

Resende, André Lara

Working Paper

A ruptura no mercado internacional de crédito

Texto para discussão, No. 36B

Provided in Cooperation with:

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Suggested Citation: Resende, André Lara (1982) : A ruptura no mercado internacional de crédito, Texto para discussão, No. 36B, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186275>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 36-B

A Ruptura no Mercado
Internacional de Crédito
André Lara Resende



PUC-Rio – Departamento de Economia
www.econ.puc-rio.br

Junho de 1982

A história demonstra que toda depressão profunda vem acompanhada, e na maioria das vezes precedida, de uma crise financeira. O sistema financeiro internacional está em crise. A avaliação adequada da natureza, da extensão e dos desdobramentos desta crise é fundamental para a formulação adequada da estratégia de política econômica para os próximos anos. A tese deste artigo é que a opção de política econômica implícita nas medidas anunciadas neste final de ano e nas metas oficiais divulgadas para o setor externo para 1983 é inadequada porque avalia incorretamente a extensão da ruptura ocorrida no mercado internacional de crédito.

Origens

Na origem da atual crise está o aumento do preço do petróleo, primeiro em fins de 1973 e depois em 1979. Para a economia internacional como um todo, a única opção de ajustamento a longo prazo é a redução das importações de petróleo, ou o aumento das exportações para os países produtores de petróleo (OPEC), ou ainda a transferência de ativos reais para a OPEC, através de investimento direto da OPEC nos países deficitários. Cada país individualmente pode ajustar-se criando superávits com outros países que não pertençam à OPEC, mas o conjunto de países importadores de petróleo como um todo não tem opção: ou reduz o déficit comercial com a OPEC, ou transfere a propriedade de ativos reais. Os dois parâmetros básicos do ajustamento do sistema são, portanto, a possibilidade de substituição da utilização de petróleo e o grau de absorção de recursos reais por parte da OPEC. A substituição do petróleo pode ser feita na produção ou através da modificação do perfil de consumo em direção a bens e serviços menos intensivos em petróleo. O avanço nessa direção – substituição do petróleo – tem sido lenta. O grau de absorção de recursos reais pela OPEC também é limitado. Primeiro, pela simples magnitude das transferências envolvidas em relação às economias e à população dos países exportadores de petróleo. Segundo, pela preferência destes países pela liquidez, o que limita os investimentos diretos, isto é, as transferências de ativos reais, especialmente por parte dos países menos desenvolvidos e com moedas não conversíveis.

O sistema financeiro internacional adiciona um grau de liberdade ao processo de ajustamento. A criação de ativos financeiros de curto prazo (certificados de depósitos) satisfaz a preferência por liquidez por parte da OPEC e permite a oferta de crédito aos países deficitários. A expansão dos ativos financeiros, certificados de depósitos por um lado e títulos de dívida internacional por outro lado, permite adiar ou distribuir no tempo o ajustamento. Em última instância, tal ajustamento deve inevitavelmente ser feito através do aumento das exportações líquidas, ou da transferência de ativos reais para a OPEC. O recurso ao crédito permitido pelo sistema financeiro internacional é apenas a postergação do ajustamento através da promessa de transferir recursos reais no futuro.

Tal processo, conhecido como a reciclagem dos superávits do petróleo, não foi feito, como se

sabe, diretamente pela OPEC, mas através dos grandes bancos dos países industrializados. Os países da OPEC optaram por títulos financeiros de curto prazo denominados em moeda conversível – primordialmente dólares norte-americanos – de grandes instituições internacionais. Estas instituições passavam a ter em seus ativos títulos de dívida dos países deficitários, também denominados em moeda conversível.

