers. Under the rules normally applied by the U.S. regulatory agencies such loans would have to be placed on 'non-accrual status' once interest payments were more than 90 days overdue, thereby reducing bank earnings". FEDERAL RESERVE BANK OF CHICAGO, *International Letter*, Number 489, December 17, 1983, p. 3.

(63) ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA, *Adjustment Policies and Renegotiation of the External Debt*, E/CEPAL/SER.20/G. 17, p. 65 e 66.

(64) BLESSING, [Werner. *op. cit.*, p. 4. A proposta de capitalização ou adiamento dos juros pode ser implementada de diferentes maneiras e com diferentes graus de cobertura dos pagamentos previstos. Pode-se, por exemplo, criar contas bloqueadas, rendendo LIBOR mais um spread a ser negociado, para as quais seria automaticamente transferida a totalidade ou parte dos juros devidos em determinado período; ou ainda, financiar os pagamentos de juros com a emissão automática de títulos negociáveis com taxas fixas ou flutuantes. No que se refere ao grau de cobertura do processo de capitalização, cogita-se também de definir uma taxa máxima de juros, que seria considerada "aceitável" ou compatível com o nível histórico das taxas de juros no mercado financeiro internacional, e incorporar ao estoque da dívida a diferença entre as taxas de juros atualmente observadas e a taxa definida como aceitável. Ver, por exemplo, LANGONI, Carlos Geraldo. The

Na verdade, é possível alinhar uma série de argumentos em defesa da idéia de que a capitalização constitui uma solução mais vantajosa para os bancos:

- a. Por ser um processo automático, que consiste na incorporação imediata dos juros devidos ao estoque da dívida em circulação, a capitalização consome menos tempo e evita as tensões e o desgaste inevitavelmente associados ao sistema atual de empréstimos forçados;
- b. Trata-se também de um método mais contínuo de financiamento, que envolve um grau menor de exposição pública, de "press-visibility", do que a concessão, após penosas e prolongadas negociações, de "empréstimos-jumbo" em bases anuais;
- c. Os conselhos de acionistas aceitariam com mais facilidade a capitalização dos juros, que seria imposta a cada banco individual no âmbito de um esquema de ordem geral, do que novos pedidos de adesão a empréstimos adicionais;
- d. Ao contrário do esquema atual, a capitalização garante automaticamente uma distribuição equilibrada do ônus de financiar as necessidades líquidas de crédito do país devedor, com cada banco contribuindo em proporção à sua participação efetiva na conta total de juros.

Em suma, parecem existir diferenças fundamentais entre os principais bancos europeus e americanos no que tange à identificação da natureza e extensão dos problemas atuais de endividamento internacional. A defesa da capitalização dos juros e de outras medidas, como a redução dos *spreads* e a extensão dos prazos de carência, amortização e consolidação, resulta da percepção — cada vez mais aceita também nos EUA — de que a crise

Way out of the Debt Crisis. *Euromoney*, October 1983, p. 22 e 24.

financeira atual não constitui uma dificuldade meramente passageira, mas sim um problema para o qual só haverá solução efetiva a médio e talvez longo prazos.

Enquanto os principais bancos americanos preferem aparentemente manter os devedores "sob rédea curta", os europeus parecem acreditar que a perda de *creditor leverage* decorrente da ampliação do reescalonamento e do aumento do período de consolidação seria mais do que compensada pelos efeitos favoráveis de um esquema que pudesse ser percebido como mais durável e fosse capaz de oferecer ao país devedor um horizonte de planejamento a médio prazo. Embora os bancos europeus pareçam preocupados com a preservação do que ainda existe de solidariedade interbancária, não se pode excluir a hipótese de que a intransigência dos bancos americanos acabe conduzindo os europeus a tentar negociar em separado com os países devedores ou, pelo menos, a procurar introduzir em rodadas futuras de negociação cláusulas de opção pela capitalização parcial dos juros ou mecanismos equivalentes, como alternativa à participação em novos empréstimos.

A Posição dos Bancos de Pequeno e Médio Portes

Ainda mais radical é a postura dos bancos de pequeno e médio portes. Tanto nos EUA como na Europa, os bancos menores costumam adotar uma atitude claramente diferente da dos principais bancos internacionais e têm oferecido sérias resistências à implementação dos esquemas financeiros de emergência⁽⁶⁵⁾.

Como se sabe, estas diferenças de atitude e comportamento refletem, fundamentalmente, substanciais diferenças entre os diversos grupos de bancos no que se refe-

re ao grau de envolvimento com países devedores problemáticos. De fato, como já foi indicado, a *exposure* relativa *vis-à-vis* de países subdesenvolvidos tende a ser substancialmente menor no caso dos bancos americanos de médio porte e menor ainda no caso dos bancos pequenos (tabela 1). A dívida conjunta da Argentina, do Brasil e do México, por exemplo, correspondia em dez./83 a 104% do capital dos nove maiores bancos americanos, a 78% do capital dos quinze seguintes e a apenas 34% do capital dos demais bancos. A *exposure* em relação ao Brasil equivalia nesta mesma data a 42% do capital dos nove maiores, a 29% do capital dos bancos de médio porte e a somente 9% do capital dos bancos menores⁽⁶⁶⁾.

Existe, na verdade, um risco considerável de que os bancos menores se neguem a continuar participando do sistema de empréstimos forçados⁽⁶⁷⁾. Os nove maiores bancos americanos respondem por aproximadamente 60% da *exposure* total dos bancos americanos, *vis-à-vis* do México, do Brasil e da Argentina. Os 40% restantes estão divididos por igual entre os quinze maiores seguintes e os demais bancos⁽⁶⁸⁾. Se um número crescente destas instituições de pequeno e médio portes se recusar a contribuir para a montagem de novos empréstimos "forçados", pode-se colocar em dúvida a capacidade dos maiores de promover uma expansão compensa-

(65) Esta seção baseia-se parcialmente em informações obtidas em contato direto com bancos de porte médio em Munique, Washington e Nova Iorque, em fev./84.

(66) FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL, Statistical Release, mimeo., May 1984.

(67) "Não é fácil manter, por longa temporada, uma coalizão de centenas de bancos. Um mínimo de realismo obriga a reconhecer que o atual sistema de reciclagem acabará perdendo os seus pequenos participantes (como os bancos regionais norte-americanos) (. . .)". SIMONSEN, M.H. op. cit., p. 97.

(68) Dados referentes a dez./83. FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL, Statistical Release, mimeo., May 1984.

tória de seus empréstimos. E, mesmo que fossem capazes de fazê-lo, a consequência seria uma exacerbação da já elevada concentração dos empréstimos em mãos de um grupo relativamente pequeno de bancos⁽⁶⁹⁾.

Não obstante os esforços em contrário, uma ligeira tendência à concentração dos empréstimos já pode ser observada nos dados mais recentes. Entre jun./82 e mar./84, a participação dos bancos menores no total da dívida dos países subdesenvolvidos (exceto OPEP) para com o sistema bancário americano caiu de 20% para 17%, enquanto a participação dos nove maiores e dos quinze seguintes aumentou de respectivamente 61% e 19% em jun./82 para 62% e 20% em mar./84 (tabela 1).

Apesar da insatisfação dos bancos menores com os esquemas atuais, há quem afirme que o sistema de empréstimos forçados pode ser considerado "um mecanismo relativamente robusto"⁽⁷⁰⁾. Segundo este ponto de vista, os bancos menores estariam, na verdade, bem conscientes de que a sua não-participação representaria uma tentativa de beneficiar-se às expensas dos bancos maiores⁽⁷¹⁾. Este argumento negligencia, entretanto, o fato de que a *exposure* relativa é substancialmente mais elevada para os grandes bancos, e que, por esse motivo, a implementação do esquema de empréstimos forçados é de importância muito maior para eles do que para bancos menores e menos envolvidos. Estes últimos encontram-se, evidentemente, em condições mais propícias no que diz res-

peito à possibilidade de corrigir o valor de balanço de ativos de qualidade duvidosa, ou de formar um nível adequado de reservas precaucionais.

Entre os bancos menores, tende a prevalecer o ponto de vista de que é inútil conceder empréstimos novos a países que devem ser considerados insolventes. A descrença em relação aos procedimentos preconizados pelos bancos maiores parece ser muito disseminada. A abordagem atual é considerada irrealista e essencialmente contrária aos interesses da maioria dos bancos. Nestes meios, predomina a opinião de que o sistema de empréstimos forçados precisa ser substituído por uma política de *write-down* de uma parte substancial das dívidas bancárias de países do chamado Terceiro Mundo e da Europa Oriental.

Este tipo de avaliação baseia-se evidentemente em uma percepção pessimista da capacidade de pagamento dos países devedores hoje inadimplentes. Existe predisposição para considerar como essencialmente irrecuperáveis uma parte destas dívidas e, portanto, para aceitar propostas muito mais radicais, que envolvessem, por exemplo, o refinanciamento do serviço da dívida a prazos longos e com taxas de juros fixas inferiores às do mercado.

3. A Crise Financeira Internacional sob a Ótica dos Países Devedores: a Transferência de Recursos para o Exterior

Como já foi indicado na primeira seção deste trabalho, há razões de sobra para que os países devedores considerem o estilo atual de administração dos problemas financeiros internacionais como impróprio e contrário a seus interesses fundamentais. De fato, tanto o nível do financiamento externo disponível como as suas condições de custo e prazo revelam-se em geral claramente inadequados. Nessas condições, a implementação dos supostos esquemas de auxílio ou socorro financeiro representa, como se verá a seguir, a tentativa –

(69) GUTTENTAG, Jack M. & HERRING, Richard J. *The Current Crisis in International Banking*, op. cit., p. 5.

