

Visão de um país em desenvolvimento

CARLOS GERALDO LANGONI

Pouco mais de um ano transcorreu, desde que o terremoto financeiro provocado pelas crises polonesa, argentina e mexicana começou a mudar profundamente o curso da vida de muitos países, especialmente dos que são classificados como países em desenvolvimento.

A crise financeira foi, a um só tempo, brutal no seu impacto e inesperada na sua manifestação temporal. Nem os bancos centrais, nem os bancos comerciais, para não falar nos governos dos países em desenvolvimento, estavam preparados para empreender a ação necessária, se não para evitá-la completamente, ao menos para minimizar-lhe as consequências desagregadoras. Especialmente após o ponto de detonação representado pela inadimplência mexicana ficou evidente inexistir um quadro institucional, a nível mundial, capaz de tratar da crise de maneira ordenada.

Muito pelo contrário, as primeiras reações a este novo grau de incerteza foram visivelmente pró-cíclicas e muito fizeram para amplificar as dificuldades. A melhor ilustração da tal fato foi a frustante reunião do Fundo Monetário Internacional em Toronto, no ano passado, quando, em meio ao temporal, entenderam os países desenvolvidos não haver necessidade de nenhuma ação especial com relação ao esforço da base de capital das instituições multilaterais ou ao estabelecimento de uma nova fonte de liquidez, que pudesse prover assistência de curto prazo a terceiros países, ainda não diretamente envolvidos pela tendência inadimplente, que lhes permitisse atravessar as dificuldades dos meses subsequentes.

Naquela fase do jogo, os países industrializados subestimaram gravemente a extensão da crise que apenas se iniciava. Esses mesmos países manifestaram sua preocupação quanto à necessidade de maior ajustamento por parte dos países em desenvolvimento, mas mantiveram postura passiva, aguardando uma correção natural do mercado, que seria facilitada por taxas de juro mais reduzidas e pela esperada recuperação da economia mundial.

A CRISE E SUAS DIMENSÕES

Desde então, cerca de 22 países atraíram dificil e doloroso processo de reescalonamento, como consequência direta da virtual paralisação dos mercados financeiros, na medida em que os bancos comerciais reagiram de forma excessivamente cautelosa às ondas iniciais de incerteza. Os efeitos acumulativos de cada reescalonamento somaram-se ao nível inicial de incerteza e geraram novas externalidades negativas, cuja propagação foi muito além dos países que já haviam atingido o estágio de inadimplência, ainda dentro de um ritmo de funcionamento normal dos mercados financeiros.

Não paira dúvida de que o papel duplo e indefinido dos principais Bancos Centrais e dos governos dos países industrializados teve grande responsabilidade pela maneira desordenada como a crise evoluiu. A contradição básica advém da tentativa de adotar postura não-intervencionista, quando, de fato, o livre funcionamento das forças do mercado estava levando a uma paralisação completa dos empréstimos aos países em desenvolvimento. O conceito de risco, consuetudinariamente aplicado pelos bancos comerciais, rapidamente passou do nível de países individuais para regiões, numa tentativa irracional de corrigir, em alguns meses, o superdimensionamento dos empréstimos contraídos ao longo de muitos anos. Os bancos centrais estavam obviamente conscientes de que a tentativa isolada de cada um dos bancos, no sentido de reduzir rapidamente seus compromissos, seria, ao final, frustrada pelos efeitos desestabilizadores de tal ação sobre o mercado em geral, na medida em que tal atitude pudesse ser seguida por outros bancos. Tal processo dificilmente terminaria de forma espontânea: ele será interrompido ou pela ação unilateral dos devedores — o que significaria ruptura do mercado — ou por alguma forma de ação compulsória dos bancos centrais e dos seus governos, o que, ao final, poderia ser entendido como uma forma de absorver esses efeitos externos, ou seja, em linguagem de economista, uma maneira de "internalizar" as externalidades.

