

Resenha bibliográfica 1

International debt and the stability of the world economy *

Cline, William R. *International debt and the stability of the world economy*. Washington, D. C., Institute for International Economics, set. 1983.

MARCELO DE MOURA LARA RESENDE **

I — Introdução

Ao examinar empiricamente as principais questões relacionadas com a dívida externa, o estudo de Cline é oportuno e deixa claro a complexidade do problema, derivada da crescente interdependência entre os vários personagens que atuam no sistema financeiro internacional. A exposição das economias industrializadas ao risco oriundo da dívida externa dos países menos desenvolvidos significa um aumento e, sobretudo, uma nova dimensão para essa interdependência.

* Esta resenha foi, em parte, baseada em idéias apresentadas em uma série de publicações, dentre as quais é necessário citar: *International financial and monetary issues*, item 11 — Policy Paper, preparado para a UNCTAD VI (Belgrado, jun. 1983); *Good news for Brazil from the world economy*, de Rudiger Dornbusch (mimeo, dez. 1983); *A program for Brazil's debt*, de Edmar Bacha (mimeo, maio 1984); e *Modelo de projeção de Cline*, de Eustáquio Reis (mimeo, s/d). A versão preliminar do texto recebeu detalhados comentários de Persio Arida, Jeff Frieden, Michal Gartenkraut, Gervásio Castro de Rezende e Paulo Nogueira Batista Jr. A todos, autores e comentaristas, agradeço sinceramente.

** Do Instituto de Pesquisas do IPEA e do Departamento de Economia da PUC/RJ.

O livro reconhece explicitamente que hoje a severidade do problema da dívida internacional requer um estudo detalhado dos prováveis desenvolvimentos no balanço de pagamentos e na dívida externa dos principais países devedores, a fim de avaliar concretamente se o risco sistemático associado à dívida deverá diminuir ou aumentar a médio prazo. Para evitar que a análise feita a um nível agregado mascare a emergência de problemas em países específicos, as projeções são produzidas também para cada um dos principais países devedores individualmente. Cline mostra que hoje é impossível examinar o problema da dívida internacional com base apenas em argumentos gerais ou extrapolações de tendências passadas.

A crescente interdependência do sistema financeiro internacional é reconhecida explicitamente no modelo construído para estimar o balanço de pagamentos e os níveis de endividamento para os 19 maiores devedores. São considerados conjuntos alternativos de hipóteses sobre a taxa de crescimento nos países industrializados, a taxa de juros internacional (LIBOR), a cotação do dólar em relação às principais moedas, o preço internacional do petróleo e as trajetórias de política econômica nos países devedores, como refletidas nas taxas de crescimento e de desvalorização cambial.

A conclusão central é que, com uma recuperação razoável da economia global (3% de crescimento da OECD no período 1984/86), o problema da dívida internacional estará sob controle, diminuindo o risco que ela representa para o sistema financeiro internacional. Portanto, a adoção de políticas macroeconômicas apropriadas para assegurar uma recuperação global, desejável por si só, passa a ser importante também em função do problema da dívida. Tais políticas contribuiriam diretamente para a recuperação nos países industrializados e diminuiriam o risco de um colapso financeiro internacional.

O livro é bem estruturado, objetivo, e toca nos pontos centrais relacionados com o problema da dívida internacional. Sem argumentar sobre detalhes, pretende-se concentrar os comentários nas principais conclusões e recomendações de política econômica apresentadas, uma vez que aqui está o calcanhar-de-aquiles do estudo. É surpreendente, ou mesmo frustrante, constatar a dicotomia existente entre o estudo bem estruturado e laboriosamente desenvolvido

e as conclusões, em geral, extremamente conservadoras, tímidas defensoras do *status quo* e, portanto, em nítido contraste com a opinião, cada vez mais generalizada, de que a solução do problema da dívida e da instabilidade do sistema financeiro internacional requer medidas extraordinárias.

A estrutura e o conteúdo do livro são apresentados na Seção 2. As principais conclusões e recomendações de política econômica são sumariadas na Seção 3 e criticadas na Seção 4.

