

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 40

A Crise no Mercado Internacional de Crédito
e o Endividamento Externo do Brasil:
uma avaliação da situação atual

André Lara Resende



PUC-Rio – Departamento de Economia
www.econ.puc-rio.br

Janeiro de 1983

Este trabalho analisa as origens da atual crise financeira internacional e argumenta que houve, com a moratória do México em setembro, uma ruptura no mercado de crédito internacional. Tal mercado não se recuperará a médio prazo.

A vulnerabilidade das contas externas brasileiras é analisada. Argumenta-se que a situação, antes de setembro, já era muito mais delicada do que se poderia supor a partir do exame dos dados divulgados normalmente pelo Banco Central.

A reação brasileira à crise de setembro e a viabilidade da proposta de renegociação da dívida, apresentada em Nova Iorque no final de dezembro, são avaliadas. Finalmente, faz-se uma breve discussão dos limites da postura cooperativa adotada, até o momento, pelo Brasil com relação à renegociação.

Origens da Crise Atual

Na origem da atual crise está o aumento do preço do petróleo, primeiro em fins de 1973 e depois em 1979. Para a economia internacional como um todo, a única opção de ajustamento a longo prazo é a redução das importações de petróleo, ou o aumento das importações para os países produtores de petróleo (OPEC), ou ainda a transferência de ativos reais para a OPEC, através de investimento direto da OPEC nos países deficitários. Cada país individualmente pode ajustar-se criando superávits com outros países que não pertençam à OPEC, mas o conjunto de países importadores de petróleo como um todo não tem opção: ou reduz o déficit comercial com a OPEC, ou transfere a propriedade de ativos reais.

Os dois parâmetros básicos do ajustamento do sistema são, portanto, a possibilidade de substituição da utilização de petróleo e o grau de absorção de recursos reais por parte da OPEC. A substituição do petróleo pode ser feita na produção ou através da modificação do perfil de consumo em direção a bens e serviços menos intensivos em petróleo. O avanço nessa direção – substituição do petróleo – tem sido lento. O grau de absorção de recursos reais pela OPEC também é limitado. Primeiro, pela simples magnitude das transferências envolvidas em relação às economias e à população dos países exportadores de petróleo. Segundo, pela preferência destes países pela liquidez, o que limita os investimentos diretos, isto é, as transferências de ativos reais, especialmente por parte dos países menos desenvolvidos e com moedas não conversíveis.

O sistema financeiro internacional adiciona um grau de liberdade ao processo de ajustamento. A criação de ativos financeiros de curto prazo (certificados de depósitos) satisfaz a preferência por liquidez por parte da OPEC e permite a oferta de crédito aos países deficitários. A expansão dos ativos financeiros, certificados de depósitos por um lado e títulos de dívida internacional por outro lado, permite adiar ou distribuir no tempo o ajustamento. Em última instância, tal ajustamento deve inevitavelmente ser feito através do aumento das exportações líquidas, ou da transferência de ativos reais para a OPEC. O recurso ao crédito pelo sistema financeiro internacional é apenas a postergação do ajustamento através da promessa de transferir recursos reais no futuro.

Tal processo, conhecido como a reciclagem dos superávits do petróleo, não foi feito, como se sabe, diretamente

pela OPEC, mas através dos grandes bancos dos países industrializados. Os países da OPEC optaram por títulos financeiros de curto prazo denominados em moeda reversível – primordialmente dólares norte-americanos – de grandes instituições internacionais. Estas instituições passavam a ter em seus ativos títulos de dívida dos países deficitários, também denominados em moeda conversível.

A Mediação Financeira

As implicações de tal mediação nem sempre têm sido corretamente avaliadas. Argumenta-se com frequência que a existência de superávits por parte da OPEC, por si só, garante a existência de fundos para financiar os déficits dos países importadores. Esta linha de raciocínio vê na recente redução dos superávits da OPEC a causa da redução da liquidez internacional e das dificuldades de financiamento dos países deficitários. O diagnóstico seria correto, se se tratasse de um sistema fechado, sem a mediação dos bancos e sem a exigência da denominação em moeda conversível (dólar) dos títulos financeiros criados no sistema. Na verdade, a existência de superávits da OPEC não garante que os fundos canalizados para os países deficitários.

A redução destes superávits também não implica necessariamente o estreitamento do crédito disponível para os países deficitários. Superávits da OPEC não são condição nem necessária nem suficiente – para que haja crédito para os países deficitários. Os superávits da OPEC, ao contrário, simplesmente aumentam o déficit do conjunto dos países importadores de petróleo e, portanto, a demanda por crédito no sistema financeiro internacional. Como o financiamento dos países deficitários não é feito diretamente pelos países superavitários, a condição necessária e suficiente para garantir a disponibilidade de crédito é que os grandes bancos do sistema financeiro internacional sejam capazes de atrair os fundos e estejam dispostos a aumentar os créditos internacionais em suas carteiras.

Como o sistema não é fechado, isto é, o certificado de depósitos dos bancos internacionais não é a única opção para os poupadores, assim como o crédito internacional não é a única opção de aplicação disponível para os bancos, o volume de crédito destinado ao financiamento de países deficitários não está diretamente associado ao volume de poupança medido pelo superávit da OPEC. Os certificados de depósitos dos bancos internacionais concorrem com outros ativos, financeiros e não financeiros. Os créditos internacionais concorrem com outras aplicações e ativos que compõem as carteiras dos bancos. O volume de crédito internacional é, assim, afetado por modificações na estrutura de rentabilidade e riscos dos mercados financeiros em que atuam os bancos e os poupadores.

Devido à exigência de denominação dos títulos financeiros em moeda conversível, aceita universalmente para pagamentos internacionais, são as condições vigentes nos mercados financeiros nacionais de países de moedas conversíveis que afetam o mercado de crédito internacional. O predomínio do dólar nos pagamentos internacionais e a expressão econômica e financeira dos Estados Unidos na cena mundial fazem com que sejam dominantes as condições prevalecentes na economia e no sistema financeiro americano.

Não cabe aqui uma análise das já amplamente estudadas condições que permitiram o rápido desenvolvimento do mercado de eurodólares, bem como o crescimento do mercado de crédito internacional. Para efeito da avaliação

da natureza e dos desdobramentos da crise, o que interessa é saber como e por que o equilíbrio do sistema foi rompido.

O Equilíbrio Rompido

Segundo a classificação de Minsky¹, unidades econômicas, indivíduos, firmas ou países podem se financiar de forma defendida (*hedged*), ou especulativa (*speculative*). Uma firma tem um financiamento defendido se o fluxo de seus pagamentos num horizonte limitado for inferior ao fluxo de suas receitas. Se, ao contrário, num horizonte limitado, o fluxo de pagamentos for superior ao fluxo de receitas, a firma tem um financiamento especulativo. A distinção relevante entre uma firma com financiamento defendido e uma firma com financiamento especulativo é o que o valor presente do fluxo de caixa da primeira é sempre positivo, a despeito das eventuais flutuações nas taxas de juros, enquanto que o valor presente do fluxo de caixa da segunda, para a qual os fluxos positivos são posteriores aos negativos, poderá tornar-se negativo com o aumento das taxas de juros.