(70) CLINE, William R. *International Financial Rescue: Viability and Modalities*, mimeo., Institute for International Economics, November 1983, p. 36.

(71) *Ibidem*.

até agora geralmente bem-sucedida — de transferir para os países devedores a maior parte dos custos associados à solução da crise financeira internacional.

A evolução recente das economias sub-desenvolvidas e da Europa Oriental caracteriza-se, como se sabe, por uma deterioração marcada e bastante generalizada dos principais indicadores internos. A situação da América Latina afigura-se particularmente crítica, com a renda *per capita* dos países da região acusando redução de cerca de 13% no período 1981-83 e com a inflação aumentando de 53% em 1980 para 133% em 1983⁽⁷²⁾.

A deterioração dos indicadores internos resultou em boa medida de uma deterioração também acentuada do setor externo das economias do chamado Terceiro Mundo e da Europa Oriental. Déficits substanciais de balanço de pagamentos e quedas pronunciadas no nível das reservas internacionais, provocados em grande parte por uma violenta redução do movimento líquido de capitais, refletiram-se quase que imediatamente em expressivo aumento do número de países incapacitados de continuar cumprindo o serviço de suas dívidas externas nos prazos inicialmente acordados. Segundo estimativas divulgadas pelo Banco Mundial, 27 países concluíram em 1983 negociações referentes ao rescalonamento de quase US\$ 70 bilhões⁽⁷³⁾.

(72) Estimativas preliminares da CEPAL, baseadas em dados oficiais. Os dados de inflação referem-se à variação dos preços ao consumidor (dez.-dez.). ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA, *Adjustment Policies and Renegotiation of the External Debt*, mimeo., E/CEPAL/G. 1299, p. 4.

(73) Dados referentes a renegociações multilaterais de países membros do Banco Mundial com bancos comerciais e com o Clube de Paris. Os valores mencionados no texto não incluem as renegociações dos débitos bancários da Polônia e de Cuba também concluídas em 1983. THE WORLD BANK, *World Debt Tables: external debt of developing countries*, Washington, D.C., January 1984.

Ao longo de 1982 e 1983, nada menos que 35 países foram levados a interromper pagamentos ou a reestruturar as suas dívidas externas. Na América Latina, que responde por quase metade do total de países inadimplentes, a relação compreende todas as principais economias da região, à exceção da Colômbia⁽⁷⁴⁾.

A Transferência Líquida de Recursos dos Países Devedores para o Sistema Bancário

Este agravamento da situação econômica de boa parte dos países do chamado Terceiro Mundo e da Europa Oriental tem como causas imediatas mais importantes a abrupta contração da oferta de crédito bancário internacional observada em 1982-83 e a inadequação dos esquemas financeiros de emergência formulados em resposta a esta contração⁽⁷⁵⁾. A mudança

(74) A relação de países que reescalonaram obrigações externas ou decretaram a suspensão formal do serviço da dívida em 1982-83 inclui 17 da América Latina (Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Costa Rica, Cuba, Equador, Guiana, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela), 13 da África (Libéria, Madagascar, Malawi, Marrocos, Niger, Nigéria, República Centro-Africana, Senegal, Sudão, Togo, Uganda, Zaire, Zâmbia), 3 da Europa Oriental (Iugoslávia, Polônia, Romênia) e 2 da Ásia (Filipinas e Turquia). INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Recent Multilateral Debt Restructurings with Official and Bank Creditors*, op. cit., p. 11, 16 e 23; The World Bank, op. cit., p. xviii; Economic Commission for Latin America, op. cit., p. 55. ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *Financial Market Trends*, 26, November 1983, p. 37.

(75) As causas da retração dos empréstimos bancários internacionais e a sua relação com a evolução da economia mundial foram discutidas em trabalhos anteriores. Ver, por exemplo, BATISTA Jr., Paulo Nogueira. *Crise Financeira Internacional e Transferência de Recursos Reais*, op. cit., p. 127-830. Para um retrospecto da evolução recente do mercado bancário internacional ver BANK FOR INTERNATIONAL SET-

DÍVIDA EXTERNA

de atitude dos bancos em relação a tomadores da América Latina, da Europa Oriental e de outras regiões traduziu-se, de fato, em acentuada redução dos fluxos internacionais de crédito. Durante a década de 70, o sistema bancário transformara-se, como se sabe, na principal fonte de recursos financeiros externos para grande número de países. A violenta redução dos fluxos de empréstimos bancários desde meados de 1982 não poderia, portanto, deixar de produzir profundas repercussões em todas ou quase todas as regiões do mundo.

As estatísticas divulgadas pelo Bank for International Settlements (BIS) permitem mostrar com toda a clareza a violência da contração observada desde meados de 1982. De meados de 1982 a fins de 1983, o fluxo bruto de empréstimos fornecidos pelos bancos dos países desenvolvidos a países situados fora da área de informação do BIS alcançou US\$ 41,3 bilhões, contra US\$ 92,1 bilhões nos dezoito meses imediatamente anteriores (tabela 4). À exceção da OPEP, todas as regiões discriminadas na tabela receberam um fluxo menor de crédito bancário no período mais recente.

No entanto, a redução de mais de 50% no fluxo total de empréstimos bancários brutos se deve preponderantemente à retração dos créditos concedidos à América Latina na esteira do choque provocado pela Guerra das Malvinas e, sobretudo, pela moratória decretada pelo México em ago./82. O ano de 1983 caracterizou-se, na verdade, pela interrupção total ou quase total do fluxo de créditos bancários

espontâneos para os países da região. Os US\$ 9 bilhões registrados na tabela refletem, portanto, essencialmente a implementação do sistema de empréstimos bancários forçados descrito na primeira seção deste trabalho⁽⁷⁶⁾.

No caso dos países da Europa Oriental, a retração dos créditos bancários ocorreu já a partir de 1981, em consequência da crise cambial da Polônia e da deterioração das relações Leste-Oeste⁽⁷⁷⁾.

É fundamental, entretanto, ressaltar que os fluxos apresentados na tabela 4 foram calculados com base na variação (ajustada) do saldo da dívida e não incluem, portanto, os pagamentos de juros recebidos pelos credores bancários. Dado o nível extremamente elevado das taxas de juros observadas nesse período, a drástica redução no ritmo de expansão dos empréstimos resultou, na verdade, em substancial transferência de recursos dos países devedores para o sistema bancário dos países industrializados. O caráter paradoxal e prematuro destas transferências, já comentado por diversos observadores no Brasil, foi ressaltado em pronunciamento recente do presidente do Banco Mundial:

(76) O montante dos empréstimos forçados ou involuntários concedidos a devedores problemáticos na América Latina foi, na verdade, superior aos US\$ 9 bilhões registrados na tabela. Cabe mencionar que estes dados do BIS não correspondem a uma cobertura completa dos empréstimos bancários internacionais para a América Latina, pois não incluem as operações de filiais de bancos não-americanos no Caribe e de bancos localizados em outros países fora da área de informação do BIS. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. International banking developments — fourth quarter 1983, mimeo., Monetary and Economic Department, Basle, April 1984, p. 11.

(77) WILLIAMS., Richard C. & KELLER, Peter M. Eastern Europe and the International Banks, In: INTERNATIONAL MONETARY FUND, External Debt in Perspective. Washington, D.C., September 1983. p. 18.

... TLEMENTS, *Fifty-Third Annual Report*, Basle, June 1983, p. 118-31. Para uma discussão dos efeitos da política econômica dos EUA e das relações entre o Brasil e os bancos internacionais ver BATISTA Jr., Paulo Nogueira. O Brasil e a Situação Financeira Internacional. In: *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*. Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra, 1983. p. 55-83.

TABELA 4

FLUXOS^(a) ENTRE BANCOS SITUADOS NA ÁREA DE INFORMAÇÃO DO BIS^(b)
E PAÍSES DA OPEP, OUTROS PAÍSES SUBDESENVOLVIDOS, EUROPA ORIENTAL
E PAÍSES DESENVOLVIDOS^(c), 1981-1983
(em bilhões de dólares)

Discriminação	Entre 31/12/80 e 30/06/82	Entre 30/06/82 e 31/12/83
EMPRÉSTIMOS BRUTOS		
OPEP	9,1	13,0
Outros Países Subdesenvolvidos	55,3	16,8
América Latina	42,3	9,0
Demais	13,0	7,8
Europa Oriental	1,7	-2,7
Países Desenvolvidos ^(c)	26,0	14,2
Total	92,1	41,3
DEPÓSITOS BRUTOS		
OPEP	-3,4	-25,2
Outros Países Subdesenvolvidos	13,0	11,8
América Latina	4,4	4,7
Demais	8,6	7,1
Europa Oriental	-2,3	7,3
Países Desenvolvidos ^(c)	3,5	1,7
Total	10,8	-4,4
EMPRÉSTIMOS LÍQUIDOS		
OPEP	12,5	38,2
Outros Países Subdesenvolvidos	42,3	5,0
América Latina	37,9	4,3
Demais	4,4	0,7
Europa Oriental	4,0	-10,0
Países Desenvolvidos ^(c)	22,5	12,5
Total	81,3	45,7

Notas: (a) Calculados de forma a excluir os efeitos de variações nas taxas cambiais.