2 — Estrutura e conteúdo

A organização do livro é recursiva. O leitor passa de uma seção a outra naturalmente, sem necessidade de aceitar conclusões parciais geradas exogenamente. Após examinar as origens do problema da dívida externa (Seção 1), o autor analisa o risco potencial que ela representa para as economias industrializadas e para o sistema financeiro internacional, além de fazer uma revisão dos pacotes saneadores orquestrados (FMI, Governo americano, etc.) em resposta à crise financeira vigente no México, Brasil, Argentina, etc. Em seguida, Cline apresenta um modelo para projetar a dívida e o balanço de pagamentos dos principais países devedores e, baseado nas estimativas e projeções obtidas, diagnostica a dívida internacional como sendo um problema de liquidez no curto prazo, e não de solvência (Seção 3). A dinâmica dos empréstimos “não voluntários”, os aspectos técnicos de renegociação da dívida e os cálculos subentendidos nas decisões de *default* são analisados (Seção 4) e servem de pano de fundo para o exame da adequação das instituições bancárias e dos regulamentos aos quais estão submetidas (Seção 5). As projeções feitas são comparadas com os níveis prospectivos de financiamentos internacionais para examinar a factibilidade de gerenciamento da dívida global a médio prazo (Seção 6). Finalmente, alguns planos propostos para uma mudança mais radical visando “aliviar” a dívida, solucionando desta forma o problema dos países devedores, são examinados (Seção 7).

3 — Sumário das principais conclusões e recomendações

a) Embora a dívida externa signifique um risco potencial para o sistema financeiro e para a estabilidade da economia internacional, a conclusão é de que a melhor alternativa consiste em evitar qualquer reação extraordinária por parte dos bancos, autoridades públicas ou países devedores. As propostas para reforma global da dívida, em geral, são contraproducentes.

b) A estratégia básica recomendada está ancorada na constatação de que a causa primordial do atual problema da dívida é a recessão global. Portanto, a recuperação econômica global é essencial. É desejável que a política econômica em países-chave (Alemanha, Reino Unido e Japão) seja mais expansionista e que os Estados Unidos tomem providências que possibilitem a redução das taxas de juros e diminuam a sobrevalorização do dólar, ou seja, os programas de ajustamento dos países devedores com o FMI e demais instituições devem continuar até que se verifique a recuperação econômica internacional. Uma vez que o problema da dívida é diagnosticado como sendo de liquidez, os países devedores em dificuldades poderão ser socorridos através de pacotes *ad hoc* até que recuperem a saúde financeira, o que deverá ocorrer dentro de dois a quatro anos.

c) Já que os principais devedores precisarão de tempo até recuperar a normalidade financeira, é essencial que os bancos envolvidos continuem a emprestar, inclusive os pequenos. O atual problema resulta de um volume de empréstimos demasiadamente pequeno. Portanto, é preciso evitar uma nova regulamentação bancária restritiva em relação aos empréstimos internacionais. Desaconselha-se a fixação de um limite para os empréstimos a um determinado país, mesmo porque o problema da dívida não resulta do volume excessivo de empréstimos ou da irresponsabilidade dos bancos. Os principais responsáveis são os choques exógenos ocorridos na economia mundial: a elevação extraordinária do preço do petróleo e das taxas de juros e o declínio dos preços e volumes exportadores, estes decorrentes da recessão mundial.

d) Apesar do diagnóstico otimista, não convém ignorar a possibilidade de ruptura. As autoridades devem estar preparadas para lidar

com contingências. As partes envolvidas devem permanecer em negociação, garantindo os esforços adicionais necessários: o ajustamento por parte dos países devedores, os empréstimos adicionais por parte dos bancos e o suporte, ainda que apenas psicológico, por parte dos governos dos países industrializados e do FMI. A cooperação é condição *sine qua non* para o sucesso da estratégia proposta. Ela é a maior garantia de que sugestões menos ortodoxas, como a constituição de um cartel de devedores, não chegarão a ser implementadas. A cooperação é também eficaz para evitar que países como o Brasil, detentores de grande poder de barganha não explorado (devido ao tamanho da dívida em relação ao capital dos bancos), partam para uma renegociação de caráter concessivo.

e) A estratégia proposta, em geral, independe da invenção de instituições, mas se beneficiaria da criação de um Institute for International Finance para informar os bancos, inclusive sobre a credibilidade financeira dos países-clientes. O seu sucesso depende fundamentalmente da recuperação econômica internacional (que a OECD cresça pelo menos 3% no período 1984/86) e da tolerância política com os programas de austeridade nos países em desenvolvimento. O prognóstico é otimista em ambos os casos, apesar da análise de Henry Kissinger, alertando sobre a possibilidade de um colapso político nos países excessivamente pressionados por uma dívida externa elevada.

f) Em geral, é preferível que o reescalonamento seja formalmente estabelecido, por um período plurianual, aceitando taxas de juros e comissões mais elevadas (facilitam o processo) e sobretudo evitando a utilização dos depósitos interbancários como uma forma de reescalonamento indireto.