Os dois sucessivos aumentos dos preços do petróleo, os custos do ajustamento rápido e as facilidades associadas ao *boom* do mercado de crédito internacional levaram vários países a assumir financiamentos especulativos, na definição de Minsky, para suas contas externas: num horizonte de curto, ou mesmo de médio prazo, o fluxo esperado das receitas de exportações de bens e serviços é inferior ao fluxo de pagamentos de importações e serviços da dívida. O grau de vulnerabilidade de um sistema financeiro aumenta com o maior número de unidades envolvidas em financiamentos especulativos. Medido por tal critério, após o segundo choque de preços de petróleo em 1979, o sistema financeiro internacional era altamente vulnerável. Numerosos países, limitados na capacidade de ajustamento a curto prazo, foram levados a tomar financiamentos especulativos de suas contas externas. Entre muitos outros, o caso do Brasil, é exemplar. Nestas condições o sistema é extremamente sensível às elevações das taxas de juros.

Foi justamente uma elevação assim, sem precedentes nas taxas de juros, que ocorreu a partir de 1980. As taxas elevaram-se em consequência da política econômica norte-americana, sob o governo Reagan, que combinou a aplicação da chamada economia do lado da oferta (*supply side economics*) na gestão do orçamento fiscal com um rígido monetarismo sobre o controle da oferta de moeda. Reagan partiu de uma convicção que tem respaldo teórico no mínimo discutível e nenhum apoio na evidência empírica: a de que, ao reduzir-se o nível das alíquotas dos impostos haveria tamanha expansão do nível de renda que o resultado líquido seria um aumento da arrecadação tributária. De acordo com este princípio, o governo Reagan reduziu as alíquotas dos impostos e manteve o nível das despesas, através de aumentos dos gastos militares não compensados por cortes em outros gastos. Como era de esperar, o déficit orçamentário elevou-se rapidamente.

Ao mesmo tempo, o Federal Reserve Bank responsável pela formulação da política monetária, adotou uma linha de monetarismo rigoroso: deixou de se preocupar com as flutuações das taxas de juros no mercado monetário e estipulou uma faixa limitada, com a qual procurou manter a taxa de crescimento da oferta de moeda. Para evitar que

¹ Minsky, H. P. “A theory of systematic fragility”, in Altman, E. e Sanetz, A., *Financial Crisis, Institutions and markets in a Fragile Environment* (John Wiley and Sons, New York, 1977).

os déficits orçamentários se transformas – sem em emissões de moeda acima do crescimento estipulado, o Federal Reserve viu-se obrigado a fazer uma política de open-market agressiva na venda de títulos do governo. A oferta de maiores volumes de títulos resultou em juros mais elevados.

Os déficits criaram no mercado a expectativa de que novos e maciços volumes de títulos viriam no futuro a ser oferecidos. Isto contribuiu para pressionar as taxas de juros. Inicialmente, o governo Reagan propunha um programa para alcançar equilíbrio orçamentário já no ano fiscal de 1983. Tal objetivo foi posteriormente revisto e, menos ambicioso transformou-se em redução gradual do déficit entre os anos fiscais de 1982 e 1985. Em meados do ano passado, entretanto, confirmando previsões de diversos analistas, eram crescentes os déficits projetados na versão preliminar do orçamento elaborada pelo Congresso. Na hipótese de não se modificarem os impostos e os gastos previstos, os números do Congresso eram assustadores: 180 milhões de dólares para o ano fiscal de 1983, 214 bilhões em 1984 e 231 bilhões em 1985.

Com o Tesouro em busca de recursos no mercado financeiro, para financiar o elevado déficit fiscal e, simultaneamente, reduzir a taxa de crescimento da oferta de moeda, todos os demais títulos privados, inclusive os depósitos bancários, foram obrigados a elevar as taxas para continuar atraentes. O alto grau de integração financeiro, que é hoje dominante entre os países industrializados, forçou os bancos centrais europeus a acompanhar a política monetária restritiva dos Estados Unidos. Elevaram-se assim as taxas domésticas de juros na Europa, para evitar que o fluxo de capitais, em direção ao mercado americano, forças se a excessiva desvalorização das respectivas moedas em face do dólar. A sincronização das políticas monetárias agravou o problema da liquidez no mercado financeiro internacional. Obrigados a pagar mais pelos depósitos, para manter os recursos, os bancos elevaram repetidamente as taxas dos empréstimos. A evolução das principais taxas de juros está na tabela 1.

No início de 1981, a taxa para depósitos interbancários em Londres (*libor*), para prazo de seis meses, que é o que serve de referência para a grande parte dos empréstimos internacionais, atingiu níveis superiores a 19% ao ano. A *prime-rate*, taxa cobrada de clientes preferenciais pelos bancos americanos, atingiu quase 22% na mesma época. Observe-se que a inflação americana naquele momento dava sinais de rápida queda, o que quer dizer que as taxas de juros reais atingiam níveis recordes.

Parte dos empréstimos internacionais, inclusive ao Brasil, passaram a ser feitos na maior das duas taxas entre a *libor* e a *prime*. E os prêmios de risco, para a maioria dos países, elevaram-se de forma considerável. A princípio, não se reduziu o volume de recursos disponíveis para financiamentos dos países deficitários. Mais foi dramático o imediato encarecimento dos recursos. Em face das dificuldades do ajustamento a curto prazo, diversos países continuaram deficitários e ao mesmo tempo, tomadores de recursos, ainda que sujeitos a taxas cada vez mais altas. A elevação dos juros não reduziu a demanda internacional do crédito, mas, ao contrário, tornou-a ainda maior. Primeiro, diretamente, devido à elevação dos déficits de serviços nos balanços de pagamentos, associados a maiores contas de juros. Segundo, indiretamente, através da recessão desencadeada nos países industrializados, com reflexos sobre o volume e os preços do comércio internacional. Os preços dos produtos primários, em particular, de elevada importância nas receitas de exportações de grande número de países endividados, entraram em acentuada queda. O resultado sobre a saúde

financeira e econômica dos países endividados foi desastroso. Os bancos, entretanto, continuaram emprestando. A única mudança foi um relativo encurtamento dos prazos dos empréstimos. Conforme se pode observar nas tabelas 2, 3 e 4, a partir de 1979, a proporção dos créditos de curto-prazo nos novos créditos concedidos a países em desenvolvimento tornou-se significativamente maior, sobretudo em 1980, quando só o Brasil aumentou de 4.7 bilhões de dólares sua dívida de curto-prazo com os bancos.

Para saber por que os bancos se dispuseram a ampliar os empréstimos internacionais, apesar do evidente aumento do risco, é preciso ter em vista a lógica da tomada de decisão nos sistemas financeiros. A regra é acompanhar o comportamento da maioria. Ninguém quer ficar muito para trás e perder boas oportunidades. E ninguém quer ir na frente demais, para não perder sozinho. Um banqueiro americano, com larga experiência no setor, descreve com nitidez a razão desse comportamento:

"Os clientes dos bancos comerciais frequentemente perguntaram até onde os bancos iriam no processo de ampliar normas tradicionais de liquidez e capitalização que estavam obviamente obsoletas. Meu conselho tem sido sempre o mesmo: siga a maioria. Qualquer um isolado na linha de frente corre o risco de chamar a atenção do Fundo Federal de Reserva ou de qualquer outro órgão regulador. Quem quer que ficasse para trás perderia sua parcela de mercado. Mas os que estão no meio têm o escudo da maioria; não podem todos ser punidos por causa do receio das repercussões que a punição feria sobre a economia como um todo. Além do mais, na medida que um número maciço de bancos se tomou coletivamente mais vulnerável, isto constituiu um problema macroeconômico para o Fundo Federal de Reserva e não uma razão de preocupação para um determinado banco isoladamente. E se o problema crescer a ponto de extravasar as possibilidades de solução pelo Fundo Federal de Reserva e pelo sistema bancário, bom, neste caso o mundo terá chegado ao fim de qualquer maneira e mesmo o mais prudente dos bancos não escaparia de se ver afundado junto com os demais"².

