

Rompendo o impasse da dívida internacional*

Shafiqui Islam**

Mais de meia década transcorreu desde que o México precipitou o que logo ficou conhecido como a crise da dívida dos PMDs (países menos desenvolvidos) ou, mais genericamente, o problema da dívida internacional. Há um consenso internacional crescente de que a estratégia ortodoxa para o gerenciamento do problema da dívida fracassou. Os países devedores têm sido incapazes de reverter a tendência declinante dos seus padrões de vida, dos seus investimentos e de sua credibilidade. E os bancos credores não têm conseguido êxito em livrar-se dos exaustivos exercícios de reprogramação e empréstimo involuntário. Agora está se tornando moda dizer que o gerenciamento do problema da dívida se tornou vítima da “fadiga da dívida”. Talvez uma descrição mais acurada fosse aquela que enquanto os países devedores estão sofrendo de “fadiga de ajustamento”, os bancos contraíram o mal da “fadiga do financiamento”.

* Baseado em comentários na International Economic Association Conference sobre “Survival and Growth in a Polycentric World Economy” (“Sobrevivência e Crescimento numa Economia Mundial Policêntrica”), Basiléia, Suíça, 14 a 17.10.1987. Traduzido por Matha Jalkauskas e revisado por Gilberto Tadeu Lima.

** Do Council on Foreign Relations, EUA.

Eu gostaria de argumentar que a razão principal de por que meia década de trabalho árduo para resolver o problema da dívida resultou em fracasso e fadiga, e não em sucesso e alívio, é que os administradores da dívida internacional perderam mais tempo e energia em assegurar que o juro fosse coletado por completo e em tempo, e menos em encontrar uma solução viável a longo prazo. Esta preocupação exacerbada em coletar juros sobre as dívidas criou uma crise de desenvolvimento nos países credores, uma crise de prudência financeira nos bancos e agora um ambiente total de atraso e “fadiga da dívida”.

Eu sugiro que o único remédio eficaz para a fadiga da dívida é o alívio da dívida, administrado com doses apropriadas de reforma política nos países devedores e reforma reguladora nos países credores. E eu esboço um plano voltado para o mercado para o alívio da dívida de países de renda média baseado nessa premissa. Mas antes que o faça, seria útil dar uma olhada com olhos de pássaro em como a estratégia oficial para gerenciamento da dívida evoluiu nos últimos cinco anos e meio, e explicar por que a estratégia “dinheiro novo para servir o dinheiro velho” abala os vários fundamentos do desenvolvimento econômico dos países devedores e do funcionamento prudente e livre do sistema financeiro internacional.

Os confusos estágios da estratégia *muddling through*

Logo depois que o México assumiu o comando da precipitação da crise da dívida dos PMDs suspendendo o pagamento de juros em agosto de 1982, a desajeitada resposta oficial para isso ganhou, merecidamente, o rótulo de estratégia *muddling through* (“empurrar com a barriga”) para o gerenciamento da dívida. Como o problema da dívida evoluiu nos últimos cinco anos desta década, acentuando e sendo acentuado por vários eventos discrepantes entre si e pontos de crises, a estratégia *muddling through* atravessou três estágios distintos e parece estar às voltas com o início de um novo estágio.

O primeiro estágio foi fortemente influenciado pelo temor de um colapso no sistema bancário internacional, e foi dado ênfase à austeridade econômica para com os países devedores,

para que estes cortassem severamente suas demandas por novos fundos e ao mesmo tempo assegurassem um fluxo regular de pagamento de juros para os bancos credores assim que eles reprogramassem o principal, enquanto os governos estrangeiros e as instituições financeiras internacionais forneceriam ocasionais empréstimos-ponte. Com considerável sucesso em comprimir renda, investimento e importações nos países devedores e em fortalecer a base de capital dos bancos credores, a estratégia de gerenciamento da dívida entrou no segundo estágio em outubro de 1985, com o secretário do Tesouro norte-americano, James Baker, enfatizando o crescimento com austeridade nos países devedores, e mais “dinheiro novo” dos bancos e instituições multilaterais para financiar tal “crescimento com ajustamento”.

Um ano e meio mais tarde, com mais ajustamento e nenhum crescimento, e pouco dinheiro novo sob a forma de empréstimos bancários, a estratégia oficial da dívida entrou no seu terceiro estágio em abril de 1987 com o secretário Baker oferecendo suas graças para a “estratégia *menu*” em reestruturar velhas dívidas e fornecer dinheiro novo. Esta estratégia encerra a idéia de que em adição ao empréstimo de balanço de pagamento, “plano baunilha”, os bancos comerciais forneceriam financiamento aos países devedores e reestruturariam suas reivindicações de várias formas. O menu de opções inclui créditos comerciais e empréstimos para projetos (fundos para firmas do setor privado através de empréstimos do balanço de pagamentos para os governos), conversão dívida/capital de risco, pagamentos em moeda local, etc.