4 — Crítica às principais conclusões e recomendações

a) É possível argumentar a favor de uma reforma estrutural do sistema financeiro internacional e da necessidade de encontrar maneiras de diminuir a excessiva pressão sobre os países devedores, isto

sem colocar em dúvida a credibilidade básica destes países. A reforma — essencial e urgente — deve basear-se em uma sistemática coerente que reconheça a necessidade de acelerar o desenvolvimento da economia mundial, sobretudo nos países em desenvolvimento.

O atual sistema financeiro oficial mostrou-se pequeno, restritivo, inflexível e, portanto, inadequado como instrumento para superar a crise. O remédio clássico de desinflação, além de indesejável, tem-se mostrado ineficaz. É essencial que novas iniciativas sejam tomadas para superar a crise de forma aceitável internacionalmente. É preciso evitar que as dificuldades em fazer pagamentos continuem sendo transformadas em uma aguda, dolorosa e autofágica contenção do desenvolvimento, ou que países em dificuldade, e cuja dimensão da dívida não chega a assustar o sistema como um todo, recebam atenção inadequada. O componente privado do sistema financeiro internacional, que no passado foi estabilizador, atualmente vem-se comportando de modo a ampliar o impacto de distúrbios externos nos países em desenvolvimento, sem que esta deficiência possa ser compensada pelo segmento oficial, em vista de este ser incapaz de evoluir e crescer concomitantemente com o volume de transações internacionais.

b) A excepcionalmente severa e prolongada recessão global e a elevação das taxas de juros a níveis recordes explicam uma parte do problema da dívida dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo, mas não explicam todo o problema. Uma parcela da dívida resulta de mudanças mais permanentes nos preços relativos. Se a primeira parcela tende a diminuir com a recuperação da economia mundial e a diminuição das taxas de juros, isto não ocorre em relação à segunda. Aqui a solução requer ajustes estruturais na composição do produto e no estoque de capital no sentido de permitir a expansão de exportações e a substituição de importações. Este ajuste, via aumento e adequação da capacidade produtiva às novas condições, evita os indesejáveis cortes na demanda e produção, mas requer uma considerável soma de financiamento externo a médio e longo prazos, já que o processo é demorado e absorve recursos.

É necessário que países-chave tomem as medidas de política econômica apropriadas para permitir a recuperação da produção e a queda

das taxas de juros que possibilitarão o restabelecimento do ritmo histórico de crescimento do comércio mundial e a recuperação do preço das *commodities*. Estes países devem fazer um esforço para reduzir o desemprego, as taxas de juros, o protecionismo e, principalmente, para coordenar internacionalmente as suas políticas macroeconômicas, levando em conta o impacto destas nos demais países, sobretudo naqueles em desenvolvimento. Caso contrário, a estagnação ou o declínio do comércio internacional tornarão inviáveis as políticas de ajustamento nos países em desenvolvimento orientadas para a expansão das exportações e o crescimento. Convém lembrar que, em geral, o crescimento na América Latina estancou, a renda real e o investimento estão declinando e o desemprego aumentando. Aceitar passivamente tais tendências significa comprometer o processo de desenvolvimento nos países devedores, ou mesmo realimentar a recessão mundial e aumentar o risco que a dívida externa representa para o sistema financeiro internacional.

As medidas expansionistas deverão, contudo, ser implementadas considerando suas implicações para a inflação e reconhecendo a necessidade de os países em desenvolvimento gradativamente se ajustarem às mudanças permanentes nas relações de troca. Do contrário, estes países jamais recuperarão a saúde financeira, e qualquer alívio obtido será apenas um paliativo. As medidas de emergência *ad hoc* implementadas por parte dos principais países credores, Bank of International Settlements, Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial, bancos privados, etc., que até o momento foram capazes de evitar a implosão do sistema financeiro internacional, têm limitações e não são uma solução adequada para o problema da dívida internacional.

c) A resposta apropriada à atual crise de pagamentos requer a reversão de tendência recente observada no sistema financeiro internacional. É necessário aumentar rápida e significativamente o fluxo de recursos (privados e, sobretudo, oficiais) à disposição dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo, reconhecendo inclusive que o processo de desenvolvimento freqüentemente requer recursos em bases concessivas. A recente contração do mercado privado de capitais, ao generalizar a dependência dos países em

desenvolvimento em relação às instituições oficiais, veio evidenciar a necessidade de que estas sejam fortalecidas e reformuladas para que possam cumprir a importante missão de evitar, ou amortecer, o impacto da crise financeira para o crescimento e o desenvolvimento dos países devedores.

