

## Renegociação: panacéia ou buraco negro?

ALKIMAR R. MOURA\*

### 1. INTRODUÇÃO

O tema de renegociação da dívida externa brasileira parece ter entrado para o cotidiano das pessoas, sucedendo a outros não menos polêmicos, como o da distribuição da renda, o da ciranda financeira, o da estatização, o do lucro dos bancos e demais tópicos que passaram a alimentar a discussão econômica entre nós. Como no caso daqueles temas, este novo debate, carregado de conotações político-partidárias, facilmente extravasou para um dogmatismo rígido, que admite apenas duas posições antagônicas: a favor ou contra a renegociação da dívida. Com isso, o que o debate ganha em ressonância pública, provavelmente perde em densidade teórica. Nada mais louvável, portanto, do que esta iniciativa da *Revista de Economia Política*, para que se possa melhor definir o problema, estabelecer seus limites, explorar suas implicações e analisar a evidência que é oferecida para corroborar uma ou outra posição. Estas notas são escritas com alguns desses objetivos em vista.

### 2. A “BOA” RENEGOCIAÇÃO

Por renegociação da dívida externa entende-se aqui o processo de negociação entre devedor e credor, mediante o qual ambos concordam em modificar os termos e condições de uma dívida denominada em moeda que o devedor não pode criar. A expressão “termos e condições” engloba várias características de

\* Da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EAESP-FGV).

um empréstimo internacional, tais como a taxa de juros, o *spread* e outras comissões, o prazo da operação, as garantias e demais cláusulas formais ou informais de um contrato envolvendo, como devedor, um país soberano e, como credor, um conjunto de instituições financeiras privadas internacionais.

No caso brasileiro a renegociação tem sido apresentada como um expediente que permitiria ao país afrouxar o aperto representado pelo estrangulamento cambial. Isto seria desejável, na medida em que possibilitaria ao país adquirir alguma margem de manobra, para executar uma política econômica voltada prioritariamente para a retomada de um nível mínimo de crescimento. A viabilidade da renegociação baseia-se no argumento de que, sendo o Brasil um dos maiores devedores do sistema bancário internacional, poderia recorrer àquela medida, ante uma ameaça de dificuldades crescentes para efetuar os pagamentos relativos ao serviço da dívida externa, em um contexto caracterizado por altas taxas de juros reais, recessão e protecionismo nas economias industrializadas e, mais recentemente, por problemas oriundos da virtual inadimplência de alguns países latino-americanos. Uma decisão unilateral brasileira em não honrar seus compromissos financeiros externos poderia, no limite, colocar em risco a estabilidade e solvência do sistema financeiro internacional privado. Desta forma, parafraseando o conhecido aforismo de Keynes, ao invés de sermos tiranizados por nossos credores, podemos tiranizá-los, grandes devedores que somos.

Vale a pena lembrar, a propósito, uma característica importante da dívida externa brasileira. Esta é um componente significativo dos desequilíbrios estruturais nos pagamentos entre países, decorrentes dos dois choques de petróleo e do choque de taxa de juros. Como os bancos tiveram um papel preponderante na reciclagem dos petrodólares, o endividamento junto a bancos privados representa, não apenas a maior parcela da dívida brasileira, mas também aquela que tem crescido mais rapidamente. Entre 1975 e 1981, a participação da dívida bancária no débito total brasileiro subiu de 70,1% para 85,8%. Portanto, uma eventual renegociação de nossas obrigações externas teria de ser analisada também nos seus efeitos sobre as condições de endividamento dos demais países do Terceiro Mundo dependentes do crédito bancário privado. Como ilustração, veja-se o exemplo recente da renegociação da dívida mexicana, dificultando o acesso de outros países ao crédito internacional.

Assim, do ponto de vista brasileiro, uma “boa” renegociação de seus compromissos externos obedeceria às duas condições seguintes: 1) seria desejável, enquanto levar a um aumento da margem de manobra de política econômica interna, sem exercer um “efeito de contaminação” sobre a dívida bancária do Terceiro Mundo e 2) seria viável, na medida em que se basear no exercício de um poder de barganha, ou de uma tirania do devedor em relação aos credores. Cumpre examinar brevemente a natureza destas pré-condições.

