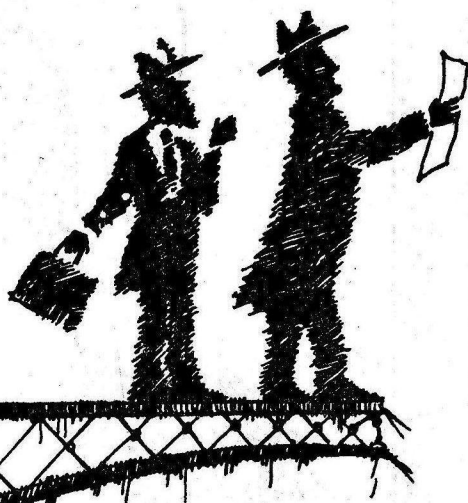


Os novos termos da futura negociação

Torna-se necessária uma modificação radical na estratégia de negociação da dívida externa. Caso contrário haverá uma radicalização política por parte dos países em desenvolvimento, que se encontram prisioneiros de um padrão regressivo.



Bruno Liberati

LIBERATI

DEZESSEIS meses após o "terremoto" mexicano, os mercados financeiros ainda estão fechados para a maioria dos países em desenvolvimento. Forças normais de mercado foram substituídas por empréstimos negociados com custos de transação extremamente elevados. Os bancos comerciais não sabem como resolver os problemas de ativos virtualmente congelados, como tratar substancial volume de créditos em liquidação e, principalmente, como explicar aos acionistas como isto tudo aconteceu. Controladores e autoridades monetárias enviam sinais confusos ao mercado, também sem saber se permanecem firmes em relação às regras passadas, se caminham em direção a regulamentações ainda mais rígidas ou se simplesmente rendem-se à realidade e procuram acomodar informalmente a situação.

A menos que se modifique dramaticamente a estratégia atual para lidar com o problema da dívida poderemos, em breve, assistir à radicalização política por parte dos países em desenvolvimento, como uma recusa inevitável ao padrão de ajustamento tão claramente regressivo e que não oferece saída clara para a crise atual. É imprescindível buscar um processo simétrico de ajustamento em que os bancos internacionais e, possivelmente, os países industrializados como um grupo terão que arcar com algum dos custos envolvidos lado a lado com as nações em desenvolvimento.

Em primeiro lugar, os bancos precisam reconhecer sua co-responsabilidade no processo de endividamento. Endividamento excessivo e empréstimo excessivo são



Os Estados Unidos têm uma responsabilidade especial neste caso devido à relação direta entre sua política fiscal e monetária e o comportamento da taxa de juros externa em termos reais...

Uma idéia interessante é usar a taxa real de juros esperada (e fixa) de longo prazo na renegociação ao invés das taxas correntes de curto prazo, convencionalmente aplicadas até agora. Dessa forma, a renegociação ainda manteria um referencial de mercado, mais de acordo, entretanto, com a capacidade dos países em desenvolvimento de arcar com o serviço da dívida. Igualmente importante, este novo esquema minimizaria o impacto das flutuações das taxas de juros sobre o fluxo de caixa externo.

Além do mais, com o colateral simbólico representado pelos programas de ajustamento do Fundo Monetário Internacional, as margens (*spreads*) após a renegociação deveriam ser menores do que antes. É necessário reconhecer que estas margens (*spreads*) negociadas deveriam refletir muito mais custos de transação do que uma avaliação arbitrária de risco, que não pode ser mais levada a sério em uma situação de suspensão de pagamentos.

A diferença entre taxas correntes (normalmente a LIBOR de seis meses) e taxas de longo prazo (mais coerente com a noção de equilíbrio num mundo em que finalmente o déficit público americano fosse substancialmente reduzido) seria capitalizada e tratada de forma semelhante às amortizações.

Este esquema reduziria substancialmente o pagamento anual dos juros, tornando as renegociações imunes às variações imprevisíveis das taxas de curto prazo, com a conseqüente diminuição de grau de incerteza inibidor do investimento privado. Não é difícil compatibilizá-lo com as regras dos auditores externos, na medida em que os ativos dos bancos continuariam gerando renda relacionada com as condições de mercado, ainda que não fossem necessariamente as condições atuais — claramente desequilibradas — e sim as condições esperadas em situação de maior normalidade.

Em termos práticos a taxa esperada de longo prazo poderia ser, por exemplo, a média da LIBOR de 6 meses do período 1960/1975 (fase de razoável normalidade no mercado financeiro internacional) algo em torno de 2% em termos reais (isto é, 2% acima da inflação). Este valor contrasta com as taxas reais correntes de curto prazo, que

são da ordem de 6% (11% em termos nominais). Combinando esta redução da taxa base com a redefinição do conceito de margem ("spread") no processo de renegociação, poderíamos chegar a uma queda de cerca de 5 (cinco) pontos percentuais no custo total dos juros.