O caso brasileiro ilustra, de modo drástico, as consequências devastadoras de tais forças. Nos primeiros seis meses de 1982, o Brasil conseguiu contrair normalmente, no mercado, empréstimos numa média de US\$ 1,5 bilhão por mês. Imediatamente, após a inadimplência mexicana, o acesso ao mercado foi reduzido à metade e o fluxo de empréstimos virtualmente desapareceu por completo, no último trimestre do ano. Os empréstimos de mercado foram substituídos pelos empréstimos negociados e reuniões burocráticas tomaram o lugar das forças de mercado; o número crescente de horas de voo dos negociadores, necessários à implementação da nova estratégia, bem simboliza a elevação dos custos de transação envolvidos na concessão de novos créditos.

No aquele momento, parecia inexistir razão lógica para explicar porque a percepção dos credores a respeito do risco do Brasil se metamorfoseou, do modo tão radical, de um mês para outro. Ao mesmo tempo, como nossa experiência veio demonstrar, a tendência para uma retratação endógena do mercado não poderia ser sustentada pela implementação de políticas adicionais de ajustamento por parte dos países em desenvolvimento, ou mesmo, pelo efeito da divulgação do acordo com o Fundo Monetário Internacional. O Brasil adotou essas duas medidas; já em outubro, havia anunculado um leque de políticas voltadas para a redução, pela metade, do seu déficit em conta corrente, e, por volta do mês de dezembro, já havia chegado a um acordo com o Fundo Monetário Internacional. As forças negativas do mercado revelaram-se, contudo, muito mais poderosas. Nesse interim, o país perdeu cerca de US\$ 4 bilhões de depósitos interbancários e cerca de US\$ 2 bilhões de linhas de crédito comerciais, o que veio agravar a situação de liquidez externa.

Transparece dos fatos acima que, tornando inexistente o mercado, não é mais possível continuar apegando-se ao dogma da "não-intervenção". Independentemente de nossas preferências, é necessária alguma forma de ação compulsória exógena para deter a drenagem de recursos já que a velocidade e intensidade desse vazamento de liquidez não pode ser afetado por qualquer forma consagrada de ajustamento interno por parte dos países deve-

A FALHA DO MERCADO

Até o presente, ainda não existe ação coordenada e relativamente uniforme dos bancos centrais e de seus governos, voltada para a minimização dos custos sociais dessas "externalidades financeiras". Pelo contrário, o que existe são visões e atitudes conflitantes e mesmo uma tendência regulatória oposta, cujo efeito é a possibilidade de serem acrescentadas mais restrições e rigidez a uma situação de emergência, que reclama inovação e flexibilidade. Deve-se salientar, contudo, que, no caso do Brasil, alguns bancos centrais foram, de fato, muito ativos na mobilização dos

bancos comerciais, com vistas a assegurar o nível mínimo de liquidez necessária. Outros, ao contrário, adotaram posição de indiferença ou, ainda mais, ficaram adstritos à postura dogmática de que os "riscos são o destino dos bancos".

O cerne do problema está na necessidade de amplo reconhecimento do fato de que estamos-nos defrontando com exemplo clássico de malogro do mercado. Afirma-se, com freqüência, que os países em desenvolvimento se endividaram em excesso. Contudo, é igualmente verdadeiro que o endividamento em excesso está necessariamente associado ao empréstimo em excesso. Uma das principais lições da crise está em que o outrora celebrado mercado do euromoney ou world money não conduziu a uma solução ótima, do ponto de vista da alocação de recursos. Os mecanismos autocorretivos, através da concorrência, que afetam as taxas esperadas de retorno, não foram suficientes para conduzir a uma gradual desaceleração da oferta de recursos que, por si só, daria o sinal da necessidade do ajustamento interno simétrico nos países mutuários. Muito pelo contrário, ainda recentemente, as taxas de lucratividade, implícitas nos empréstimos internacionais, eram consideravelmente mais elevadas do que as prevalecentes nos mercados domésticos e pareciam suficientemente atraentes para compensar riscos esperados ou desconhecidos.

