

LUIZ BRESSER PEREIRA
(ORGANIZADOR)

DÍVIDA EXTERNA:
CRISE E SOLUÇÕES

Centro de Economia Política
editora brasiliense

Copyright © by Centro de Economia Política, 1989.
Nenhuma parte desta publicação pode ser gravada,
armazenada em sistemas eletrônicos, fotocopiada,
reproduzida por meios mecânicos ou outros quaisquer
sem autorização prévia do editor.

ISBN : 85-11-09042-8
Primeira edição, 1989

Copydesk: José Waldir S. Moraes
Revisão: Pier L. Cabra e Rosemary C. Machado
Capa: Isabel Carballo



Rua da Consolação, 2697
01416 São Paulo SP
Fone (011) 280-1222 - Telex: 11 33271 DBLM BR
IMPRESSO NO BRASIL

Sumário

Prefácio	5
----------------	---

Introdução

1. Da crise fiscal à redução da dívida	13
<i>Luiz Bresser Pereira</i>	

I — A crise da dívida

2. As causas da crise da dívida	59
<i>Cheryl Payer</i>	
3. As soluções para a crise da dívida	77
<i>Jeffrey Sachs</i>	
4. Rompendo o impasse da dívida internacional ..	98
<i>Shafiqul Islam</i>	
5. A apropriação do desconto: com vistas a uma agência da dívida junto ao Banco e ao Fundo ..	117
<i>Edmar L. Bacha</i>	

II — A dívida brasileira

6. Crises da dívida brasileira: passado e presente .	137
<i>Eliana A. Cardoso e Rudiger Dornbusch</i>	
7. A dívida externa brasileira: estratégias de nego- ciação e impactos internos (1983-1987)	184
<i>Monica Baer</i>	
8. Uma estratégia alternativa para negociar a dí- vida externa	219
<i>Luiz Bresser Pereira</i>	

III — As soluções

9. Dívida externa: adiar ou resolver? 241
Luiz Bresser Pereira
10. Proposta do American Express sobre a dívida
externa 247
James D. Robinson III
11. Uma proposta de linha de crédito para reestru-
turação da dívida 275
Arjun K. Sengupta
12. O problema da dívida: e agora? 305
Dragoslav Avramovic

Prefácio

Luiz Bresser Pereira

Albert Hirschman disse certa vez que “a compreensão de um problema e a motivação para resolvê-lo são dois ingredientes necessários para a tomada de decisão sobre políticas de governo, mas o *timing* desses dois insumos podem estar significativamente defasados” (1974: 152). Esse é exatamente o caso da crise da dívida externa, que está na origem da estagnação econômica e das altas taxas de inflação dos países altamente endividados da América Latina. Com uma ressalva apenas: entre os países credores o problema já está perfeitamente diagnosticado e as soluções para ele definidas, mas a motivação para resolvê-lo ainda não foi suficiente para que as decisões sejam tomadas, enquanto que entre os países devedores essa motivação existe, mas a compreensão do problema está ainda longe de ser satisfatória.

Entre os credores vem-se formando um amplo consenso de que a dívida externa é a principal causa — embora não seja a única — da crise fiscal que assola todos os países altamente endividados. E que essa crise fiscal, geralmente definida por um déficit público sem condições de ser financiado, somada às enormes transferências reais de recursos para os países credores, é a causa básica da redução das taxas de investimento e de crescimento econômico e da elevação das taxas de inflação que ocorreram nos anos 80 em praticamente todos esses países. Está claro

também para os credores que a estratégia de ajustamento com financiamento, adotada inicialmente para resolver o problema, não é viável. E, portanto, que a solução passa sempre pela redução ou pelo alívio (*relief*) da dívida. Para isso já foi inclusive definida com precisão uma estratégia global de redução da dívida, que combina o exame dos problemas dos países caso a caso e a exigência de ajustamento, com um mecanismo financeiro de securitização da dívida que permite aos países devedores beneficiar-se do desconto existente no mercado secundário. Mas a motivação dos credores, particularmente do governo e dos principais bancos dos Estados Unidos, é ainda limitada. Os países credores vêem vantagens no esquema global de redução da dívida, mas alguns deles ainda entendem que as desvantagens são maiores.

Em contrapartida, nos países devedores existe uma enorme motivação para que se obtenha a redução da dívida, mas o nível de compreensão do problema por parte das suas elites dirigentes, ou seja, por parte de seus principais empresários, políticos, jornalistas e mesmo economistas, é ainda muito insatisfatório. Os economistas fizeram o diagnóstico, relacionando com clareza a dívida externa com a crise fiscal e a redução dos investimentos, mas, da mesma forma que o restante da elite dirigente brasileira, sabem pouco sobre as formas já propostas de redução da dívida, e menos ainda sobre o fato de que as elites dirigentes nos países credores estão cada vez mais propensas a aceitar ou mesmo a propugnar por soluções globais de redução da dívida. Em consequência dessa falta de informação, à qual se soma uma tendência a se subordinar ideologicamente aos países centrais, as elites dirigentes dos países devedores temem retaliações e insistem em tentar pagar uma dívida que não pode ser paga. Em consequência, embora muitas vezes adotem um discurso indignado em relação à dívida — vejam-se, por exemplo, as reuniões de presidentes latino-americanos, ou os discursos dos ministros da Fazenda latino-americanos nas assembléias anuais do FMI — na prática não adotam as medidas unilaterais necessárias para pressionar os países credores a adotar uma estratégia de redução da dívida.

Este livro tem o objetivo específico de preencher essa lacuna de falta de informação. Ele se divide em uma introdução

e três partes. A introdução pretende ser um artigo-síntese sobre o problema, ao mesmo tempo que trata especificamente da economia brasileira. Depois de um diagnóstico da crise econômica pela qual o país vem passando — basicamente uma crise fiscal —, faço uma resenha das principais contribuições teóricas que relacionam a dívida externa com essa crise fiscal, com a estagnação do crescimento da renda por habitante e com as altas taxas de inflação, e termino com uma detalhada análise das principais alternativas para a solução da crise da dívida.

Na primeira parte temos artigos recentes de Cheryl Payer, que já nos anos 70 falava da “armadilha da dívida” (1974), de Jeffrey Sachs, o jovem professor de Harvard que se transformou no principal especialista e em uma espécie de paladino da redução da dívida, de Shafiqul Islam e de Edmar Bacha. Esses artigos definem de forma ampla a crise da dívida, suas causas, e já analisam as propostas de solução existentes.

Na segunda parte temos o exame da dívida externa brasileira: um trabalho de dois economistas que vêm estudando profundamente o assunto em nível teórico e de soluções — Eliana Cardoso e Rudiger Dornbusch — sobre o passado e o presente da crise; uma análise sobre as negociações brasileiras sobre a dívida entre 1983 e 1987 de autoria de Monica Baer, uma das mais competentes economistas brasileiras especializadas no problema; e um trabalho meu, que é em parte também um depoimento, sobre a estratégia do Brasil em 1987 para negociação de sua dívida externa.

Finalmente na terceira parte apresento as alternativas de solução global para o problema da dívida externa. Os três primeiros trabalhos — meu discurso em Viena, em 4 de setembro de 1987, a proposta do presidente do Banco American Express, James Robinson III, e a proposta de Arjun Sengupta, diretor representante da Índia no FMI — são propostas globais de redução da dívida. As duas últimas, apresentadas em fevereiro de 1988, são propostas detalhadas e portanto operacionais. O trabalho de Dragoslav Avramovic, que foi o secretário da Comissão Brandt, é uma proposta de capitalização forçada de juros, na linha originalmente sugerida por Paulo Lyra. Essa proposta tem a vantagem de reduzir drasticamente a transferência real de recursos, mas deixa sem solução o problema do valor do prin-

cial da dívida, que passaria a crescer a uma taxa muito maior do que vem ocorrendo hoje.

Referências

Hirschman, Albert O.

1974 — "Policymaking and Policy Analysis in Latin America — A Return Journey", em *Essays in Trespassing: Economics to Politics and Beyond*, Cambridge, Cambridge University Press, 1981 (artigo originalmente apresentado em 1974).

Payer, Cheryl

1974 — *The Debt Trap: The International Monetary Fund and the Third World*, Nova York, Monthly Review Press.

* * *

Este livro já estava em sua prova final quando, em 10 de março de 1989, o novo Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Nickolas Brady, pronunciou um discurso durante a reunião do Breton Woods Committee, definindo as linhas gerais da política do presidente George Bush em relação à dívida externa. O Plano Brady representa um passo importante, ainda que tardio e incompleto, no sentido de resolver a crise da dívida externa dos países altamente endividados. A posição oficial dos países credores, sempre sob o comando do governo dos Estados Unidos, entra agora definitivamente em sua terceira fase.

A primeira fase, definida a partir do diagnóstico equivocado de que se tratava simplesmente de um problema de liquidez, foi a da proposta de austeridade, ou, mais precisamente, da solução convencional de combinar financiamento com ajustamento austero. A segunda fase, a partir de 1985, foi a do Plano Baker, que pretendia aumentar o financiamento (não o logrou), e propor, além das políticas de ajustamento de curto prazo, reformas estruturais de sentido liberalizante, que, implementadas no México, pouco resultado trouxeram por enquanto.

O retumbante fracasso do Plano Baker levou o governo dos Estados Unidos, a partir do final de 1987, depois de recusar uma proposta do Brasil exatamente nesse sentido, a começar a admitir, mas de forma muito limitada, a securitização da dívida,

ou seja a conversão da dívida em novos títulos capturando parte do desconto existente no mercado financeiro secundário. Permitiu-se, exclusivamente, como aconteceu no caso do projeto México-Morgan, a securitização “voluntária”, decidida exclusivamente no mercado, proibindo-se que a securitização fosse “negociada”, fosse o resultado de uma negociação que em seguida obrigaria os bancos. Proibiu-se também que o Banco Mundial — que estava interessado em agir nessa área — desse qualquer tipo de garantia aos novos títulos, nos termos que o Brasil e o México, solicitaram.

A novidade do Plano Brady, apesar de toda a indefinição em que está envolto, é a de permitir e estimular o Banco Mundial e o FMI a oferecerem garantias aos novos títulos com desconto que seriam emitidos pelos países altamente endividados. Em seu discurso na Brookings Institution o secretário Nickolas Brady insistiu que a securitização deveria ser feita no mercado, de forma voluntária, mas lembrou que as negociações deverão ser realizadas segundo parâmetros estabelecidos pelo Banco e pelo Fundo. Disse também que as duas instituições deveriam usar recursos próprios, mas deixou entrever que os demais países credores, especialmente o Japão, deverão participar da constituição de um fundo para permitir o suprimento de garantias. Acentuou que a redução da dívida só seria assegurada a quem se conformasse às condicionalidades estabelecidas pelas duas instituições, entre as quais salientou as “reformas estruturais”. Estas condicionalidades terão que ser discutidas pelos países devedores, pois contêm um vezo neo-liberal incompatível com a realidade desses países, mas não há dúvida de que nelas há muito de razoável, que, com uma efetiva redução da dívida, deixará de se constituir em política de ajustamento *self-defeating* e poderá ser implementada.

O problema é saber agora se o Plano Brady permitirá efetivamente que os países altamente endividados consigam a redução de aproximadamente 50 por cento em sua dívida externa de que necessitam. Apenas através do Plano isto não será possível, devido à insistência em securitização “voluntária” para cada banco, via mercado. Uma securitização só será plenamente bem sucedida se for negociada e, uma vez negociada, obrigatória para todos. Deverá ficar claro que os bancos que não ade-

rirem nada receberão. Deixar a adesão ao esquema de forma totalmente voluntária é levar os bancos mais fortes a ficar “por último” de forma a afinal não concederem o desconto.

De qualquer forma temos um avanço importante com o Plano Brady. Os credores reconhecem o fracasso das estratégias anteriores e autorizam o Banco e o Fundo a concederem garantias para a redução da dívida, que terão necessariamente por base o deságio no mercado secundário. As propostas presentes neste livro para resolver o problema da dívida contemplam sempre o aproveitamento desse deságio. E para essas propostas é muito importante que alguma instituição, preferivelmente uma Agência Internacional da Dívida criada conjuntamente pelo Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, se encarregue de providenciar essa garantia. Essa idéia deixou agora, oficialmente, de ser “inaceitável”, um *non starter* para os países credores. Mas a crise da dívida está longe de estar solucionada. Enquanto se quiser limitar a garantia a esquemas “voluntários”, nos quais ao mercado cabe a última palavra, não haverá solução para a crise. Mas com este plano abre-se uma nova oportunidade aos países devedores para agir com firmeza e habilidade. Agora é possível para os países devedores estabelecer planos de securitização global da dívida em comum acordo com o Banco e o Fundo, e depois exigir que todos os bancos que queiram receber seus créditos participem do plano. Desta forma está aberto um caminho claro para a solução efetiva da crise da dívida externa — um caminho perfeitamente coerente com as análises e propostas presentes neste livro. Entretanto, para que estas propostas, tímidas mas claramente legitimadas pelo Plano Brady, se tornem realidade, a possibilidade de os países altamente endividados tomarem medidas unilaterais continuará a ser essencial.

São Paulo, 14 de março de 1989

Luiz Bresser Pereira

1

Da crise fiscal à redução da dívida

Luiz Bresser Pereira*

"There may, therefore, be ahead of us a long, silent process of semi-starvation, and of a gradual, steady lowering of the standards of live and comfort. The bankruptcy and decay of Europe, if we allow it to proceed, will affect everyone in the long run, but perhaps not in a way that is striking or immediate. . . The assertion of truth, the unveiling of illusion, the dissipation of hate, the enlargement of instruction of men's hearts and minds, must be the mens." (John M. Keynes, The Economic Consequences of Peace, 1919: 188)

A economia brasileira enfrenta nos anos 80 a mais grave crise de sua história industrial — uma crise definida a longo prazo pela estagnação da renda por habitante nesta década e, a curto prazo, por taxas de inflação que, no momento em que este artigo está sendo escrito (novembro de 1988), aproximam-se perigosamente da hiperinflação. Neste artigo defenderei a tese segundo a qual o país só terá condições de superar essa crise profunda caso, ao mesmo tempo, faça um forte ajuste fiscal e,

* Professor titular de Economia da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, e Ministro da Fazenda do Brasil entre 29 de abril e 18 de dezembro de 1987.

unilateralmente, reduza a dívida externa aproximadamente pela metade, de forma a zerar o déficit público e recuperar sua capacidade de poupança e investimento. A redução unilateral da dívida deverá ser seguida de negociações com os bancos credores, ao mesmo tempo que se constituirá em um fator importante a pressionar os governos dos países credores a adotar a solução global de alívio da dívida, sobre a qual já existem hoje propostas e análises detalhadas. A estratégia oficial dos países credores em relação à dívida é a da combinação de ajustamento com financiamento. Neste artigo o que proponho, em substituição, é a estratégia de *ajustamento com redução da dívida*, já que esta se tornou excessivamente alta para que seus juros possam ser integralmente pagos.

Dado o potencial de exportação do país, se a política econômica pudesse ser reduzida a uma espécie de engenharia econômica, seria possível projetar um modelo macroeconômico no qual houvesse compatibilidade do pagamento do total do serviço da dívida com crescimento e estabilidade de preços. Para isso "bastaria" obter uma significativa redução na propensão média a consumir da população brasileira. Entretanto, se levarmos em conta que o funcionamento da economia de um país é o resultado de um intrincado processo social e que política econômica, mesmo uma política econômica antipopulista, não se realiza no vácuo, concluiremos que só haverá legitimidade política para as medidas duras de ajustamento interno que são necessárias se ao mesmo tempo se exigir algum sacrifício dos credores.

O pressuposto básico deste artigo é de que esta crise de grandes proporções da economia brasileira tem como causa fundamental uma profunda crise fiscal, ou seja, um desequilíbrio financeiro estrutural do setor público brasileiro, cujo componente principal é a dívida externa pública. Se formos buscar as causas básicas da estagnação econômica e das taxas de inflação que se aproximam de 30 por cento ao mês, verificaremos que a crise fiscal do Estado e a dívida externa aparecerão sempre em primeiro lugar.

Neste artigo concentrarei minha atenção na dívida externa, mas, dada a dimensão do problema, acabarei examinando a economia brasileira de forma global. Mais do que um trabalho

de análise econômica, este será um artigo de política econômica, no qual pretendo deixar claro: 1. que as duas condições fundamentais para a retomada do desenvolvimento são a estabilização da economia, ou seja, o controle efetivo da inflação, e a recuperação da taxa de poupança e investimento; 2. que essas duas condições dependem basicamente da superação da crise fiscal em que está imerso o Estado brasileiro, a qual tem como condicionante importante embora não exclusivo uma dívida externa excessiva; 3. que essa crise fiscal só poderá ser resolvida desde que a política econômica combine medidas internas de ajustamento com a redução da dívida externa, de forma a se lograr a eliminação do déficit público e a redução da transferência de recursos reais para o exterior. A eliminação do déficit público será lograda através da combinação de ajustamento com a redução da dívida, enquanto que a diminuição da transferência real de recursos depende apenas da redução da dívida.