(b) Dados referentes a bancos localizados em países do Grupo dos 10, Luxemburgo, Suíça, Áustria, Dinamarca, Holanda e às filiais dos bancos dos EUA nas Bahamas, Ilhas Caimã, Panamá, Hong-Kong e Singapura. Note-se que a área de informação utilizada nesta tabela, que corresponde à cobertura dos dados trimestrais dos BIS (*International banking developments*), é menos abrangente do que a área de informação dos dados divulgados em bases semestrais (*The maturity distribution of international bank lending*).

(c) Países desenvolvidos situados fora da área de informação do BIS.

Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *International banking developments* — fourth quarter 1983, mimeo., Monetary and Economic Department, Basle, April 1984, p. 10.

"New commercial-bank lending to developing countries, especially to major borrowers, has fallen dramatically. As a result, the net transfer from commercial banks to developing countries (that is, new lending minus debt-service payments) is now negative. The developing countries are paying back more to the banks than the banks are lending.

According to the World Bank's Debtor Reporting System, the net transfer of medium — and long — term lending from private sources to developing countries was \$16 billion in 1981. But in 1982, the net transfer was a *negative* \$7 billion. We estimate a *negative* net transfer of \$21 billion for 1983.

Productive investment yields a return, and foreign investors should get back more than they invest. But it is premature for developing countries, as a group, to be transferring resources to the high-income countries on this scale. In 1983, the net transfer from the 13 major borrowers among the developing countries to private lenders was equivalent to 2 percent of their national income"(78).

O aspecto mais importante deste pronunciamento reside no reconhecimento do caráter **premature** das transferências em curso. De fato, em condições normais, transferências líquidas em favor dos bancos credores só ocorreriam depois de um período necessariamente prolongado de desenvolvimento econômico, que permitisse aos países devedores orientar as suas economias de forma ordenada no sentido da expansão das exportações, da substituição de importações e da ampliação dos níveis de poupança interna.

Cabe lembrar também que a reversão do fluxo de recursos entre o sistema bancário e os países subdesenvolvidos não foi

compensada por outras fontes de capital externo. Os dados referentes a investimento direto (líquido) registram, ao contrário, declínio significativo, de um fluxo total de US\$ 14 bilhões em 1981, para US\$ 13 bilhões em 1982 e US\$ 10 bilhões em 1983. Além disso, a transferência líquida resultante de empréstimos de médio e longo prazos concedidos por fontes oficiais a países subdesenvolvidos (agências governamentais, Banco Mundial e outros bancos multilaterais) permaneceu aproximadamente constante entre 1981 e 1983(79).

A acentuada retração dos empréstimos bancários, combinada com a redução dos investimentos diretos e a estagnação dos fluxos oficiais de crédito, traduziu-se em violenta pressão sobre as contas externas do conjunto dos países subdesenvolvidos, que já se encontravam debilitadas pela evolução adversa do contexto internacional desde 1979 e pela resposta muitas vezes inadequada das políticas econômicas domésticas. Depois de esgotar as reservas de câmbio e as possibilidades de acesso a créditos de curto prazo, um grande número de países viu-se então forçado a promover cortes drásticos nas importações.

Foi o que se verificou de modo particularmente intenso na América Latina nesse período. Entre 1981 e 1983, uma redução de cerca de 40% nas importações globais de mercadorias, que foi mais do que suficiente para compensar a queda das exportações e o crescimento dos pagamentos líquidos de juros e lucros, conduziu a uma drástica compressão do déficit em transações correntes(80). Esta evolução do balanço de pagamentos em conta corrente foi, em grande medida, decorrência de violenta redução no movimento líquido de capitais em 1982 e 1983, reflexo do

(78) CLAUSEN, A.W. Priority Issues for 1984, mimeo., remarks before the Davos Symposium, Davos, Switzerland, January 26, 1984, p. 7.

(79) *ibid.*, p. 7,8.

(80) COMISSÃO ECONÔMICA PARA AMÉRICA LATINA. Balanço preliminar da economia latino-americana durante 1983. mimeo., dez./83, Quadro 1.

TABELA 5

AMÉRICA LATINA: INFLUXO LÍQUIDO DE CAPITAIS E
TRANSFERÊNCIAS LÍQUIDAS DE RECURSOS, 1973-1983
(em bilhões de dólares)

Ano	Influxo Líquido de Capitais ^(a) (1)	Pagamento Líquido de Juros e Lucros (2)	Transferências Líquidas de Recursos (3) = (1) - (2)
1973	8,1	4,4	3,7
1974	11,6	5,3	6,3
1975	14,5	5,8	8,7
1976	18,3	7,0	11,3
1977	17,3	8,6	8,7
1978	26,4	10,5	15,9
1979	29,0	14,2	14,8
1980	29,9	19,0	10,9
1981	38,0	29,1	8,9
1982	16,6	36,8	-20,2
1983 ^(b)	4,5	34,0	-29,5

Notas: (a) Inclui capitais de curto e longo prazos, transferências oficiais sem contrapartida, erros e omissões.

(b) Dados preliminares.

Fonte: COMISSÃO ECONÔMICA PARA AMÉRICA LATINA. Balanço preliminar da economia latino-americana durante 1983, mimeo., dez./83, Quadro 13.

forte envolvimento dos países da região com o mercado bancário internacional e de sua conseqüente vulnerabilidade a flutuações na oferta de crédito bancário. O resultado foi uma violenta reversão do fluxo de recursos financeiros líquidos em 1982-83 (tabela 5). Em 1982, a diferença de US\$ 20,2 bilhões entre os pagamentos de juros e lucros e a entrada de capitais ainda pôde ser coberta com a utilização de reservas internacionais. No ano seguinte, contudo, em face do virtual esgotamento das reservas de muitos países da região, a transferência líquida de recursos, estimada preliminarmente em US\$ 29,5 bilhões, correspondeu quase exclusivamente a um excesso de exportações sobre importações de bens e serviços não-fatores⁽⁸¹⁾. Esta maciça transferência de re-

ursos para o exterior, produzida em grande medida por uma dramática redução das importações, explica boa parte do impacto recessivo e inflacionário a que se fez referência no início desta seção.

A Reversão do Influxo Líquido de Recursos para o Brasil

O caso do Brasil é um exemplo claro do modo pelo qual o esforço de realizar uma substancial transferência de recursos para o exterior em condições internacionais adversas se traduz em agravamento das pressões recessivas e em aceleração inflacionária. De 1982 em diante, o serviço da dívida externa brasileira passou a exceder por larga margem o ingresso de

(81) De fato, os dados preliminares divulgados pela CEPAL indicam que, em 1983, 75% dos pagamentos líquidos de ju-

ros e lucros foram financiados com recursos reais, 12% com utilização de reservas e apenas 13% com capitais novos. *Ibidem.*, Quadros 1 e 13.

empréstimos. Como se verifica na tabela 6, os pagamentos de juros e amortizações, que absorviam em média 57% dos recursos derivados da entrada de empréstimos no período 1973-78, e 95% no período 1979-81, passaram a representar cerca de 150% dos empréstimos brutos em 1982 e 1983. Ao mesmo tempo, ocorreu substancial redução na diferença entre o investimento direto e a remessa de lucros e dividendos. De fato, a contribuição cambial do capital estrangeiro direto, tradicionalmente modesta quando comparada à do capital financeiro, caiu para cerca de US\$ 400 milhões em 1982 e foi até mesmo negativa em aproximadamente US\$ 100 milhões em 1983⁽⁸²⁾.

Em 1982, o Brasil ainda pôde fazer face à retração do influxo líquido de capitais externos recorrendo às suas reservas internacionais e a linhas compensatórias de curto prazo⁽⁸³⁾. Uma vez esgotadas as reservas e as possibilidades de captar empréstimos compensatórios, tornou-se necessário interromper e reescalonar o serviço da dívida externa. No entanto, dadas as limitações do esquema de reescalonamento e financiamento negociado com os credores⁽⁸⁴⁾, em 1983, a resposta brasileira à contração da oferta de empréstimos externos consistiu essencialmente em uma drástica elevação do superávit nas contas comerciais e de serviços não-fatores. Da-

dos preliminares do Banco Central permitem estimar em cerca de US\$ 4 bilhões a transferência de recursos reais associada ao saldo nas contas comerciais e de serviços não-fatores em 1983⁽⁸⁵⁾.

Embora o Brasil tenha conseguido aumentar as exportações de modo significativo em 1983, 70% do aumento do saldo comercial nesse ano se deve à acentuada queda das importações. A substancial deterioração dos indicadores macroeconômicos internos observada em 1983 encontra-se intimamente vinculada a esta transferência de recursos obtida preponderantemente pela via da redução no valor global das importações. No caso de uma economia como a brasileira, que opera com taxa cambial administrada e esterilização dos efeitos monetários internos das variações nas reservas internacionais, a referida vinculação deriva basicamente das medidas adotadas pelo governo no sentido de garantir a concretização das metas referentes ao balanço de pagamentos em transações correntes⁽⁸⁶⁾.

Mesmo que ainda não se possa determinar com precisão a importância relativa das diferentes medidas, parece necessário destacar, neste contexto, os seguintes aspectos da evolução recente da política econômica brasileira:

(82) BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Brazil – Economic Adjustment Program – Internal and External Adjustment*, Volume 2, March 1984, p. 77 e 84.

(83) BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório Anual – 1982*, p. 77-79.

(84) Para uma discussão da primeira fase da renegociação da dívida externa brasileira ver, por exemplo, MALAN, Pedro S. *A Questão Externa*. In: *FMI x Brasil: A Armadilha da Recessão*, org. pelo Fórum Gazeta Mercantil, São Paulo, 1983, p. 75-80; e BATISTA Jr., Paulo Nogueira. *O Reescalonamento da Dívida Externa Brasileira: Evolução Recente e Perspectivas*, mimeo., FGV/IBRE/CEMEI, out./83, p. 11-17.