Na véspera do último ano-novo (dezembro de 1987), a estratégia oficial da dívida parece ter entrado sorrateiramente no quarto estágio. O Tesouro americano e o governo mexicano anunciaram em conjunto um plano para alívio da dívida, no qual os bancos podem trocar, por um valor inferior ao de face, alguns de seus empréstimos de longo prazo para o setor público mexicano por novos títulos mexicanos de longo prazo, com o principal garantido pela compra de novos títulos do Tesouro americano pelo México. O que é significativo sobre esse plano não é o fato de que a economia de juros por parte do México

será menor, mas sim que isto representa uma quebra fundamental da posição oficial americana passada, que tem consistentemente se recusado a reconhecer qualquer necessidade de alívio da dívida para os grandes países devedores de renda média. Pela primeira vez desde o início da crise da dívida o governo americano está não só adotando publicamente a noção de alívio da dívida, mas de fato participando ativamente de tal plano. Enquanto a resposta de muitos bancos americanos centros-de-dinheiro ao plano mexicano tem sido indiferente, e o governo americano está tentando não se importar com seu envolvimento, a oposição oficial ao alívio da dívida para um país devedor maior pode ter sofrido sua primeira quebra, e o alívio da dívida parece estar sorrateiramente avançando em direção à conquista de um lugar no menu de opções de Baker.

O alívio da dívida tem também ganho aceitação em um outro contexto. Banqueiros, governos e administradores da dívida internacional estão agora num crescente consenso de que os países devedores de baixa renda, especialmente os da África subsaariana, estão simplesmente insolventes e dessa forma merecem um substancial alívio da dívida. Sob a liderança de Nigel Lawson, o ministro das Finanças da Grã-Bretanha, e o Banco Mundial, os governos credores estão dando passos para facilitar o encargo da dívida, reestruturando suas reivindicações nesses países com termos e condições mais favoráveis, e convertendo alguns empréstimos em doações diretas.

Os bancos comerciais também têm depreciado grandes quantidades de suas modestas posições em muitos países africanos pobres, e provavelmente não se opõem a planos para permitir alívio da dívida. A resistência à noção de alívio da dívida para os países de baixa renda da América Latina também está cedendo lugar à força dos eventos. O último avanço nesse sentido é a "facilidade Bolívia" do FMI, que seria financiada pelos governos doadores com contribuições voluntárias e usada pela Bolívia para comprar de volta seus débitos bancários com um grande desconto.

Assim, não obstante o plano do México, é o alívio para os grandes países de renda média, e não para os pequenos devedores de baixa renda, que permanece o motivo de contenção dentro da comunidade política internacional. É a este debate

que me volto agora, começando com um crítico exame da premissa e do desempenho da estratégia "mais dívida nova e nenhum alívio" para o gerenciamento do problema da dívida internacional.

A confusa premissa da estratégia *muddling through*

O problema-chave com a estratégia oficial para o gerenciamento da dívida é que ela se baseia numa premissa fundamentalmente falsa. A pressuposição é que se os países devedores ajustarem suas políticas, e os bancos e credores oficiais fornecerem dinheiro novo, esses países podem retomar novamente o crescimento econômico e assim obter acesso a empréstimos voluntários privados. Sob esta ótica, enquanto alguns empréstimos concessionais possam ser úteis, qualquer forma de alívio da dívida será contraproducente, pois estará recompensando más políticas e impondo danos de longo prazo à credibilidade dos devedores.

O problema principal com essa estratégia é que ela requer que os devedores aumentem seus encargos da dívida, já intoleravelmente pesados, para níveis ainda mais altos e transfiram somas maciças de seus escassos recursos internos ano após ano para servir empréstimos que *não* estão gerando renda nova. Em outras palavras, exige-se que os devedores sacrifiquem o consumo e o investimento corrente (e assim a capacidade futura para alimentar novas dívidas), e acrescente ao débito pendente a ser servido dívidas velhas que já se tornaram rançosas.

A estratégia atual para o gerenciamento da dívida constitui também um grande engano dos anos 70: ela empurra ainda mais os bancos comerciais privados ao negócio de fornecimento de propósito geral, qual seja: empréstimos de balanço de pagamentos aos governos soberanos. Esta forma de empréstimo tem sido em parte responsável pelos superempréstimos por parte dos países (e superempréstimos por parte dos bancos), e tem prolongado a crise da dívida, pois não existe capítulo 11 para estabelecer más dívidas dos governos soberanos. A estratégia oficial está exigindo a perspectiva para resolução da crise da dívida, forçando os bancos a fazer mais do que têm feito para criar o problema em primeiro lugar.