² Wojnilower, A. W. "L'envoi" in Altman, E. I. and Sametz, S. W. (eds.), Op. Cit.

Tabela 1
Taxas de Juros Internacionais

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	I	II	III	IV	1982	I	II	III	IV
Rendimentos dos títulos do Tesouro Americano (20 years Bond)	7.87	7.67	8.49	9.33	11.39	13.72	12.74	13.49	14.50	14.14		14.27	13.74	12.94	10.67
Taxa de Redesconto ¹ do FED	5.25	6.00	9.50	12.00	13.00	12.00	13.00	14.00	14.00	12.00		12.00	12.00		
Prime-rate ²	6.00	7.75	11.75	15.25	21.50	18.75	18.70	19.50	20.20	16.60	14.60	16.50	15.40	14.50	11.70
Eurodólares ³															
Overnight	4.63	7.12	10.26	14.28	16.56	19.54	20.31	21.77	22.71	13.37		14.88	14.75	10.40	
a sete dias	4.75	6.31	8.20	11.51	13.48	15.92	15.09	17.26	17.78	13.56		15.01	14.90	10.50	
um mês	5.13	6.87	8.42	11.79	13.96	16.70	17.07	17.69	18.18	13.86		15.21	14.98	11.40	
três meses	5.00	7.19	8.85	12.09	14.19	16.78	16.81	17.59	18.38	14.34		15.54	15.07	12.13	9.81
seis meses	5.38	7.50	9.20	12.15	14.03	16.63	16.36	17.05	18.34	14.76		15.81	15.10	12.59	10.62
um ano	5.56	7.67	9.30	11.71	13.44	16.05	15.56	16.32	17.49	14.82		15.77	14.94	13.04	
Libor	5.58	6.00	8.73	11.96	14.36	16.51	16.33	17.47	18.44	13.80	13.40	15.03	14.99	13.40	10.20

1. Fim de Período, Percentagem anual.

2. “Perto” ou no fim do mês.

3. Dados para 1976, 1977 e 3º trimestre de 1982 “perto” ou no fim do mês; de 1978 era diante, média do período. Percentagem anual; depósitos em US dólares em Londres.

Fontes: “Apêndice Estatístico” do “World Financial Markets”, Morgan G. Trust (Vários Números); International Monetary Fund, International Financial Statistics (Vários Números).

Tabela 2

Aumento nas Exposures dos Bancos Internacionais para os Países menos desenvolvidos

US\$ bilhões	1978	1979	1980	1981
Aumento total “exposures”	59.3	54.8	49.0	48.2
Aumentos relacionados com:				
créditos de médio prazo	35.4	28.4	19.5	24.3
créditos de curto prazo	6.5	19.6	26.5	20.8
linhas de crédito (não usuais)	17.4	6.8	3.0	3.1

Fonte: “The Amex Bank Review”, vol. 9 nº 10; American Express Bank, a partir de dados originais do Bank for International Settlements.

Tabela 3

Aumento nas “Exposures” de curto prazo para os países menos desenvolvidos

US\$ bilhões	1978	1979	1980	1981	Fim de 1981 Total
Todos os PMDs	6.5	19.6	26.5	20.8	115.4
América Latina	2.2	13.6	19.7	15.4	78.0
Argentina	0.5	3.0	3.3	0.7	10.0
Brasil	0.3	1.4	4.7	2.1	14.3
Chile	0.2	0.5	0.9	1.3	3.6
México	-1.8	2.9	7.9	8.5	24.0
Venezuela	1.7	4.5	1.4	1.7	14.4
Outros	1.3	1.3	1.5	1.1	11.7
África	1.1	0.6	0.5	1.5	7.8
Argélia	-	-0.1	0.1	-	0.7
Nigéria	0.1	0.2	0.2	0.6	1.8
Outros	1.0	0.5	0.2	0.9	5.3
Ásia	3.2	5.4	6.3	3.9	29.6
Coréia	1.1	2.5	3.5	0.9	10.6
Filipinas	0.6	1.3	1.5	0.3	5.4
Outros	1.5	1.6	1.3	2.7	13.6
Todos os PMDs excluindo o México	8.3	16.7	18.6	12.3	91.4

Fonte: “The Amex Bank Review”, vol. 9, nº 10; American Express Bank a partir dos dados originais do Bank for International Settlements

Tabela 4

Aumento nas “Exposures” de médio prazo para os países menos desenvolvidos

US\$ bilhões	1978	1979	1980	1981	Fim de 1981 Total
Todos os PMDs	35.4	28.4	19.5	24.3	175.2
América Latina	20.4	18.3	14.3	18.3	118.6
Argentina	1.6	3.4	3.2	4.2	14.9
Brasil	7.5	4.2	2.3	5.0	38.4
Chile	1.2	1.4	1.6	1.9	6.9
México	4.8	4.7	3.7	5.9	32.9
Venezuela	3.3	2.3	2.1	0.2	11.8
Outros	2.0	2.3	1.4	1.0	13.7
África	9.4	5.0	1.7	0.4	25.0
Argélia	3.3	1.5	-0.1	-0.7	7.7
Nigéria	1.7	1.0	0.8	1.0	4.3
Outros	4.4	2.5	1.0	0.1	13.0
Ásia	5.5	5.1	3.4	5.7	31.6
Coréia	1.2	2.0	1.2	2.3	9.3
Filipinas	1.0	1.0	0.5	0.5	4.8
Outros	3.3	2.1	1.7	2.9	17.5

Fonte: The Amex Bank Review, vol. 9 nº 10; American Express Bank, a partir dos dados originais do Bank for International Settlements.

O comportamento da maioria por sua vez determina o consenso do mercado, ou o convencionalmente aceito, sobre as oportunidades e os riscos envolvidos, e não vice-versa como se ria de supor. Uma vez formado, o consenso ou a convenção só muda abruptamente. O próprio grau de envolvimento efetivo dificulta a mudança de atitude. Os bancos levam a extensão dos créditos até o extremo limite, quando vários tomadores já se encontram com os esperados fluxos de caixa perigosamente baixos ou até negativos. Só „aí ocorre a mudança do consenso, sempre de forma súbita e a partir de um acontecimento específico.

Com relação à situação atual do mercado financeiro internacional, a descontinuidade ocorreu a 23 de agosto diante da moratória do México.

Os sinais de agravamento da tensão no sistema eram evidentes desde 1981. As políticas restritivas nos Estados Unidos e na Europa provocaram falências de empresas de grande porte, como a Dome Petroleum no Canadá e a Telefunken na Alemanha. Trinta e cinco pequenos bancos quebraram desde o início do ano nos Estados Unidos – mais do dobro do maior índice no pós-guerra (16 casos), em 1976. A quebra do Banco Ambrosiano no Luxemburgo, da corretora Drysdale e do Banco Penn Square nos Estados Unidos, acarretou fortes abalos no sistema financeiro. O número de bancos na lista de observação da Federal Deposit Insurance Corp. nos Estados Unidos, considerados casos

problemáticos, subiu de 200, em janeiro, para 320, no início do segundo semestre.

No plano internacional, a apreensão aumentou sensivelmente com a guerra do Atlântico Sul e os problemas subsequentes que envolveram um devedor do porte da Argentina. Foram muito provavelmente estes sinais inequívocos de agravamento da situação que levaram à rápida guinada na política econômica americana.