A Mediação Financeira

As implicações desta mediação nem sempre têm sido corretamente avaliadas. Argumenta-se com frequência que a existência de superávits por parte da OPEC, por si só, garante a existência de fundos para financiar os déficits dos países importadores. Esta linha de raciocínio vi na recente redução dos superávits da OPEC a causa da redução da liquidez internacional e das dificuldades de financiamento dos países deficitários. O diagnóstico seria correto, se se tratasse de um sistema fechado, sem a mediação dos bancos e sem a exigência da denominação em moeda conversível (dólar) dos títulos financeiros criados no sistema. Na verdade, a existência de superávits da OPEC não garante que os fundos serão canalizados para os países deficitários. A redução destes superávits também não implica necessariamente o estreitamento do crédito disponível para os países deficitários. Superávits da OPEC não são condição nem necessária nem suficiente para que haja crédito para os países deficitários. Os superávits da OPEC, ao contrário, simplesmente aumentam o déficit do conjunto dos países importadores de petróleo e, portanto, a demanda por crédito no sistema financeiro internacional. Como o financiamento dos países deficitários não é feito diretamente pelos países superavitários, a condição necessária e suficiente para garantir a disponibilidade de crédito é que os grandes bancos do sistema financeiro internacional sejam capazes de atrair os fundos e estejam dispostos a aumentar os créditos internacionais em suas carteiras.

Como o sistema não é fechado, isto é, o certificado de depósitos dos bancos internacionais não é a única opção para os poupadores, assim como o crédito internacional não é a única opção de aplicação disponível para os bancos, o volume de crédito destinado ao financiamento de países deficitários não está diretamente associado ao volume de poupança medido pelo superávit da OPEC. Os certificados de depósitos dos bancos internacionais concorrem com outros ativos, financeiros e não financeiros. Os créditos internacionais concorrem com outras aplicações e ativos que compõem as carteiras dos bancos. O volume de crédito internacional é, assim, afetado por modificações na estrutura de rentabilidade e riscos dos mercados financeiros em que atuam os bancos e os poupadores. Devido à exigência de denominação dos títulos financeiros em moeda conversível, aceita universalmente para pagamentos internacionais, são as condições vigentes nos mercados financeiros nacionais de países de moedas conversíveis que afetam o mercado de crédito internacional. O

predomínio do dólar nos pagamentos internacionais e a expressão econômica e financeira dos Estados Unidos na cena mundial fazem com que as condições prevalecentes na economia e no sistema financeiro americano sejam dominantes.

Não cabe aqui uma análise das já amplamente estudadas condições que permitiram o rápido desenvolvimento do mercado de eurodólares e o crescimento do mercado de crédito internacional. Para efeito da avaliação da natureza e dos desdobramentos da atual crise, interessa saber como e porque o equilíbrio do sistema foi rompido.

O Equilíbrio Rompido

Segundo a classificação de Minsky¹ unidades econômicas, indivíduos, firmas ou países, podem se financiar de forma defendida (*hedged*) ou especulativa (*speculative*). Uma firma tem um financiamento defendido se o fluxo de seus pagamentos num horizonte limitado for inferior ao fluxo de suas receitas. Se, ao contrário, num horizonte limitado, o fluxo de pagamentos for superior ao fluxo de receitas, a firma tem um financiamento especulativo. A distinção relevante entre uma firma com financiamento defendido e uma firma com financiamento especulativo é que o valor presente do fluxo de caixa da primeira é sempre positivo, independentemente das possíveis flutuações nas taxas de juros, enquanto que o valor presente do fluxo de caixa da segunda, para a qual os fluxos positivos são posteriores aos negativos, poderá tornar-se negativo com um aumento das taxas de juros.

Os dois sucessivos aumentos dos preços do petróleo, os custos do ajustamento rápido e as facilidades associadas ao boom do mercado de crédito internacional levaram vários países a assumir financiamentos especulativos, na definição de Minsky, para suas contas externas: num horizonte de curto, ou mesmo de médio prazo, o fluxo esperado das receitas de exportações de bens e serviços é inferior ao fluxo de pagamentos de importações e servos da dívida. O grau de vulnerabilidade de um sistema financeiro aumenta com o maior número de unidades envolvidas em funcionamentos especulativos. Medido por tal critério, após o segundo choque de preços de petróleo em 1979, o sistema financeiro internacional era altamente vulnerável. Inúmeros países, limitados na capacidade de ajustamento a curto prazo, foram levados a tomar financiamentos especulativos de suas contas externas. O caso do Brasil, entre muitos outros, é exemplar. Nestas condições o sistema é extremamente sensível às elevações das taxas de juros.