A macroeconomia da estratégia *muddling through*

Ao contrário das reivindicações de seus proponentes, a estratégia oficial para o gerenciamento da dívida não é promover crescimento e credibilidade, mas aniquilá-los. A Tabela 1 mostra como 15 países altamente endividados têm tratado em termos macroeconômicos e servido suas dívidas externas sob a estratégia atual. Quatro pontos merecem destaque.

Primeiro, com todos os ajustamentos e reformas políticas — e em muitos casos por causa de ações políticas — o crescimento econômico e o investimento têm sofrido perversamente e a inflação tem se elevado a níveis extraordinários. A renda *per capita* declinou por quatro anos numa seqüência ao longo de 1984, e, apesar de uma modesta retomada durante 1985-1986, regrediu aos níveis dos anos 70. A taxa de investimento caiu precipitadamente durante 1982-1984, e desde então tem fracassado na tentativa de recuperar-se. Apesar do alto desemprego e enorme excesso de capacidade, a inflação elevou-se seis anos numa seqüência durante 1980-1985, e permanece extraordinariamente alta, apesar de um acentuado declínio em 1986. Desnecessário dizer que dados agregados mascaram em grande parte as diferenças entre os países, mas a estória no todo é a mesma — renda, emprego e investimento deprimidos, e inflação volátil e extraordinariamente alta. Enquanto esse pobre desempenho macroeconômico nos países devedores não pode ser inteiramente justificado pela atual estratégia de gerenciamento da dívida, é amplamente reconhecido que a pressão para servir dívidas externas tem contribuído para o crescimento deprimido, inflação inflexivelmente alta e instabilidade da política macroeconômica.

Segundo, o enorme fluxo líquido de poupança para servir a dívida pendente está retardando a restauração do crescimento e da credibilidade nos países credores, desviando recursos dos investimentos, e dessa forma corroendo a capacidade para futuro serviço da dívida. Os países estão gerando enormes superávits comerciais para permanecerem em dia com os pagamentos dos juros de más dívidas, com seus volumes de comércio se contraindo e seus termos de intercâmbio declinando. Além do mais, essa transferência líquida de recursos não está sendo acompanhada pela expansão das exportações, mas sim pela compressão

TABELA 1
Desempenho econômico e encargos da dívida
nos países altamente endividados: 1979-1986
(em percentagem, a menos que seja especificado o contrário)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Desempenho macroeconômico								
Crescimento real do PIB <i>per capita</i>	3,6	2,6	- 1,6	- 2,7	- 5,5	- 0,1	0,9	1,4
Taxa de inflação — CPI (Consumer Price Index)	41	47	53	58	91	116	127	76
Formação bruta de capital (porcent. do PIB)	25	25	25	2	18	17	17	17
Aritmética do serviço da dívida								
Índice dívida/exportações ¹	182	167	201	270	290	272	284	338
Pagamento bruto de juros	17	25	37	46	42	46	44	38
Índice juros/exportações ¹	15	16	23	31	30	29	27	27
Balança Comercial ²	- 2	4	- 8	3	28	43	41	23
Exportações ²	94	127	126	112	111	123	119	99
Importações ²	96	123	134	108	83	80	78	76
Crescimento do volume de exportações	7,3	0,6	- 2,2	- 5,1	6,4	9,6	1,8	- 6,5
Crescimento do volume de importações	7,2	7,9	4,3	- 16,7	- 21,2	- 2,4	1,1	- 8,5
Crescimento dos termos de troca	9,7	13,4	- 2,8	- 4,1	- 3,5	2,2	- 1,9	- 16,1

Fonte: *World Economic Outlook*, FMI, abr. 1987.

Nota: Os países são Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Costa do Marfim, México, Marrocos, Nigéria, Peru, Filipinas, Uruguai, Venezuela e Iugoslávia.

¹ Exportações representam exportações de bens e serviços.

² Bilhões de dólares americanos.

das importações. Por exemplo, a “melhoria” de quase US\$ 50 bilhões no balanço de pagamento dos quinze “países de Baker” durante 1981-1985 foi gerada por uma *queda* de US\$ 56 bilhões nas importações. E, apesar de toda a retórica de “exportação fora do problema da dívida”, as exportações em 1985 foram US\$ 7 bilhões *mais baixas* que em 1981, e *caíram* novamente em 1986 em torno de US\$ 20 bilhões.