O governo Reagan abandonou a intransigência quanto ao aumento dos impostos e aprovou às pressas no Congresso um orçamento relativamente menos deficitário para os próximos anos.

A mudança mais importante, entretanto, foi na política monetária. A maneira como se deu tal mudança fala da urgência com que foi aprovada. Mudanças na condução de política monetária, principalmente quando no sentido de menor rigor, nunca são anunciadas explicitamente, mas deixadas para interpretação pública, através do Federal Reserve operando no mercado financeiro. No final de julho, entretanto, o Federal Reserve anunciou publicamente que abandonaria a rigidez das metas do crescimento da moeda. Seguiu-se uma forte demanda dos títulos públicos com a rápida queda das taxas de juros. A atitude do Federal Reserve foi inequívoca, ao demonstrar que considerava benéfica a queda dos juros e ao deixar claro que era este mesmo o objetivo da mudança. A queda das taxas financeiras refletiu-se nas taxas dos empréstimos bancários. A *prime rate* caiu de 16,5%, em meados de julho, para 12%, em meados de outubro.

O alívio das taxas veio infelizmente muito tarde. O dano causado pelo prolongado período de taxas recordes sobre a economia mundial foi profundo. O comércio mundial reduziu-se significativamente e as reações protecionistas agravaram o quadro. Onerado por um endividamento externo superior a 80 bilhões de dólares, ironicamente contraídos para investir na infraestrutura que lhe permitia extrair depressa o petróleo de reservas recém-descobertas, o México enfrentou sérios problemas quando os juros altos e a recessão mundial lhe frustraram as expectativas de renda. A inexistência de controles de fluxos de capitais, associada a uma política cambial inadequada, gerou movimentos especulativos de capitais, o que tornou impossível a administração da elevada dívida mexicana de curto prazo. O anúncio da moratória do maior país devedor dos bancos privados internacionais provocou um trauma que paralisou o mercado.

A reunião de caráter regular do Fundo Monetário Internacional, em Toronto, no início de setembro, era encarada como a oportunidade para a discussão de medidas de caráter institucional, que viessem reforçar a capacidade do sistema para enfrentar choques adversos e recuperar a confiança abalada com a moratória mexicana. O fortalecimento institucional do sistema era crucial, não apenas para ampliar as possibilidades de equacionar os numerosos casos de países incapazes de manter em dia seus fluxos de pagamentos externos, como também para tranquilizar o sistema financeiro internacional privado e evitar novos casos de inadimplência. A oportunidade não foi aproveitada. A reunião de Toronto deu mais uma demonstração da dificuldade de articulação dos fóruns internacionais em momentos de crise. E pôs à mostra a incapacidade de ir além dos simples discursos de advertência, ou das recomendações de bom comportamento e cooperação internacional. O veto americano à proposta de aumento das cotas dos países membros, junto ao Fundo Monetário Internacional, impediu a aprovação de medida concreta relativamente simples e importante naquele momento.

Inverteu-se logo a avaliação do sistema financeiro quanto aos empréstimos internacionais. Como um encanto que se quebra, mudou o consenso do mercado. Se se apresentasse hoje aos bancos a opção de liquidar, sem custos insuportáveis, todos os créditos internacionais de suas carteiras, especialmente os contraídos pelos países em desenvolvimento, muito provavelmente nenhum banco deixaria de promover essa liquidação. Não foi outra, efetivamente, a atitude dos bancos com um compromisso relativamente pequeno na área desses créditos. Os pequenos e médios bancos regionais americanos, importantes na montagem de grandes consórcios de empréstimos e na garantia dos repasses de empréstimos liderados por grandes bancos ativos no mercado internacional, preferiram sair inteiramente do mercado. Desprovidos de departamentos para análise internacional, certos de que não terão voz ativa nos casos de renegociação, e com pequena parte de seus ativos comprometidos em empréstimos internacionais, preferiram livrar-se a qualquer preço des créditos, para se-concentrarem em empréstimos regionais e nacionais.

Os grandes bancos, mais comprometidos com créditos internacionais, não tem obviamente esta opção. Antes, tem consciência de que o brusco retraimento dos empréstimos é algo que não lhes convêm, porque ameaça com a inadimplência países com substancial presença em suas carteiras de crédito. Mas esta consciência não é bastante para evitar o retraimento. Dois fatores impedem os grandes bancos de reduzir o volume de crédito internacional. Primeiro, a mencionada fuga dos pequenos e médios bancos. Segundo, a retração dos investidores que, assustados, buscam papéis considerados de menor risco. Hoje, o diferencial de taxas entre os papéis de grandes bancos americanos e os títulos do governo americano encontra-se em níveis recordes. Títulos de bancos americanos de primeira linha estão pagando juros iguais, ou até superiores, aos papéis emitidos por empresas industriais americanas de segunda linha. A discriminação por parte dos investidores, incluindo outros bancos que operam na área dos empréstimos internacionais, reduzirá drasticamente o volume de crédito de longo prazo, disponível para os países endividados.

A Vulnerabilidade das Contas Externas

A paralização do mercado em setembro do ano passa do levou o Brasil a momentos críticos. Para compreender a natureza e a extensão das dificuldades, enfrentadas pelo país nos meses que se seguiram à moratória mexicana, é importante avaliar corretamente o grau de vulnerabilidade das contas externas brasileiras. Esta vulnerabilidade é que foi subestimada, com base em dois argumentos: primeiro, que a dívida tinha um perfil favorável segundo, que as reservas eram elevadas. Falaciosamente, este raciocínio não considera as implicações do endividamento de curto prazo, isto é, dos empréstimos contraídos por prazos inferiores a um ano, assim como também não examina a natureza das reservas. A extensão do endividamento de curto prazo é mal avaliada, porque o Banco Central adota o critério do Fundo Monetário Internacional e põe de lado a dívida de curto prazo. Quando se trata de divulgar as estatísticas de endividamento externo, o Banco Central omite as informações sobre a extensão e a natureza dessas dívidas.

Por outro lado, as informações oficiais sobre as reservas internacionais apresentam dois problemas. Primeiro, o número divulgado pelo Banco Central é o valor das reservas brutas, isto é, não é descontado o seu passivo financeiro externo. Segundo, para efeito de computo das reservas, o Banco Central entende também como ativos em seu poder

os créditos concedidos a parceiros comerciais, de liquidez discutível. Portanto, não apenas o ativo externo líquido (ou as reservas do Banco Central líquidos do seu passivo financeiro externo) era bem inferior ao valor bruto divulgado, como o valor das reservas disponíveis para pagamentos. Ou a caixa em moeda conversível do Banco Central, também era inferior ao valor divulgado das reservas brutas.

O crescimento da dívida externa de curto prazo acelerou-se a partir das dificuldades enfrentadas no segundo semestre de 1980. Uma série de erros de política econômica no início de 1980, e em particular a prefixação da desvalorização cambial em nível muito inferior ao da inflação, que se acelerava rapidamente, levou os credores internacionais a, pela primeira vez, ter dúvidas sobre mais um consenso do mercado: O Brasil seria um país economicamente bem administrado?

Houve, conseqüentemente, uma retração dos empréstimos de longo prazo à disposição do Brasil. A situação agravou-se com a intransigência do Banco Central até meados de 1980, em não aceitar *spreads* mais altos nos empréstimos de longo prazo.