Este artigo está dividido em duas partes e dez seções. Na primeira parte faço a análise da crise econômica brasileira dos anos 80, dando ênfase ao caráter fiscal dessa crise e às suas relações com a dívida externa. Na segunda parte examino as diversas propostas para solução da crise externa e faço minha própria proposta. Na primeira seção salientarei os sintomas básicos da crise econômica — estagnação e inflação — ao mesmo tempo que situarei o problema no plano histórico. Na segunda seção examinarei a causa fundamental dessa crise — o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público — e, na terceira, as origens desse desequilíbrio no endividamento externo dos anos 70. Na quarta seção relacionarei a dívida externa com a redução da taxa de acumulação de capital, com o desequilíbrio fiscal e com a inflação, demonstrando como as tentativas de ajustamento, quando a dívida se torna alta demais para ser paga, têm um caráter perverso. Na quinta seção farei uma rápida análise da posição dos credores, que não desejam reconhecer que a dívida tornou-se alta demais, e insistem na estratégia de financiamento com endividamento — denominada pelos próprios credores de *muddling through approach* —, cuja última versão foi a do Plano Baker; ficarão então óbvias as razões do fracasso dessa estratégia baseada em novos financiamentos por parte dos bancos, que reduziriam a transferência real de recur-

sos. Esclarecido definitivamente que a solução para o problema da dívida não passa pelo seu aumento (Plano Baker), mas pela sua diminuição, na sexta seção começarei a examinar as diversas alternativas para a redução da dívida dos países altamente endividados, todas baseadas na idéia de securitização, ou seja, de aproveitamento do desconto existente no mercado secundário, focalizando inicialmente a alternativa voluntária, via mercado, e a alternativa negociada. Na sétima, oitava e nona seções concentrarei minha atenção na solução global para redução da dívida e nas razões por que essa solução tão óbvia não foi ainda adotada. Na décima seção farei uma proposta de solução unilateral para a dívida externa brasileira, no contexto de um amplo processo de estabilização econômica e retomada do desenvolvimento. Esta solução unilateral, além de resolver o problema da dívida no curto prazo, será o caminho para a solução global, de longo prazo, que afinal será promovida pelos países credores a partir da pressão unilateral de países como o Brasil e da pressão interna das elites de seus próprios países.

A CRISE FISCAL E A DÍVIDA EXTERNA

A crise definida

A crise que a economia brasileira enfrenta nos anos 80 é provavelmente a mais grave crise da história de seu desenvolvimento capitalista. De fato, salvo pequenas flutuações, a economia do país não parou de crescer desde aproximadamente os anos 40 do século XIX, quando o desenvolvimento da cultura do café permitiu a superação de uma crise de longo prazo vigente desde meados do século anterior, quando se esgotara o ciclo do ouro. Foram 150 anos de extraordinário crescimento. De acordo com um estudo recente de Angus Maddison (1988) o Brasil foi o país que apresentou maiores taxas de crescimento do PIB desde 1870 em comparação com um número selecionado de países, entre os quais os Estados Unidos, o Japão e a União Soviética. A partir de 1981, porém, a economia brasileira entra em um longo período de estagnação que dura até hoje. A renda por habitante, que nos oito anos anteriores (1973-1980) crescera 52,7 por cento, permanece praticamente constante (aumento de

cerca de 2,8 por cento) entre 1981 e 1988. E observe-se que não há sinal de mudança nesse quadro. A estimativa para este último ano é a de uma redução da renda por habitante de 1 por cento. Para 1989 as autoridades econômicas prevêm, segundo informação da *Gazeta Mercantil*, crescimento zero do PIB, representando uma queda de mais de 2 por cento na renda por habitante (Claudia Safatle, 1988).

Essa redução da taxa de crescimento da economia brasileira para uma média muito próxima do crescimento da população nos últimos oito anos (cerca de 2,6 por cento ao ano de crescimento do PIB), quando sua taxa histórica de crescimento tem sido aproximadamente de 7 por cento ao ano desde os anos 40, não pode ser considerada acidental ou temporária, já que está diretamente relacionada com a queda na taxa de investimento do país. Esta, que foi em média de 22,9 por cento nos anos 70, baixou para 17,4 a partir de 1981. Estamos na verdade diante de uma crise estrutural, cujos sintomas básicos são a estagnação da renda por habitante e a drástica redução da capacidade de poupar e investir do país (ver Quadro 1).

QUADRO 1

Variáveis macroeconômicas internas (%)

Ano	PIB	Invest. /PIB	Transf. Rec./PIB	Inflação (IPC)
1979	7,2	23,0	(2,1)	77,2
1980	9,1	22,5	(2,2)	99,7
1981	(3,1)	21,0	(0,4)	93,5
1982	1,1	20,4	(0,7)	100,3
1983	(2,8)	16,1	2,4	178,0
1984	5,7	15,5	5,6	209,1
1985	8,4	16,7	5,1	239,1
1986	8,0	18,5	2,6	59,2
1987	2,9	19,7	3,0	394,6
1988*	1,0	17,0	5,0	900,0

Fonte: IBGE, *Conjuntura Econômica*, n.º 42, set. 1988.

* Estimado.

É certo que com uma taxa de investimento próxima de 17 por cento, e dada a relação capital/produto geralmente utilizada nos estudos macroeconômicos brasileiros de 3, poderíamos ainda ter uma taxa de crescimento do produto de 5 por cento ao ano, ou seja, um crescimento consideravelmente superior ao que o país está obtendo.

Neste momento é necessário introduzir o terceiro sintoma da crise econômica brasileira dos anos 80: a taxa de inflação. Uma relação capital/produto de 3 pode ser até conservadora em condições de estabilidade de preços ou de uma taxa moderada de inflação. Nos anos 70, por exemplo, o crescimento foi possível com uma taxa de inflação média (IGP) de 32,6 por cento ao ano — uma taxa moderada, portanto. Já em 1980, entretanto, a inflação sobe para cerca de 100 por cento; em 1983 para a casa dos 200 por cento, e finalmente, depois do interregno do Cruzado, vai a quase 400 por cento em 1987, e, em 1988, está próxima de 1 000 por cento. Na verdade, se analisarmos a taxa de inflação de agosto a outubro, teremos uma taxa de inflação hoje no Brasil de 1 200 por cento.

Ora, com taxas de inflação dessa ordem é inteiramente inviável pensar em crescimento econômico. A relação capital/produto perde sentido, não porque os empresários, diante da situação de incerteza provocada pelas altíssimas taxas de inflação, reduzam seus investimentos — esse é um fator de redução da taxa de acumulação, não da perda de eficiência dos investimentos —, mas porque a economia se desorganiza, não obstante a indexação, que pretende neutralizar os efeitos desestruturadores da inflação. Essa desorganização da economia assume duas dimensões: de um lado, provoca distorções na alocação dos fatores de produção, desorienta os agentes econômicos, estimula-os mais a especular e a se defender dos efeitos distributivos perversos da inflação do que a produzir, provoca desperdícios de toda ordem; de outro, leva o governo a tomar medidas contracionistas de ajustamento econômico que, embora mal-sucedidas em controlar a inflação, são efetivas em reduzir as taxas de crescimento e em equilibrar o fluxo do balanço de pagamentos.

Temos, assim, três sintomas básicos da grande crise econômica que o Brasil enfrenta na presente década: estagnação sem precedente da renda por habitante, redução de aproximada-

mente seis pontos percentuais na taxa de investimento, e taxas de inflação altíssimas.

A gravidade da crise parece hoje óbvia, especialmente devido à elevação da taxa de inflação. É preciso assinalar, entretanto, que a tomada de consciência da crise estrutural em que está imersa a economia brasileira é um fenômeno recente e ainda não inteiramente absorvido. Quando, no segundo semestre de 1980, o sistema financeiro internacional recusou-se a continuar financiando o expansionismo populista e irresponsável do governo autoritário iniciado em agosto de 1979, não restou outra alternativa para o país senão iniciar um severo processo de ajustamento. Entretanto, depois de três anos de recessão, a economia do país voltou a crescer com base no aumento das exportações em 1984, ao mesmo tempo que apresentava elevado saldo comercial externo. Esse fato levou não apenas os economistas responsáveis pelo ajustamento, mas também um severo crítico como é Antônio Barros de Castro, a identificar a retomada do desenvolvimento. Nessa linha Castro e Souza escreveram um livro notável, *A Economia Brasileira em Marcha Forçada* (1985), cujo título é auto-explicativo. O crescimento artificial porque baseado no aumento do consumo de 1985 e 1986 e a manutenção do elevado saldo comercial nos anos seguintes pareceu confirmar o otimismo daqueles que afirmavam já em 1984: "o problema da dívida externa está resolvido, é preciso agora resolver o desequilíbrio externo", ignorando que não é possível separar o equilíbrio interno do externo. Foi só a partir de 1987, quando a crise voltou com toda força, que começou a haver uma tomada de consciência da sociedade a respeito da gravidade da situação. No Ministério da Fazenda esta foi uma de minhas preocupações básicas, a partir do diagnóstico do *Plano de Controle Macroeconômico* (julho de 1987). Cabe agora perguntar sobre as causas dessa crise.

A crise fiscal

A causa fundamental da crise econômica brasileira é a crise fiscal, é o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público, o qual, por sua vez, tem como uma de suas causas fundamentais o tamanho excessivo da dívida externa pública. Afirmar

na introdução deste artigo que a crise fiscal seria um pressuposto da presente análise, porque o assunto já foi amplamente discutido (Rogério Werneck, 1983, 1987; Bresser Pereira, 1987a; Ministério da Fazenda, 1987). É um equívoco, no entanto, imaginar que essa crise se resume a um elevado déficit público, como é possível depreender da discussão corrente sobre a economia brasileira. Na verdade a crise fiscal tem três dimensões: 1. uma dimensão de fluxo: o próprio déficit público; 2. uma dimensão de estoque: a dívida pública interna e externa; 3. uma dimensão psicossocial: a falta de crédito do Estado, que pode ser definida em termos objetivos pela incapacidade de financiar seu déficit em prazo maior do que o *overnight*.

A dimensão de fluxo da crise fiscal é a mais usualmente analisada. Pode ser medida de duas maneiras, que aparecem no Quadro 2: através do déficit público operacional e através da capacidade de poupança do setor público. A primeira inclui as empresas estatais e corresponde ao aumento do endividamento ou das necessidades de financiamento do setor público como um todo. Além de medir o desequilíbrio financeiro do Estado, seria também uma indicação de excesso de demanda. Na verdade, como o déficit público tem um substancial componente financeiro, e como pode ocorrer ao mesmo tempo que o setor privado reduza seus investimentos ao preferir financiar o setor público, ele pode ocorrer em condições de clara insuficiência de demanda global (ver Dall'Acqua e Bresser Pereira, 1987). O déficit público no Brasil é muito alto. Foi reduzido, a partir de 1983, graças a um severo corte no investimento público e nas despesas sociais. Em 1988 a expectativa é de que fique ligeiramente abaixo de 4 por cento do PIB, mas, se considerarmos muito conservadoramente as necessidades mínimas de aumento de investimento e de despesa social do Estado, seria razoável afirmar que o déficit público "potencial" no Brasil é consideravelmente maior.

A segunda medida de fluxo do desequilíbrio financeiro do Estado está na sua capacidade de poupança. Essa medida não pode ser comparada diretamente com a de déficit público porque as contas nacionais no Brasil excluem do setor público as empresas estatais. Mas as duas medidas estão relacionadas. A poupança pública, que estava em torno de 5 por cento do PIB em

meados dos anos 70, já havia sido reduzida para 3,8 em 1979 e transformou-se em uma poupança negativa de 1,2 por cento do PIB em 1987. Isto significa que nos anos 70 o setor público era capaz de recolher poupança forçada e investi-la — ou seja, de realizar o papel por excelência do Estado no processo de desenvolvimento —, enquanto que nos anos 80, embora continuasse obrigado a investir, já que continuava responsável por boa parte da infra-estrutura produtiva do país, passava a despoupar e portanto a aumentar seu financiamento junto ao setor privado (déficit público) para manter minimamente seu nível de investimentos.

Esses dois desequilíbrios de fluxo têm como consequência um crescente desequilíbrio de estoque do Estado: a dívida pública. Esta, nos anos 70, começou sendo fundamentalmente externa. Nos anos 80, a partir do momento em que os bancos internacionais começam a reduzir (1979-1980) para finalmente

QUADRO 2

Contas do setor público (% do PIB)

Ano	Carga tribut.	Despesa pessoal	Juros div. int.	Juros div. ext.	Poupança pública	Déficit público
1979	24,3	6,9	0,55	0,29	3,8	8,3
1980	24,2	6,2	0,74	0,36	2,2	6,7
1981	24,6	6,5	1,08	0,29	2,3	6,0
1982	26,2	7,3	1,21	1,18	1,8	7,3
1983	24,7	6,5	1,65	1,57	0,6	4,4
1984	21,6	5,6	2,05	1,83	0,8	2,7
1985	22,0	6,8	2,24	1,51	0,3	4,3
1986	24,3	7,0	1,14	1,35	1,9	3,6
1987	22,6	7,7	1,15	1,44	(1,2)	5,5
1988*	22,1	7,8	1,48	1,85	(1,9)	4,0

Fonte: Primeiras quatro colunas, IPEA; última, Banco Central.

Obs.: As cinco primeiras colunas referem-se ao setor público *stricto sensu*; a última inclui as empresas estatais.

* Estimado.

suspender em definitivo (1982) a rolagem da dívida externa, a dívida interna passa a crescer explosivamente. A própria dívida externa pública, entretanto, continua a crescer, na medida em que o setor público vai pagando ou pré-pagando em cruzados seus compromissos externos, que passam a ser dívida pública externa. Hoje, para um PIB de cerca de 320 bilhões de dólares, temos uma dívida pública externa de aproximadamente 100 bilhões de dólares (quase 85 por cento da dívida externa total), que, somada a uma dívida interna mobiliária de 41 bilhões de dólares e de aproximadamente 30 bilhões de dólares de dívida interna não mobiliária nos dá um total de cerca de 170 bilhões de dólares de dívida pública, correspondente a algo mais do que 50 por cento do PIB.

Tanto o desequilíbrio de fluxo quanto o desequilíbrio de estoque são muito altos em relação ao PIB. Não implicam, entretanto, necessariamente uma crise fiscal. Para tomarmos um extremo, a Itália tem um déficit público de quase 10 por cento do PIB e sua dívida pública é quase igual ao PIB, e não obstante não se pode dizer que o Estado italiano esteja quebrado. O máximo que podemos dizer é que existe ali uma crise fiscal potencial grave. E no Japão, onde o déficit público até estava em 7 por cento do PIB, tendo recentemente baixado para 3 por cento, definitivamente não se pode falar em crise fiscal. Por que no caso do Brasil temos uma situação de insolvência do setor público, enquanto nos outros não, embora no caso da Itália os índices quantitativos do desequilíbrio fiscal sejam maiores? Porque naqueles países o Estado ainda tem crédito. Consegue se financiar junto ao setor privado a um prazo de um a dois anos no caso da Itália e de pelo menos 10 anos no caso do Japão, enquanto no Brasil o Estado não tem praticamente crédito algum. Seu "financiamento" interno mobiliário realiza-se em quase sua totalidade pelo prazo de uma noite, no *overnight*. Na verdade, nestes termos a diferença entre financiamento via emissão de moeda e via LBCs (Letras do Banco Central) é quase inexistente.

Origens da crise fiscal

O desequilíbrio financeiro estrutural do setor público originou-se na política de crescimento com endividamento dos anos

70. Entretanto, conforme observei em um trabalho anterior (1988), esta estratégia podia justificar-se até 1978, quando o índice dívida/exportação do Brasil aproximava-se do limite de 2. Torna-se, entretanto, totalmente injustificável nos dois anos seguintes (1979-1980), não apenas porque a dívida já era então muito alta, mas também porque quatro choques externos que afetavam diretamente a economia brasileira exigiam que o Brasil iniciasse imediatamente o ajuste de sua economia: 1. o segundo choque do petróleo, que aumentava nossas exportações; 2. a recessão nos Estados Unidos, que reduzia nossas exportações; 3. a elevação da taxa nominal, devido à inflação nos Estados Unidos; 4. a elevação da taxa real de juros, devido à política monetarista de ajuste naquele país — ambas as elevações provocando aumento dos pagamentos de juros do Brasil aos credores.

Entretanto, em vez de ajustar-se, o Brasil engajou-se em 1979 e 1980 em uma política populista irresponsável de expansão econômica, que elevou a taxa de inflação de 50 para 100 por cento ao ano, e, ao aumentar o volume da dívida, de aproximadamente 40 para 60 bilhões de dólares em dois anos, enquanto as exportações permaneciam em torno de 20 bilhões de dólares, elevou o índice de endividamento externo do Brasil (dívida/exportação) para 3. Dessa forma, quando no final de 1980 o Brasil inicia seu primeiro esforço de ajustamento, já era tarde demais. A dívida externa já se tornara muito alta para ser paga. De fato, o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público agravara-se de forma acentuada; a dimensão de estoque (a dívida interna e principalmente a dívida externa pública) desse desequilíbrio assumira tais proporções que simples medidas de ajustamento macroeconômico não tinham mais condições de resolver o problema, a não ser que as condições internacionais se tornassem extraordinariamente favoráveis.