Terceiro, a estratégia atual tem falhado na tentativa de estancar o aumento do encargo da dívida — os países de Baker têm visto uma enorme elevação no índice dívida/exportação. Enquanto a crise da dívida irrompeu com um índice dívida/exportações de 270 em 1982, quatro anos de *muddling through* levaram o índice para mais de 340 ao final de 1986. (O índice da dívida estava em torno de 165 tão recentemente quanto em 1980, um ano em que já havia preocupação de que o encargo da dívida estava muito alto.) Os índices crescentes do endividamento tornam os países cada vez mais vulneráveis a choques internos e externos adversos, enquanto a margem para erros políticos diminui. As taxas de juros declinantes causaram um modesto declínio no índice juros/exportações do pico de 1982 de 31 por cento. Mas mesmo com taxas de juros mais baixas, os países altamente endividados estão transferindo mais de um quarto de seus ganhos em exportações como pagamento de juros.

Finalmente, a pendência da dívida está complicando a tarefa da reforma política, contribuindo para a instabilidade da política macroeconômica. Por exemplo, os pagamentos de juros sobre dívidas externas são a maior fonte de grandes déficits orçamentários. Como a austeridade fiscal é perseguida pelo corte das despesas governamentais sem juros, a economia caiu bruscamente, causando uma diminuição das receitas e frustrando o objetivo de redução do déficit. Com o crescente sucesso em reduzir as despesas sem juros, a participação do pagamento dos juros no orçamento geral eleva-se, deixando progressivamente menos espaço para obter sucesso futuro nas reduções do déficit. Como a taxa de juros sobre dívidas externas permanece intocável, a batalha para reduzir o déficit orçamentário não termina nunca, com a política fiscal continuando a empurrar a economia para baixo.

Os ajustamentos de política no setor externo para servir a

pendência da dívida acabam por desestabilizar a macroeconomia do país. As desvalorizações cambiais para gerar superávits comerciais pressionam para cima a inflação e as taxas nominais de juros, e elevam a conta de juros em moeda local do governo sobre dívidas externas. O déficit orçamentário expande-se novamente, levando à monetização inflacionária, requerendo finalmente austeridade fiscal e monetária. O arrocho monetário e a taxa de juros real dificultam o combate à inflação, e a fuga de capital deprime ainda mais a economia. O círculo vicioso de recessão-inflação-déficit-depreciação abala a confiança nos negócios e encoraja a emissão monetária, colocando pressão adicional negativa sobre o crescimento e o balanço de pagamentos.

Em suma, a pendência da dívida cria um círculo perpétuo de ajustamentos de política, onde a reforma política de hoje cria a necessidade de correções de política amanhã. E, conseqüentemente, os países devedores experimentam uma “histerese de insolvência”, onde o “empurrar com a barriga” um problema de insolvência hoje cria um problema maior de insolvência amanhã.

O embaraço da estratégia *muddling through*

Eventos recentes já têm abalado o fundamento da estratégia do “não-alívio” para gerenciar as dívidas dos países de renda média. Em fevereiro último, o Brasil — o maior país devedor em desenvolvimento — juntou-se à classe dos países menores que optaram por suspensão unilateral de pagamento dos juros aos bancos, dando o principal golpe na credibilidade da estratégia oficial. O próximo choque partiu da decisão do CITIBANK em maio último de pôr de lado US\$ 3 bilhões de reservas empréstimo-perda contra seu comprometimento nos PMDs, forçando outros bancos americanos maiores e alguns ingleses a fazerem o mesmo.

Mais recentemente, como o Brasil está reassumindo o pagamento dos juros com “dinheiro novo forçado”, até o impensável começou a acontecer: dois bancos americanos anunciaram publicamente o cancelamento em suas posições na América Latina. Primeiro, o Banco de Boston deixou que se soubesse, em dezembro, que estava cancelando US\$ 200 milhões de seu US\$ 1

bilhão de empréstimos para a América Latina. Então, em janeiro, a American Express Company anunciou que havia cancelado todos os seus empréstimos (estimados em US\$ 62 milhões) para companhias privadas na América Latina.

O colapso dos preços dos empréstimos dos PMDs nos mercados secundários capta vividamente o embaraço da estratégia atual de gerenciamento da dívida (Tabela 2). Para ter certeza, esse é um mercado magro e é talvez dominado pelas “baixas da dívida dos PMDs”. Mas esse mercado de fato reflete modificações para o investidor nas taxas de qualidade de sua posição bancária nos PMDs e da capacidade dos devedores em servir suas dívidas. Três desenvolvimentos merecem destaque.

Primeiro, os descontos sobre empréstimos dos PMDs têm se elevado acentuadamente desde junho último, e a elevação tem sido um sistema de apostas.

Segundo, as dívidas bancárias dos três maiores devedores menos desenvolvidos — Brasil, México e Argentina — estão sendo agora vendidas com um deságio de cinquenta por cento. O “boom de reservas” do México e a retomada do pagamento dos juros por parte do Brasil têm fracassado na tentativa de produzir uma maior recuperação do valor de mercado de seus empréstimos.

Finalmente, os descontos têm aumentado acentuadamente e estão muito altos mesmo para países considerados estórias bem-sucedidas. Empréstimos chilenos e colombianos estão atingindo em torno de apenas 60 centavos sobre o dólar.