(85) BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Brazil – Economic Program*. . . , op. cit., p. 44 e 51.

(86) No caso de uma economia com taxa de câmbio perfeitamente flexível, a redução na oferta de moeda estrangeira associada à retração da oferta de crédito externo resultaria automaticamente em depreciação cambial e em aumento da taxa de inflação interna. No caso de uma economia que opere com taxa cambial administrada e sem esterilização do impacto monetário das operações cambiais, a consequência (também automática) seria uma retração da liquidez interna e, conseqüentemente, dos níveis de atividade e de emprego.

- a. a intensificação do controle administrativo das importações desde fins de 1982(87);
- b. a maxidesvalorização de fev./83;
- c. a redução do déficit operacional das contas consolidadas do setor público(88); e
- d. a centralização do câmbio entre ago./83 e mar./84.

Este conjunto de medidas, todas vinculadas de alguma forma à obtenção do superávit comercial previsto ou à administração da crise de balanço de pagamentos, contribuiu de forma decisiva para a queda do produto e a aceleração inflacionária observadas em 1983. De fato, o aumento da taxa de inflação, que passou de 99,7% em 1982 para 211,0% em 1983(89), se deve essencialmente aos efeitos colaterais da tentativa de ajustar o balanço de pagamentos e de fazer face à asfixia cambial por meio de desvalorizações cambiais, de restrições administrativas à importação e de centralização das operações cambiais(90). No que se refere à inédita redu-

ção real do PIB, estimada preliminarmente em 3,2%(91), as informações disponíveis sugerem que ela deve ser atribuída predominantemente à redução da demanda agregada decorrente do ajuste fiscal realizado(92).

Na verdade, não teria sido possível concretizar a transferência de recursos programada sem efeitos traumáticos no plano interno. No contexto de um cenário internacional ainda basicamente desfavorável, caracterizado por relativa estagnação do comércio mundial(93) e termos de troca deprimidos(94), uma reversão desta magnitude no fluxo de recursos externos teria obrigatoriamente que resultar em substancial agravamento da situação econômica interna.

Implicações Macroeconômicas da Transferência de Recursos para o Exterior

A compreensão do significado deste processo de transferência de recursos dos países subdesenvolvidos para o sistema bancário dos países industrializados envol-

(87) BANCO CENTRAL DO BRASIL *Relatório Anual – 1982*, p. 79.

(88) O déficit operacional consolidado, que exclui a correção monetária e cambial, foi reduzido de 6,6% do PIB em 1982 para 2,5% do PIB em 1983. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Informativo Mensal*, jan./84, p. 8.

(89) Taxa de inflação medida pela variação (dez./dez.) do IGP-DI. *Conjuntura Econômica*, jan./84, p. 17.

(90) A aceleração inflacionária de 1983 reflete também o impacto de ajustes "corretivos" dos preços de produtos como petróleo e trigo, o efeito dos acidentes climáticos no Sul e no Nordeste sobre a produção e comercialização de produtos agrícolas e a elevação dos preços internacionais de diversas commodities. Há indicações, entretanto, de que a decisão de reforçar os resultados da balança comercial através da "queima" de estoques de alguns pro-

... dutos agrícolas comerciáveis no início do ano teria contribuído para a aceleração dos preços agrícolas em 1983. *Agroanalysis*, dez./83, p. 10 e 11.

(91) *Conjuntura Econômica*, jun./84, p. 89.

(92) Sobre a relação entre a redução do déficit fiscal e o ajustamento das contas externas no contexto do Acordo entre o Brasil e o FMI ver MARQUES, Maria Silvia Bastos & BATISTA Jr., Paulo Nogueira, A Terceira Versão do Acordo Brasil-FMI. *Revista de Economia Política*, 4(2): 10-13, abr./jun.84.

(93) Estima-se que o volume de comércio mundial tenha crescido apenas 2% em 1983. ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *OECD Economic Outlook*, 35, July 1984, p. 7.

(94) Para dados referentes à evolução das relações de troca no período 1978-1983 ver *Conjuntura Econômica*, mar./82, p. 136 e jul./84, p. 142.

TABELA 6

EMPRÉSTIMOS EXTERNOS BRUTOS E SERVIÇO DA
DÍVIDA EXTERNA DO BRASIL, 1973-1983
(em milhões de dólares)

Ano	Juros(a)	Amortizações(b)	Serviço da Dívida	Empréstimos Externos Brutos(c)	Serviço da Dívida/Empréstimos Externos (em %)
	(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)	(5) = (3) / (4)
1973	840	1.673	2.513	4.304	58,4
1974	1.370	1.920	3.290	7.455	44,1
1975	1.863	2.185	4.048	7.672	52,8
1976	2.091	3.009	5.100	9.104	56,0
1977	2.462	4.135	6.597	8.861	74,4
1978	3.344	5.439	8.783	15.641	56,2
1979	5.348	6.541	11.889	12.594	94,4
1980	7.457	6.705	14.162	14.879	95,2
1981	10.305	7.514	17.819	18.882	94,4
1982	12.551	8.098	20.649	13.956	148,0
1983(d)	10.263	7.591	17.854	11.808	151,2

Notas: (a) Despesa bruta.

(b) Amortizações de empréstimos e financiamentos estrangeiros de médio e longo prazos.

(c) Empréstimos e financiamentos a médio e longo prazos (bruto) e outros capitais (líquido). Exclui empréstimos compensatórios.

(d) Dados preliminares.

Fontes: 1973-81 – BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Relatório Anual*, vários números; 1982-83 – BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Brazil – Economic Program: Internal and External Adjustment*, Volume 2, March 1984, p. 77, 78, 84.

ve, como foi indicado em trabalho anterior⁽⁹⁵⁾, o abandono do conceito de déficit em conta corrente e a sua substituição pelo conceito analiticamente mais relevante de hiato de recursos. Como se sabe, este último corresponde por definição à diferença entre as importações e exportações de bens e serviços não-fatores, isto é, à diferença entre o déficit em transações correntes (exclusive transferências unilaterais) e os componentes da conta corrente diretamente relacionados ao movimento de capitais (juros, lucros e dividendos etc.). A utilização do conceito de hiato de recursos deve ser preferida, neste contexto, por duas razões distintas. Em primeiro lugar, porque em condições de inflação

mundial e taxas de juros flutuantes no mercado financeiro internacional, o valor nominal dos pagamentos de juros registrados na conta corrente do balanço de pagamentos reflete a reconstituição do valor real e o pagamento antecipado do *principal*. Nessas condições, a despesa com juros inclui, portanto, um componente que resulta da transferência de amortizações da conta de capital para a conta corrente⁽⁹⁶⁾. Em segundo lugar, porque a exis-

(95) BATISTA Jr., Paulo Nogueira. *Crise Financeira Internacional e Transferência de Recursos Reais*, op. cit., p. 131-33.

(96) Ver ALMONACID, Rubem & PINOTTI, Maria Cristina. *A Inflação Internacional Distorce os Dados do Balanço de Pagamentos do Brasil. Conjuntura Econômica*, 34(1): 80-84, jan./80. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *External Indebtedness of Developing Countries* (Washington D.C., May 1981), Exchange and Trade Relations Department, Occasional Paper N.º 3, By a Staff Team Headed by Bah...

tência de um déficit em transações correntes não corresponde necessariamente a uma absorção líquida de recursos externos, pois pode estar associada a um hiato negativo de recursos, isto é, a um excesso de produto em relação ao dispêndio interno agregado.

Vale a pena examinar este segundo ponto mais atentamente. Como se sabe, na presença de relações econômicas com o exterior, a identidade entre o produto e o dispêndio agregados, válida para uma economia fechada, transforma-se em identidade entre o produto e o dispêndio doméstico acrescido das exportações líquidas. Do ponto de vista dos agregados macroeconômicos, o hiato de recursos, tal como definido acima, constitui a contrapartida de um excesso de demanda interna em relação ao produto:

$$M - X = (C + I) - Y \quad (1)$$

onde: M = importações de bens e serviços não-fatores;

X = exportações de bens e serviços não-fatores;

C = consumo agregado;

I = investimento fixo e variação observada dos estoques;

Y = produto interno bruto.

A absorção de recursos externos, expressa em um hiato positivo de recursos, é que permite um nível de dispêndio superior ao produto interno. Como o saldo em conta corrente depende basicamente do hiato de recursos e das despesas líquidas com juros e lucros, a existência de um déficit em conta corrente deixará de corresponder a uma absorção de recursos externos sempre que a renda líquida enviada ao exterior sob a forma de juros e lucros

for igual ou superior ao déficit total em conta corrente⁽⁹⁷⁾. Mesmo com estabilidade de preços a nível internacional, o saldo em conta corrente constitui, por esse motivo, uma medida enganosa da absorção de recursos externos.

O entendimento das implicações macroeconômicas do processo de transferência de recursos deflagrado pela retração do mercado bancário internacional pressupõe, portanto, a utilização do conceito de hiato de recursos, que expressa de modo direto a relação entre o gasto agregado e o produto interno. Deve-se observar, contudo, que o hiato de recursos difere do conceito de transferência líquida de recursos utilizado na tabela 5. De fato, a identidade do balanço de pagamentos estabelece que a variação das reservas líquidas corresponde basicamente à soma do saldo em conta corrente com o movimento líquido de capitais⁽⁹⁸⁾:

$$X - M - J - L + E - A + ID = \Delta R \quad (2)$$

onde: J = pagamentos líquidos de juros;

L = remessa líquida de lucros e dividendos;

E = entrada líquida de empréstimos externos autônomos;

A = amortizações líquidas;

ID = ingresso líquido de investimentos diretos;

R = reservas internacionais líquidas.