Não obstante, a partir de 1981 e até 1983 o país entrou em um profundo processo de ajustamento, que, através da desvalorização cambial real e da redução do déficit público (via cortes profundos no consumo e no investimento público) logrou reequilibrar a conta corrente externa do país. O ajustamento, entretanto, não conseguiu reduzir a inflação, que, pelo contrário, continuou a crescer, nem garantiu a retomada do crescimento econômico, porque o ajustamento trazia embutidos nele próprio

os fatores do seu fracasso: 1. havia sido realizado às custas da redução da taxa de investimentos; 2. não foi suficiente para lograr a eliminação do déficit público que a dívida externa cada vez maior só tendia a agravar.

Na verdade, entre 1984 e 1986 há um crescimento da economia (quadro 1), mas esse crescimento, em 1985 e 1986, irá se basear não na recuperação da taxa de acumulação de capital, que declinara, mas no aproveitamento de capacidade ociosa. E a partir de 1987 voltamos à estagnação da renda por habitante. O déficit público, que foi reduzido a partir do ajustamento iniciado em 1981, não chega a zerar (contradizendo as afirmações do presidente do Banco Central, que em 1984 publica no boletim *Brazilian Economic Program*, criado para fazer o acompanhamento das cartas de intenção do Brasil ao FMI, a informação de que o déficit havia sido zerado e que se lograra mesmo um superávit de 0,2 por cento do PIB). A tendência declinante do déficit público, lograda principalmente devido à redução dos investimentos públicos, sofre um processo de reversão a partir de 1985, com a Nova República. A política econômica assume então caráter populista, ao ser condicionada pelas pressões sociais liberadas com a redemocratização. O déficit público volta a se elevar, desta vez via aumento dos gastos correntes ou de consumo do Estado. Ocorre então um extraordinário aumento dos gastos de pessoal do setor público, conforme podemos ver pelo Quadro 2, e também em forte aumento dos gastos em bens e serviços, com graves consequências sobre a poupança pública.

No início de 1986 o governo lança o Plano Cruzado, que irá se transformar na grande oportunidade perdida da Nova República e dos economistas que tanto haviam criticado a ortodoxia do período 1981-1984. Embora muito bem delineado, porque baseado provavelmente na mais importante contribuição dos economistas latino-americanos à teoria econômica — a teoria da inflação inercial —, o plano fracassa. As causas imediatas do seu fracasso foram: 1. a incapacidade do governo de conter a demanda agregada, na medida em que não reduziu o déficit público nem praticou uma política monetária rígida que garantisse taxas de juros positivas; 2. a recusa em corrigir os preços relativos necessariamente distorcidos no momento do choque. Mas a causa imediata da crise foi a continuidade de uma dívida

externa já muito alta e que só se elevava, conforme se verifica no Quadro 3. No momento em que o Plano Cruzado foi decidido não havia ainda a consciência clara, por parte dos economistas brasileiros que desenvolveram a teoria da inflação inercial, da incompatibilidade entre a dimensão da dívida externa brasileira e a estabilidade de preços, de forma que muito naturalmente não se pensou então em moratória. A declaração da moratória só veio a ocorrer um ano depois, em fevereiro de 1987, quando o Plano Cruzado já havia fracassado.

Embora tenha sido em parte uma contingência da perda de reservas que o país estava sofrendo devido ao desequilíbrio macroeconômico provocado pelo Plano Cruzado, a moratória brasileira constituiu-se em um ato de coragem do então ministro da Fazenda,¹ que serviu de base não apenas para a estratégia brasileira de redução da dívida via securitização, que teve lugar no segundo semestre de 1987 (ver Fernão Bracher, 1988; Bresser Pereira, 1988b), mas também constitui-se em um fator importante para levar setores significativos das elites dirigentes nos países credores a rever sua posição sobre a dívida externa e a considerar mais seriamente esquemas de alívio ou redução da dívida dos países altamente endividados. A afirmação do ministro da Fazenda do Brasil em fevereiro de 1988 de que a moratória do Brasil havia trazido mais prejuízos do que vantagens

1. Sobre os méritos da moratória brasileira de fevereiro de 1987, quando Dilon Funaro era o ministro da Fazenda, ver Nogueira Batista Jr. (1988b). Entretanto, embora publicado no final de 1988, esse livro não faz qualquer menção à decisão de redução unilateral da dívida tomada no final de novembro de 1987 pelo governo, logo após ter assinado o acordo provisório, e divulgada com detalhes já no final de dezembro, logo após meu pedido de demissão do Ministério da Fazenda. Limita-se a criticar o acordo provisório com os bancos, que visava demonstrar a boa-fé do Brasil em negociar, confundindo-o indevidamente com a suspensão da moratória (1988b:199). O fato de que a moratória não estava então sendo suspensa foi inclusive comunicado por escrito em uma carta ao secretário do Tesouro dos Estados Unidos, James Baker. A moratória só seria realmente suspensa se o acordo final com os bancos fosse fechado até o dia 29 de janeiro de 1988. Logo após a assinatura do acordo, ficou demonstrado que os bancos não estavam realmente dispostos a negociar. Nesse momento, foi decidido que, esgotado aquele prazo, seriam tomadas as medidas necessárias para completar a moratória através da redução unilateral da dívida.

QUADRO 3

Contas externas do Brasil
(US\$ milhões)

Ano	Superávit trans. reais	Conta corrente	Dívida externa registr.	Dívida/ export. (%)
1979	(5.199,4)	(10.741,6)	49.904	327,4
1980	(5.774,9)	(12.807,0)	53.848	287,5
1981	(2.863,2)	(11.734,3)	61.411	263,6
1982	(2.816,1)	(16.310,5)	69.654	374,6
1983	4.170,6	(6.837,4)	81.319	371,3
1984	11.515,7	44,8	91.091	337,3
1985	11.017,2	(241,5)	95.857	373,9
1986	6.302,4	(4.476,9)	101.759	454,4
1987	8.889,0	(812,0)	107.514	409,9
1988*	16.170,0	4.570,0	106.052	320,6

Fonte: Banco Central.

* Estimado (saldo comercial de US\$ 19,0 bilhões em 1988).

ao país, na medida em que o ganho de reservas obtido pela suspensão de pagamentos dos juros teria sido mais do que compensado pela perda decorrente de várias formas de retaliação (redução dos créditos de curto prazo, redução dos desembolsos do Banco Mundial, aumento de repatriamento de capitais) é totalmente infundada. Explica-se apenas pelo interesse do ministro em justificar sua decisão de suspender a moratória e fazer um acordo convencional com os bancos. Essa afirmação, entretanto, teve repercussão mundial, foi difundida por toda a grande imprensa dos países credores, e confundiu as elites dos países credores.²

Dívida e desequilíbrio interno

Na verdade, a dívida externa é o pano de fundo da crise econômica brasileira. A redução da taxa de crescimento da economia brasileira nos anos 80 para uma média muito próxima

2. Ver, por exemplo, Riordan Roett (1988: 17); Cline (1988: 10).

ao crescimento da população explica-se, em termos de causalidade direta, de um lado pela redução da taxa de investimentos, e de outro pela aceleração da inflação, que desorganiza ou torna mais ineficiente o investimento. O desequilíbrio financeiro estrutural do setor público e a dívida externa, interligados, são por sua vez a causa da redução dos investimentos e da inflação.

Poderíamos encontrar outras razões para o aumento da relação capital/produto, especialmente a redução dos subsídios aos investimentos, que no passado rebaixavam artificialmente essa relação. Tal redução da produtividade dos investimentos é sem dúvida uma das causas da crise brasileira. Existem muitas outras. No presente trabalho, entretanto, quero concentrar minha atenção sobre as relações entre a dívida externa e a redução dos investimentos, o aumento do déficit público e o aumento da taxa de inflação. Obviamente a dívida externa não é a única causa desses desequilíbrios. O populismo interno, por exemplo, levando a gastos públicos excessivos e à tributação insuficiente, é também um componente fundamental por trás da crise.

Veremos nesta seção que a necessidade de servir (especificamente, pagar os juros) uma dívida excessivamente alta leva à redução da capacidade de poupança e investimento do país, ao aumento do déficit público e à inflação. Na verdade, o próprio processo de ajustamento exigido pelos credores para tornar viável o pagamento dos juros torna-se perverso ou *self-defeating*. Quanto mais o país procura se ajustar, em condições de uma dívida excessivamente alta, maiores são as distorções em que a economia do país se vê imersa.

A queda na taxa de investimentos está óbvia e diretamente relacionada com a dívida externa. Mais precisamente, com o aumento da transferência real de recursos (ver Nogueira Batista, 1987; Dornbusch, 1988; Bacha, 1988a).³ Não apenas no Brasil, mas em todos os países altamente endividados, à medida que aumentava a transferência real de recursos, diminuía a taxa de investimentos. Em vez de investir (ou de consumir internamente)

3. Bacha (1988a) demonstra que a transferência real de recursos da América Latina foi o principal fator para a redução da formação bruta de capital do continente de 23,4% do PIB em 1979 para 18,8% em 1986, já que a poupança interna permaneceu praticamente constante no período.

o país passa a alcançar elevados superávits em transações reais (superávit comercial menos serviços reais ou não fatores). Em relação ao Brasil esse fenômeno pode ser observado claramente no Quadro 3. Em relação aos 15 países mais endividados (identificados no Plano Baker de outubro de 1985) ocorre o mesmo fenômeno de aumento da transferência real de recursos e de redução dos investimentos e de queda na taxa de crescimento do PIB, demonstrando a clara relação entre a dívida excessiva e a estagnação econômica. Esse fato pode ser observado no Quadro 4, que mostra para os 15 principais devedores o que demonstraremos para o Brasil mais adiante: que a crise fiscal, representada pelo déficit público, não é resolvida pelos esforços de ajustamento. Da mesma forma que os índices de endividamento continuam a crescer (ver Quadro 6), o déficit público não diminui, não obstante, conforme reconhece o FMI, "esse grupo de países registrasse um importante ajustamento externo entre 1981-1982 e 1984-1985, já que a conta corrente desses países passou de um déficit de 33 por cento das exportações para praticamente equilíbrio" (1988: 40).

QUADRO 4

Variáveis macro dos 15 principais devedores

Ano	Cresc. PIB	Invest./ PIB	Infl.	Déf. pub. (% PIB)	C. Corr./ export.
70-79	5,9	24,0	31,7	(2,6)	(17,0)
1980	5,4	24,6	47,2	(0,8)	(18,0)
1981	0,1	24,0	53,7	(4,3)	(30,7)
1982	(0,5)	21,5	55,9	(5,9)	(35,8)
1983	(2,7)	17,4	91,6	(5,0)	(11,2)
1984	2,3	16,6	118,4	(3,6)	(1,0)
1985	3,8	17,1	121,8	(3,4)	(0,2)
1986	3,8	17,8	77,2	(4,8)	(11,9)
1987	2,5	17,1	116,2	(6,5)	(6,1)
1988	1,5	18,1	222,9	(5,1)	(6,4)

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, out. 1988.

De uma forma menos direta, mas não menos importante, a dívida externa está relacionada com a queda na taxa de investimentos através do desequilíbrio financeiro do setor público. Esse desequilíbrio, que pode ser medido (Quadro 2) seja pela redução da poupança pública, seja através do déficit público operacional. A queda na taxa de investimentos está relacionada com a queda da poupança pública, já que o aumento do investimento público aumenta o déficit público, mas não diminui a poupança pública. Quando a poupança pública deixa de ser positiva para se tornar negativa, ou o governo reduz seus investimentos (e seu consumo), ou aumenta o déficit público. Mas a redução dos investimentos pode ser também relacionada diretamente com a redução do déficit público. Foi o que ocorreu em 1983 e 1984, quando a redução do déficit foi obtida principalmente através da diminuição do investimento público.

Ora, de um lado a redução da poupança pública e o aumento do déficit público, e de outro lado, o movimento inverso de diminuição do déficit público em função do corte dos investimentos estão diretamente relacionados com a dívida externa. Este segundo caso é mais evidente. Diante do desequilíbrio de suas contas externas o país é obrigado a realizar um ajustamento, que invariavelmente acaba se realizando às custas não apenas do consumo mas também do investimento. No caso do Brasil esse fenômeno foi claríssimo. Entretanto, se a crise fosse simplesmente de liquidez, como pretendiam nossos credores, a transferência real de recursos poderia ser em pouco tempo reduzida e o nível dos investimentos seria logo recuperado, assim que o equilíbrio externo fosse recuperado. Não foi o que ocorreu no Brasil, exatamente porque a dívida externa, ao assumir um tamanho exagerado em relação às exportações — ou seja, à capacidade de pagar do país — continuou a pressionar para baixo os investimentos, além de, como veremos, desequilibrar as finanças públicas.

O desequilíbrio das finanças públicas em função da dívida externa ocorre através de vários mecanismos, todos levando à diminuição da capacidade de poupança pública e por consequência ao aumento do déficit público. Em primeiro lugar temos o volume sempre crescente de juros a serem pagos sobre a dívida externa pública. No Quadro 2 temos os juros da dívida externa

do setor público *stricto sensu*. Seu crescimento é constante, alcançando 1,85 por cento do PIB em 1988. No Quadro 5 temos os juros totais pagos pelo setor público, inclusive empresas estatais. Os juros totais incorridos pelo setor público alcançarão, em 1988, 5,73 por cento do PIB, correspondendo praticamente ao total do déficit público operacional desse ano. Em alguns dos anos anteriores os juros pagos pelo setor público foram maiores do que o déficit público. Os juros sobre a dívida externa correspondem a cerca da metade dos juros totais pagos. Em 1988 alcançarão, segundo a estimativa do Banco Central, 2,85 por cento do PIB. Dada a estimativa de um déficit público de 4 por cento do PIB, isto significa que os juros da dívida externa corresponderão a cerca de 70 por cento do déficit público deste ano. Foi esse fato, além de uma série de considerações teóricas relacionando a crise fiscal com a dívida externa, que levou Jeffrey Sachs a afirmar que o problema da dívida externa é eminentemente um problema fiscal e a observar que:

“Por não associar a crise da dívida com a crise fiscal, muitos observadores ficaram perplexos ao verificarem que a crise não se resolveu, a despeito dos grandes saldos comerciais em muitos dos países devedores” (1987: 35).

QUADRO 5

Juros incorridos pelo setor público (% do PIB)

Ano	S/ dívida externa	S/ dívida interna	Total
1983	3,70	3,01	6,71
1984	3,89	3,30	7,19
1985	4,47	3,44	6,91
1986	2,89	2,23	5,12
1987	2,62	2,17	4,79
1988*	2,85	2,88	5,73

Fonte: Banco Central, DEPEC.

* Estimado.

Por outro lado, conforme observaram com base em ampla evidência empírica Rogério Werneck (1987) e Boitempo (1988), o setor público arcou com todo o ônus do ajustamento, ao continuar a subsidiar, sob as mais diversas formas, o setor privado, ao promover a estatização da dívida externa, permitindo que as dívidas em dólares do setor privado nacional e multinacional fossem pagas em cruzados pelo setor privado freqüentemente às vésperas das desvalorizações cambiais e ao reduzir sua arrecadação real de impostos através do efeito Oliveira-Tanzi. Nesses termos, indiretamente, a dívida externa agravou ainda mais o problema fiscal.

A crise fiscal tem duas conseqüências. Não apenas reduz a capacidade de poupança do Estado e portanto a capacidade de investimento do país, mas, ao levar o setor público a emitir moeda para financiar os juros crescentes sobre sua dívida externa e interna, provoca a aceleração da inflação. Inclui a dívida interna no raciocínio porque, com a suspensão de novos financiamentos internacionais, o Estado não tem outra alternativa para financiar seu déficit senão através da emissão de moeda e do aumento da dívida mobiliária interna, que passa a crescer rapidamente. Isto acontece porque o ajustamento externo do país, definido pela obtenção de elevados superávits comerciais, não resolve o problema fiscal, na medida em que os superávits são realizados pelo setor privado, enquanto que o responsável pelo pagamento da dívida é o setor público (ver Arida, 1985; Fraga Neto e Lara Resende, 1985; Lundberg, 1986). Na verdade o problema é agravado na medida em que o governo recorre ao financiamento interno e às emissões para fazer frente ao problema (ver Boitempo, 1988, que realizou um completo levantamento a respeito).

Poder-se-ia argumentar que apenas a emissão de moeda seria inflacionária, enquanto que o aumento da dívida interna, embora agravando a médio prazo a situação financeira do setor público, estaria compensatoriamente reduzindo a quantidade de moeda em poder do setor privado. Esse raciocínio, entretanto, não se sustenta quando toda a dívida interna passa a ser financiada no *overnight*, ou seja, o setor privado "empresta" para o Estado por uma noite, através das Letras do Banco Central (LBCs). Nessas circunstâncias a liquidez das LBCs é tal que, na verdade,

pouco se diferencia da pura e simples emissão de moeda. De forma que o efeito sancionador da inflação do aumento da quantidade de LBCs é praticamente o mesmo do aumento da base monetária e dos meios de pagamento (M1).

Os efeitos perversos da cadeia dívida externa-estatização de dívida-aumento da dívida interna-aumento do déficit público completam-se com o aumento da taxa de juros interna, que, além de desestimular os investimentos privados, constitui-se em um fator acelerador de custos da inflação (ver Eliana Cardoso, 1988a) e provoca um aumento ainda maior do déficit público interno. Em breve a taxa de juros real torna-se maior do que a taxa de crescimento do PIB, levando também por essa via a um crescimento explosivo da dívida interna (ver Rossi, 1987).