Em suma, os mercados financeiros não estão comprando o argumento oficial. Eles estão falando alto e claro que a maior parte dos empréstimos dos PMDs tem de ser cancelada. Os bancos maiores recusam-se a considerar esses preços de mercado como ilusórios, mas nós não os vemos participando desse mercado e adquirindo o que eles presumivelmente vêem como excessivamente baratos.

Argumentos confusos contra o alívio da dívida

O caso intelectual contra o alívio da dívida para os maiores países devedores repousa sobre três argumentos principais. Todos os três argumentos mantêm-se confusos.

TABELA 2

Preços oferecidos para a dívida dos PMDs no mercado secundário
(como uma porcentagem do seu valor de face)

País	Jul. 1985	Dez. 1986	Abr. 1987	Jun. 1987	Fev. 1988	Variação no Preço Oferecido (%)		Fev. 88 Ranking de credi- bilidade
						de jul. 85 a dez. 86	de dez. 86 a jun. 87	
Colômbia	81-83	81-84 ¹	86-89	85-88	62-65	1	4	1
Chile	65-69	65-68	67-70	68-70	60-63	- 1	2	2
Venezuela	81-83	72-74	72-74	71-73	54-56	- 9	0	3
Filipinas	NA	72-76	70-73	70-72	49-51	NA	- 3	4
México	80-82	54-57	56-59	57-59	47-49	-25	2	5
Brasil	75-81	74-77	63-69	61-63	42-46	- 4	-11	6
Equador	65-70	63-65	52-56	51-54	33-37	- 6	-11	7
Argentina	60-65	62-66	58-60	58-59	27-30	1	- 6	8
Peru	45-50	16-19	15-18	14-17	2-7	-31	- 2	9

Fonte: Shearson Lehman Brothers.

Nota: Os preços se referem àqueles prevalentes na primeira semana do mês.

1 Outubro 1986.

Primeiro há a visão de que os bancos com grandes posições nos PMDs simplesmente não irão subsistir a um programa para alívio da dívida. Esta contribuição assume cancelamentos imediatos. Com simples mudanças nas regras contábeis os prejuízos resultantes de substanciais embora parciais cancelamentos podem ser estendidos por um longo período de tempo sem ameaçar os bancos de insolvência. O conceito de *stretch-out* de prejuízos não é nada novo para a estrutura regulamentar atual. Sob o sistema americano Allocated Transfer Reserve Risk (ATRR), os cancelamentos requeridos sobre empréstimos externos “valor-deteriorado” são de 10 por cento no primeiro ano, e 15 por cento nos anos seguintes. Há também recentes precedentes nesse país onde a determinadas instituições financeiras tem sido permitido praticar *stretch-out* com seus prejuízos sobre hipotecas e empréstimos rurais. Assim, a questão não é insolvência de bancos maiores e estabilidade do sistema bancário internacional, mas a recusa dos bancos em reconhecer a realidade e a relutância dos governos credores em facilitar tal processo.

Muitos bancos americanos já contraíram substanciais perdas de renda com a provisão de reservas empréstimos-perda igual a 25 a 30 por cento de suas posições nos PMDs. Bancos europeus continentais reservaram muito mais. Os cancelamentos da dívida aliados àquelas reservas não resultarão em quaisquer novas perdas de renda, mas irão corroer o capital dos bancos. Com uma base de capital muito mais forte, os bancos estão, no entanto, muito melhor preparados hoje para lidar com tal corrosão, especialmente se os regulamentadores lhes permitirem cancelar seus empréstimos e reconstruir seu capital por um período de, digamos, dez anos. Os preços das ações bancárias já têm considerado esses futuros cancelamentos, e a prudência financeira manda que os bancos os reconheçam formalmente e indiquem seus empréstimos para os PMDs para o mercado.

Um outro argumento contra o alívio da dívida é que este cria um “risco moral” — o mau comportamento é recompensado de modo que os países com políticas piores obtenham o máximo de alívio. Mais uma vez, um pouco de imaginação pode evitar esse problema. A concessão do alívio da dívida pode se

tornar condicionada à busca de políticas apropriadas, da mesma forma que as reprogramações e os novos empréstimos têm se tornado condicionados às políticas. Se o “dinheiro novo” não cria um risco moral, o perdão da dívida também não o deveria criar.

Talvez o argumento mais persuasivo contra o alívio da dívida para os países de renda média seja que isso irá de fato prejudicá-los ao extremo, impondo um dano de longo prazo à sua credibilidade. Mas esse argumento também é imperfeito.