Considerando-se o déficit em transações correntes, o fluxo de investimentos e a variação das reservas brutas em 1980, pode-se concluir que a dívida líquida deveria crescer aproximadamente 12 bilhões de dólares, passando de 40 bilhões, em 31 de dezembro de 1979, para 52 bilhões, em 31 de dezembro de 1980. De acordo com os dados do Banco Central, entretanto, a dívida líquida, em fins de 1981, era de apenas 46,9 bilhões de dólares. Pode-se deduzir, pois, que o aumento da dívida de curto prazo, não computada nas estatísticas oficiais foi da ordem de 5 bilhões de dólares. Este número é compatível com os 4,7 bilhões de dólares de aumento dos créditos de curto prazo, concedidos ao Brasil em 1980, de acordo com os dados da Tabela 2.

Nº final de 1981, deu-se novo aumento do endividamento de curto prazo, que visou primordialmente elevar o valor das reservas brutas no fechamento do ano. Ainda segundo os dados da Tabela 2, o aumento dos empréstimos bancários de curto prazo, para o Brasil, em 1981 foi de 2,1 bilhões de dólares. Nogueira Batista Jr.³, a partir dos déficits em transações correntes, dos fluxos de investimentos diretos, do crescimento da dívida de longo prazo e da evolução das reservas, estimou que o estoque da dívida de curto prazo no final de 1979 era da ordem de 4 bilhões de dólares. Somando-se a este valor os números do BIS, na Tabela 2, para o aumento do crédito bancário de curto prazo, em 1980 e 1981, chega-se a uma estimativa do estoque da dívida de curto prazo, no final de 1981, da ordem de 10,8 bilhões de dólares. Corrêa do Lago⁴, a partir dos dados do BIS, relativos aos vencimentos da dívida brasileira em 1981, e das informações do Banco Central sobre a composição das amortizações de médio e longo prazo no mesmo ano, estima que a dívida de prazo inferior a um ano andava pela ordem de 12,1 bilhões de dólares em 31 de dezembro de 1981. O mesmo método permite calcular a dívida de curto prazo até junho de 1982, em 14,5 bilhões de dólares. Apesar da impossibilidade de se obter o valor preciso da dívida de curto prazo, as estimativas deixam claro que o perfil da dívida brasileira, antes mesmo dos problemas com a moratória do México, era bem menos favorável do que se poderia supor, se tomarmos em conta apenas os valores divulgados para a dívida de prazo superior a um ano.

³ Nogueira Batista Jr., P. "A Dívida Externa de Curto Prazo", *Conjuntura Econômica*, março de 1981.

⁴ Corrêa do Lago, Luiz Aranha. "As contas Externas do Brasil em 1982 e 1983 depois da ida ao FMI", IBRE-CEMEI, mimeo.

Em documentos apresentados ao Conselho Monetário Nacional em fins de 1981, a Secretaria de Planejamento previa um superávit comercial de 3 bilhões de dólares, resultante de exportações de 28 bilhões de dólares e importações de 25 bilhões de dólares. No entanto, a retração da demanda externa, associada à recessão mundial, a queda das cotações dos produtos primários, o aumento do protecionismo e as graves dificuldades enfrentadas pelos parceiros comerciais em desenvolvimento, com os quais o Brasil vinha ganhando mercado até 1981, são os fatores que tornaram evidente, desde os primeiros meses do ano passado, que a meta oficial de exportação era rigorosamente inatingível. O total efetivo das importações no final do ano, segundo os dados preliminares da tabela 5, foi de apenas 20.2 bilhões de dólares, portanto, quase 40% inferior à meta projetada. Um rigoroso esforço de contenção de importações, por meio de controles postos em prática ao longo do ano, e a queda no valor das importações de petróleo bruto (de 10,3 bilhões de dólares para 9,5 bilhões de dólares) permitiram um superávit comercial de cerca de 800 milhões de dólares.

As despesas líquidas com juros, inicialmente previstas em 9,5 bilhões de dólares, alcançaram 10,8 bilhões de dólares, enquanto os demais serviços totalizaram 4,5 bilhões de dólares contra uma previsão de 3,8 bilhões de dólares. O déficit de serviços não-fatores, superior ao inicialmente estimado, apesar da substancial queda no volume de comércio (importações mais exportações) com que esse déficit mantém relação bastante estável, é devido ao grande volume de operações de *leasing* durante o ano. Tais operações procuraram reduzir o valor contabilizado das importações, principalmente de bens de capital, para que se conseguisse ao menos um pequeno superávit comercial no ano. O expediente, obviamente, deixa inalterado o déficit em transações correntes, que foi de 14,5 bilhões de dólares, mas tem, supostamente, efeito psicológico positivo ao produzir superávit comercial contábil.

Até agosto do ano passado, o Brasil vinha obtendo créditos de longo prazo à razão de 1,5 bilhões de dólares mensais em média. As dificuldades no balanço comercial, entre - tanto, tornaram insuficiente esse fluxo, para evitar a perda de reservas. Os números de reservas brutas regularmente divulgados pelo Banco Central estão na Tabela 6. O último número conhecido refere-se a agosto, quando as reservas brutas alcançavam 6,97 bilhões de dólares.

O ativo financeiro externo do Banco Central, que engloba boa parte das reservas brutas, além de outros Itens, é uma aproximação satisfatória do volume de reservas brutas. O desvio entre as duas series não vai além de 20%, entre 1978 e 1982⁵. A série mensal do ativo financeiro externo do Banco Central até novembro de 1982 encontra-se também na Tabela 6 assim como o passivo financeiro externo do Banco Central e as reservas líquidas. Observe-se que a queda das reservas líquidas até agosto foi muito mais rápida do que a queda nas reservas brutas devido ao súbito crescimento das obrigações em moedas estrangeiras do Banco Central. A partir de março as reservas líquidas já eram negativas, e em agosto, imediatamente antes da crise no mercado financeira internacional, a posição de reservas líquidas era negativa em 1.084 milhões de dólares.

⁵ Ver Corrêa do Lago, Luiz Aranha, "Nota sobre as Contas Externas das Autoridades Monetárias", mimeo, FGV/IBRE/CEMEI, dezembro de 1982.

Tabela 5
Balança de Pagamentos do Brasil, 1980-1982, em US\$ bilhões

Discriminação	1980	1981	Programação do Setor Externo para 1982 “hipótese Básica”, dez/81	1982 Dados efetivos preliminares	1983 ⁴
1) Balança Comercial	-2.8	1.2	3.0	0.8	6.0
Exportações	20.2	23.3	28.0	20.2	22.0
Importações	23.0	22.1	25.0	19.4	16.0
Petróleo e Derivados	9.8	11.0	10.3	10.0	9.6
2) Serviços (exclusive reinvestimentos)	-9.8	-12.4	-13.3	-15.3	-12.9
Juros (líquido)	-6.3	-9.2	-9.5	-10.8	-9.0
Demais (líquido)	-3.5	-3.2	-3.8	-4.5 ¹	-3.9
3) Transferências Unilaterais	0.2	0.2	0.2	-	-
4) Saldo de Transações Correntes ¹	-12.4	-11.0	-10.1	-14.5	-6.9
5) Movimento de Capitais					
A. Investimentos diretos (líquidos, exclusive reinvestimentos)	1.1	1.6	1.9	1.1	1.5
B. Financiamento de Org. internacionais, Ag. Govern. e “Suppliers Credits” (líquidas) ²	2.4	2.4	1.8	2.5	4.1
C. Amortização (dívida de longo prazo)	-6.7	-7.7	-7.2	-7.8	-7.2
D. Empréstimos em moeda e outros capitais ³	12.1	15.3	13.6	15.2	10.1
D.1. Empréstimos de médio e longo prazo	-	-	-	12.3	10.7
D.2. Operações Especiais	-	-	-	4.2	-0.6
Bancos Comerciais				2.3	-3.0
Tesouro dos EUA (líquido)				0.9	
FMI				0.5	2.4
BIS				0.5	-
D.3. Perdas de linha de curto prazo				-1.3	-
Superávits (+) ou Déficits (-)	-3.5	0.6	0	-3.5	1.6

1. Inclui transferências, líquido.

2. Inclui financiamentos ao exterior.

3. Inclusive erros e omissões.

4. Programação revista para o setor externo da Secretaria de Planejamento.

Fonte: “Programação do Setor Externo em 1982”, Conselho Monetário Nacional, Brasília, 21.12.81, p. 15; “Brazil: Adjustment to the International Economy and External Financing Needs”, Banco Central do Brasil; December 20, 1982; Declarações do Presidente do Banco Central reproduzidas em Jornal do Brasil, 5.01.83, p. 17.