É interessante notar que para 1984 a redução no pagamento de juros através deste processo é estimada em cerca de US\$ 4 bilhões, não diferindo, substancialmente, portanto, do dinheiro novo (US\$ 3.5 bilhões) oferecido pelos bancos e levantado através de tortuoso e demorado mecanismo que encontra crescente resistência junto aos próprios bancos internacionais. Estes mesmos US\$ 4 bilhões, seriam então refinanciados exatamente da mesma forma que as amortizações (o projeto 2 no caso brasileiro atual).

Além das vantagens operacionais, a sugestão anterior passa a iniciativa e, de certa forma, o comando do processo renegociação — hoje excessivamente centralizado em pequeno número de bancos internacionais (aqueles que fazem parte dos "comitês de coordenação") — para a esfera de influência dos países em desenvolvimento. Talvez por isto mesmo, e menos por suas implicações regulatórias ou de rentabilidade a curto prazo, ainda encontre resistência especialmente por parte de alguns grandes bancos americanos. Na área de influência europeia e japonesa, propostas deste tipo já estão sendo encaradas com mais realismo, na medida em que se firma a impressão de que a sistemática atual, ao maximizar a incerteza, mantém o próprio sistema financeiro em permanente "suspense", não podendo ser sustentada ao longo do tempo.

Do ponto-de-vista nacional o sistema atual é igualmente indesejável, já que a sua visível vulnerabilidade cria condições propícias para a fuga de capitais para o exterior (o que por si só amplia a crise de liquidez) e retarda a retomada dos investimentos privados, prolongando desnecessariamente o processo recessivo.

É possível que as perdas de receita implícitas no diferencial entre taxas correntes (que remuneram depositantes) e esperadas (relevantes para os devedores) de juros poderão ser excessivamente elevadas para serem absorvidas exclusivamente por alguns bancos em certos países. Neste caso, não haverá alternativa a não ser contar com apoio oficial, seja a nível de cada país individualmente ou através de instituições multilaterais. No final, a criação de uma "facilidade de juros", a exemplo da "facilidade de petróleo", pode ser necessária para assegurar a implementação de nova estratégia de renegociação da dívida. Os custos desse programa serão claramente contrabalançados pelos benefícios, sintetizados na viabilização de novo estágio de "ajustamento com crescimento".

Esta eventual participação oficial poderia ser ainda justificada ao estendermos o princípio da co-responsabilidade também aos governos dos países industrializados. Em geral eles assumiram uma posição favorá-

vel ao novo papel de reciclagem desempenhado pelos bancos privados que substituíram a ação bilateral de caráter estritamente oficial do passado. Na realidade, muitos governos competiram pela criação de novos centros financeiros.

Todos esses governos acreditavam na eficiência e automatismo do mercado internacional de dinheiro, e nenhum deles antecipou a sua falha. Agora que isto aconteceu, alguém terá de pagar o preço. Os Estados Unidos têm uma responsabilidade especial neste caso devido à relação direta entre sua política fiscal e monetária e o comportamento da taxa de juros externa em termos reais, cujos níveis extremamente elevados dos últimos cinco anos amplificaram o problema da dívida dos países em desenvolvimento.



Do ponto-de-vista nacional o sistema atual é igualmente indesejável, já que a sua visível vulnerabilidade cria condições propícias para a fuga de capitais para o exterior...

A interdependência das principais partes envolvidas é tão forte que é necessário estabelecer novo arcabouço institucional no qual essas negociações possam ser conduzidas de forma mais coordenada.

Uma idéia simples é o "Clube de Paris ampliado" que trataria não somente dos créditos governamentais mas também dos créditos privados que representam a maior parcela da dívida dos países em desenvolvimento. Sob este "guarda-chuva" poderíamos reunir funcionários do FMI, banqueiros privados, representantes de países desenvolvidos e em desenvolvimento, além de autoridades monetárias.

Este novo quadro de referência é essencial para elevar o poder relativo de barganha dos países em desenvolvimento na mesa de negociações. A posição destes países tem sido afetada fundamentalmente pelo fato de que, como corolário direto da própria crise de liquidez, o seu nível de reservas internacionais é muito baixo ou quase inexistente.

Este novo fórum ajudaria também a estabelecer uma ação comum e mais unificada entre governos, agências reguladoras e autoridades monetárias, cujos pontos de vista conflitantes têm-se constituído em um dos elementos mais perturbadores na presente crise mundial.

CARLOS GERALDO LAGONI
Professor da Fundação Getúlio Vargas.



Controladores e autoridades monetárias enviam sinais confusos ao mercado, também sem saber se permanecem firmes em relação às regras passadas...

diferentes faces da mesma moeda. Algumas perdas deverão ser internalizadas; dependendo do critério a ser aplicado, essas perdas poderão ser distribuídas ao longo do tempo de forma a não causarem sérios efeitos de desestabilização no sistema financeiro.

Curiosamente, as maiores oportunidades para reduzir futuras perdas de capital que podem surgir de uma ação unilateral por parte dos países em desenvolvimento residem precisamente na modificação dos termos da renegociação, em especial ajustando o seu custo (isto é, a taxa base e margem ou *spread*) a níveis mais realistas. Não há nenhum fundamento lógico em insistir na aplicação de condições e preços de mercado a uma situação em que não existe mais mercado.