(97) Neste caso, os gastos internos, embora não superiores ao PIB, ainda excedem o PNB, definido como o produto total apropriado pelos residentes no país, por uma margem correspondente ao déficit em transações correntes, isto é, à diferença entre a renda líquida enviada ao exterior e as exportações líquidas de mercadorias e serviços não-fatores.

(98) A título de simplificação, a expressão (2) faz abstração de serviços fatores, exceto juros, lucros e dividendos, de transferências unilaterais, de variações cambiais, de variações no preço do ouro e da incorporação de ouro produzido domesticamente às reservas.

... ram Nowzad and Richard C. Williams, Appendix II: Inflation and Debt Service, p. 42-45; e KINCAID, C. Russel. Inflation and the external debt of development countries. In: INTERNATIONAL MONETARY FUND. *External Debt in Perspective*, Washington, D.C., September 1983, p. 12-15.

DÍVIDA EXTERNA

Reordenando os termos, chega-se a uma expressão que relaciona o hiato de recursos à transferência líquida de recursos, tal como definida na tabela 5, e à variação das reservas:

$$M - X = [(E + ID) - (J + A + L)] - \Delta R \quad (3)$$

Desse modo, quando a transferência líquida de recursos se torna negativa, o impacto macroeconômico interno desta reversão pode ser minimizado pela redução das reservas líquidas. Como foi visto, a redução das reservas desempenhou, de fato, esta função compensatória durante a primeira fase da crise financeira. No momento seguinte, entretanto, diante do esgotamento das reservas, a transferência financeira líquida passou a ser coberta com recursos reais.

Ao se exigir dos países devedores que respondam à retração da oferta de empréstimos bancários com a geração de significativos superávits comerciais e de serviços não-fatores, o que se pretende efetivamente é que parte apreciável do produto total desses países seja destinada ao pagamento do serviço da dívida externa.

Pode-se demonstrar que a relação entre o volume de recursos efetivamente transferido e o produto interno desses países depende basicamente de três fatores: *a.* da taxa média de juros; *b.* da taxa de crescimento da dívida externa e *c.* da relação dívida/produto. De fato, a taxa de crescimento da dívida externa líquida de um país (definida como a diferença entre a dívida bruta e as reservas), depende essencialmente da relação hiato de recursos/dívida líquida, da taxa média de juros e da contribuição cambial líquida do capital estrangeiro direto⁽⁹⁹⁾:

(99) A rigor, a taxa de crescimento da dívida líquida reflete também despesas líquidas com outros serviços fatores, transferências unilaterais, variações cambiais, variações no preço do ouro, incorporação da produção doméstica de ouro às reservas e empréstimos líquidos ao exterior.

$$\frac{\Delta DL}{DL} = \frac{M - X}{DL} + i + \frac{ID - L}{DL} \quad (4)$$

onde: DL = dívida externa líquida;
 i = taxa média de juros.

Admitindo-se que $ID - L$ seja aproximadamente igual a zero e reordenando os termos, chega-se a uma expressão que relaciona o hiato de recursos (com sinal trocado) à diferença entre a taxa de juros e a taxa de crescimento da dívida:

$$\frac{X - M}{DL} = i - \frac{\Delta DL}{DL} \quad (5)$$

Multiplicando ambos os lados da equação pela relação dívida líquida/produto e substituindo (1) em (5), obtém-se a expressão que vincula a parcela do produto transferida para o exterior aos três fatores acima mencionados:

$$\frac{Y - (C + I)}{Y} = (i - \frac{\Delta DL}{DL}) \frac{DL}{Y} \quad (6)$$

Esta expressão ajuda a sintetizar alguns elementos centrais do problema atual. Dado o peso do mercado bancário internacional como fonte de recursos para a América Latina, a violenta retração dos empréstimos bancários — e a impossibilidade prática de compensá-la por meio de um aumento dos empréstimos de fontes governamentais e multilaterais — traduziu-se automaticamente em drástica redução da taxa de crescimento da dívida. Ao mesmo tempo, as taxas médias de juros vêm-se mantendo e devem continuar em nível bastante elevado. Em consequência, a taxa de juros passou a superar a taxa de crescimento da dívida por margem substancial de 7 ou 8 pontos percentuais durante a primeira fase da crise.

O nível de taxa média de juros para países latino-americanos reflete, como se sabe, três fatores básicos:

- a. a persistência no mercado financeiro internacional de taxas básicas de juros extremamente elevadas em termos reais, fato que resulta primordialmente da combinação nos EUA de uma política monetária geralmente restritiva, com déficits fiscais de natureza estrutural⁽¹⁰⁰⁾;
- b. a elevação significativa e generalizada dos *spreads* e comissões cobrados aos países devedores inadimplentes⁽¹⁰¹⁾;
- c. a composição da dívida externa latino-americana, que se constitui preponderantemente de obrigações contraídas junto ao mercado bancário a taxas de juros flutuantes⁽¹⁰²⁾.

À medida que se concretizar a programada redução da taxa de crescimento da *exposure* dos bancos, a manutenção das taxas de juros nos níveis atuais resultará evidentemente numa diferença progressivamente maior entre as duas variáveis. Como a dívida é elevada, em comparação com o produto e as exportações desses países, a consequência é a transferência para o exterior de parcela substancial e crescente do produto e das receitas de exportação.

Os dados disponíveis permitem indicar o que este processo de transferência pode

representar para os países latino-americanos ao longo dos próximos anos. Tomando como base a equação (6) e partindo de dados próximos aos observados em 1983⁽¹⁰³⁾, a tabela 7 procura quantificar de maneira aproximada as transferências de recursos reais como proporção do produto até 1988. Este tipo de exercício, embora sempre baseado na utilização de hipóteses em alguma medida arbitrárias, permite tornar mais clara a dimensão efetiva e potencial do processo de transferência decorrente da reversão dos fluxos financeiros. Adotando-se as hipóteses mencionadas na tabela, aparentemente compatíveis com as tendências atuais e com as características dos esquemas financeiros de emergência, chega-se à conclusão de que a América Latina será conduzida a dedicar uma fração progressivamente maior do seu produto e de suas exportações ao pagamento do serviço da dívida externa⁽¹⁰⁴⁾. A confirmarem-se os parâ-

(100) A respeito da evolução recente das políticas monetária e fiscal nos EUA e sua relação com o nível das taxas de juros, ver, por exemplo, Organisation de Coopération et de Développement Économiques. *Perspectives Économiques de l'OCDE*, 34, Décembre 1983, p. 23-32 e p. 76-84.

(101) ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA. *Adjustment Policies and Renegotiation of the External Debt*. mimeo. *op. cit.*, p. 60-63.

(102) Em fins de 1982, 62% da dívida pública (desembolsada) da América Latina e do Caribe consistia de obrigações contratadas a taxas de juros flutuantes e apenas 6,7% de empréstimos concedidos a taxas concessionais. THE WORLD BANK. *World Debt Tables. External Debt of Developing Countries*. *op. cit.*, p. 153.

(103) A taxa de juros média de 13% baseia-se em dados do Banco Mundial referentes ao custo médio dos empréstimos externos ao setor público na América Latina e no Caribe. *Ibidem*. Os dados de dívida externa e produto foram retirados ou inferidos de publicações da CEPAL e do BIRD. COMISSÃO ECONÔMICA PARA AMÉRICA LATINA, *op. cit.*, Quadros 1 e 13; THE WORLD BANK. *op. cit.*, p. 152; e ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA, *op. cit.*, p. 46. O PIB de 1983 foi estimado com base na taxa de variação do deflator implícito do produto nos EUA. Tendo em vista a queda de reservas observada em 1981-83, admitiu-se também igualdade entre a dívida externa bruta e a dívida externa líquida no início do período.

(104) Multiplicando ambos os lados da equação (5) pela relação dívida líquida/exportações, chega-se a uma expressão análoga à expressão (6):

$$\frac{X-M}{X} = (i - \frac{\Delta DL}{DL}) \cdot \frac{DL}{X}$$

A relação entre os recursos transferidos e a receita de exportação depende, portanto, da taxa de juros, da taxa de crescimento da dívida e da relação dívida/exportações.

TABELA 7

AMÉRICA LATINA: A TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS REAIS
 COMO PROPORÇÃO DO PRODUTO E DAS EXPORTAÇÕES, 1983-1988
 (em percentagem)

Discriminação	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Taxa Média de Juros	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Taxa de Crescimento da Dívida Líquida ^(a)	7,0	5,0	3,0	1,0	0,0	0,0
Dívida Externa/Exportações ^(b)	269,0	266,6	259,2	247,2	231,1	214,0
Dívida Externa/Produto ^(c)	41,4	41,8	41,4	40,2	38,4	36,2
Transferência de Recursos Reais/Exportações	16,1	21,3	25,9	29,7	30,0	27,8
Transferência de Recursos Reais/Produto	2,5	3,3	4,1	4,8	5,0	4,7

Notas: (a) Tendo em vista a necessidade de recompor as reservas internacionais, admite-se uma taxa de crescimento da dívida líquida inferior ao provável ritmo de crescimento da dívida bruta e da *exposure* bruta dos bancos em relação aos países da região.

(b) Dívida externa no início do ano sobre exportações de bens e serviços. Admite-se que as exportações cresçam a uma taxa constante de 8% a.a. nesse período.