Este indispensável restabelecimento do fluxo de recursos para os países devedores deve vir acompanhado de uma drástica revisão das condições impostas a estes países. A atual ênfase na redução de despesas deve ser abandonada em favor de medidas que promovam o ajuste estrutural, a expansão das exportações, a substituição de importações, a economia de divisas e a manutenção de uma taxa razoável de crescimento. É indispensável também garantir o tempo necessário para que os países em dificuldades completem o ajuste estrutural exigido pelos novos preços relativos e recuperem a saúde financeira, através de algum alívio da rigidez imposta pelo alto serviço da dívida e uma melhora nas condições atreladas à assistência nos pagamentos. É essencial que os governos dos países desenvolvidos procurem persuadir os bancos privados a contribuir para o esforço financeiro requerido, promovendo inclusive, se necessário, o reescalonamento da dívida em bases aceitáveis.

d) É possível que o diagnóstico otimista, com relação ao problema da dívida externa, e a postura conservadora quanto à estratégia de ação proposta estejam sendo determinados pelo otimismo – explícito ou implícito – de algumas das hipóteses básicas sobre a evolução do cenário internacional consideradas no estudo. Convém lembrar que os resultados gerados a partir de um modelo refletem, em parte, as expectativas do autor.¹ Estas, entretanto, nem sempre coincidem com as expectativas da comunidade. Portanto, é temerário sugerir medidas concretas de política econômica, com implicações generalizadas, com base apenas nos resultados de um estudo que

¹ Uma discussão detalhada do modelo de Cline propriamente dito é indispensável para uma apreciação quantitativa mais objetiva dos resultados apresentados no livro, e só foi excluída por razões práticas: a crítica do modelo está sendo preparada por Eustáquio Reis.

reflete convicções individuais. É indispensável avaliar as implicações de cenários macroeconômicos alternativos, já que estes levam a conclusões radicalmente diferentes quanto à factibilidade de solucionar rapidamente o problema da dívida externa simplesmente através da combinação da esperada (porém incerta) recuperação da economia mundial (e o subsequente crescimento) com a prudência na formulação da política econômica doméstica.

Mesmo que os países em desenvolvimento sobrevivam ao período de transição e avancem na direção de um crescimento auto-sustentado, é possível argumentar a favor de medidas extraordinárias capazes de eliminar, ou diminuir, a atual instabilidade do sistema financeiro internacional e a vulnerabilidade dos países em desenvolvimento aos choques adversos. Dentre os objetivos primordiais de um país estão (ou deveriam estar) o pleno emprego e o crescimento econômico. Quando países em *deficit* são sistematicamente forçados a retardar suas economias e a desperdiçar seus recursos no desemprego e na capacidade ociosa (para economizar reservas internacionais), o sistema monetário e financeiro internacional deixa de promover e passa a obstruir alguns dos principais objetivos da política econômica. Portanto, não é razoável, ou mesmo possível, negar a urgente necessidade de uma reforma radical no sistema monetário e financeiro internacional. Persistir na estratégia casuística de resolver as emergências financeiras através de pacotes *ad hoc*, que sistematicamente impõem o custo do ajustamento principalmente — quando não exclusivamente — aos países deficitários, é ignorar a real natureza da crise atual. O ajustamento recessivo, baseado na contenção de despesas, é contraproducente a médio e longo prazos.

A contratação de novos empréstimos no mercado internacional privado de capitais, em condições cada vez mais desfavoráveis para o devedor, visando honrar, na forma contratada, os compromissos financeiros assumidos no passado, é uma estratégia equivocada. O correto seria a utilização dos novos recursos para promover o ajuste estrutural e o crescimento. Esta seria a estratégia adequada para recuperar, a médio e longo prazos, a saúde financeira dos países em desenvolvimento. O suporte por parte dos governos dos países desenvolvidos e do FMI, enquanto atrelado a condições que determinam

a transferência de recursos reais dos países endividados para os países credores, é inoportuno. Tanto a dotação relativa de fatores como a necessidade de promover o crescimento econômico, sobretudo nos países em desenvolvimento, indicam que o fluxo de recursos reais deve dar-se no sentido contrário, principalmente em épocas de crise.