Uma outra forma através da qual a dívida externa excessiva do Brasil pressiona a inflação é pelas desvalorizações cambiais. Neste caso temos dois efeitos: um efeito déficit público, já que a desvalorização cambial recai sobre uma dívida externa que é quase inteiramente pública (ver Eliana Cardoso, 1988b), e um óbvio efeito custo, na medida em que as desvalorizações cambiais reais constituem-se em um poderoso efeito acelerador da inflação.

Elevadas taxas de inflação, por sua vez, têm como consequência, além (1) do aumento da relação capital/produto, na medida em que desorganiza a economia, distorcendo a alocação de recursos, e (2) da redução do estímulo a investir do setor privado nacional e multinacional, (3) o aumento do déficit público através do efeito Oliveira-Tanzi, ou seja, através da perda de receita fiscal real devido à defasagem entre o aumento em que se incorre no imposto e o momento em que este é recolhido aos cofres do Tesouro.

Por todas essas razões espero ter deixado claro que, quando a dívida externa atinge um nível excessivamente alto, como foi o caso do Brasil a partir do final de 1980, o processo de ajustamento torna-se perverso, *self-defeating*, tem embutidos nele próprio os fatores que o levarão ao fracasso.⁴ É isto que

4. Jeffrey Sachs foi um dos primeiros economistas a chamar a atenção para as consequências fiscais perversas (*self-defeating*) de uma dívida externa excessivamente alta. Dioniário Carneiro e Rogério Werneck desen-

vem acontecendo no Brasil desde 1981, quando começou seu processo de ajustamento. De um modo geral é o que vem ocorrendo em toda a América Latina durante os anos 80. Esse caráter perverso das tentativas de ajustamento só não se concretizaria se imaginássemos que a política econômica pode ser reduzida a uma engenharia econômica, de forma que seria viável promover enormes reduções de salários e de consumo, e ao mesmo tempo lograr significativos aumentos de exportação.⁵

AS PROPOSTAS PARA SOLUÇÃO DA CRISE DA DÍVIDA

A solução convencional

Quando uma dívida qualquer se torna excessiva, ou seja, torna-se alta demais para poder ser paga, só existe uma solução para o problema: reduzi-la. No caso das empresas privadas, são duas as alternativas: além da sua redução, através do instituto jurídico da concordata, temos a falência, a liquidação das empresas. Como, no caso de países, esta segunda hipótese é impossível, não resta outra alternativa senão a redução da dívida.

É claro que a primeira tendência dos credores será não reconhecer a inviabilidade do pagamento pleno da dívida. Primeiro se diagnosticará o problema como transitório, de liquidez,

volveram um modelo formal para demonstrar esse ponto e assinalar os benefícios da redução da dívida nesses casos (1988). Pierre Salama (1988) acaba de terminar um livro em que concentra sua análise nos efeitos perversos do ajustamento em países altamente endividados.

5. Quando preparamos o Plano de Controle Macroeconômico, em junho-julho de 1987, tentando compatibilizar crescimento com o simples financiamento do principal e 60% dos juros, as simulações macroeconômicas então realizadas deixaram evidente a necessidade de uma redução pouco realista do consumo. Esta verificação foi um fato decisivo para a mudança da estratégia brasileira. Frenkel e Rosenwurcel fizeram simulações macroeconômicas que chegaram a conclusões semelhantes. Segundo os dois economistas, "o ajuste exigira simultaneamente um aumento muito sustentado do coeficiente de exportações e da taxa de poupança interna por períodos muito prolongados (mais de uma década em nosso cenário base) e, ao mesmo tempo, um consumo *per capita* estancado ou declinante" (1988: 58).

de forma que uma combinação de financiamento e ajustamento, com ênfase para o ajustamento, resolveria o problema. Essa foi a primeira fase da estratégia dos credores em relação à dívida, a partir de 1982. Segundo William Cline, que escreveu o trabalho que serviu de base teórica (ideológica) para essa estratégia, o problema da dívida tenderia a desaparecer desde que administrado como um problema de liquidez e não de insolvência (1984). Mas, ao verificar que os índices de endividamento só tendiam a aumentar ao invés de reduzir-se, como seria de se esperar se se tratasse de uma simples crise de liquidez (ver Quadro 6), os credores percebem a inviabilidade dessa estratégia, e o governo dos Estados Unidos, a quem cabe a liderança do problema, procurou dar mais ênfase ao financiamento e a "reformas estruturais" que promoveriam o desenvolvimento econômico (Plano Baker, 1985). Ocorre, entretanto, que, de um lado, o aumento do financiamento não se concretizará porque os bancos não concordam em fazer novos empréstimos, e, de outro lado, se o ajustamento é *self-defeating*, o que dizer de tentar implantar reformas estruturais quando a dívida é excessiva? Em 1987 o principal índice de endividamento (dívida/exportação) estabiliza-se e em 1988 sofre uma queda, mas os

QUADRO 6

Índices de endividamento dos 15 principais devedores

Ano	Dívida/ export.	Juros/ export.	Dívida/ PIB
1980	1,7	0,29	0,33
1981	2,0	0,39	0,38
1982	2,7	0,50	0,42
1983	2,9	0,40	0,46
1984	2,7	0,40	0,46
1985	2,9	0,39	0,45
1986	3,5	0,43	0,47
1987	3,4	0,35	0,50
1988	3,1	0,41	0,47

Fonte: World Economic Outlook, FMI, out. 1988.

credores sabem que o aumento das exportações logrado pelos países devedores nesse ano deveu-se a um excepcional crescimento nos países desenvolvidos, não devendo se sustentar nos próximos anos. Isso explica o aumento dos descontos no mercado secundário verificados nesse ano, apesar da redução do índice de endividamento (ver Quadro 7).

Na verdade, já há algum tempo os bancos credores compreenderam que muito provavelmente não conseguirão cobrar a dívida (só isto explica os amplos e crescentes descontos no mercado secundário), mas ainda não estão dispostos a reconhecê-lo oficialmente; preferem adiar o problema, enquanto se fortalecem em seus próprios países. A partir desse reconhecimento, a estratégia dos credores deixou de se chamar “financiamento e ajustamento” para receber o nome, hoje corrente entre os credores, de *muddling through*, cuja melhor tradução para o português é “empurrar com a barriga”. Do ponto de vista dos devedores, porém, essa estratégia deveria merecer um nome diferente. Talvez algo como “estratégia escravista de cobrança”, porque lembra muito as formas arcaicas de cobrança de créditos: quando o devedor não tinha condições de pagar era reduzido à escravidão. Estagnação e altas taxas de inflação são a forma moderna assumida pelos países escravizados pela dívida.

A estratégia de aumentar o financiamento, que teria a vantagem de reduzir a transferência real de recursos, obviamente não se concretizará simplesmente porque os bancos não estão

QUADRO 7

Desconto no mercado secundário (%)

Ano	Jul. 85	Fev. 87	Out. 87	Jul. 88	Out. 88
Brasil	19-25	24-26	60-65	48-50	56-59
Argentina	35-40	35-38	62-66	75-78	78-82
México	18-22	42-43	51-54	48-50	50-53
Chile	31-35	31-34	47-50	40-43	41-43
Filipinas	—	24-28	40-43	47-50	46-50

Fonte: Shearson Lehman.

dispostos a fazer empréstimos adicionais a maus pagadores. Este fato tem se comprovado na prática de forma absolutamente irretorquível em relação a todos os países altamente endividados. No caso do Brasil, em sua negociação de 1988, tivemos novamente a repetição dramática do fato: o Brasil solicitava financiamento de 60 por cento dos juros a serem pagos aos bancos comerciais em 1988 relativos aos empréstimos de médio prazo, e afinal recebeu cerca de 8,5 por cento já que quase todos os 5,2 bilhões de dólares concedidos como "dinheiro novo" destinaram-se a pagar os atrasados de 1987. Essa falta de disposição dos banqueiros em conceder novos financiamentos é admitida pelo próprio FMI, segundo o qual "não há perspectivas de retomada significativa de empréstimos privados" aos países altamente endividados (1988: 40), e foi expressa com toda clareza em um relatório do Economic Policy Council, da United Nations Association of the USA (1988), no qual os bancos credores estão amplamente representados (p. 22). Nesse mesmo relatório, reconheceu-se a incompatibilidade para a maioria dos países devedores entre servir a dívida e crescer com estabilidade de preços (p. 8), e que a única alternativa para a falta de disposição dos bancos de fornecer novos empréstimos é a redução da dívida (p. 24).

Uma alternativa à redução da dívida seria forçar os bancos credores a fornecer novos financiamentos através da capitalização unilateral dos juros. Esta proposta foi feita ainda em 1983, de forma pioneira, por Paulo Lyra — presidente do Banco Central entre 1974 e o início de 1979 — que sugeria que o Brasil decidisse por um "desengajamento temporário" do sistema financeiro internacional. Mais recentemente Dragoslav Avramovic (1988) fez uma proposta de solução global da crise da dívida com base na idéia de capitalização forçada de juros, e um dos mais competentes especialistas no assunto, Rudiger Dornbusch (1987), 1988) propôs a capitalização unilateral da dívida combinada com o seu pagamento parcial em moeda local indexada. Mas o pagamento em moeda local, além de inflacionário, corresponde a médio prazo ao pagamento em divisas fortes. A capitalização forçada dos juros, por sua vez, importa em um aumento da dívida a longo prazo, criando, na verdade, um problema explosivo para o futuro. E a curto prazo, embora

resolva a questão da transferência de recursos, deixa sem solução o problema tão ou mais grave das consequências fiscais da dívida. Na verdade, conforme veremos mais adiante, se o país tiver coragem de tomar medidas unilaterais, é melhor que promova de vez a redução de sua dívida. Assim estará agindo no sentido de solucionar os dois problemas que emergem de uma dívida excessiva: a transferência de recursos reais e a crise fiscal.

A solução voluntária e a negociada

Mas antes de falar em medidas unilaterais, voltemos aos credores. Hoje já existe praticamente o consenso entre as elites dirigentes dos países credores de que a dívida não poderá ser paga, que financiamentos adicionais além de inviáveis são ilógicos, e que a solução para ela está em reduzi-la. Ou, mais precisamente, que a solução para a dívida não é mais uma combinação de redução de dívida e ajustamento.

Os credores naturalmente receiam que, em vez de uma combinação de ajustamento e redução da dívida, esta sirva de substituto para o ajustamento. As práticas populistas nos países devedores são bem conhecidas (ver Canitrot, 1975; Díaz Alejandro, 1979; Bresser Pereira, 1988a; Sachs, 1988c), de forma que o risco de que as políticas de ajustamento não sejam tomadas é real. Mas esse tipo de receio, embora justificável, existe também no caso da combinação de ajustamento com financiamento, ou seja, do *muddling through approach*, que os credores oficialmente continuam a adotar. Por outro lado, conforme observou Jeffrey Sachs, quando uma dívida se torna muito alta, pode atuar como um incentivo importante contra os ajustes no país devedor, já que esses ajustes servirão principalmente para pagar os credores e não para promover o aumento do investimento e do consumo no país devedor (1988a).

Na verdade, a discussão real que hoje existe entre as elites dos países credores já não é mais sobre se a dívida pode ou não ser paga (as manifestações afirmativas nesse sentido são meramente formais), mas sobre qual a forma que deve assumir a redução da dívida. Temos, para simplificar, quatro possibilidades, todas soluções de "securitização" da dívida, ou seja, de

transformação da atual dívida em novos títulos de crédito com base no desconto ou deságio existente no mercado secundário: 1. redução voluntária, via mercado; 2. redução parcial negociada; 3. redução unilateral; 4. solução global, via criação de uma Agência Internacional para a Dívida (*International Debt Facility*).

A redução voluntária da dívida via mercado pode tomar a forma de conversão da dívida em investimentos, compra da dívida com desconto, e, principalmente, conversão da dívida em novos títulos (securitização voluntária). Trata-se de uma forma limitada de redução da dívida. A conversão da dívida em investimentos tem inclusive sérias limitações de ordem inflacionária, na medida em que implica aumento da quantidade de moeda ou em substituição de dívida externa por investimentos mais dívida interna. A recompra da dívida exige amplas reservas incompatíveis com uma dívida excessivamente alta. A conversão da dívida em títulos, da mesma forma que as duas outras formas de redução voluntária da dívida via mercado, contém uma limitação embutida nela própria, já que à medida que a conversão vai se realizando o desconto deve ir diminuindo. Sabendo disso, os bancos, principalmente os maiores credores, no caso da conversão em títulos, tendem a querer 'ficar por último', quando o desconto já houver desaparecido no mercado secundário, e assim receber plenamente o valor do seu crédito. Dessa forma o "mercado" para a solução voluntária é pequeno e tende a diminuir, ainda que os bancos saibam que todos, em conjunto, não têm a menor condição de receber seus créditos na totalidade.

Um outro argumento reforçando o caráter limitado da solução voluntária, via mercado, de redução da dívida diz respeito ao tempo. É uma solução extremamente demorada, com boa vontade talvez em dez anos pudesse trazer resultados positivos, enquanto a crise da dívida exige remédios urgentes.

Por outro lado, os bancos não acreditam na afirmação do país devedor de que os novos títulos terão preferência sobre a dívida antiga. Acreditariam se os títulos tivessem uma garantia firme de juros e principal dada pelo FMI ou o Banco Mundial, mas, quando essas instituições resolverem dar esse tipo de garantia, será mais lógico que optem diretamente pela solução

global. A garantia só do principal proporcionada por um *zero coupon bond*, solução adotada pelo México, é claramente insuficiente do ponto de vista dos bancos. Os negociadores brasileiros tinham a clara consciência das limitações da securitização voluntária, mas insistiram nela como um passo gradual na direção da redução da dívida, na medida em que o governo norte-americano, na pessoa do secretário do Tesouro, James Baker, recusou a solução negociada.

A segunda alternativa de redução da dívida — a solução negociada de redução parcial da dívida — era aquela que constava da proposta original do Brasil em 1987. O país negocia com os bancos que uma parte definida de sua dívida de longo e médio prazo será transformada em títulos com desconto de x . No caso da proposta original do Brasil em 1987, haveria uma securitização inicial de 20 por cento da dívida, devendo o desconto ser de aproximadamente 45 por cento. Digo “aproximadamente” porque o desconto ocorreria sobre a taxa de juros, que passaria a ser fixa e com valor abaixo do mercado. Ora, como a taxa de juros de mercado é flutuante, não é possível afirmar com precisão qual seria o desconto.

Só é possível alcançar esse tipo de solução se o país decidir usar plenamente o seu único poder de barganha: a decisão unilateral de suspender o pagamento de juros. A redução parcial negociada pode ser uma boa forma de testar a boa vontade dos bancos em negociar. Pode ser também uma forma através da qual o país devedor começa a avançar no sentido da simples decisão unilateral de reduzir não apenas uma parte da dívida, mas toda ela. Mas obviamente não representa uma solução definitiva, na medida em que a redução da dívida é obtida apenas parcialmente. Os bancos e os governos que os representam resistirão, talvez, fortemente a esse tipo de solução negociada, como aconteceu no caso do Brasil. Recusada a proposta, o país devedor que estiver firmemente decidido a reduzir sua dívida poderá então recorrer à solução unilateral de reduzir toda a dívida, com a força moral de ter antes tentado uma solução negociada.

A solução unilateral de redução de toda a dívida pode ser entendida como um fim em si mesma ou como um meio para

pressionar os credores no sentido de adotarem a quarta possibilidade: a solução global. É melhor, portanto, que primeiro esclareçamos esta solução.

A solução global

A solução global de redução da dívida hoje mais geralmente aceita foi proposta pelo Brasil, de forma sintética, em 4 de setembro de 1987 (ver Bresser Pereira, 1987b). Não fazia sentido uma proposta detalhada porque não é uma proposta que possa ser negociada por um país devedor. No início de 1988, entretanto, apareceram duas propostas completas no mesmo sentido: a proposta do presidente do American Express Bank, James Robinson III (1988), e a proposta do diretor da Índia — um país em desenvolvimento com dívida pequena — no FMI, Arjun Sengupta (1988).⁶ A primeira proposta sugere a criação de uma nova instituição ligada, mas independente do Banco Mundial e do FMI para administrar a dívida; a segunda atribui esse papel diretamente ao FMI, que teria vantagens fiscais na captação de recursos no mercado financeiro internacional.

Em todas as propostas, o mecanismo básico para transferir o desconto existente no mercado secundário para os países devedores é o mesmo. Uma vez criada ou autorizada pelos países credores, basicamente pelo G7, a Agência Internacional para a Dívida compraria a dívida de cada país altamente endividado, trocando os atuais créditos dos bancos por títulos emitidos por ela, de longo prazo, com um desconto. Esse desconto seria em seguida transferido para o país devedor com uma pequena margem para a agência fazer face a seus custos e riscos. A Agência Internacional para a Dívida não usaria dinheiro, portanto, apenas crédito. O desconto seria dado pelos bancos, que em troca passariam a ter total garantia de receber seu novo crédito. O risco ficaria por conta da Agência, e portanto por conta dos países credores, que, diretamente ou através do FMI e do Banco

6. Ver também a proposta do presidente do Banco da Nova Escócia (Richtie, 1988) e as análises de Bacha (1988b) e Shafiqul Islam (1988). Um estudo pioneiro no sentido da redução da dívida, aproveitando-se os excedentes japoneses, foi feito por Okita, Jayawardena e Sengupta (1988).