Tabela 6

Ativo e Passivo financeiros Externos, 1978-1982 (em US\$ milhões)

Período	Reservas Brutas divulgadas pelo Banco Central	Ativo Financeiro Externo				Passivo Financeiro Externo	"Reservas Líquidas" (1) - (5) (6)
		Total ¹ (2) + (3) + (4) (1)	Correspondente no Exterior em Moedas Estrangeiras (2)	Valores em Moedas Estrangeiras (3)	Ouro (4)	Obrigações em Moedas Estrangeiras ² (5)	
1978-Dez	11.895	10.186	9.296	881	9	1.492	8.694
1979-Dez	9.689	8.690	6.868	1.109	713	3.019	5.671
1980-Dez	6.913	6.726	4.453	1.127	1.145	5.425	1.301
1981-Mar	6.474	5.895	3.933	990	973	5.174	721
Jun	6.150	5.816	3.930	937	949	5.042	774
Set	6.347	6.142	4.411	843	888	5.208	934
Dez	7.507	7.490	5.396	1.175	920	5.583	1.907
1982-Jan	7.280	6.463	4.462	1.100	901	5.149	1.314
Fev	7.080	5.987	4.067	1.049	870	5.677	310
Mar	7.082	6.858	4.744	1.314	800	7.010	-152
Abr	7.025	6.510	4.468	1.255	787	7.120	-610
Mai	6.893	7.615	5.205	1.584	826	8.013	-398
Jun	6.941	6.025	4.409	846	770	6.663	-638
Jul	6.951	7.820	-	-	-	7.507	313
Ago	6.971	6.751	-	-	-	7.835	-1.084
Set		6.949	-	-	-	8.668	-1.719
Out		4.631	-	-	-	6.957	-2.326
Nov		3.752				6.237	-2.485
Dez							

1. Devido a arredondamentos existem pequenas diferenças entre a coluna total e o somatório das parcelas.
2. A partir de julho de 1982, incluem também os itens "Recursos vinculados em moedas estrangeiras" e outras exigibilidades, desdobramento que não era apresentado anteriormente no balancete.

Fonte: Corrêa do Lago. "As Contas Externas do Brasil em 1982 e 1983 Depois da Ida ao FMI". IBRE-CEMEI, mimeo; Dados originais obtidos a partir de Balançetes e Balanços do Banco Central do Brasil. Os saldos em cruzeiros em fim de mês foram convertidos em dólares à taxa de compra do Banco Central.

Tabela 7

Dívida Externa de Curto e Longo Prazo

Ano	Dívida Bruta de Longo Prazo ¹	Dívida Líquida de Longo Prazo ²	Dívida Líquida de Curto Prazo ⁴
1973	12.571	6.155	-
1974	17.166	11.897	-
1975	21.171	17.131	-
1976	25.985	19.441	-
1977	32.037	24.781	-
1978	43.511	31.616	-
1979	49.904	40.215	5.000
1980	53.847	46.934	9.700
1981	61.411	53.904	12.100
1982-Jun	64.425	57.507	14.500
Dez	68.811	65.048 ³	16.400

1. Posição em dezembro dos respectivos anos;

2. Idem;

3. Usou-se como aproximação do nível de reservas o total de ativos financeiros externos do Banco Central em novembro de 1981;

4. Estimativas a partir de dados de Balanço de Pagamentos e do BIS

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil

Para evitar a queda mais rápida das reservas, já antes da crise de setembro, o Brasil passou a aumentar substancialmente o seu endividamento de curto prazo. Para captar empréstimos de curto prazo, o governo recorreu às grandes empresas estatais, principalmente a Petrobrás, a Eletrobrás e a Vale do Rio Doce, que passaram a utilizar as aprovadas linhas de créditos comerciais de curto prazo muito além das respectivas necessidades reais. As agências do Banco do Brasil no exterior foram acionadas para captar recursos a curto prazo no euro-mercado interbancário e repassá-los diretamente para o Banco Central. A captação de recursos no exterior pelo Banco do Brasil, com o objetivo de repassá-los diretamente ao Banco Central, iniciou-se em fins de 1980, quando o expediente serviu para inflar o valor das reservas brutas divulgado no fechamento do ano. A evolução da série mensal das obrigações do Banco Central em moedas estrangeiras, na Tabela 6, indica que, a partir de fevereiro do ano passado, esse recurso voltou a ser posto em prática.

Embora o perfil da dívida externa brasileira de prazo superior a um ano fosse efetivamente favorável, quando

comparado a outros países em desenvolvimento, era óbvio, pois, que o rápido crescimento da dívida de curto prazo e a perda de reservas líquidas nos últimos dois anos e meio nos levariam inevitavelmente a uma crise cambial. A moratória mexicana e a consequente crise no mercado financeiro internacional anteciparam as dificuldades que o Brasil enfrentaria muito provavelmente em 1983.

A Reação Brasileira à Crise de Setembro

A moratória do México paralisou o mercado internacional de crédito de longo prazo. A reação oficial foi tentar a apresentar a situação brasileira, aos credores externos, como essencialmente distinta da do México e de outros países latino-americanos. Os argumentos em favor dessa distinção baseavam-se no perfil favorável da dívida, na boa situação de reservas internacionais, numa pauta diversificada de exportações e na política econômica restritiva e recessiva já em curso desde o início de 1981. Embora o grau de inverdade dos dois primeiros pontos não fosse nem de longe percebido, tanto externa quanto internamente, o fracasso da estratégia era previsível, uma vez compreendida a extensão da ruptura no mercado internacional de crédito.

Temendo o impacto negativo nas eleições de 15 de novembro e subestimando a gravidade da retração no mercado de crédito internacional, as autoridades econômicas procuraram manter, contra todas as evidências, a aparência de tranquila normalidade diante do giro da dívida externa.

A fragilidade das contas externas ficou patente a partir do final de setembro. Os créditos de longo prazo pararam de fluir e o trauma que se seguiu à moratória do México reduziu drasticamente o acesso das agências dos bancos brasileiros ao mercado interbancário. O Banco do Brasil viu-se obrigado a socorrer as agências dos demais bancos brasileiros no exterior. Como o próprio Banco do Brasil também tinha dificuldades para obter recursos no interbancário, o Banco Central foi forçado a utilizar as reservas disponíveis para o pagamento dos compromissos de curto prazo com o Banco do Brasil no exterior (observe-se, na Tabela 6, que há uma queda de aproximadamente 1,7 bilhões de dólares no passivo financeiro externo do Banco Central, entre setembro e outubro). Sem acesso a novos créditos de longo prazo e obrigado a recorrer ao Banco do Brasil no exterior, o Banco Central acabou sem caixa em moeda conversível. Na última semana de setembro, depois de recorrer ao Fundo Monetário Internacional, para o financiamento automático de 200 milhões de Direitos Especiais de Saque, e depois de fazer operações de *swap* com o ouro das reservas, o Brasil passou por momentos críticos. A situação de tensão no mercado financeiro em Nova Iorque, a partir de pressões do Federal Reserve, levou finalmente o governo americano a tomar consciência da gravidade da crise. O Brasil então obteve 1,5 bilhões de dólares de empréstimos do Tesouro Americano, ao mesmo tempo que negociou 2,3 bilhões de dólares de *bridge-loans* de curto prazo, junto aos bancos comerciais mais comprometidos.