Foi justamente uma elevação sem precedentes recentes nas taxas de juros que ocorreu a partir de 1980. Tal elevação foi consequência da política econômica norte-americana implementada pelo governo Reagan, que combinou a aplicação da chamada economia do lado da oferta (*supply side*

¹ Minsky, H. P. "A Theory of Systematic Fragility", in: Altman, E. e Sanetz, A. *Financial Crisis – Institutions over Markets in a Fragile Environment*.

economics) na gestão do orçamento fiscal com um rígido monetarismo quanto ao controle da oferta de moeda. Partiu-se da convicção que tem respaldo teórico no mínimo discutível e nenhum apoio na evidência empírica: a de que ao reduzir-se o nível das alíquotas dos impostos haveria tamanha expansão do nível da renda que o resultado líquido seria um aumento da arrecadação tributária. De acordo com este princípio, o governo Reagan reduziu as alíquotas dos impostos e manteve o nível das despesas através de aumentos dos gastos militares não compensados por cortes em outros gastos. Como era de se esperar, o déficit orçamentário do governo elevou-se rapidamente. Paralelamente, o Federal Reserve Bank, responsável pela formulação de política monetária, adotou uma linha de rígido monetarismo: deixou de preocupar-se com as flutuações das taxas de juros no mercado monetário e estipulou uma faixa limitada dentro da qual procuraria manter a taxa de crescimento da oferta de moeda. Para evitar que os déficits orçamentários do governo se transformassem em emissões de moeda acima do crescimento estipulado, o Federal Reserve foi obrigado a fazer uma política de open-market agressiva na venda de títulos do governo. A oferta de maiores volumes de títulos implicou juros mais elevados.

Não apenas eram grandes os volumes de títulos vendidos, como também os déficits projetados do governo criaram no mercado a expectativa de que novos e maciços volumes de títulos viriam a ser oferecidos no futuro, contribuindo para pressionar as taxas de juros. Com o tesouro americano concorrendo por recursos no mercado financeiro para financiar um elevado déficit fiscal e simultaneamente reduzir a taxa de crescimento da oferta de moeda, todos os demais títulos privados, inclusive os depósitos bancários, foram obrigados a elevar as taxas para continuar atraindo recursos.

O alto grau de integração financeira, existente hoje entre os países industrializados, forçou os bancos centrais dos países da Europa a acompanhar a política monetária restritiva dos Estados Unidos. Por isto elevaram as taxas domésticas de juros para evitar que o fluxo de capitais em direção ao mercado americano forçasse a desvalorização excessiva de suas moedas em relação ao dólar. Tal sincronização das políticas monetárias agravou o problema de liquidez no mercado financeiro internacional. Obrigados a pagar mais por seus depósitos, para não perder recursos, os bancos elevaram repetidamente as taxas cobradas em seus empréstimos. No início de 1981, a taxa para depósitos interbancários em Londres (*libor*), para prazos de seis meses, que serve de referência para a grande parte dos empréstimos internacionais, atingiu níveis superiores a 19% ao ano. A *prime rate*, taxa cobrada para clientes preferenciais pelos bancos americanos, atingiu quase 22% na mesma época. Deve-se observar que a inflação americana já dava então sinais de rápida queda, o que significa, portanto, que as taxas de juros reais atingiam níveis recordes. Parte dos empréstimos internacionais, inclusive ao Brasil, passaram a ser feitos com base na maior das duas taxas entre a *libor* e a *prime* e os prêmios de risco para a maioria dos países elevaram-se de forma considerável. A princípio, o volume de recursos disponíveis para financiamentos dos países deficitários não se

reduziu. Houve apenas um dramático encarecimento destes recursos. Em face das dificuldades do ajustamento a curto prazo, diversos países continuaram deficitários e tomadores de recursos, ainda que sujeitos a taxas de juros recordes. A alta dos juros não reduziu a demanda internacional por crédito, mas, ao contrário, tornou-a ainda maior. Primeiro, diretamente, devido à elevação dos déficits de serviços nos balanços de pagamentos associados a maiores contas de juros. Segundo, indiretamente, através da recessão desencadeada nos países industrializados, com reflexos negativos sobre o volume e os preços do comércio internacional. Os preços dos produtos primários, em particular, de elevada importância nas receitas de exportações de grande número de países endividados, entraram em acentuada queda. O resultado sobre a saúde financeira e econômica dos países endividados foi desastroso. Os bancos, entretanto, continuaram emprestando.