### 3. A RENEGOCIAÇÃO NA PRÁTICA

Parece plausível supor que, dentre os termos e condições que regem os empréstimos internacionais, o reescalonamento dos prazos de vencimento da dívida, inclusive prazos de carência, é aquele com maior probabilidade de ser objeto de um acordo entre credores e devedores. Dificilmente um banqueiro concordaria em reduzir as taxas de juros para empréstimos já contratados, a níveis abaixo dos juros de mercado. Afinal, os bancos operam principalmente com recursos captados no mercado interbancário de euromoedas com taxas de juros que dependem das condições de oferta e de procura no sistema financeiro internacional. De acordo com o Banco Mundial, nas renegociações mais recentes, os juros têm sido fixados a níveis semelhantes aos de novos empréstimos nas mesmas condições (*World Bank*, 1981, p. 591). Em algumas renegociações isoladas, a discussão sobre taxas de juros tem sido objeto de um acordo bilateral, entre o país devedor e cada um dos bancos credores.<sup>1</sup> Tais arranjos, além de serem demorados, exigem evidentemente uma elevada capacidade de negociação e de coordenação, recursos estes não muito abundantes em economias subdesenvolvidas. É até possível que uma renegociação implique taxas de juros mais elevadas. Se isto ocorrer, mesmo com ampliações dos prazos de vencimento, o devedor poderá acabar em pior situação, quer dizer, com um total de obrigações externas mais elevadas, quando estas são avaliadas pelo valor presente dos serviços da dívida externa, descontados ao custo dos empréstimos.

Raciocínio idêntico poderia ser aplicado para os *spreads* e demais sobretaxas que incidem sobre as operações de crédito internacional. Como o *spread* nos empréstimos sindicalizados é fixado geralmente pelo mínimo retorno aceitável sobre o custo de fundos para os menores bancos do sindicato, pode-se supor que estes somente participariam de um esquema de renegociação se recebessem uma compensação sob a forma de *spreads* mais elevados.

Assim, o formato mais provável de uma renegociação da dívida externa brasileira reduzir-se-ia a um reescalonamento dos prazos de amortização das obrigações em moeda estrangeira. A questão relevante é saber de que maneira isto poderia ampliar as margens de manobra da política econômica interna, através de um impacto favorável sobre o desequilíbrio em contas correntes, que permanece como a restrição mais crítica a um desempenho satisfatório da economia brasileira. Duas considerações parecem ser importantes. Em primeiro lugar, para que uma renegociação tenha efeitos benéficos sobre o déficit em contas correntes, terá de contribuir para liberar recursos econômicos reais para

<sup>1</sup> Mais enfática é a seguinte observação: *There are no known cases in which commercial banks rescheduled LDC debt at an interest rate below the market rate.* J. Sachs, comentários sobre o texto de Robert Salomon (1981, p. 607).

o aumento das exportações e/ou para a substituição de importações de bens e serviços. Do contrário, o processo de endividamento torna-se insustentável a longo prazo, como já demonstrado por vários autores (D. Avramovic *et al.*, 1964; Mario H. Simonsen, 1969).

Em segundo lugar, decorre da observação anterior a conclusão de que uma renegociação bem-sucedida não é independente do conjunto de políticas econômicas internas. Em outras palavras, as políticas monetárias, fiscal, cambial, de comércio exterior etc. terão de facilitar o ajustamento da economia ao desequilíbrio externo, com ou sem renegociação. A este respeito, a condução da política cambial parece ser o divisor de águas entre uma renegociação bem e mal-sucedida. O reescalonamento dos prazos reduz a necessidade de captação bruta de recursos no mercado financeiro internacional, para um dado déficit em contas correntes. Esta menor demanda por divisas poderá eventualmente provocar uma desvalorização real do cruzeiro mais lenta do que seria exigida pelas condições do balanço de pagamentos em transações correntes. Nesta hipótese a renegociação terá um efeito perverso nas contas externas, ao contribuir para manter uma taxa de câmbio em desequilíbrio e para ampliar o déficit em bens e serviços. A renegociação de hoje poderá então aumentar a taxa de crescimento da dívida externa e exigir novas renegociações em futuro próximo.

Fica claro, pois, que uma renegociação por si só pouco contribui para resolver o problema externo, se não for acompanhada por políticas econômicas internas que diminuam a absorção e provoquem uma mudança nos preços relativos em favor dos bens e serviços comercializáveis. Em verdade, um reescalonamento das obrigações em moedas conversíveis não nos desobriga de promover os ajustamentos que se fazem necessários nas contas externas. Ele pode conduzir a um adiantamento das medidas de política interna que facilitaríamos aquele processo. Talvez por não reconhecer aquele vínculo, é que as renegociações têm sido, em geral, mal-sucedidas, levando quase sempre os mesmos países a insistirem nesta solução. Em um levantamento de todas as renegociações ocorridas entre 1956 e julho de 1982, a revista *Euromoney* de agosto de 1982 mostra que, das 81 operações realizadas, 43 delas envolveram apenas nove países, provavelmente os mais assíduos freqüentadores do chamado Clube de Paris. A relação destes países é a seguinte (encontra-se entre parênteses o número de renegociações no período em foco): Índia (7); Zaire (6); Turquia (5); Paquistão (5); Argentina; Peru, Indonésia, Chile e Gana, cada um com 4 acordos.