Seria injustificado, dados os custos sociais extremamente elevados, aceitar como fatalidade o processo descontínuo e instantâneo de correção dessas falhas do mercado. Isto seria não apenas autodesculpo do ponto de vista do sistema financeiro como um todo, mas, ainda mais importante, poderia conduzir a um caminho de regresso a uma forma de economia multilateral ou ao estabelecimento de uma nova fonte de liquidez, que pudesse prover assistência de curto prazo a terceiros países, ainda não diretamente envolvidos pela tendência inadimplente, que lhes permitisse atravessar as dificuldades dos meses subsequentes.

Portanto, uma ação mais articulada dos Bancos Centrais e de seus Governos é ainda um elemento chave para o restabelecimento gradual do mercado, mesmo a um nível substancialmente mais baixo de atividade.

O novo papel do Fundo Monetário Internacional como elemento ativo de pressão sobre os bancos comerciais e ao mesmo tempo, como indispensável colateral para empréstimos negociados é, por si só, uma prova concreta de que alguma forma de ação compulsória se faz necessária, com vistas a assegurar a rolagem de créditos já existentes e fluxo mínimo de novos recursos.

Uma ação mais firme e uniforme por parte dos Bancos Centrais teria certamente evitado a considerável redução do número de atores no mercado que, por si só, tornaria mais difícil mesmo uma solução negociada. A ênfase neste aspecto decorre do fato, também recentemente muito evidenciado, de que, na circunstância presente, a desestabilização pode originar-se não apenas do desequilíbrio do balanço de pagamentos, como ainda do processo de aplicação de recursos que envolve agências de bancos de países em desenvolvimento, no Exterior. Este é um fenômeno completamente novo, extremamente complexo, na medida em que aquelas agências estabeleceram um vínculo direto entre a situação externa de um país e o comportamento do mercado financeiro (interbancário). De outro lado, uma drenagem de depósitos nesse mercado pode forçar o desvio de liquidez altamente necessária para atender necessidades do balanço de pagamentos, como ainda o processo de aplicação de recursos que envolve agências de bancos de países em desenvolvimento, no Exterior. Este é um fenômeno completamente novo, extremamente complexo, na medida em que aquelas agências estabeleceram um vínculo direto entre a situação externa de um país e o comportamento do mercado financeiro (interbancário). De outro lado, uma drenagem de depósitos nesse mercado pode forçar o desvio de liquidez altamente necessária para atender necessidades do balanço de pagamentos, para dar respaldo a bancos individuais, modificando assim o conceito convencional de hiato de recursos. O México e o Brasil enfrentaram recentemente e por caminhos diversos esta nova e crucial dimensão da presente crise financeira.

O ÔNUS DO AJUSTAMENTO DOS MENOS DESENVOLVIDOS

Inevitavelmente, após quase um ano de crise, muito poucas lições foram, de fato, aprendidas. Estamos ainda enfrentando grandes incertezas, que não foram minimizadas por elevado número de reescalonamentos de dívidas externas, alguns já concluídos e outros ainda em fase de negociação. O sistema todo ainda está extremamente vulnerável, e nenhuma ação institucional de maior porte foi empregada, com vistas a assegurar um processo suave no futuro próximo. Há apenas uma consequência imediata: o ônus do ajustamento recaiu desproporcionalmente sobre os países menos desenvolvidos, que estão enfrentando as consequências recessivas das políticas de ajustamento ora em curso. Em contraste, a despeito dos riscos mais elevados de substanciais perdas de capital, os bancos internacionais, como um todo, não foram severamente atingidos em termos de rentabilidade e, muito pelo contrário, já existe alguma evidência de que, nas condições atuais, o reescalonamento se tornou uma operação relativamente rentável.