Mundial, dos quais são principais acionistas, garantiriam a liquidez da operação.

O desconto a ser obtido dos bancos para cada país devedor seria baseado principal mas não exclusivamente no desconto no mercado secundário de títulos. Esse parâmetro é um bom indicador da capacidade de pagar de cada país, mas a decisão do Conselho que dirigiria a Agência deveria tomar sua decisão sobre o montante do desconto depois de uma cuidadosa avaliação da economia de cada país e de consultas informais amplas, principalmente aos próprios bancos credores. Mas, uma vez decidido qual seria o desconto, não haveria mais outra alternativa para os bancos. Estes receberiam uma oferta firme da Agência Internacional para a Dívida, do tipo "pegar ou largar". E naturalmente todos aceitariam, visto que a grande maioria já estaria em princípio de acordo com a idéia, e porque aqueles que não aderissem teriam poucas possibilidades, se é que alguma, de receber diretamente seu crédito integral do país devedor. A Agência, naturalmente, só transferiria o desconto para o país devedor desde que este se compromettesse a fazer os ajustamentos necessários. Haveria, portanto, um sistema de condicionalidades muito semelhante ao atualmente usado pelo Fundo e pelo Banco Mundial, apenas com mais força. Para aumentar o poder da condicionalidade, que é sempre relativo, seria possível, como prevê a proposta de Robinson, que a transferência do desconto fosse sendo feita aos poucos.

Neste momento alguns leitores estarão se perguntando: mas por que o Brasil se sujeitaria a condicionalidades do FMI e do Banco Mundial? Essa pergunta poderia merecer uma longa resposta (ver, sobre condicionalidades, Bacha, 1988a; Sachs, 1988a), mas no presente contexto limitar-me-ei a fazer três observações. Primeiro, já ficou claro neste artigo que a eliminação do déficit público, que recebe prioridade do FMI, é hoje essencial para o Brasil, e que as reformas de caráter desregulador, especialmente a liberação do comércio internacional, que é prioridade para o Banco Mundial, é, no momento, indicada para o Brasil, desde que feita com o devido cuidado. Segundo, as experiências dos programas de ajustamento do FMI demonstram que eles falham quando estabelecem metas excessivas ambiciosas ou quando não consideram um estoque de dívida externa excessivo; ora, a re-

dução da dívida visa exatamente tornar mais realistas, não intrinsecamente *self-defeating*, os programas de ajustamento. E terceiro, é claro que o Brasil só deverá aceitar condicionalidades que sejam basicamente razoáveis e realistas.

O mecanismo financeiro previsto pela solução global é, portanto, bastante simples. Está baseado na solução proposta por Felix Rohatyn para a quase falência da cidade de Nova York nos anos 70. Os bancos têm, portanto, experiência no assunto. Não existe para eles a possibilidade de receber toda a dívida. Caso concedam um desconto, poderão afinal, provavelmente, receber mais do que receberão se continuarem a levar os países devedores à estagnação e à inflação. E certamente receberão com maior segurança, ficando livres desse interminável e desgastante processo de negociação visando meramente adiar o problema. Por outro lado, para os países credores as vantagens econômicas de restabelecer o crescimento nos países altamente endividados são muito claras. Esses países estão perdendo cerca de 20 bilhões de dólares anuais de exportações para os países devedores. Segundo cálculos, que se completam mutuamente, do Banco Mundial e do FMI, para cada milhão de dólares de serviço da dívida recebidos dos países devedores, os países credores perdem 25 empregos (ver O'Connell, 1988). Não é por outra razão que o Congresso dos Estados Unidos, a partir da contribuição pioneira do senador Bill Bradley de perdão parcial ou alívio da dívida (1986), o Congresso aprovou resolução recomendando que o Poder Executivo crie uma *debt facility* ou então justifique claramente, em um relatório circunstanciado, por que não o faz.⁷ O relatório do Economic Policy Council salientou com muita inteligência que a crise da dívida só não está trazendo mais prejuízos para a economia mundial porque os altos déficits comerciais dos Estados Unidos amortecem a curto prazo esses prejuízos ao compensar a perda de exportações dos demais países credores com maiores exportações para os Estados Unidos (1988). Finalmente, a dívida representa um

7. Para um relato sobre a pressão do Congresso dos Estados Unidos no sentido de assegurar-se o alívio da dívida para os países altamente endividados e sobre a relação dessa pressão com os interesses de trabalhadores e exportadores daquele país, ver Riordan Roett (1988b).

risco para a democracia nos países altamente endividados que não interessa aos países credores.

Na verdade, durante o ano de 1988 formou-se uma espécie de quase consenso em relação à conveniência da solução global. Em 10 de setembro deste ano o secretário geral das Nações Unidas, Pérez de Cuellar, convocou 15 personalidades de todo o mundo para uma consulta informal sobre a dívida externa. E nessa consulta, na qual estavam presentes o diretor-gerente do FMI, Michel Camdessus, e o vice-presidente executivo do Banco Mundial, Moeen Qureshi, houve afinal consenso de que a solução global de securitização é a forma mais indicada para resolver o problema da dívida. O gerente do Fundo afirmou inclusive que a palavra "securitização", que era "pornográfica" para a comunidade financeira internacional quando apareceu em 1987, tornou-se a base de qualquer solução para a dívida em 1988.

A resistência dos credores

Por que, então, se tanto para os bancos quanto para os governos credores as vantagens parecem sobrepujar claramente as desvantagens, não é adotada a solução global? Por duas razões principais: porque o governo dos Estados Unidos, apoiado pelo governo do Reino Unido e da Alemanha, são contra ela; e porque os países devedores não exercem a necessária pressão no sentido de obtê-la.

O governo dos Estados Unidos tem sido sistematicamente contrário à solução global. Ainda na última reunião do FMI em Berlim (setembro de 1988) o novo secretário do Tesouro, Brady, foi enfático nessa oposição, contrariando a atitude tomada pelos governos do Japão, através de seu ministro das Finanças Myiasawa, da França, através do seu presidente, François Mitterrand, e dos governos da Itália e da Espanha, que durante o ano de 1988, a começar pela reunião de cúpula do G7, em Toronto, têm se manifestado claramente a favor de esquemas globais de alívio da dívida.

A razão por que alguns países do G7 são contra e outros a favor do alívio da dívida está relacionada com a situação dos seus bancos. Apenas em relação à Alemanha não existe essa relação, já que seus bancos estão em perfeitas condições de

concordar com o desconto, mas o governo, por solidariedade política e provavelmente ideológica com o governo norte-americano, opõe-se, ainda que discretamente, à solução global.

Os Estados Unidos e a Inglaterra são contra a solução global porque alguns de seus maiores bancos — particularmente o Manufacturers', o Chase e o Bank of America — teriam ainda dificuldades em absorver o prejuízo de uma só vez (ver Bacha, 1988b). Na verdade, os bancos credores dividem-se em dois grupos: de um lado os bancos do continente europeu, do Japão e os bancos regionais dos Estados Unidos, que em princípio favorecem uma solução global para a dívida porque já fizeram amplas reservas para se cobrir em relação a ela, e de outro lado os grandes bancos norte-americanos e ingleses, que não fizeram essas reservas.

O motivo oficial que o governo dos Estados Unidos dá para não apoiar o alívio da dívida é que não concorda em *bail out* (proteger) os bancos às custas dos contribuintes, que seriam obrigados a arcar com os custos de garantir a dívida. Na verdade, o motivo real é certamente o oposto: o governo americano sente-se na obrigação de proteger seus bancos, embora hoje já exista o consenso de que, com algumas dificuldades, eles sobreviveriam perfeitamente, estando completamente afastada a ameaça de uma crise financeira internacional. O indício mais claro da real motivação das autoridades norte-americanas está no fato de que elas têm se oposto firmemente e dificultado de forma legal o estabelecimento dessas reservas. Elas não querem que os bancos mais sólidos financeiramente façam reservas, praticamente obrigando os menos sólidos a seguir o exemplo, não tendo porém condições para isso. Quando o Citibank, em maio de 1987, decidiu criar reservas, o desagrado do governo norte-americano foi evidente.

Por outro lado, o argumento de que os contribuintes terão que pagar pela garantia dada pela IDF é insubsistente, já que os custos dessa garantia seriam muito pequenos. A dívida de longo e médio prazo dos países altamente endividados para os bancos comerciais (a dívida relevante para desconto) é de aproximadamente 260 bilhões de dólares. Uma dívida, portanto, muito menor do que os números geralmente divulgados pela imprensa (em torno de 1 trilhão de dólares), que incluem todos

os tipos de dívida, de países altamente endividados ou não. Se o desconto médio obtido for de 50 por cento, a IDF teria que garantir 130 bilhões de dólares. Para garantir esse valor seria suficiente um capital pago de 20 por cento (o dobro do previsto na proposta do American Express: 26 bilhões de dólares). Supondo-se que esse capital seria subscrito em dez anos (a metade do prazo dos títulos que seriam emitidos pela IDF), teríamos que os países credores deveriam pagar nos próximos cinco anos 2,6 bilhões de dólares anuais. Ora, considerando-se que o PIB dos países industriais, segundo a classificação do Banco Mundial, era de 12.224 bilhões de dólares em 1987 (1988: 188), e considerando que os países industriais podem ser identificados com os países credores, sua contribuição anual durante dez anos seria de 0,2 por cento de seu PIB. Uma quantia extremamente pequena, portanto, que provavelmente seria recuperada pelo maior nível de emprego e pelo maior crescimento das economias centrais. Jeffrey Sachs, usando critérios ligeiramente diferentes, chegou a conclusões muito próximas das que acabo de apresentar (1988b).

A falta de pressão dos devedores

Mas há uma segunda razão para que a solução global de redução da dívida não tenha sido até agora adotada: a falta de pressão por parte dos países devedores, resultante da disposição de suas elites dirigentes — e da grande imprensa e dos governos que as representam — de tentar pagar a dívida, embora não tenham condições objetivas para fazê-lo. Este fenômeno ficou patente no Brasil em pelo menos duas ocasiões: 1. quando os empresários, em sua grande maioria, se opuseram à decisão da moratória, no início de 1987; 2. durante o ano de 1988, quando a suspensão da moratória e o acordo convencional firmado pelo Brasil com os bancos, que em nada resolveu os problemas do país, foram entendidos pelas elites e pela grande imprensa brasileira como um fato positivo, como “a normalização das relações financeiras do Brasil com os países credores”. Os bancos credores, entretanto, não se deixaram enganar. Perceberam que o acordo, que os beneficiava, só prejudicava o Brasil, e deixaram este fato evidenciado pelo aumento do des-

conto da dívida brasileira, logo após ser firmado o acordo, de 49 para 58 por cento (Quadro 7).

Essa atitude das elites dirigentes dos países devedores não é, naturalmente, monolítica. Existe um número crescente de empresários e de economistas — e um número maior de políticos, estes por razões muitas vezes populistas — que compreendem que a dívida não pode ser paga. A tomada de consciência de que o Brasil assinou um mau acordo em 1988 é crescente hoje no Brasil, e o próprio ministro da Fazenda Mailson da Nóbrega, que o assinou, acaba de admitir, em artigo publicado na *Folha de S. Paulo*, que esse acordo não representa uma solução para os problemas do país, sendo necessário voltar à tese da redução da dívida (1988).

Mas, apesar da crescente evidência da impossibilidade de se pagar a totalidade da dívida, a maioria das elites dirigentes nos países devedores continua disposta a tentar pagá-la por uma série de razões.

A primeira razão, de ordem econômica, é o medo de retaliação. Os credores estão sempre ameaçando cortar os créditos de curto prazo ou tomar medidas ainda mais fortes contra devedores que tomem medidas unilaterais, e as elites capitalistas acreditam nessas ameaças. Não importa que a evidência histórica recente desautorize amplamente essa hipótese. No caso da moratória do Brasil, por exemplo, as retaliações foram muito pequenas. Na verdade, os bancos não têm nem poder nem interesse em retaliar. Cortar os créditos de curto prazo é para eles um péssimo negócio por duas razões: porque deixariam de realizar os excelentes lucros nesses empréstimos com *spreads* altíssimos, e porque no mesmo dia em que eles efetivassem a retaliação teriam como único resultado ver um crédito que hoje não tem praticamente nenhum desconto no mercado secundário ser sujeito ao mesmo desconto dos créditos de médio e longo prazo.

Uma segunda razão está no fato de que não são as elites capitalistas dos países devedores que mais sofrem com a crise da dívida. Os trabalhadores e as classes médias são muito mais atingidos. Para certos setores da classe capitalista, conforme observou Susan George (1988) muito corretamente, a dívida é

uma oportunidade para especulação e para lucros. A elevação da taxa de juros interna como decorrência da dívida obviamente interessa a amplos setores rentistas. Negócios dos mais variados em torno de conversão formal e informal da dívida permitem enormes ganhos especulativos.

Uma terceira razão, de caráter ideológico, é fundamental. Os capitalistas nos países devedores querem fazer parte do Primeiro Mundo, querem a integração da economia dos seus países com a dos países capitalistas avançados. Essa integração deverá significar não apenas mais desenvolvimento para o país, mas também mais segurança política para a classe capitalista local. E supõem que qualquer tipo de confrontação com os bancos, qualquer tipo de ação unilateral do Brasil para aumentar sua pressão sobre os credores ameaçará essa desejada integração. Existem aqui, claramente, dois erros de avaliação: primeiro, confundem os interesses do Primeiro Mundo com o dos banqueiros, e, em segundo, não percebem que a integração com o Primeiro Mundo não se consegue com boas maneiras e sim com crescimento econômico e estabilidade de preços — exatamente as duas metas que estão sendo inviabilizadas pela dívida.

Essa motivação das elites dirigentes nos países devedores para tentar pagar a dívida está baseada em um fator ideológico mais geral: a subordinação cultural dessas elites aos países centrais. Essa subordinação, essa crença de que a verdade está sempre nos países centrais, é uma das características por excelência do subdesenvolvimento, e se expressa das mais variadas maneiras. Chamar, por exemplo, de “calote” uma medida de redução unilateral da dívida, que tem na verdade todas as características do estatuto jurídico da concordata, é uma das manifestações dessa subordinação cultural e ideológica.

Uma quarta razão, esta de ordem estritamente política, está no fato de que os capitalistas nos países devedores tendem a confundir aqueles que exigem uma posição firme em relação à dívida com posições extremadas de esquerda e nacionalistas. Imaginam que só esses setores, que falam em “auditoria da dívida” e na verdade querem o puro e simples repúdio da dívida, são a favor de medidas unilaterais. Não percebem que o alívio da dívida tornou-se um tema corrente nas próprias elites dos países credores.

Mas aqui já entramos na quinta razão: as elites dirigentes nos países devedores são muito mal informadas a respeito da dívida. Muito menos informadas do que as elites nos países credores, embora tivessem interesse muito maior em estar bem informadas. Simplesmente não sabem ou só muito recentemente começaram a saber que as elites dirigentes nos países centrais estão divididas sobre o assunto e que uma parcela crescente dessas elites já é favorável a soluções globais de alívio da dívida, hoje amplamente discutidas no Primeiro Mundo.

A redução unilateral da dívida

Sem pressão por parte dos países devedores, entretanto, e particularmente sem pressão da parte do Brasil na sua qualidade de principal devedor, dificilmente os credores adotarão a solução global. Por outro lado, sem a redução da dívida externa brasileira para cerca da metade, é pouco provável que o país supere sua crise fiscal e as altas taxas de inflação vigentes.

Para os dois problemas, porém, existe uma solução muito clara: a decisão unilateral do Brasil de voltar à moratória e, mais do que isto, reduzir unilateralmente sua dívida de médio e longo prazo para com os bancos comerciais para o nível compatível com sua efetiva capacidade de pagar, ou seja, para cerca de 50 a 60 por cento do atual valor. Para isto, tomada a decisão, basta enviar um telex aos bancos comunicando a decisão, ao mesmo tempo que se suspende novamente o pagamento dos juros. No telex se dispensaria também o Comitê Assessor de Bancos (já que é "assessor" e que todos os seus custos são pagos pelo Brasil, podemos e devemos dispensá-lo), e se declararia que o Banco Central passaria a negociar, banco a banco, as condições da emissão dos novos títulos, com prazo de cerca de 25 anos, em substituição aos contratos atuais de dívida. Seria criado um fundo onde se depositariam os recursos para pagamento dos bancos quando estes aderissem ao novo esquema. E seria criado um incentivo para aqueles que primeiro aderissem.

A reação dos bancos seria, inicialmente, indignada. Ninguém aderiria. Mas também provavelmente não teríamos maiores retaliações, porque estas só prejudicariam seus autores. E

depois de um certo prazo, ou começaríamos a ter negociações isoladas com determinados bancos, ou a pressão representada pela medida levaria à adoção de uma forma de solução global semelhante à que expusemos, à qual o Brasil aderiria prazerosamente. No telex enviado aos bancos esse fato seria, inclusive, deixado explícito.