#### 4. A TIRANIA DOS DEVEDORES

Como mencionado anteriormente, julga-se que o Brasil, como um dos maiores devedores dos bancos, detém um poder de barganha frente a seus credores, que lhe daria condições para solicitar uma renegociação da dívida externa.

De fato, o montante do débito a médio e longo prazos do Brasil em relação aos bancos privados alcançou US\$ 52,7 bilhões de dezembro de 1981, o que representava 23,5% do total da dívida bancária dos países em desenvolvimento importadores de petróleo. Além disso, levando-se em conta a *exposure* dos nove maiores bancos privados norte-americanos, o saldo de seus empréstimos ao Brasil representava 40% do capital daqueles bancos, em dezembro de 1979 (Porzecanski, 1981).

O argumento de poder de barganha adquire maior força quando se invoca também a possibilidade de um “efeito dominó”, pelo qual a renegociação ou simplesmente a moratória unilateral de um grande devedor iria desencadear um processo de repudição da dívida, de parte de todas as economias em desenvolvimento com obrigações junto aos bancos internacionais privados. Uma moratória em conjunto dos países do Terceiro Mundo não é certamente uma hipótese de trabalho muito agradável para os banqueiros privados, nem para as autoridades e bancos centrais das nações industrializadas. A venerável regra de diversificação de empréstimos entre países, a fim de reduzir o risco não-sistemático da carteira de créditos externos dos bancos, perderia sentido se os devedores passassem a constituir um único risco de crédito.

É verdade que nos últimos anos se vem observando uma aceleração no processo de renegociação da dívida dos países em desenvolvimento, conforme se pode ver na Tabela 1, construída com base em dados da revista *Euromoney*.

**TABELA 1**  
RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA  
1956 a julho de 1982

Período	Número de países	Valor da renegociação (US\$ milhões)
1956 a 1960	2	940
1961 a 1970	16	4.722
1971 a 1980	29	15.568
1981 a 1982 *	34	38.699
Total	81	59.929

\* Até julho

Fonte dos dados brutos: *Euromoney*, agosto 1982.

À primeira vista, estes dados parecem constituir um possível apoio empírico à hipótese do “efeito dominó”. Todavia, a observação da lista de países que constituem o universo dos renegociadores não demonstra nenhuma tendência à concentração deles em alguma área geográfica ou em economias voltadas exclusivamente para a exportação de produtos primários. A probabilidade de um devedor vir a renegociar sua dívida parece muito mais depender do número de renegociações ocorridas no passado do que de outras variáveis, tais como o tamanho da dívida, o nível de desenvolvimento, o coeficiente de abertura exter-

na da economia, a relação entre o serviço da dívida e as exportações, o grau de especialização no comércio internacional e assim por diante. Estudos econométricos também já sugeriram que, pelo menos para a primeira metade da década dos setenta, as inadimplências de países em desenvolvimento seriam eventos não correlacionados e provavelmente não ocorreriam em conjunto (Eaton e Gersovitz, 1980).

O argumento do poder de barganha de um grande devedor ou de um grupo de devedores apresenta, todavia, algumas dificuldades adicionais:

1) subestima a capacidade de retaliação dos banqueiros. Tal retaliação pode-se dar em dois níveis: na conta capital, ao determinar a cessação da entrada de novos empréstimos, o que, por si só inviabilizaria qualquer esforço de renegociação à *outrance*; e na conta comercial, ao dificultar o financiamento de exportações/importações de bens, um mecanismo importante para as transações externas. Ademais, o exercício deste poder de barganha pode comprometer toda a intrincada rede de relações entre bancos nacionais e estrangeiros, desenvolvida ao longo dos últimos anos, quando se observou um crescimento acentuado no volume de comércio e nas transações financeiras multilaterais;