As políticas de ajustamento já adotadas por muitos países em desenvolvimento são obviamente inevitáveis e mesmo necessárias para corrigir distorções de longo prazo que ficaram ocultas por detrás das condições de liquidez favoráveis que prevaleceram no passado. É importante reconhecer que as dificuldades presentes dos países em desenvolvimento não podem ser atribuídas exclusivamente a fatores externos. A maioria desses países reagiu com lentidão e, não raro, de maneira equivocada, aos acontecimentos que sinalizaram a intensidade da crise que então desapontava. As raízes dessa inércia devem ser buscadas na dificuldade institucional de se estabelecerem mecanismos políticos apropriados, capazes de ajustar aspirações sociais frequentemente legítimas à disponibilidade real de recursos. Em alguns casos, práticas autoritárias foram eliminadas sem tempo suficiente para substituí-las por mecanismos consensuais que pressupõem abordagens variadas das soluções, inclusive através do processo de tentativa e erro. Talvez o exemplo mais claro dessas dificuldades esteja na área dos salários e das relações trabalhistas: na maioria dos países em desenvolvimento, ainda prevalecia a ilusão de que o Estado possa ser responsável pela determinação do nível real dos salários, mesmo em situações em que o mercado de trabalho é altamente competitivo. Contudo, a experiência tem demonstrado que a intervenção do Estado em matéria salarial resultou quase sempre em agravamento das pressões inflacionárias, agravamento do desemprego e redução do nível de investimento. Em outros casos, deve-se refletir sobre o gigantismo do setor público, quase sempre à custa do endividamento interno e externo — e inevitavelmente destinado a chocar-se com limitações fiscais. O déficit público, financiado pelo imposto inflacionário, é um elemento comum nas explicações apresentadas para os desequilíbrios internos de muitos países em desenvolvimento.

Ademais, a eficiência no uso dos recursos é frequentemente distorcida pela concentração em investimentos de dividendos benefícios sociais. Subsídios diretos ao consumidor e subsídios indiretos de crédito constituem desperdício na alocação dos recursos e, longe de auxiliá-los, podem levar a concentração da renda. Em muitos países, o choque exterior foi agravado pela rigidez das políticas cambiais e pela ausência de planos de diversificação das exportações, dois fato-

res que tornaram o fluxo de receitas externas extremamente vulnerável às flutuações dos preços internacionais de alguns poucos produtos da base. Para tais países, as restrições objetivas decorrentes da subida de taxa de juros de curto prazo, a correção da ação de mercados financeiros internacionais tornaram essencial a correção de tais distorções. O objetivo final é diminuir a dependência dos países em desenvolvimento com relação às fontes externas de poupança.

A DIMENSÃO EXTERNA

Contudo, mesmo os países desenvolvidos, com políticas internas totalmente adequadas, necessitam da convergência de certo número de fatores externos favoráveis. De outro modo, é impossível conceber soluções não-caóticas para a crise atual. Os países em desenvolvimento devem trabalhar dentro do quadro de restrições impostas pela necessidade elementar da preservação da estabilidade social e política. Portanto, o processo de ajustamento requer tempo. O caso brasileiro é muito ilustrativo, neste contexto. O processo de transição política para a democracia foi sobreposto ao processo de ajustamento econômico. Longe de constituir um obstáculo ao programa econômico, a liberalização política, na nossa experiência, tem sido trunfo importante. Tem ela assegurado a estabilidade política no longo prazo e permitido absorver tensões inevitáveis através de canais legítimos de expressão dos diferentes segmentos da sociedade.

O verdadeiro desafio e complexidade da presente situação estão no reconhecimento de que a implementação bem-sucedida de políticas de ajustamento pelos países em desenvolvimento não assegura necessariamente, por si só, a solução da crise atual.

Uma ação orquestrada será necessária.