Para entender porque os bancos se dispuseram a aumentar os empréstimos internacionais, apesar do evidente aumento do risco implicado, é preciso não perder de vista a lógica da tomada de decisão nos sistemas financeiros. A regra básica é acompanhar o comportamento da maioria. Ninguém quer ficar muito para trás para não perder boas oportunidades, e ninguém quer ir muito à frente para não perder sozinho. Um importante banqueiro americano, com larga experiência no setor, descreve com clareza a razão desse comportamento:

“Os clientes dos bancos comerciais frequentemente perguntaram até onde os bancos iriam no processo de ampliar normas tradicionais de liquidez e capitalização que estavam obviamente obsoletas. Meu conselho tem sido sempre o mesmo: siga a maioria. Qualquer um isolado na linha de frente corre o risco de chamar a atenção do Fundo Federal, de Reserva ou de algum outro órgão regulador. Qualquer um que fique para trás perderia sua parcela de mercado. Mas os que estão no meio têm o escudo da maioria; não podem todos ser punidos por causa do receio das repercussões que isto teria sobre a economia como um todo. Além do mais, na medida em que um número maciço de bancos tornou-se coletivamente mais vulnerável, isto constituiu um problema macroeconômico para o Fundo Federal de Reserva e não uma razão de preocupação para um banco isoladamente considerado. E se o problema crescer a ponto de extravasar as possibilidades de solução pelo Fundo Federal de Reserva e pelo sistema bancário, bom, neste caso o mundo terá chegado ao fim de qualquer maneira e mesmo o mais prudente dos bancos gostaria de se ver afundando junto com os demais”.

O comportamento da maioria por sua vez determina o consenso de mercado, ou o convencionalmente aceito, sobre as oportunidades e os riscos envolvidos, e não vice-versa como seria de se supor. Uma vez formado, o consenso ou a convenção só muda abruptamente. O próprio grau de envolvimento passado dificulta a mudança de atitude. Os bancos levam a extensão dos créditos até os limites, quando vários tomadores já se encontram com o valor presente de seus esperados fluxos de caixas perigosamente baixos ou até negativos. Só então ocorre a mudança do consenso, sempre de forma súbita e a partir de um acontecimento específico.

Com relação à situação atual do mercado financeiro internacional, esta descontinuidade ocorreu

a 23 de agosto com o anúncio da moratória do México.

Os sinais de agravamento da tensão no sistema eram evidentes desde 1981. As políticas restritivas nos Estados Unidos e na Europa provocaram falências de empresas de grande porte como a Dome Petroleum no Canadá e a Telefunken na Alemanha entre outras. Trinta e cinco pequenos bancos quebraram desde o início do ano nos Estados Unidos – mais do dobro do maior índice observado no pós-guerra (16 casos) que ocorreu em 1976. A quebra do Banco Ambrosiano no Luxemburgo, da corretora Drysdale e do banco Penn Square nos Estados Unidos, acarretaram abalos expressivos no sistema financeiro. O número de bancos postos na lista de observação da Federal Deposit Insurance Corporation nos Estados Unidos como casos problemáticos subiu de 200, em janeiro, para 320, no início do segundo semestre.

No plano internacional, a apreensão aumentou sensivelmente com a guerra do Atlântico Sul e os problemas subsequentes que envolveram um devedor do porte da Argentina. Foram muito provavelmente estes sinais inequívocos de agravamento da situação que levaram a uma rápida guinada na política econômica americana. O governo Reagan abandonou a intransigência com relação ao aumento dos impostos e aprovou às pressas no Congresso um orçamento menos deficitário para os próximos anos. A mudança mais importante, entretanto, foi com relação à política monetária. A forma como tal mudança foi feita dá ideia da urgência com que foi aprovada. Mudanças na condução de política monetária, principalmente quando no sentido de menor rigor, nunca são anunciadas explicitamente, mas deixadas para interpretação do público através da ação do Federal Reserve no mercado financeiro. No final de julho, entretanto, o Federal Reserve anunciou publicamente que mudaria sua postura rígida em relação às metas do crescimento da moeda. Seguiram-se uma forte demanda dos títulos públicos e a rápida queda das taxas de juros. A atitude do Federal Reserve foi inequívoca ao demonstrar que considerava benéfica a queda dos juros e deixar claro que era este o verdadeiro objetivo da mudança de política. A queda das taxas financeiras refletiu-se nas taxas dos empréstimos bancários. A *prime rate* caiu de 16,5%, em meados de julho, para 12%, em meados de outubro.