2) superestima o dano real ou potencial que a pressão dos devedores do Terceiro Mundo pode causar aos bancos privados, mesmo se houver uma inadimplência conjunta. É certo que, no caso dos maiores bancos norte-americanos, seus empréstimos aos países subdesenvolvidos importadores de petróleo suplantam em muito seus recursos de capital. Para os 24 maiores bancos privados a relação entre empréstimos e capital atingia 180% em 1980. Contudo, como percentagem dos ativos dos bancos, isto é, em relação à capacidade total de geração de receita, aqueles empréstimos representavam apenas 10% do ativo (Wallich, 1981). Tais números agregados representam médias, podendo, portanto, esconder situações de maior vulnerabilidade para os bancos individuais com volumosos créditos ao Terceiro Mundo. A rentabilidade destes últimos poderia ser afetada negativamente, mas isto não significa necessariamente uma crise de insolvência para o sistema bancário privado internacional;

3) mesmo que um cartel de devedores fosse formado, existem os problemas típicos de fazer com que as decisões conjuntas do cartel sejam obedecidas pelos países membros. Sem mencionar a questão de abdicação da soberania nacional de cada nação, existe evidentemente um incentivo para que cada membro da colusão tente maximizar seus benefícios individuais, procurando realizar, por exemplo, um acordo diferenciado com seus credores. A dificuldade que o cartel petrolífero encontra no momento para implantar suas decisões de preço e produção pode muito bem ilustrar este ponto;

4) finalmente, o argumento exagera o grau de coesão existente entre os países devedores do mundo em desenvolvimento. Cumpre indagar quais seriam os benefícios que teriam algumas economias com acesso aos créditos bancários,

pagando *spreads* relativamente baixos, em se juntar aos devedores de alto risco. Isto se aplica em particular aos países asiáticos com economias relativamente estáveis, tais como Coréia do Sul, Filipinas, Malásia, Formosa, Tailândia e outros. De um ponto de vista individual, seria do interesse destes países procurar garantir a continuidade dos empréstimos externos em condições mais favoráveis, mediante um esforço de diferenciação em relação aos outros devedores.

As razões enunciadas acima procuraram evidenciar algumas das dificuldades inerentes ao exercício da tirania dos devedores sobre os credores, em uma situação caracterizada por um desequilíbrio estrutural nos pagamentos internacionais.

## 5. CONCLUSÃO

Estas notas objetivaram discutir de maneira sucinta a desejabilidade e a viabilidade de um processo de renegociação da dívida externa, por iniciativa dos devedores do Terceiro Mundo, atuando individual ou coletivamente. A renegociação deliberada de um devedor isoladamente pode transformar-se em um jogo de soma não-zero, não cooperativo, onde um eventual benefício para o país acaba ocasionando externalidades negativas para os demais devedores. A solução tipo bloco dos endividados encontra também vários obstáculos para sua implementação, alguns deles mencionados no texto.

É ocioso afirmar-se que o esforço para se criar uma nova ordem econômica internacional mais estável, mais eficaz e mais justa para os países em desenvolvimento deve passar necessariamente pela criação de mecanismos mais adequados para a transferência de recursos financeiros do Norte para o Sul. A renegociação deliberada, individual ou em bloco, da dívida externa parece ser um substituto de pior qualidade que outros mecanismos que estão sendo negociados para permitir aquela transferência de recursos, num mundo cada vez mais interdependente.

Para o Brasil, nossas pretensões em nos transformarmos em uma estrela de primeira grandeza no universo econômico podem ser facilmente engolidas no buraco negro de uma renegociação mal-sucedida.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AVRAMOVIC, D. and Associates, 1964 — *Economic Growth and External Debt*, Baltimore, The John Hopkins Press.
- EATON, J. e GERSOVITZ, M., 1980 — "LDC participation in international financial markets: debt and reserves", *Journal of Development Economics*, vol. 7, n.º 1, março 1980.
- PORZECANSKI, Arturo C., 1981 — "The international financial role of U. S. commercial banks: past and future", *Journal of Banking and Finance*, vol. 5 n.º 1, março 1981.

- SIMONSEN, Mário H., 1969 — *Brasil 2001*, Rio de Janeiro, APEC Editora S. A.
- SALOMON, Robert, 1981 — "The debt of developing countries: another look", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- WALLICH, Henry C., 1981 — "The LDC Debt ... to worry or not to worry", *Challenge*, set-out. 1981.
- WORLD BANK, 1981 — *World Development Report 1981*, Nova Iorque, Oxford University Press.

(Comentário escrito por solicitação da *Revista de Economia Política*, recebido na primeira quinzena de outubro de 1982).