Primeiro, a situação de crédito desses devedores já sofreu bastante, e há pouca esperança agora de que a estratégia atual irá sanar o prejuízo em futuro previsível. Segundo, enquanto a estratégia atual assegura um pouco de esperança para a reconstituição da credibilidade, se o alívio da dívida acompanhado de boas políticas econômicas obtiver sucesso em restabelecer crescimento, investimento e confiança nos negócios, então a situação creditícia desses países irá melhorar — embora com um atraso de muitos anos. Tanto a lógica econômica como a experiência histórica apóiam essa conclusão.

Finalmente, uma incapacidade em conseguir empréstimos nos mercados de capital internacional, no ínterim em que os devedores tentam rejuvenescer suas economias, pode não afetar adversamente suas *performances* econômicas. Com adequado alívio da dívida, os países não precisarão de maciços empréstimos de balanço de pagamentos. Se tal necessidade surgir devido a choques temporários adversos, é tarefa do FMI suprir tais lacunas financeiras imprevistas. Além do mais, se os países prosseguirem com ajustamentos de política adequados, instituições multilaterais e governos credores deveriam fornecer empréstimos de ajustamento estrutural e financiamento de projetos, com bancos privados fornecendo créditos comerciais e empréstimos relacionados a projetos.

Em suma, é provável que, enquanto a estratégia atual prejudique mais adiante a credibilidade dos credores, o alívio da dívida, aliado ao ajustamento de política, tenha uma chance muito maior de restabelecer a situação de crédito dos países no longo prazo, promovendo crescimento e investimento.

Ajustamentos de política, reforma reguladora e alívio da dívida: uma estratégia tripartite

A solução do problema da dívida internacional depende crucialmente de uma conclusão bem-sucedida das seguintes quatro tarefas inter-relacionadas: 1. maior redução de transferência de recursos e retomada de crescimento e credibilidade nos países devedores; 2. um fim para as repetidas reprogramações da dívida e empréstimos bancários forçados; 3. remoção de empréstimos inadequados dos balancetes dos bancos sem desestabilizar o sistema bancário internacional; 4. uma retirada total de bancos privados dos negócios de fornecimento de balanço de pagamentos e empréstimos de propostas gerais para governos externos.

Todas as quatro tarefas exigem um passo em comum: uma redução substancial e sustentada nas obrigações da dívida dos países através da reestruturação de suas dívidas bancárias. Com uma nova estratégia que apóie ajustamentos de política com alívio da dívida, e cancelamento de dívida com reforma reguladora, os países endividados poderão reduzir a transferência de recursos e restabelecer o crescimento e a credibilidade, os bancos credores poderão limpar seus livros e escapar da dolorosa “armadilha Ponzi” de empréstimos forçados para financiar o pagamento dos juros, e a economia mundial poderá eliminar uma ameaça maior à estabilidade financeira e econômica.

A nova estratégia pode ser desenvolvida de acordo com as cinco diretrizes gerais a seguir. Primeiro, a fase inicial deveria envolver negociações para alívio da dívida em *base direta e caso a caso*. Isto é, o país devedor deveria negociar diretamente com os bancos e receber diretamente deles o alívio, sem intermédio de qualquer flexibilidade internacional para a dívida.

Tanto a lógica econômica como o realismo político apontam para essa escolha. A pendência da dívida e a necessidade de alívio variam substancialmente de país para país. E ainda não há consenso intelectual e vontade política suficientes para implementar uma solução abrangente e em grande escala como a criação de uma corporação de desconto da dívida internacional. Todavia, o objetivo máximo deveria ser que o sucesso da estratégia caso a caso, as lições resultantes e o progresso no procedimento abrirão o caminho para a criação de uma flexibilidade

internacional para a dívida. Essa facilidade poderá atuar como um intermediário financeiro ou um fiador para dívidas reestruturadas, mas os pacotes para alívio da dívida poderão ainda ser negociados entre países devedores e bancos numa base caso por caso.

Segundo, a estratégia deveria ser *voluntária e voltada para o mercado*. A opção mais simples e eficaz parece ser a de induzir os bancos a repassarem suas perdas de renda e capital para alívio da dívida, permitindo-os *permutar seu risco, taxa flutuante, prazo mais longo, empréstimos ao setor público para seguro, títulos negociáveis com vencimentos longos (15 a 30 anos) e cupons com taxas fixas abaixo das taxas de mercado*. Esses títulos poderiam ser emitidos diretamente pelo governo devedor que solicita o alívio, com o principal e os juros *garantidos por um governo credor maior*. Para evitar um repagamento maciço do principal em alguma data futura, uma parte desses títulos poderia ser negociada com o país, reservando o direito de retomá-los depois de um certo período, digamos, dez anos.