O alívio das taxas veio infelizmente muito tarde. O dano causado pelo prolongado período de taxas recordes sobre a economia mundial foi profundo. O comércio mundial reduziu-se significativamente e as reações protecionistas agravaram o quadro. Onerado por um endividamento externo superior a 80 bilhões de dólares, ironicamente contraídos para investir na infraestrutura que lhe permitia extrair rapidamente o petróleo de reservas recém-descobertas, o México viu-se com sérios problemas quando os juros altos e a recessão mundial frustraram suas expectativas de renda futura. A inexistência de controles de fluxos de capitais, associados a uma política cambial inadequada, geraram movimentos especulativos de capitais, o que tornou impossível a administração da elevada dívida mexicana de curto prazo. O anúncio da moratória do maior país devedor junto aos

bancos privados internacionais foi um trauma que paralisou o mercado.

A reunião de caráter regular do Fundo Monetário Internacional, em Toronto, no início de setembro, era encarada como a oportunidade para a discussão de medidas de caráter institucional, que viessem reforçar a capacidade do sistema para enfrentar choques adversos e recuperar a confiança abalada com a moratória mexicana. O fortalecimento institucional do sistema era crucial, não apenas para ampliar as possibilidades de equacionar os numerosos casos de países incapazes de manter em dia seus fluxos de pagamentos externos, como também para tranquilizar o sistema financeiro internacional privado e evitar novos casos de inadimplemento. A oportunidade não foi aproveitada. A reunião de Toronto deu mais uma demonstração da dificuldade de articulação dos fóruns internacionais em momentos de crise, e da incapacidade de ir além dos simples discursos de advertência ou das recomendações de bom comportamento e cooperação internacional. O veto americano à proposta de aumento das cotas dos países membros, junto ao Fundo Monetário Internacional, impediu a aprovação de medida concreta relativamente simples e de significado importante naquele momento.

Inverteu-se imediatamente a avaliação do sistema financeiro com relação aos empréstimos internacionais. Como a quebra de um encanto, mudou o consenso do mercado. Se se apresentasse hoje aos bancos a opção de liquidar, sem custos insuportáveis, todos os créditos internacionais de suas carteiras, especialmente os contraídos pelos países em desenvolvimento, muito provavelmente nenhum banco deixaria de promover essa liquidação. Não foi outra, efetivamente, a atitude dos bancos com um compromisso relativamente pequeno na área destes créditos. Os pequenos e médios bancos regionais americanos, que eram importantes na montagem de grandes consórcios de empréstimos (*sindications*) e na garantia dos repasses de empréstimos liderados por grandes bancos ativos no mercado internacional, preferiram sair inteiramente do mercado. Desprovidos de departamentos para análise internacional, certos de que não terão voz ativa nos casos de renegociação, e com pequena parte de seus ativos comprometidos em empréstimos internacionais, tais bancos preferiram livrar-se a qualquer preço destes créditos, para concentrarem em empréstimos regionais e nacionais.