Passadas as eleições de novembro, depois de entendimentos que vinham desde outubro, apesar de insistentes desmentidos oficiais, o Brasil anunciou finalmente que recorreria ao Fundo Monetário Internacional. O acordo foi logo acertado. O Brasil recebeu imediatamente 500 milhões de dólares, relativos a créditos compensatórios na queda das exportações (que foram utilizados para reduzir a dívida com o Tesouro Americano para cerca de 900 milhões de

dólares). Cumpridas as exigências do acordo, o Brasil contará com até aproximadamente 4,5 bilhões de dólares nos próximos três anos, distribuídos em parcelas trimestrais, através da chamada *Extended Fund Facility*.

A Carta de Intenções e o Memorando Técnico, assinado entre o Brasil e o FMI, estão de acordo com o receituário clássico do Fundo quando se trata de promover o ajuste econômico: estipula, item por item, metas quantitativas trimestrais, relativas ao débito do setor público com as Autoridades Monetárias; ao déficit global do setor público; à expansão dos ativos domésticos do Banco Central; e ao déficit máximo no Balanço de pagamentos. Exige ainda uma desvalorização cambial 1% por mês acima da inflação em 1983, assim como o compromisso de não impor ou agravar restrição às importações.

Desde o início, cumpre reconhecer que, na configuração atual e com os recursos de que dispõe, é impossível o Fundo desempenhar qualquer papel significativo no financiamento direto dos países altamente endividados. Pergunta-se qual o sentido do acordo com o Fundo Monetário. Os acontecimentos que se sucederam ao acordo permitem concluir que a decisão de recorrer ao Fundo faz parte da estratégia de renegociação da dívida. O objetivo é promover uma renegociação relativamente ordenada, que evite novo trauma no sistema financeiro internacional, da gravidade do que ocorreu em setembro do ano passado. Neste sentido, o recurso ao Fundo Monetário tem propósito essencialmente ritualístico, que visa a tranquilizar os credores internacionais. A intermediação da agência internacional e a aprovação do programa econômico para 1983 dão maior credibilidade à renegociação da dívida, perante os bancos estrangeiros, chamados a examinar a proposta do governo brasileiro.

O passo seguinte da estratégia de renegociação foi a proposta, apresentada em Nova Iorque aos credores privados. A proposta veio vinculada ao acordo com o Fundo e é composta por quatro pontos denominados de *projetos*. O primeiro ponto, ou *projeto*, consiste na montagem de empréstimo adicional de US\$ 4,4 bilhões, do qual numerosos bancos credores foram convidados a participar. As condições desse novo empréstimo-jumbo foram estipuladas pelo Banco Central: taxas de juros baseadas na *Libor* ou na *Prime*, mais dos respectivos *spreads* já fixados pelo Banco Central. O prazo para amortização tem 30 meses de carência e 12 amortizações iguais. Uma vez aprovado e montado, o empréstimo será liberado em quatro parcelas trimestrais vinculadas às liberações do Fundo Monetário. A proposta comprova o evidente objetivo de apresentar como programa único o acordo com o Fundo e a renegociação.

O segundo ponto diz respeito às amortizações das dívidas de médio e longo prazo. Todas as amortizações de 1983, com prazo de maturidade originalmente superior a um ano, serão suspensas. São poucas as exceções, que se referem a títulos de colocação pública, a débitos com agências e governos, a contratos de câmbio e metais preciosos e a alguns contratos de *leasing*. O Banco Central abrirá uma conta gráfica, em moeda estrangeira, em nome de credor externo e no valor das amortizações devidas. Tal conta será remunerada nas mesmas condições do novo empréstimo-jumbo: *Libor* ou *Prime*, mais *spreads*, fixados pelo Banco Central, e terá 30 meses de carência e 12 amortizações semestrais a partir daí. A declaração unilateral, na última semana de dezembro, de que este chamado *projeto 2* seria implementado significa na prática uma moratória com a suspensão dos pagamentos de amortizações referentes à dívida de médio e longo prazo.

O terceiro ponto, ou projeto 3, é o pedido de manutenção das linhas de financiamento de importações e de pré-

financiamento de exportações, em níveis não inferiores aos de dezembro último. Por fim, o último ponto é a convocação dos bancos para que restabeleçam as linhas interbancárias, de curtíssimo prazo, com as agências de bancos brasileiros no exterior, nos níveis de 31 de junho do ano passado.

Viabilidade do Programa de Dezembro

Qual a viabilidade do acordo com o Fundo e da proposta de renegociação que compõem o que se pode chamar de programa de dezembro? Desde logo deve-se dar como certo que o sistema financeiro internacional não se recuperará, a curto prazo dos sucessivos choques que vem sofrendo. Outros países serão obrigados a suspender os pagamentos e a renegociar a dívida nos próximos meses. Não haverá mais créditos internacionais privados, contratados dentro dos procedimentos de mercado, para países em desenvolvimento. Novos créditos, se disponíveis, serão todos negociados a exemplo da proposta brasileira.

O prazo dado pelo Banco Central aos bancos convocados para compor o novo empréstimo de US\$ 4,4 bilhões é até 31 de março. É praticamente certo que um pequeno número de bancos, com grande *exposure* no Brasil, aceite aumentar marginalmente as respectivas *exposures* para ordenar a situação brasileira e mantê-la sob relativo controle. Resta saber se assim também procederá o grande número de bancos com menor compromisso com o Brasil. A proposta brasileira deseja que comuniquem o valor dos recursos adicionais que estão dispostos a emprestar. Caso estes recursos, até o fim de março, não cheguem aos 4,4 bilhões de dólares, ficam sem efeito os compromissos dos bancos que participam do empréstimo-jumbo. O esquema garante que qualquer banco só deverá aplicar novos recursos se o total do empréstimo for atingido. Neste caso, o Brasil se compromete a não voltar a recorrer ao mercado internacional, neste ano, para obter créditos de médio e longo prazo.

Os números do fechamento do Balanço de Pagamentos em 1983 encontram-se na Tabela 5. Ali também estão os números revistos da *Programação Para o Setor Externo em 1983*, de acordo com o documento do Banco Central, distribuído aos bancos no encontro de dezembro, no Hotel Plaza, em Nova Iorque⁶. Os 4,4 bilhões de dólares serão suficientes para retirar o Brasil do mercado de empréstimos de longo prazo em moeda, caso as projeções se confirmem.