Persistir em um processo de negociação tímido, desigual, e que procura preservar o *status quo*, é ignorar o real interesse dos países devedores. Uma atitude firme destes países, isolada ou conjuntamente, é desejável do seu ponto de vista e esperada por muitas das autoridades, bancos privados, etc., nos próprios países credores. Enfim, qualquer solução internacionalmente aceitável (e, portanto, politicamente viável) da atual crise de pagamentos implica compartilhar os custos do ajustamento de forma mais equânime.

e) A recuperação econômica mundial não depende, necessariamente, da invenção de novas instituições, mas é impossível ignorar a necessidade de reforçar e reformular as instituições em funcionamento. O tamanho e as políticas destas tornaram-se cruciais na determinação do desenvolvimento de todos os países endividados em vista da recente retração do mercado internacional privado de capitais. Os problemas causados pela persistência na utilização do dólar americano como moeda internacional precisam ser reconsiderados. Existem razões para ver com simpatia a declaração do General De Gaulle, ao pedir que a moeda internacional “not bear the mark of any individual country”. Embora a criação de um Institute for International Finance seja útil, é lamentável que esta seja a única proposta concreta de renovação institucional apresentada.²

O sucesso da estratégia proposta depende fundamentalmente de uma recuperação econômica internacional. Mas esta, por sua vez, depende do curso da política econômica em países-chave — Alemanha, Reino Unido, Japão e, sobretudo, Estados Unidos —, cujos governos — preocupados com o cenário doméstico — estão firmemente comprometidos com a contenção de qualquer reaceleração

² O Institute for International Finance agora já existe.

inflacionária. Ao menor sinal de perigo, a tentativa de conter os preços domésticos através de uma política monetária restritiva, ao elevar as taxas de juros, prejudicaria o crescimento e inviabilizaria a indispensável recuperação mundial auto-sustentada. As implicações seriam dramáticas, já que o aumento do serviço da dívida nos países devedores (devido às taxas de juros mais elevadas) ocorreria concomitantemente com o desaparecimento do crescimento mundial, o que teria efeitos deletérios tanto para a quantidade como para os preços das exportações destes países. Na eventualidade de o dólar persistir sobrevalorizado, o problema se agravaria. O dilema enfrentado pelos governos dos países desenvolvidos (dos Estados Unidos em particular), ao decidir sobre a política monetária apropriada, é que hoje qualquer decisão deve considerar tanto as circunstâncias domésticas de cada país como os efeitos colaterais sobre os demais países. A crescente interdependência das políticas macroeconômicas nacionais resulta do atual regime de moedas conversíveis, que possibilita a quase perfeita interligação dos mercados de capitais de diferentes países. Enfim, os principais países desenvolvidos devem coordenar as suas respectivas políticas monetárias através de consulta e cooperação internacional. Do contrário, qualquer estratégia doméstica nos países devedores, visando restabelecer a saúde financeira, torna-se impotente.

O otimismo quanto à viabilidade de se sustentar politicamente a austeridade nos países em desenvolvimento, enquanto se aguarda a recuperação mundial, é questionável. A estratégia, além de inconveniente em vista dos pesadíssimos sacrifícios impostos aos países em dificuldades, é perigosa, sobretudo quando os cortes nas importações e a redução no crescimento têm que ser mantidos durante um período de tempo prolongado. Um encargo desproporcional imposto a devedores-soberanos — cuja produção e renda *per capita* estão declinando — pode agir como catalisador de uma reação que ameaça a sobrevivência das próprias instituições credoras, dos bancos em particular. No Brasil, onde a dívida externa aproxima-se dos US\$ 100 bilhões, a política de austeridade imposta através do FMI resultou em quatro anos consecutivos de queda no produto interno bruto. O brasileiro médio está hoje cerca de 17% mais pobre do

que em 1980 e, caso o programa do FMI seja seguido à risca, em 1989 deverá estar 22% mais pobre do que no início da década.³

f) O reescalonamento da dívida por período mais longo, embora necessário, não é suficiente. A origem, a gravidade e as implicações do problema da dívida internacional demonstram a urgência de se encontrarem maneiras internacionalmente aceitáveis de diminuir a pressão sobre os países devedores. O reescalonamento deve ser feito em bases aceitáveis, repudiando as taxas de juros e os *spreads* elevadíssimos observados nas operações de “socorro” concluídas recentemente. O *spread* efetivo nas operações com o Brasil atualmente é estimado em quatro pontos percentuais. Aceitar passivamente taxas de juros e comissões extorsivas, na esperança de restabelecer o fluxo de empréstimos externos, é ignorar a real natureza da retração do mercado financeiro internacional. O único “incentivo” capaz de “atrair” empréstimos adicionais para os países endividados é o próprio grau de envolvimento de alguns bancos com estes países.

³ Cálculos feitos por Edmar Bacha no trabalho citado supõem que o crescimento do PIB em 1984 seja nulo e que o declínio estimado de 14,1% do PIB *per capita* seja agravado com quedas adicionais de renda devido à deterioração nas relações de troca e aos maiores pagamentos feitos ao exterior.