A conversão da dívida proposta é superior às simples depreciações de empréstimos bancários a taxas variáveis por pelo menos três motivos. Primeiro, os títulos de cupom baixo oferecem alívio imediato dos juros ao país devedor enquanto o protege de futuras elevações nas taxas de juros. Segundo, os bancos convertem seu risco e exagerada posição nos PMDs em títulos negociáveis e altamente seguros que eles poderiam reter ou vender num mercado secundário de acordo com suas necessidades de capital e renda. E, finalmente, é uma estratégia flexível que deixa aberta a opção entre uma solução cooperativa ou negociada, num extremo, e uma solução competitiva ou de mercado, no outro extremo.

Enquanto muitos têm exortado o Banco Mundial a prover garantia para esses títulos dos PMDs, tal passo poderia corroer seriamente a situação creditícia do Banco, num tempo em que sua credibilidade já está sob crítica fiscalização devido a uma elevação na incidência de atrasos dos países membros, rápida expansão dos empréstimos de ajustamento estrutural e não relativos a projetos para países problemáticos, e rupturas causadas por reestruturações organizacionais internas. Para o momento, os países com os maiores superávits, como o Japão e Alemanha

Ocidental, são candidatos muito mais adequados para fornecer garantias que o Banco Mundial.

Esses países podem estar relutantes em assumir o risco de atraso de um PMD grande devedor com índice de crédito reduzido e regimes políticos em transição. Mas o encargo financeiro principal da garantia pode vir a ser pequeno, assim como um objetivo-chave desse plano da dívida é alterar a matriz de atraso perda-benefício para que os benefícios do atraso na dívida reestruturada do país tornem-se menores que seus custos. Colocada de outra forma, o governo credor deveria desempenhar um papel catalítico, assumindo o risco — o projeto, implementação e monitoramento do pacote do alívio da dívida deveriam tentar assegurar que o fiador saísse ileso no final. Como sugerido antes, o sucesso com essa estratégia bilateral pode constituir o estágio para criar uma flexibilidade isolada para a dívida, para dar garantia ou mesmo assumir o comando de empréstimos bancários em troca de seus títulos com os governos credores maiores como acionistas.

Terceiro, em troca de alívio da dívida, o país credor deve desenvolver um pacote político com consulta ao FMI e Banco Mundial, assumir um compromisso digno de crédito para implementar o pacote, e aceitar maior supervisão do Fundo e do Banco. Ao mesmo tempo, os bancos que depreciaram seus empréstimos deveriam receber em troca assistência regulamentar para permitir-lhes estender suas perdas e reaprovisionar seu capital no tempo. Com os principais países industriais já no processo de conseguir maior consistência entre fronteiras em exigência de adequação de capital, deveria ser mais fácil promover tratamento regulamentar equitativo de cancelamento pelos bancos através das fronteiras nacionais.

Quarto, os critérios convencionais para aplicar falências privadas internas podem ser usados para lidar com *reivindicações bancárias sobre o setor privado* nos países devedores. As companhias privadas devedoras insolventes em geral não deveriam receber qualquer alívio da dívida, mas deveria ser garantido o acesso ao intercâmbio externo com o propósito de serviço da dívida. Àquelas entidades privadas cuja solvência pode estar ameaçada pela pressão de servir suas dívidas externas poderá ser dado algum alívio, convertendo-se algumas daquelas dívidas

em obrigações em moeda local. Os bancos obviamente teriam que cancelar pedidos daquelas firmas que já haviam saído do negócio.

Finalmente, os pacotes de alívio da dívida deveriam ser alcançados eliminando-se a necessidade de dinheiro de banco para saldar obrigações futuras de juros. O objetivo deveria ser uma *retirada completa dos bancos privados do negócio de fornecer empréstimos de balanço de pagamentos aos governos*. O Banco Mundial deveria intensificar empréstimos de ajustamento estrutural para apoiar a reforma política acordada, e o Fundo deveria ficar pronto para fornecer empréstimos de balanço de pagamentos para saldar necessidades futuras imprevistas. Os bancos privados deveriam fornecer “dinheiro novo real” sob a forma de créditos comerciais e empréstimos para projetos. A idéia é reestruturar drasticamente os compromissos externos dos países devedores e iniciar uma nova divisão de trabalho na provisão de financiamento externo, a fim de minimizar o potencial para futuras crises da dívida enquanto se avançam alguns passos para resolver a crise atual.

Com essas diretrizes em mente, os próprios países devedores têm que tomar a iniciativa de persuadir a comunidade internacional, em particular os bancos maiores e o governo americano, de que “reforma política com mais débitos bancários” não está funcionando, o que é necessário é “reforma política com alívio da dívida”. Uma forma proveitosa de proceder é a que segue.