Estima-se um superávit comercial de 6 bilhões de dólares e um déficit de serviços de 12,9 bilhões de dólares. O pagamento líquido de juros está estimado em 9 bilhões de dólares. O déficit em transações correntes, segundo esta hipótese, seria reduzido de 14,5 bilhões de dólares, em 1982, para 6,9 bilhões de dólares este ano. Os investimentos diretos passariam de 1,1 bilhão para 1,5 bilhão de dólares. Com os financiamentos de organismos internacionais, agências governamentais e *suppliers credits* estimados em 4,1 bilhões de dólares, e considerando que os 7,2 bilhões de dólares de amortizações que serão renovadas automaticamente, ficam faltando 4,4 bilhões de dólares de empréstimos suplementares em moeda para que depois de considerados 2,4 bilhões de dólares de empréstimos do FMI, seja possível pagar 3 bilhões de dólares de *bridge-loans* aos bancos e ao Tesouro Americano e, simultaneamente, aumentar as reservas em 1,6 bilhões de dólares. Neste quadro de hipóteses, a perspectiva do superávit comercial de 6

⁶ Banco Central do Brasil: "Adjustment to the International Economy and External Financing Needs", 20 de dezembro de 1982; mimeo.

bilhões de dólares é particularmente duvidosa.

O relatório do FMI (*World Economic Outlook* de abril de 1982) estima as taxas médias de crescimento do produto real dos países industrializados entre 2 e 3% ao ano, no período 1983-1986. Deve-se observar que entre 1980 e 1982 a taxa de crescimento foi inferior a 1%. Entre 1960 e 1973, a taxa superou os 5% ao ano. Prevê-se, portanto, alguma recuperação em relação ao último triênio, mas o crescimento médio dos países industrializados não voltará, nos próximos anos, a atingir os níveis dos últimos decênios. Nas atuais circunstâncias, o crescimento de 3% dos países industrializados, este ano, é hipótese otimista. As generalizadas dificuldades do Balanço de Pagamentos, principalmente dos países menos desenvolvidos da América Latina e da África, assim como dos países do Leste Europeu, onde o Brasil conquistou mercado nos últimos anos, somados à emergência crescente do protecionismo nos países industrializados, não permitem estimar o crescimento das exportações brasileiras este ano em 10%. Se não é impossível, parece pouco provável. Da mesma forma, a contenção das importações em 16 bilhões de dólares, após os esforços de contenção nos últimos anos, parece absolutamente inviável sem substancial queda do produto.

Recorrendo ao modelo econométrico do Departamento de Economia da PUC-Rio para simulações (supondo 3% de crescimento do quantum das importações mundiais e adotando-se as desvalorizações cambiais do acordo com o FMI, um superávit máximo de 5,3 bilhões de dólares é obtido em 1983 à custa de uma queda de 6% no PIB e de mais de 8% no produto industrial⁷. Um ajustamento deste tipo está implícito nas metas de políticas econômica acertadas no Memorando Técnico com o FMI, que estipulam a manutenção da rígida política monetária e creditícia em vigor desde 1981, assim como a promoção de um corte de quase 30% no investimento real do setor público. Tal ajustamento é equivocado e inviável.

Equivocado porque as dificuldades de Balanço de Pagamentos atuais não decorrem de políticas de *over-expenditures*, por parte do Brasil num mundo em crescimento, mas resultam de uma crise estrutural de caráter global. Nestas circunstâncias, não se deve pretender contrair a economia mais rapidamente do que o resto do mundo. Seria o tipo de competição em que todos perdem, pois, o resultado seria a aceleração da velocidade de contração global. Após a ruptura de setembro de 1982, nenhuma demonstração de austeridade, poderá restabelecer o fluxo de empréstimo externos de longo prazo no mercado internacional de crédito privado.

Inviável porque após dois anos consecutivos de recessão, a economia brasileira não será capaz de encolher com a velocidade que se projeta para 1983, sem desarticular sua estrutura industrial, o que comprometeria até mesmo sua capacidade de exportações. Assim como os sistemas financeiros têm um ponto de ruptura e descontinuidade, assim também existe um limite para a capacidade de compreensão nível de atividade industrial.

Os Limites da Postura Cooperativa

Ainda que a resposta dos bancos à proposta de Nova Iorque seja positiva nos quatro pontos apresentados, as contas externas projetadas para 1983 só fecham se o superávit comer ciai atingir 6 bilhões de dólares. Tal hipótese é,

⁷ Dias Carneiro, Lopes e Modiano; "Simulações para 1983", Departamento de Economia, PUC-Rio; mimeo, janeiro de 1983.

entretanto, improvável. Nova proposta, envolvendo a concessão de créditos adicionais ou a suspensão parcial de pagamento de juros, ou mais provavelmente uma combinação dos dois, deverá fatalmente fazer parte das negociações entre o Brasil e os bancos este ano.

Se a proposta de Nova Iorque não é viável, porque não suspender imediatamente o pagamento dos juros? À primeira vista, a opção pela suspensão dos encargos da dívida seria vantajosa. Observe-se que de acordo com a programação oficial para o setor externo em 1983, na tabela 5, o *hiato de recursos* (calcula do subtraindo-se a despesa líquida com pagamento de juros e dividendos do déficit em transações correntes) será negativo em 2,1 bilhões de dólares. Haverá, portanto, uma transferência líquida de bens e serviços para o exterior. A opção de suspensão total dos encargos da dívida exigiria apenas que o *hiato de recursos* fosse nulo. Neste caso, para determinado nível de exportações, o nível das importações poderia ser 2 bilhões de dólares superior ao permitido pela programação para 1983 da proposta de Nova Iorque. Perde-se acesso a 14,2 bilhões de dólares (4,1 bilhões de financiamentos e *suppliers credits*, mais de 10,1 bilhões de empréstimos em moeda), mas deixa-se de pagar 16,2 bilhões (9 bilhões de juros e 7,2 bilhões de amortizações).

Este raciocínio deve considerar horizonte superior a apenas o ano corrente. É fácil demonstrar que, se a taxa de juros sobre a dívida líquida se mantiver no nível de 12% ao ano, o fluxo de investimento direto for inferior a 2% da dívida líquida, a limitação da taxa de crescimento da dívida a menos de 10% ao ano nos próximos anos cria incentivo à suspensão de pagamentos⁸.

Estes cálculos desconsideram, entretanto, todos os demais custos associados à opção pela suspensão de encargos da dívida, antes que haja razoável consenso de que não há alternativa. O abandono explícito da estratégia cooperativa em troca de uma estratégia não-cooperativa tem custos elevados. Deve-se observar que, no caso específico do Brasil, o ganho associado à suspensão total de encargos da dívida é inferior a 10% das exportações. Tal ganho poderia ser facilmente anulado por perturbações e represálias comerciais e redução no fluxo de investimento direto.

Os limites da vantagem associada a uma postura, ao menos aparentemente, cooperativa, são dados pelos custos de se adotar uma ortodoxa política econômica interna baseada no controle de demanda. O prolongamento e a profundidade da recessão implícita nas metas estipuladas no acordo com o Fundo Monetário, ameaça desarticular a economia, comprometendo simultaneamente sua capacidade de funcionamento mais autárquico – no caso de um colapso definitivo do sistema monetário internacional – e sua capacidade de recuperação no futuro, no caso de uma conscientização internacional que possibilite a retomada de crescimento do comércio e a superação das dificuldades atuais.

⁸ Seja ΔD o aumento da dívida líquida, H o hiato de recursos, I o fluxo de investimento direto, r a taxa de juros e D a dívida líquida. Então, $\Delta D = H - I + rD$. Logo, $\frac{H}{D} = \frac{\Delta D}{D} + \frac{I}{D} - r$. Se $r = 12\%$; $\frac{I}{D} = 12\%$ e $\frac{\Delta D}{D} < 10\%$, então $H < 0$; ou seja, o hiato de recursos deverá ser negativo nos próximos anos. Veja-se Lopes, F. L. “A Crise do Endividamento Externo: Alguns números e suas Consequências”, em Arida, P. (org.) *Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural: O Brasil diante da Crise*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1982.