(c) Dívida externa no início do ano sobre produto interno bruto. Admite-se que o produto nominal em dólares cresça a uma taxa constante de 6% a.a. nesse período.

metros que serviram de base a esta tabela, o montante de recursos transferido para o exterior alcançaria nada menos que 5% do produto e 30% das exportações da região em 1987 e 1988.

O sacrifício interno associado a transferências desta dimensão será evidentemente tanto maior quanto mais lenta for a expansão do comércio mundial e menos favorável a evolução dos termos de troca. De fato, a menos que se verifique uma recuperação sustentada do comércio e uma recomposição significativa dos termos de troca dos países devedores, a transferência de recursos, inevitavelmente associada à crescente diferença entre as taxas de juros e as taxas de crescimento da dívida bancária, far-se-á provavelmente à custa de retração ou estagnação do nível de atividade e/ou agravamento das pressões inflacionárias nesses países.

Embora uma discussão das perspectivas gerais da economia internacional escape aos propósitos deste trabalho, cumpre mencionar que há uma série de razões para questionar a solidez e a sustentabilidade da reativação econômica ini-

ciada nos EUA em 1983. De fato, a existência de expressivo déficit fiscal nos EUA e a perspectiva de ampliação do seu componente estrutural constituem, pelos seus efeitos diretos e indiretos sobre as taxas de juros nos EUA e no resto do mundo, uma clara ameaça às possibilidades de sustentação da recuperação econômica a médio prazo⁽¹⁰⁵⁾. Além disso, a queda da taxa de inflação observada nos EUA nos últimos anos se deve em parte à

(105) A natureza estrutural do problema fiscal nos Estados Unidos é reconhecida pelo próprio governo americano: "Vigorous economic growth can eliminate the cyclical component of the deficit. But without legislative action, the structural component is likely to grow just as fast as the cyclical one shrinks. The Administration's economic projections imply that the budget deficit will remain roughly \$200 billion a year — or about 5 percent of GNP — for the rest of the decade unless there is legislative action to reduce spending or raise revenue. Deficits of that size would represent a serious potential threat to the health of the American economy in the second half of this decade and in the more distant future". *Economic Report of the President — 1984, op. cit.*, p. 35. Este mesmo documento esti-

redução dos preços dos produtos primários e à substancial valorização do dólar em relação às demais moedas⁽¹⁰⁶⁾. Esta natureza visivelmente temporária ou reversível de uma parcela significativa dos ganhos obtidos pelos EUA no combate à inflação representam uma ameaça adicional à possibilidade de sustentar o ritmo de recuperação ao longo dos próximos anos. No que se refere especificamente à Europa Ocidental, a existência de sérios problemas estruturais no lado real da economia não permite antever taxas de crescimento acentuadas a médio prazo⁽¹⁰⁷⁾. Ademais, a generalização de práticas protecionistas restringe a expansão do comércio mundial e, em particular, a expansão das exportações dos países devedores⁽¹⁰⁸⁾. Dada a significativa participação das economias subdesenvolvidas na absorção das exportações dos países industrializados, a retração do nível de atividade econômica e os graves problemas de balanço de pagamentos nesses países tenderiam a dificultar a sustentação da recuperação atualmente em curso⁽¹⁰⁹⁾.

... ma que o componente estrutural do déficit passaria de 52% do déficit observado em 1983 para respectivamente 92% e 102% do déficit total previsto para 1988 e 1989. *Ibidem.*, p. 36. Ver também *Budget of the United States Government, FY 1985*, p. 2-14 e 2-15.

(106) Organization for Economic Co-operation and Development, *OECD Economic Surveys: United States*, December 1983, p. 33 e 54.

(107) Ver, por exemplo, MORGAN GUARANTY TRUST: COMPANY OF NEW YORK. *World Financial Markets*, December 1983, p. 1-8.

(108) CLAUSEN, A.W. *op. cit.*, p. 3. LAROSIÈRE, J. de. *Resolving the World's Debt Problems: Adjustment, Financing and Trade*, *op. cit.*, p. 41. ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES. *op. cit.*, p. 8.

(109) As exportações para países subdesenvolvidos respondem por 28% do total das exportações e por 6% da renda nacional dos países industrializados. CLAUSEN, A. W. *op. cit.*, p. 5.

De qualquer forma, é difícil imaginar que esta brusca reversão do fluxo de recursos reais, que força países de renda *per capita* relativamente baixa a transferir para países de renda média mais alta uma parcela apreciável do seu produto e de suas receitas de exportação, possa ser considerada uma forma aceitável de solução da crise financeira. O caráter paradoxal da situação atual fica ainda mais patente quando se considera que o principal beneficiário deste processo de transferência são os Estados Unidos, país de maior produção mundial⁽¹¹⁰⁾. Em consequência da substancial elevação do déficit público e da reduzida taxa de poupança do setor privado nos EUA, uma parte expressiva das necessidades de financiamento do governo americano vem sendo coberta com a absorção de recursos externos em grande escala⁽¹¹¹⁾.

Em condições normais, os recursos deveriam evidentemente fluir de economias mais desenvolvidas, que possuem maior disponibilidade de capital, para economias menos desenvolvidas e caracterizadas por relativa escassez de capital. Não haveria, inclusive, porque admitir a necessidade de reverter esta transferência líquida de recursos financeiros num futuro previsível. Ao contrário, estes fluxos unidirecionais de recursos deveriam, em princípio, persistir enquanto houvessem diferenças significativas na distribuição internacional do estoque de capital⁽¹¹²⁾.

(110) SIMONSEN, M.H. *op. cit.*, p. 96.

(111) ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES, *op. cit.*, p. 42-45.

(112) MAYER, Helmut. *Financial flows to developing countries: trends, problems and future outlook*, *mimeo.*, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, August 1983, p. 1. No entanto, apesar dos diferenciais de rentabilidade, maiores incertezas políticas e outros riscos podem impedir que as economias com maior escassez de capital recebam, de fato, fluxo de capital de

...

Ainda mais problemática é a suposição, aparentemente bastante freqüente nos meios bancários, de que esta reversão paradoxal do fluxo de recursos não constitui apenas um fenômeno passageiro, de tipo meramente conjuntural, mas sim uma tendência de caráter duradouro, que deverá prevalecer pelo menos durante o restante desta década. Como foi indicado na primeira seção deste trabalho, os atuais esquemas financeiros de emergência foram formulados para permitir uma redução organizada do elevado grau de vulnerabilidade dos principais bancos internacionais a médio prazo. A persistirem as condições atuais, este objetivo só poderia ser alcançado pela reversão, por um período prolongado, dos fluxos financeiros líquidos entre o sistema bancário e os países devedores. Desse modo, não é de surpreender que o Chase Econometrics Associates Inc., por exemplo, estime que os dezesseis principais países devedores terão que pagar aproximadamente US\$ 130 bilhões a mais do que irão receber sob a forma de novos aportes de capital ao longo dos próximos cinco anos⁽¹¹³⁾.

No entanto, um dos pontos fracos do esquema preconizado pelos principais bancos americanos é precisamente a premissa de que os países devedores estarão propensos a aceitar passivamente o prosseguimento desta situação por tempo indeterminado. Este é um aspecto amplamente reconhecido nas análises mais realistas do quadro financeiro internacional:

"Debtor countries may be willing to

... forma espontânea. Além disso, na presença de "externalidades" e do funcionamento inadequado dos mecanismos de mercado, o retorno microeconômico dos investimentos pode ficar substancialmente abaixo dos benefícios macroeconômicos e sociais para o país devedor. Em ambos os casos, haveria necessidade de fluxos de capital de fontes oficiais ou de empréstimos garantidos ou subsidiados por fontes oficiais. *Ibidem.*, p. 2.

(113) *National Journal*. 17/12/83, p. 2620.

repay more than they are receiving for a limited period of time, especially if the prospect that credit markets will open up again is clearly visible, but it is unrealistic to expect them to tolerate negative resource transfers for an extended period of time"⁽¹¹⁴⁾.

Parece de fato difícil admitir que os países devedores continuem dispostos a respeitar as "regras do jogo" e a manter a vinculação com um sistema financeiro que insiste em operar de forma visivelmente perversa e que se mostra incapaz de prover um volume minimamente adequado de empréstimos novos em condições aceitáveis de custo e prazo.

4. Elementos para uma Reestruturação Ampliada das Dívidas Internacionais

O propósito central das seções anteriores foi o de evidenciar, sob ângulos diferentes, a inadequação dos esquemas de reescalonamento e financiamento implementados, desde fins de 1982, em resposta à violenta retração do crédito bancário internacional. Procurou-se mostrar que a forma atual de administração da crise, além de frontalmente contrária aos interesses dos países devedores, encontra resistências importantes junto a bancos fora dos Estados Unidos e também junto a bancos americanos de pequeno e médio portes. É evidente, portanto, a necessidade de buscar alternativas que ofereçam uma perspectiva de solução para os prementes problemas derivados da crise financeira internacional.

A especificidade das diversas situações nacionais impede, ou pelo menos dificulta, a elaboração de uma solução de caráter universal, aplicável indiferentemente às

(114) SOROS, George. *The International Debt Problem: Diagnosis and Prognosis*, Morgan Stanley, July 1983. p. 10. mimeo.

várias dezenas de países devedores em crise. No entanto, parece perfeitamente possível delinear alguns princípios de ordem geral, que permitiriam enfrentar de maneira mais realista as graves dificuldades de balanço de pagamentos desses países.