Esta medida pode parecer radical, mas está longe de sê-lo. A história de crises da dívida no passado está cheia de casos semelhantes (ver Gonzalo Bigs, 1987; Abreu, 1988). Ainda em 1953 o governo conservador, democrata-cristão, da Alemanha reduziu unilateralmente em 25 por cento sua dívida externa (ver UNCTAD, 1988: 95).

Os bancos credores estão esperando medidas unilaterais mais firmes da parte dos países devedores. Enquanto negociadores em nome de seus respectivos bancos, os banqueiros são administradores profissionais obrigados perante seus acionistas e conselhos de administração a defender cada centavo, a lutar por cada centésimo de porcentagem de *spread*. Mas no momento em que um país devedor, além de entrar em moratória — que deve ser sempre decidida em *low profile*, sem se procurar ganhos políticos internos demagógicos com ela nem agredir os credores — decidir de aproximadamente quanto é a redução que fará em sua dívida, os banqueiros — seus governos e sua opinião pública — compreenderão as razões que levaram a essa decisão. Estão preparados para isso.

É claro que uma solução dessa natureza só pode e só deve ser tomada se, ao mesmo tempo, o país estiver firmemente decidido a adotar medidas de ajustamento fiscal interno muito duras. Os dois tipos de medida serviriam de reforço mútuo, não apenas no plano econômico, mas também no plano político. As medidas de ajustamento interno seriam legitimadas pelo corte unilateral da dívida perante a população do país, enquanto que a redução da dívida seria legitimada pelo ajustamento interno perante a opinião pública nos países credores.

Em novembro de 1987, depois de ter assinado o acordo provisório com os bancos de forma a evitar a classificação da dívida brasileira pelo governo norte-americano e assim demonstrar a boa-fé do Brasil em negociar, os responsáveis pela negociação ficaram convencidos da total falta de disposição dos

bancos em chegar a um acordo minimamente razoável para o Brasil. Em vista disso, propus ao presidente Sarney, que aceitou, a dispensa do Comitê Assessor e a negociação individual com cada banco com base no princípio da securitização da dívida, aproveitando o desconto no mercado secundário. Entretanto, embora o presidente permanecesse firme em sua disposição, um mês depois, em 20 de novembro de 1987, solicitei de forma definitiva minha demissão diante da recusa do mesmo presidente de aceitar as medidas de ajustamento fiscal, aumentando a receita e diminuindo a despesa, que estava propondo.

Espero ter deixado claro neste artigo que da crise fiscal, que tem como uma de suas causas básicas uma dívida externa excessiva, emerge a necessidade da redução da dívida. Mas, em vez de financiamento com ajustamento, como propõem (mas não fazem a sua parte, o financiamento) os bancos credores, o que o Brasil necessita é de redução de dívida com ajustamento. Redução da dívida sem ajustamento é populismo que nada resolverá.

Referências

Avramovic, Dragoslav

1988 — "The Debt Problem: And Now?", trabalho apresentado na Conferência Sobre a Dívida Internacional, realizada em Brasília, de 2 a 5.5.1988 (cap. 12 deste livro).

Abreu, Marcelo Paiva

1988 — "On the Memory of Bankers: Brazilian Foreign Debt, 1924-1943, Rio de Janeiro, PUC, Texto para Discussão n.º 194, maio de 1988.

Arida, Pérsio

1985 — "Déficit, Dívida e Ajustamento: uma Nota sobre o Caso Brasileiro", em *Revista de Economia Política*, vol. 5, n.º 4, out. 1985.

Bacha, Edmar L.

1988a — "Latin America's Debt Crisis and Structural Adjustment: the Role of the World Bank", Rio de Janeiro, PUC, Texto para Discussão n.º 198, jul. 1988.

1988b — "Capturing the Discount: Towards a Debt Facility at the Bank and the Fund", Rio de Janeiro, PUC,

Texto para Discussão n.º 197, jul. 1988 (cap. 5 deste livro).

Banco Mundial

1988 — *World Development Report 1988*, Washington.

Biggs, Gonzalo

1987 — *A Crise da Dívida Latino-Americana e Alguns Precedentes Históricos*, Rio de Janeiro, Paz e Terra.

Boitempo, Hélio Cesar

1988 — “Transferências Externas e Financiamento do Governo Federal e Autoridades Monetárias”, em *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 18, n.º 1, abr. 1988.

Bracher, Fernão Carlos Botelho

1988 — “Relatório Reservado”, relatório apresentado ao novo ministro da Fazenda do Brasil, em 3.1.1988, no momento em que deixava o cargo de Negociador Especial da Dívida Externa brasileira. Em *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 4, out. 1988 (seção *Documentos*).

Bradley, Bill

1986 — “A Proposal for Third World Debt Management”, discurso em Zurique, 29.6.1986 (cópia).

Bresser Pereira, Luiz Carlos

1977a — “Mudanças no Padrão de Financiamento dos Investimentos no Brasil”, em *Revista de Economia Política*, vol. 7, n.º 4, out. 1987.

1987b — “The Debt Problem: Postpone it or Solve it?”, depoimento apresentado pelo ministro da Fazenda do Brasil ao US Congressional Summit on the Economic Agenda for the Nineties, Viena, 4.9.1987 (cópia). Publicado em português em *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 4, out. 1988 (seção *Documentos*) (cap. 9 deste livro).

1988a — “Os Limites da Política Econômica”, em *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 2, abr. 1988.

1988b — “Uma Estratégia Alternativa para Negociar a Dívida Externa”, em *Senhor*, n.º 380, 4.7.1988 (seção *Documentos*) (o cap. 8 é uma versão atualizada deste artigo).

Canitrot, Adolfo

1975 — “La Experiencia Populista de Redistribución de Ingreso”, em *Desarrollo Económico*, n.º 15, out. 1975.

Cardoso, Eliana

1988a — “O Processo Inflacionário no Brasil e suas Relações com o Déficit e a Dívida do Setor Público”; em *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 2, abr. 1988.

1988b — “Seignorage and Repression: Monetary Rhythms of Latin America”, trabalho apresentado ao XIV International Congress of the Latin American Studies Association, Nova Orleans, março 1988.

Carneiro, Dionísio e Rogério Werneck

1988 — “External Debt, Economic Growth and Fiscal Adjustment”, Rio de Janeiro, PUC, Texto para Discussão n.º 202, ago. 1988.

Castro, Antônio Barros de e F. E. Pires de Souza

1985 — *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*, Rio de Janeiro, Paz e Terra.

1988 — “O Saldo e a Dívida”, em *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 2, abr. 1988.

Cline, William

1984 — *International Debt: System Risk and Policy Response*, Washington, Institute for International Economics.

1988 — “Dívida Internacional: Progresso e Estratégia”, em *Finanças & Desenvolvimento*, Washington, FMI e Banco Mundial, vol. 8, n.º 2, jun. 1988.

Dall’Acqua, Fernando M. e Luiz Bresser Pereira

1987 — “A Composição Financeira do Déficit Público”, em *Revista de Economia Política*, vol. 7, n.º 2, abr. 1988.

Dornbusch, Rudiger

1987 — “The World Debt Problem: Anatomy and Solutions”, estudo preparado para o 20th Century Fund, ago. 1987 (cópia).

1988 — “As Dívidas dos Países em Desenvolvimento”, em *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 1, jan. 1988.

Economic Policy Council

1988 — “Third World Debt: a Reexamination of Long-term Management”, relatório do Economic Policy Council da United Nations Association of the USA, Nova York, 23.8.1988 (cópia).

FMI — Fundo Monetário Internacional

1988 — *World Economic Outlook*, 1988, Washington, out. 1988.

Fraga Neto, Armínio e André Lara Resende

1985 — “O Déficit Público: um Modelo Simples”, em *Revista de Economia Política*, vol. 5, n.º 4, out. 1985.

Frenkel, Roberto e Guillermo Rozenwurcel

1988 — “Restricción Externa y Generación de Recursos para el Crecimiento en América Latina”, trabalho apresentado à conferência Beyond the Debt Crisis: Latin América Strategies for the 90s, Caracas, 28 a 30.6.1988 (cópia).

George, Susan

1988 — “Global Economic Security and the Political Implications of the Debt”, mimeo. *Paper* apresentado ao Seminar on International Security, *Sowth Magazine*, ago. 1988.

Islam, Shafiqul

1988 — “Overcoming the Debt Overhang — on a Case-by-Case Basis”, depoimento perante o Banking, Housing and Urban Affairs Committee do Senado dos Estados Unidos, 4.8.1988.

Keynes, John Maynard

1919 — *The Economic Consequences of Peace*, Londres, Macmillan, The Collected Papers, vol. II, 1971 (1.ª ed., 1919).

Lyra, Paulo H. Pereira

1983 — “A Crise Internacional da Dívida Externa: um Tratamento Orientado para o Crescimento”, trabalho apresentado à conferência sobre a dívida externa na The City University, Londres, 5.10.1983 (cópia).

Lundberg, Eduardo Luiz

1986 — “O Desequilíbrio Financeiro do Setor Público — Restrição Externa, Restrição Orçamentária e Restrição Monetária — uma Nota”, em *Estudos Econômicos*, vol. 16, n.º 2, maio 1986.

Maddison, Angus

1988 — “Brasil tem o Crescimento mais Rápido do PIB desde 1870”, em *Folha de S. Paulo*, 27.10.1988, p. B-6.

Ministério da Fazenda

1987 — *Plano de Controle Macroeconômico*, Brasília, Ministério da Fazenda, jul. 1987.

Morgan Guaranty

1987 — "LDC Debt Realities", in *World Financial Markets*, jun.-jul. 1987.

Moura da Silva, Adroaldo e outros

1983 — *FMI x Brasil: a Armadilha da Recessão*, São Paulo, Gazeta Mercantil.

Nóbrega, Maílson Ferreira da

1988 — "Dívida Externa - a nova Etapa", em *Folha de S. Paulo*, 2.11.1988.

Nogueira Batista Jr., Paulo

1987 — "Formação de Capital e Transferência de Recursos ao Exterior", em *Revista de Economia Política*, vol. 7, n.º 1, jan.-mar. 1987.

1988a — "A Transformação da Dívida Externa em Títulos de Longo Prazo", em *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 3, jul. 1988.

1988b — *Da Crise Internacional à Moratória Brasileira*, Rio de Janeiro, Paz e Terra.

O'Connell, Arturo

1988 — "External Debt and World Economic Recovery", em Miguel Urrutia (1988).

Okita, Saburo, Lal Jaywardena and Arjun Sengupta

1987 — "Mobilizing International Surpluses to World Development: a Wider Plan for a Japanese Initiative", Helsinki, WIDER Study Group Series n.º 2.

Richtie, C.E.

1988 — "Developing Country Debt", proposta do presidente do Scotiabank (Banco da Nova Escócia), Toronto, fev. 1988 (cópia).

Robinson III, James D.

1988 — "A Comprehensive Agenda for an Institute of International Debt and Development", in *The AMEX Bank Review*, n.º 13, mar. 1988, publ. em português na *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 4, out. 1988 (seção *Documentos*) (cap. 10 deste livro).

Roett, Riordan

1988a — “Latin America’s Debt: Problems and Prospects”, Washington, abr. 1988 (cópia). A ser publicado em *International Journal*, verão 1988.

1988b — “How the ‘Haves’ Manage the ‘Have-Nots’: Latin America and the Debt Crisis”, Washington, cópia. A ser publicado em *Debt and Democracy in Latin America*, org. por Barbara Stallings e Robert Kaufman, Boulder, Westview Press.

Rossi, José W.

1987 — “A Dívida Pública no Brasil e a Aritmética da Instabilidade”, em *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 17, n.º 2, ago. 1987.

Sachs, Jeffrey

1987 — “Política Comercial e Cambial em Programas de Ajustamento voltados para o Crescimento”, em *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 2, abr. 1988 (versão original em inglês, 1987).

1988a — “Conditionality, Debt Relief and the Debt Crisis of the Developing Countries”, Boston, jan. 1988.

1988b — “New Approaches to the Latin American Debt Crisis”, trabalho preparado para o simpósio New Approaches to the Latin America Debt Crisis, Cambridge, Kennedy School of Government, Harvard University, set. 1988.

1988c — “Social Conflict and Populist Policies in Latin America”, Boston, Harvard University (cópia), set. 1988. A ser publicado em *Market Institutions and Cooperation*, livro org. por Renato Brunetta para a International Economic Association.

Safatle, Cláudia

1988 — “Crescimento Zero em 1989”, em *Gazeta Mercantil*, 11.11.1988 (reportagem baseada em informações obtidas junto à equipe da área econômica do governo que está elaborando o programa macroeconômico para 1989).

Salama, Pierre

1988 — *Dollarisation et Desindustrialisation? Les Effects Pervers des Politiques d'Ajustement*, livro a ser publicado em Paris no início de 1989.

Sengupta, Arjun K.

1988 — "A Proposal for a Debt Adjustment Facility", Washington, FMI, Executive Board Seminar 88/3, 9.2. 1988 (cap. 11 deste livro).

UNCTAD

1988 — *Trade and Development Report, 1988*, Genebra, UNCTAD.

Urrutia, Miguel e outros

1988 — *Latin America: Towards Renewed Growth*, Londres, Banco Interamericano de Desenvolvimento e *International Herald Tribune* (conferência realizada em 11 e 12 de fevereiro).

Werneck, Rogério Furquim

1983 — "A Armadilha Financeira do Setor Público e as Empresas Estatais" em Adroaldo Moura da Silva e outros (1983).

1987 — *Empresas Estatais e Política Macroeconômica*, Rio de Janeiro, Ed. Campus.

2

As causas da crise da dívida*

Cheryl Payer**

A maioria das pessoas pensa que o problema da dívida do Terceiro Mundo começou com o choque do petróleo da OPEP de 73-74. Conforme essa interpretação, os países da OPEP, em alguma região desértica no Oriente Médio, de repente tinham bilhões de dólares que não podiam gastar, colocando-os então em bancos americanos e no mercado do eurodólar. Enquanto isso, o empobrecido Terceiro Mundo, dependente do petróleo importado, se não pudesse tomar emprestado dinheiro suficiente para pagar por ele, teria pela frente depressão para suas economias e fome para seus povos.

Então, num ato considerado “de estadista” por alguns e temerário por outros, bancos dos Estados Unidos e da área do eurodólar concordaram em reciclar petrodólares para o empobrecido Terceiro Mundo. Os países pobres sobreviveram, e alguns até prosperaram, até que a crise da dívida em 1982 mostrou que a reciclagem pode ter sido “de estadista” a curto prazo, porém, a longo prazo, temerária.

O mundo continua tentando “resolver” a crise da dívida do Terceiro Mundo, embora sem sucesso. Mas as bases do pro-

* Traduzido por Ricardo B. Costa.

** Doutora em Ciência Política pela Harvard University, EUA; autora do livro *The Debt Trap*, 1974.

blema foram plantadas décadas antes do “choque do petróleo” e têm suas raízes numa contradição fundamental da política econômica norte-americana com relação ao Terceiro Mundo. Não seremos capazes de resolver esta crise, ou prevenir a próxima, até entendermos isso.

A contradição nasce a partir de dois conceitos caros à política externa americana: 1. que o Terceiro Mundo precisa naturalmente importar capital; 2. que o capital privado pode e deve encarregar-se da maior parte dos fluxos de capital para o Terceiro Mundo. Estes dois objetivos não podem ambos ser satisfeitos a longo prazo; a história dos anos 80 tem dado provas de que a contradição não pode ser evitada no mundo real.

A teoria econômica convencional diz que os chamados países em desenvolvimento são pobres em capital, e, porque o capital é escasso, a remuneração para os investimentos de capital é maior nos países do Terceiro Mundo do que nos países desenvolvidos com excedente de capital. De acordo com esta teoria, o capital privado deveria fluir *naturalmente* dos países desenvolvidos para os subdesenvolvidos.

Após a Segunda Guerra Mundial, contudo, o capital privado — especialmente o capital bancário — manteve-se afastado do Terceiro Mundo, principalmente porque os banqueiros se lembraram das quebras generalizadas nos acordos latino-americanos nos anos 30. Atenta ainda mais contra a teoria o fato de que os latino-americanos que tinham capital freqüentemente preferiam mantê-lo em contas bancárias na Europa ou em Nova York (a América Latina era uma das principais *fontes* de depósitos em eurodólares na década de 60!)

“Na verdade”, escreveu um respeitado especialista latino-americano em 1971, “o problema não é atrair as reservas estrangeiras, mas impedir que as reservas locais vazem para o exterior...” (CEPAL). As estimativas do total líquido de capital privado nacional derramado pela América Latina é de US\$ 5 bilhões no período entre 1946 e 1962 (Griffin 1971: 242-243).

Os programas de ajuda externa do governo americano começaram na década de 50 como forma de sustentar governos anticomunistas no Oriente Médio e na Ásia. Quando os países desenvolvidos começaram a “amarrar” a ajuda externa que desembolsavam com as vendas que suas empresas faziam, a distin-

ção entre ajuda estrangeira e incentivo à exportação tornou-se pouco clara.