Os grandes bancos, mais comprometidos com créditos internacionais, não têm obviamente esta opção. Eles têm consciência de que o brusco retraimento dos empréstimos é algo que não lhes convêm, porque ameaça como inadimplemento países com expressiva presença em suas carteiras de crédito. Mas essa consciência não é suficiente para evitar o retraimento. Dois fatores impedem os grandes bancos de reduzir o volume de crédito internacional. Primeiro, a mencionada fuga dos pequenos e médios bancos. Segundo, a retração dos investidores que, assustados, buscam papéis considerados de menor risco. Hoje o diferencial de taxas entre os papéis de grandes bancos americanos e os títulos do governo americano encontra-se em níveis recordes. Títulos de bancos

americanos de primeira linha estão pagando juros iguais, ou até superiores, aos papéis emitidos por empresas industriais americanas de segunda linha. A discriminação por parte dos investidores, incluindo outros bancos que operam pouco na área dos empréstimos internacionais, reduzirá drasticamente o volume de crédito de longo prazo, disponível para os países endividados. A situação é de tal ordem que os bancos procuram reduzir seus empréstimos ao mínimo necessário para evitar o inadimplemento generalizado dos devedores. Mas nem este volume mínimo de empréstimos está assegurado, em consequência das dificuldades que os bancos enfrentam na captação de recursos.

A Vulnerabilidade das Nossas Contas Externas

A paralização do mercado em setembro último levou o Brasil a momentos críticos. Para compreender a natureza e a extensão das dificuldades enfrentadas pelo país nos meses que se seguiram à moratória mexicana, é importante avaliar corretamente o grau de vulnerabilidade das nossas contas externas. Tal vulnerabilidade é geralmente subestimada com base em dois argumentos: primeiro, que o Brasil tem uma dívida com perfil favorável; segundo, que as reservas são elevadas. Este raciocínio falaciosamente não considera as implicações do endividamento de curto prazo, isto é, dos empréstimos contraídos por prazos inferiores a um ano, assim como também não examina a natureza das reservas. A extensão do endividamento de curto prazo é mal avaliada, porque o Banco Central adota o critério do Fundo Monetário Internacional e põe de lado a dívida de curto prazo. Quando se trata de divulgar as estatísticas de endividamento externo, o Banco Central omite as informações sobre a extensão e a natureza dessas dívidas. A partir dos números do Balanço de Pagamentos, do fluxo de empréstimos de longo prazo e da evolução das reservas, pode-se, porém, calcular o volume aproximado da dívida brasileira de curto prazo. Sabe-se que houve aumento substancial no final de 1980, quando o país enfrentou dificuldades na captação externa. É também, no final de 1981, quando houve substancial recuperação das reservas, que andavam então bem abaixo de 7 bilhões de dólares, tendo fechado o ano em torno de 7,5 bilhões de dólares. Estes aumentos da dívida de curto prazo tiveram como objetivo justamente manter elevadas as reservas, tendo em vista a perspectiva do final do ano, intimamente associada à avaliação que da situação financeira nacional fazem os credores. Em agosto, a dívida de curto prazo já era muito superior aos aproximadamente 7 bilhões de dólares de reservas. O perfil do endividamento externo brasileiro não é, pois, de forma alguma tão favorável quanto faria supor a simples observação das estatísticas relativas à dívida de prazo superior a um ano.

Por outro lado, para efeito de computo das reservas, o Banco Central entende também como ativos em seu poder créditos concedidos a parceiros comerciais, de liquidez discutível. O valor das reservas disponíveis para pagamentos, ou a caixa em moeda conversível, do Banco Central, pode

efetivamente em certos dias ficar muito abaixo do volume de reservas internacionais divulgado no final do mês. As graves dificuldades de caixa que o Banco Central enfrentou em setembro ficaram patentes quando as autoridades tiveram de recorrer Fundo Monetário Internacional para o financiamento automático de 200 milhões de Direitos Especiais de Saque, equivalentes a 215 milhões de dólares.

Para compensar esta deficiência de caixa o país tem recorrido a empréstimos de curtíssimo prazo e a outros expedientes como o financiamento obtido através da venda à vista e a compra a futuro da posição de ouro das reservas do país. Tais expedientes demonstram que tocamos efetivamente o limite de nossas possibilidades.