Antes de mais nada, torna-se necessário reconhecer que o problema do endividamento internacional é um problema de longo prazo, que só poderá ser adequadamente resolvido a longo prazo. A profundidade dos desequilíbrios e distorções acumulados nos últimos anos requer, na verdade, ampla operação de consolidação ou reestruturação, que ofereça aos países devedores o tempo e o espaço necessários para reorganizar-se, reorientar as suas economias e preparar o terreno para uma gradual normalização de suas relações financeiras externas a médio ou longo prazos.

Do ponto de vista dos países devedores, a revisão dos esquemas financeiros passa, de um modo geral, por três reivindicações fundamentais:

- a. a substituição do sistema de empréstimos forçados pela capitalização dos juros;
- b. a substancial redução dos *spreads*;
- c. a extensão dos prazos de carência, amortização e consolidação da dívida.

A adoção de um programa de reescalonamento que atendesse a estas reivindicações básicas teria como objetivos primordiais a recomposição simultânea das importações e das reservas, e permitiria, respeitadas certas condições, uma melhora apreciável dos indicadores relativos de endividamento. Como se mostrará a seguir, um programa deste tipo poderia não apenas eliminar as características mais perversas do padrão atual de administração da crise, como também criar a possibilidade concreta de uma solução dos problemas

atuais de endividamento a médio e longo prazos⁽¹¹⁵⁾.

A Capitalização dos Juros como Alternativa ao Sistema de Empréstimos Forçados

No que se refere à relação ajustamento/financiamento e à forma de financiar as necessidades líquidas de crédito dos países devedores em dificuldades, as vantagens da capitalização dos juros em relação ao procedimento corrente, já discutidas em trabalho anterior⁽¹¹⁶⁾, parecem bastante evidentes. Como se sabe, a capitalização ou o reescalonamento dos juros é o processo pelo qual os pagamentos de juros contratualmente previstos são automaticamente renovados, isto é, transformados em novos empréstimos e incorporados ao estoque da dívida. A capitalização constitui, portanto, uma mudança na forma de pagamento dos juros, que substitui

(115) Como se verá a seguir, o esquema de reescalonamento ampliado proposto nesta seção coincide em alguns pontos centrais com a proposta de "desengajamento" parcial e temporário do mercado financeiro internacional apresentada por um ex-Presidente do Banco Central do Brasil. Ver LIRA, Paulo H. Pereira, A Crise Internacional da Dívida Externa — Um Tratamento Orientado para o Crescimento, mimeo., artigo preparado para a Conferência sobre a Crise Internacional da Dívida Externa, realizada em Londres, sob o patrocínio do Centro de Bancos e Finanças Internacionais, The City University, no dia 05/10/83. A proposta de "desengajamento", tal como inicialmente apresentada, parece admitir o reescalonamento do serviço da dívida nas condições de custo e prazo dos contratos originais. No entanto, quando se considera o nível e a tendência de elevação das taxas de juros internacionais, a renovação das condições financeiras originais pode não ser suficiente para viabilizar uma evolução favorável dos indicadores relativos do setor externo durante o período de consolidação.

(116) BATISTA Jr., Paulo Nogueira. Elementos Centrais para uma Renegociação mais Ampla da Dívida Externa Brasileira, mimeo., set./83, p. 6-8.

o desembolso de divisas por operações escriturais inteiramente análogas às que já vêm sendo realizadas para as amortizações do principal. O devedor final faz o pagamento do contravalor em moeda local ao banco central nas datas previstas, que registra automaticamente um crédito equivalente aos juros devidos à conta do banco credor ou emite algum tipo de bônus em condições de prazo e custo a serem estabelecidas.

Na realidade, o sistema de empréstimos forçados é simplesmente um modo indireto de capitalizar ou reescalonar (uma parte) dos pagamentos de juros. Na seção 2, foram apresentados os motivos pelos quais os bancos alemães e outros bancos europeus costumam rejeitar o sistema de empréstimos forçados e recomendar a sua substituição por um esquema de capitalização parcial dos juros. Do ponto de vista dos países devedores, a capitalização dos juros apresenta também diversas vantagens quando comparada ao procedimento atualmente adotado de financiamento (parcial) da conta de juros por meio de empréstimos novos:

- a. Por se tratar de um procedimento automático, a capitalização evita os elevados custos de transação associados ao sistema de empréstimos forçados. As penosas e prolongadas negociações que precederam a conclusão do "empréstimo-jumbo" de US\$ 6,5 bilhões, recentemente contratado pelo Brasil, e a dificuldade em garantir a participação de centenas de bancos credores de todas as partes do mundo, mostram o quanto pode custar o sistema atual em termos de absorção de tempo e de desgaste das autoridades econômicas do país devedor;
- b. A capitalização permite acomodar de forma automática elevações imprevistas das taxas de juros internacionais. No esquema atual, qualquer aumento inesperado nas taxas básicas de juros (geralmente a LIBOR ou a *prime rate*) resulta em redução na parcela dos juros coberta por dinheiro novo. Tendo em vista a instabilidade e imprevisibilidade das taxas de juros e a elevada proporção da dívida contratada a taxas flutuantes ou em prazos inferiores a um ano, a relação entre o valor de empréstimos novos e a conta de juros fica sujeita a oscilações acentuadas, que podem dificultar de maneira significativa a administração das contas externas a curto prazo;
- c. Na medida em que elimina a necessidade de oferecer condições financeiras atraentes para assegurar a participação dos bancos credores em empréstimos novos, a capitalização dos juros torna mais fácil a redução das taxas de *spread* e a ampliação dos prazos de carência e amortização. No esquema atual, a preocupação em distribuir pelo maior número possível de bancos o ônus de financiar as necessidades líquidas de crédito de países inadimplentes coloca limites à melhora das condições financeiras dos empréstimos negociados;
- d. Ao possibilitar o financiamento em base compulsória de parcela substancial maior da conta de juros, a capitalização poderia evitar (ou pelo menos limitar) a transferência de recursos para o exterior. Pela sua própria natureza, o sistema de empréstimos forçados, cuja implementação depende das decisões de várias centenas de bancos individuais, não permite uma ampliação do financiamento disponível. Pelo contrário, as chances de sucesso do sistema atual parecem basear-se na premissa de que será possível garantir uma rápida redução do ritmo de crescimento da *exposure* dos bancos em relação aos países devedores problemáticos ao longo dos próximos anos. Tendo em vista a dimensão da dívida acumulada, a elevada taxa de juros média e a inelasticidade das fontes de capital não-bancário, o sistema de empréstimos forçados

pressupõe maciça transferência de recursos reais dos países devedores para o exterior. Nas condições atuais, esta transferência só pode ser evitada ou controlada pela elevação compulsória do nível de financiamento que poderia decorrer da introdução de um sistema de capitalização dos juros.

No passado recente, em face da inadequação dos procedimentos atuais e da elevação das taxas de juros nos EUA, a proposta de capitalização parcial dos juros vem aparentemente ganhando apoio crescente nos meios bancários e governamentais dos países industrializados. Uma das propostas de capitalização parcial apresentadas fixaria uma taxa máxima de juros de, por exemplo, 7%, que continuaria a ser paga pelo país devedor e incorporaria ao estoque da dívida a diferença entre esta taxa e a taxa de juros contratual. A taxa máxima de juros resultaria da adição de uma taxa de juros real "histórica", calculada com base no valor médio observado nos últimos 20 ou 30 anos, à taxa de inflação corrente. No entanto, a capitalização *parcial* dos juros não seria evidentemente suficiente para evitar que continuassem a ocorrer substanciais transferências de recursos dos países devedores para o sistema bancário. Tendo em vista que estes países se defrontam com a necessidade de recompor substancialmente suas reservas internacionais e de fazer face a um contexto internacional carregado de incertezas, a solução dos problemas atuais de diversos países parece exigir, na verdade, uma capitalização integral ou quase integral dos juros devidos sobre empréstimos bancários de médio e longo prazos. Como a dívida bancária de médio e longo prazos responde por uma parcela muito elevada da dívida total e como o seu custo médio é significativamente mais elevado do que o das demais obrigações, esta proposta conduziria à capitalização da quase totalidade da conta de juros e representaria, portanto, uma mudança substancial na abordagem do problema.

A resistência dos principais bancos americanos a propostas deste tipo se baseia, pelo menos ostensivamente, nas características específicas da regulamentação bancária nos Estados Unidos, que representariam um obstáculo supostamente intransponível para qualquer proposta de capitalização, ainda que apenas parcial, dos juros. Mas parece difícil levar a sério este argumento, quando se percebe a incoerência de uma regulamentação que considera *non-performing* empréstimos cujos juros tenham sido capitalizados, mas que permite registrá-los como *performing* quando os juros são pagos com recursos provenientes dos próprios bancos credores, em operações rigorosamente equivalentes a uma capitalização indireta — e ineficiente — dos pagamentos de juros.

Na verdade, parece haver motivos mais fortes por trás dessa resistência. A própria automaticidade do processo de capitalização conflita com a preocupação, já mencionada na seção 1 deste trabalho, de manter os devedores inadimplentes sob "rédea curta" e pressão permanente. Além disso, dado o elevado grau de envolvimento destes grandes bancos americanos com os países em questão, pode haver receio de que a adoção de soluções "não-conventionais" conduza a dificuldades de *funding* ou a uma redução ainda mais acentuada nos preços das ações destes bancos.

Do ponto de vista dos países devedores e mesmo do resto da comunidade bancária internacional, estes argumentos não carregam necessariamente muita força. Durante o primeiro semestre de 1984, surgiram indicações de que até mesmo as autoridades monetárias americanas estariam inclinadas a favorecer a substituição do esquema atual por algum tipo de capitalização parcial⁽¹¹⁷⁾.