Deve-la incluir mudança nas políticas dos países industrializados, um papel inovador das instituições multilaterais (notadamente o Fundo Monetário Internacionais), novos mecanismos para lidar com a premente liquidez de curto prazo e com a reestruturação de longo prazo e, finalmente, um novo acordo entre devedores e credores. Este último ponto exigirá a reformulação das políticas atuais dos bancos comerciais. Tudo isto poderá assegurar-se tanto quanto e difícil quanto ensaiar uma ópera. Como poderá um elenco tão amplo, não apenas cantar no tom, mas também em harmonia? A alternativa, contudo, é o caos. A ação unilateral dos países em desenvolvimento será a consequência natural e esperada, se novo acontecimento exógeno gerar outra explosão de incertezas.

Os esforços dos países em desenvolvimento com vistas à modernização institucional e ao ajustamento econômico requerem uma contribuição complementar de parte das nações industrializadas. Seria inconcebível, por exemplo, suportar outro choque financeiro, caracterizado por um novo ciclo de taxas de juros em ascensão. Os Estados Unidos, na aplicação de suas políticas domésticas, deveriam ter, em mente sua responsabilidade internacional. A acumulação de déficits públicos deixou, de há muito, de ser um sinal característico dos países em desenvolvimento, tendo-se tornado bastante comum mesmo entre as nações desenvolvidas, que têm muito menos justificação para a existência quase crônica desses déficits. Flutuações exageradas do valor das principais moedas internacionais deveriam ser evitadas, por quanto só com grande dificuldade poderão ser compensadas por alterações nas taxas de câmbio dos países mais pobres. Finalmente, importa lembrar que inexiste justificação econômica ou social para o crescente protecionismo dos países industrializados, como meio de resolução de seus desequilíbrios no balanço de pagamentos.

O DILEMMA DA TAXA DE JUROS

As flutuações das taxas de juros constituem o principal elemento de vulnerabilidade dos presentes acordos entre países devedores e bancos comerciais. Todos os esquemas atuais de reescalonamento ou de refinanciamento podem tornar-se irreversíveis do dia para a noite, na dependência exclusiva da tendência das taxas de juros. Dados os elevados valores das dívidas externas, o impacto mesmo de pequenas variações das taxas sobre os futuros pagamentos de juros é enorme. Como no presente estágio da administração da política monetária e fiscal nos Estados Unidos é virtualmente impossível assegurar-se uma latidão máxima para a variação da taxa de juros, teremos de considerar explicitamente como conciliar tal realidade com a estabilidade financeira mínima requerida pelos países em desenvolvimento.

Há duas alternativas básicas. A primeira consistiria em iniciar explicitamente a capitalização dos juros no quadro das negociações. Os bancos reagem à idéia, com base no conceito de que o reescalonamento não é fluxo da renda esperada. De outro lado, esta solução minimizaria apenas o impacto imediato das flutuações das taxas de juros, que ainda afetariam gravemente a posição do País no futuro próximo. Se a taxa de juros não for parte do reescalonamento, o impacto far-se-á sentir no curto prazo, exigindo ajustamento adicional ou novos financiamentos, este último a ser suprido pelos próprios bancos.

A única alternativa real é imaginar-se um mecanismo para a equalização de custos financeiros, em que a taxa de juros negociada consistiria numa taxa normal ou de equilíbrio de longo prazo (possivelmente não muito diversa da taxa esperada de inflação no longo prazo). Qualquer desvio dessa taxa de longo prazo seria coberto por um fundo especial. A viabilidade de tal esquema depende, naturalmente, da idéia de um comportamento simétrico: ao final, taxas mais elevadas do que as esperadas seriam financiadas pelos fundos gerados por taxas mais reduzidas do que as esperadas. Num período de tempo mais longo que, a propósito, é o único quadro viável para o reescalonamento, o sistema equilibrará-se. O que é relevante é que a taxa de juros deve ser fixada com base no conceito de que a taxa de juros deve ser limitada ao principal e não ao fluxo da renda esperada. De outro lado, esta solução minimizaria apenas o impacto imediato das flutuações das taxas de juros, que ainda afetariam gravemente a posição do País no futuro próximo. Se a taxa de juros não for parte do reescalonamento, o impacto far-se-á sentir no curto prazo, exigindo ajustamento adicional ou novos financiamentos, este último a ser suprido pelos próprios bancos.