Quando um país devedor decide que está pronto para abordar os bancos para alívio da dívida, ele desenvolve um pacote político em consulta ao FMI e ao Banco, e estima a redução nos pagamentos do serviço da dívida que seria compatível com uma recuperação sustentada do crescimento e do investimento em níveis “nacionalmente aceitáveis”, bem como a eliminação de necessidade futura de dinheiro novo dos bancos para financiar o pagamento dos juros. O cálculo levaria em consideração outras fontes de fundos externos, inclusive aqueles provenientes das instituições multilaterais e dos bancos existentes no “menu de opções”. Desnecessário dizer que tais cálculos são altamente sensatos nas pressuposições e podem ser apenas aproximados. Mas mesmo assim eles fornecem as mais eficazes bases para negociações. O país devedor pode negociar os detalhes do pa-

cote com os bancos com a mediação de um comitê consultivo internacional composto de representantes dos governos do principal credor e do principal devedor, do FMI e do Banco Mundial.

Enquanto o aqui proposto plano de conversão da dívida é um plano voltado para o mercado, é preferível *negociar* o desconto (e a fração entre redução na obrigação futura para repagar o principal e imediato alívio dos juros) do que deixar que seja determinado num *leilão de mercado*. Enquanto o valor de empréstimo no mercado secundário pode ser usado como um guia suplementar, o desconto deveria ser determinado de acordo com o critério de que ele visa assegurar o crescimento sustentado no país em questão e eliminar a necessidade futura de dinheiro novo para pagar os juros. Se os bancos forem autorizados simplesmente a lançar os títulos, eles podem oferecer um desconto menor que o necessário para se chegar aos objetivos acima, e assim subestimar o real sucesso que a estratégia poderia obter. Se o país e a maioria dos bancos concordarem sobre o nível desejado de desconto e alguns bancos não, então uma alternativa seria permitir aos bancos oferecer os títulos em bases competitivas, e assim acomodar as divergências entre eles.

Considerações finais

Para concluir, três considerações sobre a aceitabilidade inicial e a viabilidade máxima da estratégia proposta estão na ordem. Primeiro, os bancos deveriam considerar na estratégia proposta seu próprio interesse de longo prazo. Os bancos estão tão exaustos de reprogramar a dívida e de empréstimos forçados quanto os países devedores. Eles gostariam de sair desse esquema de Ponzi internacional praticamente insustentável com o mínimo de prejuízos. Se a alternativa for continuar a batalha para reciclar a conta de juros, mais moratória sobre o serviço da dívida e ameaça crescente de atrasos totais dos devedores desesperados, os banqueiros fatigados podem aceitar prejuízos como um preço para se desvencilharem da confusão da dívida internacional e adquirir alguns títulos negociáveis e seguros, especialmente se as autoridades reguladoras cooperarem para fazer uma reestruturação a mais amena possível.

Segundo, o principal problema poderia ser encontrar um governo credor que estivesse disposto a garantir os títulos lançados pelo país devedor. O Japão parece ser um candidato óbvio para assumir o comando. Pode simplesmente dar sua palavra, ou deixar de lado uma pequena parte de seu crescimento e reservas cambiais externas maciças como um “fundo de garantia”. Esta parece ser uma forma financeiramente barata e politicamente eficaz de o Japão assumir maiores responsabilidades do que as desempenhadas agora. Isso irá criar também “uma janela de oportunidade” para o Japão desempenhar um papel de liderança mais efetiva no esboço e implementação de estratégias políticas pelo Fundo e pelo Banco Mundial. Naturalmente, o Japão sozinho não pode e não deveria garantir os compromissos de mais de um ou dois países, mas, ao assumir o comando, pode começar a desempenhar um papel de liderança no gerenciamento do problema da dívida, e criar as condições para estabelecer uma flexibilidade internacional para a dívida apoiado pelos maiores governos credores em conjunto.

Finalmente, se os governos credores e bancos aceitarem essa estratégia de conceder alívio da dívida para os países de renda média, o próximo passo mais difícil seria uma conclusão de negociações bem-sucedidas no caso do primeiro país a entrar no processo de barganha. De fato, a viabilidade da estratégia dependerá crucialmente de quão bem ocorrer a primeira série de negociações e quão bem o pacote final for recebido e implementado. A estratégia terá maior chance de sobreviver e prosperar se um dos três maiores PMDs devedores — Brasil, México e Argentina — assumir a liderança e conseguir estabelecer um precedente satisfatório.

Em última análise, a resolução do problema da dívida dependerá da habilidade das partes envolvidas em fazer escolhas firmes e substituir uma estratégia visionária de busca miope de juros de curto prazo. O que há de novo no plano aqui esboçado é que não há garantia de sucesso, mas o fracasso não é garantido como é o caso da estratégia atual para gerenciamento da dívida. Colocada de forma, é sensato apoiar uma estrutura cooperativa e voltada para o mercado para o alívio da dívida, porque a alternativa são atrasos confrontantes, retaliações e instabilidade econômica global.