(117) *Financial Times*, May 2, 1984, p. 1, 14 e 16.

Condições de Custo e Prazo

De qualquer forma, a solução dos problemas atuais requer não apenas que seja alterada em favor dos devedores a relação básica entre ajustamento e financiamento, como também uma revisão substancial das condições de custo e prazo. De fato, mantidas as condições financeiras praticadas no passado recente, torna-se extremamente difícil garantir uma melhora significativa dos indicadores relativos de endividamento. A redução dos *spreads*, (inclusive das taxas extremamente onerosas aplicadas nos contratos negociados nos últimos anos) e a extensão dos prazos de carência e amortização teriam evidentemente o propósito de diminuir as taxas médias de juros e de amortização, de forma a contribuir para uma redução das relações dívida/exportações, serviço da dívida/exportações e de outros indicadores do mesmo tipo.

No que se refere especificamente ao nível da taxa de juros, é importante ressaltar o fato de que existe a possibilidade de reduzir substancialmente os *spreads*, mesmo sem provocar prejuízos diretos aos bancos credores. Graças a uma série de fatores específicos e cláusulas especiais, os *spreads* efetivos, definidos como a diferença efetiva entre a taxa de aplicação e o custo de captação dos bancos, são, na verdade, substancialmente maiores do que os *spreads* nominais divulgados. Como foi indicado na seção 1, para as operações concluídas recentemente com o Brasil, por exemplo, as informações disponíveis sugerem *spreads* efetivos de cerca de 4 pontos percentuais. O refinanciamento do serviço da dívida a taxas inferiores, em vários pontos percentuais, às que vêm sendo praticadas, e a revisão dos contratos negociados no período recente não implicariam necessariamente margens negativas para os bancos credores e poderiam contribuir de modo apreciável para reduzir o custo médio da dívida.

Contudo, o determinante fundamental

do custo médio do endividamento não são os *spreads*, mas o nível das taxas básicas de juros, que dependem essencialmente da evolução das políticas monetárias e fiscal e das expectativas inflacionárias nos EUA. A confirmarem-se algumas projeções de elevação substancial das taxas de juros nos EUA, a simples redução do *spread*, ainda que significativa, talvez não seja suficiente para colocar o custo médio da dívida em nível compatível com uma evolução favorável dos indicadores relativos de endividamento. Não se deve, portanto, excluir a possibilidade de que acabe se tornando necessário refinar o serviço da dívida a taxas inferiores às taxas de captação bancária⁽¹¹⁸⁾.

A Viabilidade de um Esquema Alternativo de Reestruturação da Dívida Externa

No entanto, admitindo que as taxas básicas de juros não subam muito além dos níveis atuais, é possível mostrar que os três pontos básicos referidos nesta seção — capitalização integral ou quase integral dos juros referentes à dívida bancária de médio e longo prazos, redução dos *spreads* e extensão dos prazos — oferecem, efetivamente, a perspectiva de uma solução duradoura para o problema atual. Uma das objeções freqüentes contra o esquema de capitalização é a de que a sua implementação conduziria a um rápido crescimento da dívida e representaria, portanto, mera transferência do problema para o futuro. Este tipo de reação reflete, entretanto, uma incompreensão dos elementos centrais da situação atual. Aceita

(118) Na verdade, o interesse recente de autoridades monetárias americanas pela proposta de capitalização parcial dos juros, pode estar relacionado à percepção de que deve ocorrer um aumento das taxas de juros internacionais suficientemente acentuado para colocar em risco os esquemas atuais de renegociação. Do ponto de vista do Federal Reserve, a capitalização dos juros surge, portanto, como um instrumento para recuperar a margem de manobra da política monetária americana.

a natureza de longo prazo do problema da dívida, que não pode ser enfrentado por uma duradoura reversão do fluxo de recursos reais entre os países devedores e o sistema bancário internacional, segue necessariamente que o crescimento da dívida em termos absolutos deve ser considerado um fato normal.

O que interessa, na realidade, é o comportamento ao longo do tempo dos principais indicadores *relativos* de endividamento. Observadas certas condições básicas, torna-se perfeitamente possível mostrar que o esquema acima delineado é compatível com uma substancial melhora dos principais indicadores do setor externo, não conduzindo, necessariamente a um processo de endividamento em "bola de neve" (119). Pelo contrário, um prazo de consolidação de quatro ou cinco anos poderia ser suficiente para preparar as condições necessárias a uma gradual normalização das relações entre o sistema bancário e os países devedores inadimplentes.

O resultado final dependeria, evidentemente, das políticas adotadas pelos países devedores e do comportamento das principais variáveis externas durante o período de consolidação. Tendo em vista o nível deprimido em que se encontram as reservas internacionais desses países, seria necessário atribuir um elevado grau de prioridade à acumulação de substancial volume de reservas durante esse período. Como não se poderia contar com aportes significativos de capitais externos, a formação de reservas teria que ser financiada

com recursos *internos*. Desse modo, mesmo na hipótese de capitalização integral dos juros sobre a dívida bancária de médio e longo prazos, as exportações teriam que ser mantidas significativamente acima das importações de bens e serviços não-fatores. Continuará a ocorrer, portanto, uma transferência real de recursos, no conceito definido na seção 3. No entanto, esta transferência se destinaria não ao pagamento de juros, mas à acumulação de reservas internacionais e seria, além disso, substancialmente inferior às transferências requeridas nos esquemas de reescalonamento atualmente em vigor.

Além de acumular reservas, seria também indispensável que os países devedores sustentassem uma política ativa de promoção das exportações para evitar que se criasse um hiato excessivo entre as taxas de juros externas médias (que permanecerão provavelmente em níveis anormalmente elevadas) e as taxas de crescimento das exportações. Admitindo-se um aumento significativo das exportações e a já mencionada substancial redução na transferência de recursos reais para o exterior, as importações poderiam então crescer a taxas muito mais altas. Este crescimento mais rápido das importações facilitaria o combate à inflação e permitira a retomada do crescimento econômico dos países devedores.

Apesar deste aumento das importações, os principais indicadores relativos de endividamento tenderiam a evoluir de maneira favorável durante o período de consolidação. Com políticas sistematicamente voltadas para a promoção de exportações e para a acumulação de reservas, a dívida externa líquida (definida como a diferença entre a dívida bruta e as reservas) aumentaria a taxas significativamente inferiores às taxas médias de juros e de crescimento das exportações. Como consequência da redução da relação dívida líquida/exportações e das taxas médias de juros e amortização, a relação serviço da dívida/exportações também se reduziria.

(119) Estas afirmativas podem ser comprovadas com base em projeções de balanço de pagamentos e endividamento externo. Para um exercício deste tipo referente às contas externas brasileiras no período 1985-89, ver BATISTA Jr., Paulo Nogueira, Países Devedores e Bancos Internacionais: O Padrão Atual de Administração da Crise Financeira e a Alternativa de uma Reestruturação Ampliada das Dívidas, mimeo., maio/1984, p. 98-105.

O serviço da dívida cairia ainda mais quando comparado às reservas, e estas últimas aumentariam como proporção das importações. Em suma, apesar do crescimento das importações e da dívida externa em termos absolutos, a implementação de um esquema de reestruturação ampliada da dívida seria perfeitamente compatível com uma apreciável melhora da situação geral do setor externo destas economias.

Da análise anterior destaca-se a importância fundamental do esforço de recomposição das reservas. A margem de manobra que resultaria da capitalização do serviço da dívida bancária teria que ser utilizada não apenas para permitir um crescimento mais rápido das importações, mas também para garantir o objetivo fundamental de aumento das reservas em escala substancial, condição indispensável à melhoria dos indicadores relativos básicos, à recuperação do controle sobre as contas externas, do controle sobre a política cambial e à própria defesa dos interesses do país e da soberania nacional. Observada esta condição básica, e mantida uma política ativa de promoção das exportações, o esquema de reescalonamento ampliado permitiria produzir uma significativa recuperação das contas externas a médio prazo. No final de um período de quatro ou cinco anos, o país poderia ter retomado o crescimento, aumentado as importações, acumulado um volume substancial de reservas e registrado evolução bastante favorável de todos os principais indicadores relativos do setor externo. Neste contexto, seria então possível iniciar um processo de gradual normalização

das relações com o mercado financeiro internacional, reduzindo progressivamente a parcela do serviço da dívida sujeita a renovação automática.

No entanto, é importante não perder de vista o fato de que a evolução das contas externas é extremamente sensível ao comportamento de variáveis completamente fora do controle dos responsáveis pela política econômica no país devedor, como as taxas de juros internacionais, a demanda externa, os termos de troca etc. Deve-se ressaltar, mais uma vez, que se as taxas de juros internacionais, já em nível extraordinariamente elevado, continuarem a sua trajetória ascendente, o refinanciamento do serviço da dívida a taxas inferiores às taxas de captação bancária pode tornar-se inevitável. De fato, ainda que se resolvesse pela via da capitalização integral dos juros o problema do hiato¹ entre as taxas de juros e a taxa de crescimento da dívida bancária, uma acentuada e crescente discrepância entre a taxa de juros e a taxa de crescimento das exportações mundiais tornaria extremamente difícil, ou mesmo inviável, a solução do problema por meio de esquemas como o que foi apresentado nesta seção.

De qualquer forma, parece indiscutível a necessidade de buscar soluções alternativas que permitam ultrapassar os precários "pacotes" financeiros implementados nos últimos dois anos. Se o objetivo é resolver, e não apenas administrar a curto prazo, os sérios problemas associados à crise financeira internacional, a revisão radical dos procedimentos correntes constitui tarefa inadiável.