É evidente que não se pode promover o giro de uma dívida externa da magnitude da dívida brasileira com base apenas no aumento dos empréstimos contratados a curtíssimo prazo. Este recurso tem sido justificado como uma tentativa de fechar as contas externas até o final do ano. Fala-se, por exemplo, em *bridge-loans*. *Bridge-loans* é como no jargão bancário se denominam os empréstimos de curto prazo, tomados até que os procedimentos burocráticos de um empréstimo de maior prazo sejam completados. O país estaria contratando *bridge-loans* para fechar o balanço de pagamentos no ano de 1982. Novos empréstimos de longo prazo estariam logo a seguir disponíveis. O argumento contém dois equívocos. Em primeiro lugar, é falsa a noção de *fechar* o balanço de pagamentos de acordo com o ano gregoriano, como se dobrado o dia 31 de dezembro, o problema só voltasse a desafiar-nos pelo final do próximo ano. Ora, as dificuldades de caixa para pagamentos externos nos últimos meses, demonstram de forma eloquente que o balanço de pagamento deve ser fechado todo dia, ao longo dos 365 dias do ano, e não apenas no dia 31 de dezembro. Em segundo lugar, cumpre-nos perguntar para onde nos levam as “pontes” destes empréstimos de curto prazo. Não é lícito admitir que os empréstimos de longo prazo, hoje inacessíveis, estarão disponíveis a partir do início de 1983, a menos que se sustente que o mercado de crédito internacional estará plenamente recuperado dentro dos próximos meses. Tal estratégia pressupõe um comportamento do sistema financeiro que simplesmente não encontra apoio na realidade. Houve de fato uma ruptura, uma solução de descontinuidade, que mudou a avaliação convencional do mercado financeiro no que respeita aos créditos internacionais. O sistema sofreu então uma drástica contração e não retornará à posição anterior ainda que certas condições objetivas melhorem substancialmente. Assim como a decisão de maciçamente contratar empréstimos de curto prazo se propõe resolver as necessidades de caixa deste último trimestre sem levar em conta como será o seu equacionamento posterior, assim também a estratégia de ajustamento pelo corte das importações através da recessão de 1983 se propõe reduzir a necessidade de créditos externos no próximo ano, sem um programa coerente de adaptação da economia e sem propostas nítidas para os anos seguintes. Em ambos os casos, a incapacidade de perceber que houve uma ruptura, que impede a volta aproximada das condições vigentes até agosto

de 1982, determina uma estratégia contemporizadora, que se limita a ganhar tempo.

Nem a queda dos juros nem os expedientes de emergência, ainda que a nível internacional, postos em prática para equacionar a curto prazo o problema financeiro dos grandes países devedores, serão capazes de afastar os riscos de uma grave depressão mundial. Medidas de emergência que impliquem no aumento generalizado do endividamento de curto prazo agravam o grau de vulnerabilidade do sistema financeiro internacional e terminarão fatalmente por provocar o seu colapso definitivo. Só a ação, coordenada internacionalmente, de políticas voltadas para promover a recuperação imediata do nível de comércio mundial, acompanhada de medidas institucionais capazes de criar novas fontes de financiamento a longo prazo para os países endividados, poderá evitar a sucessão de novas moratórias que acarretarão o colapso definitivo do sistema financeiro internacional. Neste caso, uma depressão profunda e prolongada fatalmente se seguirá.

O grau de liberdade da política econômica brasileira é hoje efetivamente muito limitado. Reconhecer que houve, com a moratória mexicana, uma ruptura nas condições prevalecentes no mercado internacional de crédito, e não uma mera redução dos volumes de crédito disponíveis e, entretanto, a primeira condição para evitar que se adote uma política econômica cuja consequência é contribuir para elevar os custos que o conturbado cenário internacional irá inevitavelmente nos impor. Nenhuma demonstração de austeridade ou mesmo autoimolação poderá restabelecer o fluxo de empréstimos externos de longo prazo. Nestas circunstâncias não se deve pretender contrair a economia mais rapidamente do que o resto do mundo. Neste tipo de competição todos perdem, pois, o único resultado é acelerar a velocidade de contração global. É preciso lembrar que assim como os sistemas financeiros têm um ponto de ruptura e descontinuidade, assim também existe um limite para a possibilidade de compressão. Uma economia não é capaz de encolher com a velocidade que se projeta para 1983, sem romper e desarticular-se, comprometendo simultaneamente a sua capacidade de funcionamento mais autárquico – no caso de um colapso definitivo do comércio mundial – e a sua capacidade de recuperação no futuro – no caso de uma conscientização internacional que possibilite a retomada do crescimento do comércio.