O fluxo de capital de países ricos para os (assim chamados) países pobres incluía investimentos privados diretos e empréstimos feitos por programas do governo ou garantidos por agências governamentais. Os fluxos de capital oficiais traziam dois importantes benefícios para os países *exportadores* de capital: financiavam um excedente de exportação dos países desenvolvidos (um excedente de importação pelos pobres), que contribuía para os lucros e para o nível de emprego internos, e permitiam aos seus governos garantir o comportamento submisso dos governos ajudados. O comportamento desejado incluía manter os comunistas fora de um governo de coalizão, votar no “nosso” lado em organizações internacionais e aceitar as imposições do FMI e do Banco Mundial.

Por serem esses fluxos de capital tão úteis na conquista e controle de “Estados clientes” no Terceiro Mundo, assim como para a invasão de mercados nos quais as companhias norte-americanas de outra forma não seriam capazes de competir, a idéia de que tais fluxos eram naturais ganhou consistência, a despeito da clara evidência de que até os investimentos privados manter-se-iam longe do Terceiro Mundo se não fossem promovidos e protegidos pelo suborno americano e apoiados por forças militares e ações encobertas onde necessário.

Havia um simples porém fatal defeito nessa política para o Terceiro Mundo. As corporações investiram nos países terceiro-mundistas porque queriam obter lucros nesses países e depois levá-los para fora. Mas se os empréstimos — mesmo aqueles a juros baixos — eram o principal veículo dos fluxos de capital, eles também exigiam o retorno de juros e amortizações. Tanto com empréstimos quanto com investimentos, o resultado é que, em algum momento, ocorre a inversão no fluxo do capital. Qualquer contrato normal de empréstimo requer o pagamento do capital, mais os juros depois de um certo período inicial em que o tomador recebe o empréstimo. Mas, passado este período, o fluxo *legal* de capital passa a ser do devedor para o credor.

No jargão de finanças internacionais, a “transferência líquida” é a diferença entre o fluxo bruto de novos empréstimos

e o serviço da dívida (o pagamento do principal e dos juros pelo país devedor). Se os novos empréstimos feitos a um país num dado ano totalizam US\$ 2 bilhões, o pagamento de capital chega a US\$ 500 milhões e os juros a outros US\$ 500 milhões, a transferência líquida — o dinheiro disponível para financiar um excedente de importação — terá sido de US\$ 1 bilhão. À medida que o serviço da dívida aumenta, a transferência líquida se reduz rapidamente e eventualmente se torna negativa, a menos que sejam levantados novos empréstimos ainda mais rapidamente do que esse aumento.

Como a maioria dos países estava fazendo empréstimos de vários países credores diferentes, de múltiplas agências governamentais e, mais tarde, de credores privados de dentro de cada país, os pagamentos poderiam ser feitos, durante algum tempo, usando-se a receita dos novos empréstimos. Num determinado ano, a dívida contraída em anos passados poderia ser saldada com os fundos obtidos de um novo credor. Mas isto não tem nada a ver com investimentos reais ou crescimento; era um “esquema de Ponzi”, uma arapuca do tipo “corrente” (ou “pirâmide”) em que fatalmente há perdedores quando não se encontram mais novos otários para participar do jogo. Na Main Street, um esquema como esse poderia levar seu promotor à cadeia.

Em último caso, os pagamentos têm que sair da fonte de receitas de divisas externas do país tomador. A teoria econômica convencional sustenta que o influxo de capital produz crescimento do qual se poderá tirar o serviço da dívida. Há, entretanto dois tipos básicos de crescimento: o internamente induzido e o induzido pelas exportações, e ambos apresentavam problemas para serem pagos. O crescimento internamente induzido, aquele que coloca mais dinheiro nas mãos dos residentes, tende a *piorar* a balança comercial, porque, numa economia aberta, aumenta a demanda por importados e deprime o potencial de exportações por fazer aumentar salários e outros custos.

O crescimento induzido pelas exportações, quando bem-sucedido, produz receitas de divisas externas. Para pagar pelo serviço das dívidas e sua amortização, os países devem, no entanto, ser capazes de encontrar mercados que aceitem excedentes de importação da magnitude necessária e moderar sua

própria demanda de importações a um nível bem abaixo de suas receitas com exportações. O mais influente modelo de crescimento econômico acelerado pela importação de capital não considerava sequer o problema de amortização já que definia o “crescimento auto-sustentado” (o objetivo) como o “crescimento a uma determinada taxa com um influxo de capital limitado a uma razão específica do PNB, o qual *pode ser sustentado* sem financiamento adicional” (Chenery e Strout, 1966: 685n; grifo meu).

A medida convencional para aferir a capacidade de uma nação de amortizar suas dívidas é a “razão do serviço da dívida”: a razão entre os pagamentos do serviço da dívida e as receitas de exportação, expressa em porcentagem. A razão do serviço da dívida tinha, no entanto, dois sérios defeitos como indicador de credibilidade. O primeiro era que ninguém poderia determinar qual seria a razão do serviço da dívida normal ou segura. Seria de dez por cento, ou vinte, ou trinta? Alguns países com razões altas têm arcado honradamente com o serviço de suas dívidas, enquanto outros com razões muito menores têm falhado (Nowzad e Williams 1981: 43).

O outro problema era que a razão do serviço da dívida não levava em conta os novos influxos de capital. Enquanto os novos empréstimos excedessem a conta total do serviço da dívida, nenhum país precisaria entrar em suas próprias receitas de exportação para pagar por esse serviço. Tudo se poderia pagar com novos empréstimos até o “ponto de equilíbrio” em que a transferência líquida se tornasse negativa. A aceitação quase geral da idéia de que era “natural” o capital fluir de países desenvolvidos para os subdesenvolvidos significava que os presidentes e ministros da área financeira dos países terceiro-mundistas eram induzidos a acreditar que eles não precisariam gastar suas próprias receitas de exportação com o serviço da dívida.

Não há nenhum mecanismo em legislação internacional que obrigue o recolhimento de dívidas feitas entre países. É fácil compreender que um devedor pode ser tentado a esquecer-se do pagamento de uma dívida. O que deve ser lembrado é que o governo americano, a maioria dos economistas (do pensamento vigente ou não), bem como os exportadores de países desenvol-

vidos — diretamente interessados nos lucros —, *não queriam que os devedores chegassem ao ponto de devolução líquida de suas dívidas*, como também não o queriam os próprios devedores.

Se isso acontecesse, quando acontecesse, os exportadores perderiam mercados. As indústrias que produzem para o consumo interno veriam seus mercados serem invadidos por importados — já que o único meio de os países devedores pagarem pelo serviço da dívida é através da exportação de bens e serviços. Os trabalhadores dessas indústrias perderiam seus empregos, e o governo americano seu mais poderoso e efetivo instrumento para controlar o comportamento dos governos do Terceiro Mundo.

Como as economias dos países desenvolvidos se estruturaram em torno da exportação de excedentes para o Terceiro Mundo durante quase quatro décadas, e como os tomadores de empréstimo do Terceiro Mundo estruturaram suas economias em torno da expectativa de um influxo de capital líquido também durante longo tempo, quando foi efetivamente alcançado o “ponto de equilíbrio”, no início dos anos 80, e a transferência líquida se tornou negativa, primeiro para a América Latina, depois para a África e finalmente para o Terceiro Mundo como um todo, parecia como se o mundo tivesse virado de ponta-cabeça e a água (o dinheiro é sugestivamente chamado liquidez) estivesse subindo pela montanha (do Terceiro Mundo para os países desenvolvidos).

Os governos credores não queriam mesmo o dinheiro de volta. Nos anos 50 e 60, quando crises de endividamento eram principalmente causadas pelo acúmulo de dívidas oficiais ou oficialmente garantidas o procedimento padrão para lidar com uma crise de endividamento era convocar o consórcio de governos credores do “Clube de Paris” para reescalonar a dívida de modo que os pagamentos anuais por seu serviço fossem baixados e transferências líquidas positivas fossem reassumidas.

Ofertadores privados entram em cena

Por toda a história do programa de ajuda estrangeira, cada nova administração norte-americana vinha enfatizando que o propósito principal do auxílio intergovernamental era facilitar

os fluxos de capital privado. Eventualmente, de acordo com a retórica oficial, o capital privado deveria prevalecer, tornando desnecessários os fluxos de capital público.

Por volta dos anos 60, a nova geração de banqueiros que já não se lembrava das lições de 30 estava assumindo o comando de suas corporações. Induzidos pelo incentivo oficial e seguindo seus clientes multinacionais que se expandiam no Terceiro Mundo (principalmente na América Latina), esses banqueiros desenvolveram rapidamente uma rede de correspondentes ou de agências bancárias nos países estrangeiros considerados promissores.

Ironicamente, os bancos comerciais passaram a ter interesse em emprestar à América Latina ao mesmo tempo que vários dos países mais importantes passavam por crises de endividamento. Um vice-presidente sênior do CITIBANK classificava, em 1965, Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Uruguai e Colômbia como casos perdidos que “ano após ano precisam voltar a Washington para empréstimos de emergência e para o alongamento de prazos” (Constanzo, 1965). Anos mais tarde, esse executivo era um proeminente defensor dos empréstimos do CITIBANK a esses mesmos países. O *Business Latin America* reportava em 1968 que a razão do serviço da dívida média para a América Latina era de pelo menos 14% em 1966 e citava a estimativa ainda mais alta do Banco de Desenvolvimento Interamericanos: 20%.

O relatório da comissão Pearson, publicado em 1969, forneceu um quadro ainda mais alarmante. Já na metade da década de 60, o serviço da dívida abocanhava 87% dos novos empréstimos à América Latina (e 73% dos empréstimos novos à África). A transferência líquida, ou a quantidade de dinheiro que sobrava para a importação de bens e serviços, era, portanto, apenas de 13% e 27% respectivamente. Essas magras margens não poderiam ser mantidas nos anos 70, mesmo com um acréscimo de 8% ao ano no total bruto de empréstimos. Se o fluxo bruto de novos empréstimos não se modificasse, a América Latina, a África e o Leste asiático estariam todos mandando somas enormes de capital de volta para os países desenvolvidos por volta de 1977.

Por que os bancos o fizeram, se os seus altos executivos sabiam perfeitamente que vários de seus novos clientes já estavam reescalando dívidas? Qualquer um que lesse os jornais também se daria conta de que a perspectiva de aumento da ajuda externa (que afiançara vários empréstimos do setor privado nos anos 60) não era boa no início dos anos 70.

Podem ser dadas várias respostas parciais.

Em primeiro lugar, tomadores de empréstimos atraentes andavam raros nos mercados bancários usuais, já que muitos dos grandes clientes de corporações começaram a passar ao largo dos bancos, levantando fundos pela emissão de seus próprios papéis.

Em segundo lugar, os emprestadores realizavam lucros fáceis a partir de empréstimos de somas enormes que embutiam altos *spreads* e requeriam relativamente pouco tempo executivo para aprovação e trabalho burocrático. Ironicamente, os *spreads* eram altos exatamente porque os tomadores do Terceiro Mundo, particularmente os grandes, *eram sabidamente arriscados*. A alta lucratividade encorajava os funcionários encarregados dos empréstimos a se esquecer dos riscos de longo prazo; as recompensas de curto prazo eram enormes e, quando os problemas aparecessem, todo mundo já teria esquecido quais eram os responsáveis.

Em terceiro lugar, os golpes militares (Brasil, 1964; Chile, 1973; Argentina, 1966 e 1976; etc.), as declarações de lei marcial (Filipinas, 1972) e mudanças menos óbvias da política econômica por outros governos, permitiram aos bancos acreditar que as velhas e ineficientes políticas haviam mudado e que os governos devedores estavam agora no caminho certo. Algumas destas mudanças de governo (ou equipes de governo) foram provocadas por cortes nos créditos externos; várias foram supervisionadas pelo Fundo Monetário Internacional, o qual deu aos bancos a falsa imagem de que os empréstimos deles estariam, de agora em diante, seguros.

Em quarto lugar, quando os bancos tentaram analisar seriamente os riscos de longo prazo envolvidos em seus novos empréstimos, o simples instrumento da "razão do serviço da dívida" os encorajou a olhar principalmente para as perspectivas de

exportação dos países devedores. E as perspectivas de exportação pareciam excelentes, especialmente nos dois anos críticos que antecederam a explosão do preço do petróleo. Os preços das *commodities* haviam subido a níveis sem precedente, e o Clube de Roma elaborou um relatório amplamente divulgado alegando que o mundo estava ficando sem recursos. Para quem não tivesse uma longa experiência com a volatilidade do tipo expansão-e-queda dos preços das matérias-primas (e os jovens funcionários raramente a tinham), era plausível imaginar que os produtores desses produtos mereceriam crédito no futuro — mesmo tendo demonstrado não merecerem no passado.

O último ponto é provavelmente o mais importante, o “ponto chave”. Os bancos estavam pressupondo que dívidas ruins poderiam tornar-se boas do mesmo modo como se fazia no passado recente, com o reescalonamento e a injeção de dinheiro novo dos governos credores interessados.

Os bancos não temiam o reescalonamento enquanto pudessem continuar a colher taxas de juros de mercado; na verdade, os primeiros reescalonamentos de dívida bancária, no final dos anos 70 e início dos anos 80, fizeram esses empréstimos ainda mais lucrativos para os bancos, porque eles podiam aumentar os *spreads* e colher gordos proventos pelo reescalonamento, os quais eram contabilizados como lucros imediatos. (O Congresso americano acabou com essa prática em 1983, como parte da lei que aprovou um aumento de capital para o FMI.)

Está claro que em caso de *default*, os bancos confidencialmente esperavam um socorro do governo. Esta citação do *Euro-money*, uma publicação comercial da atividade bancária internacional, reflete o seu pensamento:

“Por um lado, uma análise puramente técnica da posição financeira atual dos países em desenvolvimento não petrolíferos sugere que os *defaults* são inevitáveis; mas, por outro lado, vários especialistas não acham que isto seja o mais provável. O Banco Mundial, o FMI e os governos das principais nações industrializadas, argumentam, eles, entrarão em cena. Não ficarão apenas olhando os *defaults* danificarem seriamente todo o aparato do mercado europeu” (Levine, 1975, p. 11).

O papel do “choque do petróleo”

Estamos agora no ponto de reexaminar o papel do choque do petróleo de 1973-1974. Ao contrário dos pressupostos apresentados nos parágrafos iniciais, muitos países detinham dívidas pesadas, tendo vivido crises de endividamento mesmo antes do choque do petróleo; e muitos bancos americanos e internacionais estavam profundamente envolvidos na concessão de empréstimos a esses países antes de 1973, apesar de seus históricos de endividamento (ou por causa deles?). O lance da OPEP foi o ato culminante da expansão dos preços das *commodities*, o que incentivou os bancos a considerarem os países do Terceiro Mundo como bons riscos para efeito de concessão de crédito no futuro. Os países mais procurados dos anos 70 para esse fim eram os *exportadores de petróleo*, muitos dos quais fortemente populosos e com uma alta demanda de importações (Venezuela, Nigéria, Indonésia, México).

Outros países devedores, especialmente o Brasil e a Coreia do Sul, tiveram efetivamente que fazer empréstimos para cobrir suas contas de importação de petróleo. A confiança dos bancos de que havia um guarda-chuva americano que garantia seus empréstimos àqueles países só pode ter sido reforçada pelo incentivo oficial dado à “reciclagem” dos excedentes de petrodólares pelos bancos comerciais. A alocação de “petrodólares” da Arábia Saudita e do Kuwait contribuiu para os fundos disponíveis para empréstimos, mas especialistas estimam que os petrodólares contribuíram com apenas 15% dos fundos totais do mercado do eurodólar (Williams, 1981: 64). A crise do preço do petróleo representou simplesmente mais lenha jogada na fogueira.

O que os bancos não perceberam é que: 1. eles próprios estavam afiançando (temporariamente) as crises das dívidas contraídas junto aos governos; 2. emprestando mais dezenas de bilhões de dólares para esses países já endividados em termos desfavoráveis (altas taxas de juros e vencimentos curtos) eles estavam garantindo que a próxima crise não se resolveria da forma tradicional, isto é, pela restauração da transferência líquida de capital para os devedores do Terceiro Mundo através do reescalonamento e de novos empréstimos.

Quando o México e o Brasil, os dois maiores devedores do Terceiro Mundo, falharam em 1982, a “solução” tradicional foi posta à prova. Se fosse deixado ao mercado achar uma solução, o mundo teria rapidamente mergulhado num caos financeiro, já que o instinto de cada banco credor era parar de emprestar e tentar reaver o que pudesse de seus ativos. As lideranças dos Estados Unidos (principalmente o Departamento do Tesouro e o Federal Reserve Board) e o FMI perceberam que isso deixaria todos os bancos sem nada. Os bancos contavam com que o FMI, o governo americano e outros governos os tirariam dessa situação. O FMI e o Banco Mundial dedicaram bilhões de dólares para pacotes de socorro, e os Estados Unidos e o BIS (Bank for International Settlements), atuando como intermediário para os bancos centrais dos países da OCDE, proveram alguns financiamentos “ponte”; mas isso não foi de longe suficiente para livrar os bancos.