A única alternativa real é imaginar-se um mecanismo para a equalização de custos financeiros, em que a taxa de juros negociada consistiria numa taxa normal ou de equilíbrio de longo prazo (possivelmente não muito diversa da taxa esperada de inflação no longo prazo). Qualquer desvio dessa taxa de longo prazo seria coberto por um fundo especial. A viabilidade de tal esquema depende, naturalmente, da idéia de um comportamento simétrico: ao final, taxas mais elevadas do que as esperadas seriam financiadas pelos fundos gerados por taxas mais reduzidas do que as esperadas. Num período de tempo mais longo que, a propósito, é o único quadro viável para o reescalonamento, o sistema equilibrará-se. O que é relevante é que a taxa de juros deve ser fixada com base no conceito de que a taxa de juros deve ser limitada ao principal e não ao fluxo da renda esperada. De outro lado, esta solução minimizaria apenas o impacto imediato das flutuações das taxas de juros, que ainda afetariam gravemente a posição do País no futuro próximo. Se a taxa de juros não for parte do reescalonamento, o impacto far-se-á sentir no curto prazo, exigindo ajustamento adicional ou novos financiamentos, este último a ser suprido pelos próprios bancos.

O PAPEL DAS ORGANIZAÇÕES MULTILATERAIS

É igualmente relevante discutir o que se deveria esperar das organizações multilaterais neste período de profunda mudança nas relações internacionais. Mesmo tomando como certo que os esforços de ajustamento dos países em desenvolvimento tenham êxito, de um lado, e que o nível de incerteza do mercado financeiro internacional seja gradualmente reduzido, de outro lado, permanece ainda



Arquivo

Solução é internacional

mais de ajustamento mais longo com o Fundo é o "abrir portas" para prazos igualmente mais dilatados de reescalonamento com os bancos comerciais.

Curiosamente, estamos enfrentando uma situação em que inexistem recursos suficientes de mais longo prazo, quer fundos bastantes de curto prazo. Apropriada disponibilidade de liquidez a curto prazo é essencial para compensar flutuações no fluxo de caixa que resultam de fatores externos fora do alcance das políticas internas e, algumas vezes, exógenas até mesmo à evolução do próprio balanço de pagamentos. Um importante exemplo é a reversão repentina das expectativas no mercado interbancário onde, na maioria dos casos, os mecanismos clássicos de redesconto de liquidez ou não existem ou são insuficientes. Na crise recente, alguns países — empregando ações bilaterais, como nos casos dos Estados Unidos — e o Banco de Compensação Internacional (BIS) procuraram sanar essa deficiência, mas se defrontaram com limitações de recursos ou restrições legais. Pareceria, portanto, essencial que mecanismos e fóruns institucionais fossem desenvolvidos em nível mundial, tornando assim possível estabelecer novas fontes automáticas de liquidez, de tal modo que os países tivessem tempo para reagir ao súbito estreitamento da caixa externa ou mesmo para contactar agências internacionais de financiamento, tal como o Fundo Monetário Internacional, de maneira menos caótica e a um custo mais reduzido para o sistema financeiro como um todo. Os debates sobre a expansão dos Acordos Gerais de Emprestimos (GAB) parecem representar o reconhecimento formal da crise de tais mecanismos, cujo objetivo é a minimização dos efeitos desestabilizantes das crises localizadas de liquidez.

O QUE ESPERAR DOS BANCOS PRIVADOS

Em termos de distribuição