Em vez disso, o diretor administrativo do FMI disse aos bancos que eles teriam que entrar no negócio exatamente como os credores oficiais vinham fazendo através do Clube de Paris há um quarto de século. A cada banco foi pedido que entrasse com uma porcentagem de sua exposição total correspondente a cada país (7% nos casos do México e do Brasil) para novos empréstimos. Isso permitiria aos países pagar seus juros de forma escalonada, *desde que os países alocassem uma parte de suas receitas de exportação para a concessão de novos empréstimos.*

Isso, no entanto, era exatamente o que a maioria dos devedores do Terceiro Mundo não estava preparada para aceitar. Num curtíssimo espaço de tempo, estes países teriam que fazer a mudança violenta entre um enorme influxo bruto de capital para financiar um excedente de importação (gastando mais do que possuíam) e a utilização de uma parcela considerável de suas próprias receitas para o serviço da dívida: “gastando menos do que precisaríamos gastar”, como dizia o argentino Aldo Ferrer (Ferrer, 1985). As condições legais dos contratos de empréstimos estavam fazendo a água subir a encosta: o Terceiro Mundo estava novamente mandando dinheiro para os países industrializados, desta vez na forma de serviço da dívida e *também* na forma de fuga de capital.

A transferência líquida havia se tornado negativa, como teria que acontecer alguma hora, uma vez que o universo financeiro não se pode expandir infinitamente. Da mesma forma que os empréstimos aumentaram quando a inflação fez estourarem as receitas de exportação nos anos 70 (postergando, assim, o “ponto de equilíbrio” previsto para a metade da década pela comissão Pearson), caíram subsequenteiramente à queda das receitas de exportação no início dos anos 80, precipitando a crise. Entre 1981 e 1982, os sete maiores devedores da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela) viveram um aumento coletivo de US\$ 5 bilhões nos custos de juros (sete por cento), uma queda de US\$ 7 bilhões nas receitas de exportação (nove por cento) e uma diminuição de novos empréstimos da ordem de US\$ 10 bilhões (dezesseis por cento). O México, contudo, inaugurou a crise da dívida com o *default* de 1982, não obstante o fato de suas receitas de exportação terem *crescido por volta de 238%* em apenas três anos, com sua produção de petróleo atingindo o apogeu no mesmo momento em que os preços do petróleo alcançavam o topo (Banco de Desenvolvimento Interamericano, 1984: 19, 34-35).

Nos anos que se seguiram a 1982, o “cartel de credores”, que incluía o governo americano, os bancos credores (particularmente os grandes, representados nas comissões de monitoramento de cada país devedor), o FMI e o Banco Mundial, tentou administrar a crise da dívida. Eles assumiram que se tratava meramente de um “problema de liquidez” que poderia ser superado se os credores continuassem a emprestar, fazendo o devedor aceitar os programas de austeridade do FMI. (Entre outras condições, o FMI insistia na liberalização do comércio, impedindo, dessa forma, que os devedores planejassem o uso mais desejável de suas escassas divisas externas.)

O plano não funcionou. Os países devedores assinavam acordos de *stand by* com o FMI para conseguir dinheiro novo de seus outros credores, quebrando-os em seguida por serem insuportáveis os custos econômicos e sociais. Credores e devedores reescalonaram pagamentos do serviço da dívida quase que continuamente, num processo que mais parecia um jogo de pôquer, em que os credores esperavam levar mais em pagamentos

de juros do que ter que colocar de dinheiro novo, e em que os devedores jogavam pelo contrário.

O patente fracasso dessa estratégia impeliu o governo americano a propor o Plano Baker em 1985, que era meramente a estratégia antiga com algumas mudanças cosméticas. Essas mudanças incluíam um novo papel para o Banco Mundial (mas sem qualquer intenção de abrir mão da exigência dos programas de austeridade do FMI) e uma ênfase retórica em “crescimento”, apesar de ninguém conseguir explicar como os países poderiam crescer enquanto estivessem mandando para fora sua riqueza na forma de pagamentos do serviço da dívida.

Um efeito paradoxal da estratégia dos credores foi o enfraquecimento da disciplina do FMI. Isso se tornou inevitável quando, para cada reescalonamento, um acordo com o FMI era condição *sine qua non*. Como todo o mundo soubesse que a alternativa ao reescalonamento era o não pagamento, o que os credores temiam mais ainda do que os devedores, estes foram gradualmente ganhando força suficiente para escrever seus próprios acordos com o FMI e convencer o governo americano a forçar sua aceitação pelo FMI (como fizeram a Argentina em 1984 e o México em 1986).

Constitui, no entanto, uma razão mais fundamental para o declínio da autoridade do FMI o fato de que os países devedores agora estavam mandando fundos para o Norte, e não vice-versa. Alguns governos (quando não os próprios cidadãos) achavam interessante aceitar a tutela do FMI quando isso fosse recompensado com um generoso influxo de fundos estrangeiros; mas a inversão desse fluxo tornou as recompensas muito menos atraentes. Em 1986, o presidente do Brasil até ameaçou impor condições aos Estados Unidos — a aceitação das exportações brasileiras no mercado americano — em troca do serviço da dívida.

A contrapartida de recursos reais à “transferência líquida negativa” de fundos da América Latina — o excedente de exportação de que esta precisava para fazer qualquer pagamento de sua dívida — estava produzindo o efeito previsivelmente doloroso sobre os industriais e trabalhadores baseados nos Estados Unidos. Da mesma forma que as economias latino-americanas tinham vivido uma abrupta reversão em seus excedentes de

importação, a economia americana de repente via-se forçada a aceitar um excedente de importação do Terceiro Mundo, depois de ter gozado, por décadas, de um excedente de exportação com aquelas economias. A perda de fábricas e empregos levou a um inevitável isolamento político dos grandes bancos na medida em que foi-se percebendo que cada dólar pago aos bancos pelo serviço da dívida era um dólar que não estaria disponível para pagar por importações. A solução para a dívida proposta por Bill Bradley, do Senado americano, em 1986, foi uma reação à dor na economia americana pela perda não compensada de seus mercados na América Latina.

O Plano Bradley contestou os mitos do Plano Baker e, pela primeira vez, incorporou ao discurso vigente o fato de que a solução da crise da dívida passava necessariamente por uma *redução* da dívida e o reconhecimento de perdas. Era, contudo, tão imperialista quanto o Plano Baker ao assumir que os Estados Unidos tinham o direito de impor condições — principalmente concessões comerciais que abrissem os mercados dos devedores para exportações americanas — em troca de um perdão limitado e caso a caso da dívida.

A primavera de 1987 trouxe dois acontecimentos que marcaram uma virada na crise da dívida. O maior devedor do Terceiro Mundo, o Brasil, interrompeu o pagamento de juros sobre a porção correspondente aos bancos comerciais de sua dívida de 108 bilhões de dólares. Vários devedores menores — Equador, Peru e Bolívia — já haviam suspenso o pagamento de juros.

Respondendo a esse golpe, o CITICORP, o maior banco comercial americano e líder absoluto nos empréstimos ao Terceiro Mundo, anunciou estar separando 3 bilhões de dólares como reserva contra dívidas terceiro-mundistas duvidosas. Com isso, o CITICORP inverteu completamente sua posição inicial, abandonou o cartel de credores — o qual liderava ferozmente — e demoliu o que ainda sobrava de credibilidade do Plano Baker, deixando o governo americano sem uma política para a dívida do Terceiro Mundo. Outros bancos americanos e ingleses seguiram rapidamente o exemplo.

Qual será o provável futuro da dívida do Terceiro Mundo? Tanto líderes dos países desenvolvidos quanto dos países devedores ainda se apegam à esperança de que a ordem “natural”

do fluxo de capital do Norte para o Sul possa ser restaurada. Aritmética elementar indica que isso só pode ser alcançado se aumentarem em estúpidas proporções os influxos brutos, ou se forem drasticamente reduzidos os pagamentos de juros. A primeira opção é altamente improvável. Os eventos do início de 1987 indicam que a segunda é o que provavelmente ocorrerá.

A expansão do crédito dos anos 70 levou inexoravelmente à crise dos anos 80. Os pobres de muitos países devedores estão pior do que estavam antes do início da onda de endividamento (McCoy, 1987). Os bancos têm recebido a contragosto a notícia de que teriam que arcar com uma parte dos custos da festa. A essência da crise dos anos 80 é que não há ninguém que queira aderir a esta altura ao “esquema de Ponzi” com capital suficiente para restaurar a transferência líquida dos devedores. Os países devedores, por sua vez, não estão dispostos a entregar uma transferência líquida para o Norte perpetuamente, o que estariam fazendo se continuassem a efetuar o pagamento de juros integrais. *Defaults*, repúdios, lançamentos de perdas e o perdão, portanto, de algum modo misturados, são as formas através das quais a crise da dívida terá que ser “solucionada”.

A crise da dívida jamais será solucionada enquanto os responsáveis pela política norte-americana insistirem que países como o Brasil e a Coréia devam continuar com o serviço da dívida e, ao mesmo tempo, restringir suas exportações aos Estados Unidos. Tal situação contraditória demonstra a falta de compreensão das mais íntimas conexões entre comércio e finanças, e perpetua as próprias contradições que levaram inexoravelmente à atual crise.

A única maneira de prevenir futuras crises de endividamento é limitar drasticamente fluxos internacionais de capital desequilibrados, o que significa abandonar o mito perigoso de que os países do Terceiro Mundo precisam importar capital estrangeiro. A crise atual praticamente eliminou os fluxos “de mercado” para os devedores problemáticos. Muitos danos poderiam ser evitados se os emprestadores aceitassem suas perdas e os devedores repudiassem suas velhas dívidas (o que lhes permitiria acesso a enormes quantidades de seu próprio capital), renunciando a esperanças de receber futuros empréstimos. O mundo poderia então ser reconstruído em bases mais realistas,

e o comércio internacional poderia voltar a crescer mais lentamente, porém em bases mais saudáveis. O subproduto mais positivo de tal curso seria a autonomia adquirida pelos países anteriormente endividados, em lugar da submissão servil porém insincera ao capital financeiro que ainda subjuga o Terceiro Mundo.

O fracasso do modelo posterior a 1982 de “empurrar com a barriga” é, neste ponto, tão evidente que não é provável que ele sobreviva à inauguração da nova administração americana em janeiro de 1989. Até mesmo o Banco Mundial, na introdução de seu *World Debt Tables* de 1988, confessou o fracasso da estratégia e marcadamente enfatizou um pouco conhecido desenvolvimento na Bolívia que contrasta com a estratégia oficial de administração da dívida.

A Bolívia, o pior dos “casos perdidos” dentre os devedores latino-americanos, foi autorizada pelo cartel dos credores a comprar de volta sua própria dívida a preços de mercado (atualmente, em função de sua incapacidade de pagar juros, apreçados em apenas 8 a 10 *cents* por dólar). Esta é uma estratégia extremamente perigosa para os credores por causa do incentivo perverso embutido nela: os preços de mercado da dívida dependem não só das condições econômicas do país devedor mas também da intenção de pagar de seu governo; assim, teoricamente, a declaração de *default* por um país poderia abaixar o preço de sua dívida e permitir a sua compra de volta a preços de barganha. Está claro que, no momento, a Bolívia é o único devedor disposto a seguir essa estratégia (não só foi *autorizada* a fazer isso, como também os governos credores estão em realidade contribuindo para um fundo criado para esse propósito), porque seu atual governo é subserviente aos credores e, de outra forma, segue os desejos dos Estados Unidos e do FMI.

É possível, contudo, que o modelo boliviano aponte o caminho para uma eventual “solução” da crise da dívida, patrocinada pelos credores, que traz alguma semelhança com a maneira através da qual a dívida não-paga da América Latina foi eventualmente equacionada nos anos 30. Se a solução boliviana (ou qualquer variante que permita uma diminuição das razões serviço/exportação e serviço/PNB da dívida) fosse seletivamente estendida para outros governos que demonstrassem sua intenção

de conformar-se às exigências dos Estados Unidos e ao estilo das do FMI no tocante à liberalização do câmbio e das importações, incentivos ao investimento estrangeiro, etc., o caminho ao menos estaria livre para quantidades modestas de novos investimentos e para uma menos modesta recuperação das exportações dos Estados Unidos e de outros países credores. Para os governos credores, esse pode ser o caminho mais efetivo para desarmar a bomba-relógio política de ressentimento populista e fortalecer seus próprios interesses, recompensando e fortalecendo as lideranças conservadoras, que poderiam zelar mais efetivamente pelos interesses existentes e potenciais dos credores de seus respectivos países.

Para que não se imagine que esta é uma avaliação otimista de um eventual desenrolar da crise da dívida, isto é, a redução do peso do serviço da dívida a um nível que permita a retomada de investimentos e do comércio, deve ser acrescentado que tais medidas serão tomadas não para ajudar os povos do Terceiro Mundo, mas para evitar a ameaça política atualmente existente em todos os principais países devedores (como demonstrado pelo forte destaque de Cardenas nas recentes eleições mexicanas). O perdão da dívida, em outras palavras, tornou-se para os credores uma necessidade política que se impõe para abortar revoltas populistas que ameaçam antecipar reestruturações radicais; e este esquecimento será seletivamente distribuído como recompensa aos governos que aceitem o tipo de "reforma" de ajuste estrutural que é atualmente conduzido pelo Banco Mundial e pelo Plano Baker. E não será panacéia nem para a dependência dos governos do Terceiro Mundo nem para a miséria de seu povo, mas exatamente o contrário.

Fontes

- Chenery, H. B. e A. M. Strout, 1966. "Foreign Assistance and Economic Development", *American Economic Review*, 56 (4).
- Costanzo, G. A., 1965. "Latin American Myths and Realities", in *Barron*, 31 de maio.
- Ferrer, Aldo, 1985. *Living Within Our Means*, Boulder, Westview Press.

- Griffin, Keith, 1971. "The Role of Foreign Capital", in *Financing Development in Latin America*, Keith Griffin (ed), Londres, Macmillan.
- Banco de Desenvolvimento Inter-americano, 1984. *External Debt and Economic Development in Latin America*, Washington, D.C., Banco de Desenvolvimento Interamericano.
- McCoy, Charles F., 1987. "Beyond the Dollars: Debt Crises is Inflicting a Heavy Human Toll in Dominican Republic", *Wall Street Journal*, 20 de agosto.
- Nowzad, Bahram e Richard C. Williams, 1981. *External Indebtedness of Developing Countries*, IMF Occasional Papers N.º 3, Washington, D.C., FMI.
- William, R. C. *et alii*, 1981. *International Capital Markets 1981*, IMF Occasional Papers N.º 7, Washington, FMI.

As soluções para a crise da dívida*

Jeffrey Sachs**

Estamos nos aproximando do sexto aniversário da erupção da crise da dívida nos países em vias de desenvolvimento. Hoje, com a perspectiva que temos devido à passagem destes anos, podemos perceber claramente que esta crise na verdade se compõe de duas crises: a crise financeira dos bancos que fizeram empréstimos aos países em vias de desenvolvimento e a crise econômica dos próprios países devedores. Nosso governo dedicou enormes recursos políticos e econômicos à proteção de nossos bancos comerciais, pressionando e incentivando os países devedores a continuar pagando os juros da dívida aos bancos. De fato, os principais países devedores e a maior parte dos países devedores menores têm respondido positivamente a esta pressão, realizando grandes e contínuos pagamentos aos bancos comerciais, apesar da profunda deterioração econômica destes países. Como resultado destes seis anos de pressão, conseguimos salvar os bancos, mas perdemos os países!

Consideremos a situação da América Latina, a região que possui a maior dívida externa. A inflação nesta região está numa

* Depoimento perante o Subcomitê Bancário do Congresso dos Estados Unidos, julho de 1988.

** Da Harvard University, EUA.

média de 200% ao ano, e o Brasil e a Argentina sofrem de uma virtual hiperinflação. A inflação virulenta e a resultante queda nas condições de vida da população devem-se em boa parte ao peso da dívida externa. Sob pressão dos EUA e de outros países credores, a Argentina, o Brasil e outros países devedores estão lutando com todas as forças para continuar pagando os juros sobre sua dívida bancária. Por que é que estes países o fazem apesar dos grandes e óbvios prejuízos que estes pesados pagamentos de juros causam às suas economias? A resposta é simples, mas talvez seja surpreendente. Estes governos querem obedecer às regras do jogo e querem trabalhar de forma harmoniosa com os EUA, a Europa e o Japão. Os EUA (através do FMI, do Banco Mundial, do Clube de Paris, etc.) lhes mostrou quais são estas regras e eles estão procurando segui-las. A pergunta mais importante não é por que os países devedores estão se esforçando tanto para obedecer às regras, mas por que os EUA estão ajudando a estabelecer regras que em muitos casos são politicamente suicidas para governos amistosos, reformistas e democráticos em nosso hemisfério.

A atual política da dívida está causando uma polarização e uma radicalização na política dos países latino-americanos. Alguns governos reformistas (como o de Alfonsín e o de Miguel de la Madrid) gostariam de pagar uma parte da dívida, aquela que estaria dentro da capacidade econômica e política de seus países. Mas como os EUA estão obrigando a pagar toda a dívida, estes governos estão sendo cada vez mais abalados por opositores mais radicais, que estão conseguindo apoio devido a sua promessa de não pagar nenhuma parte da dívida. Portanto, a posição extremista dos EUA, por um lado, está gerando um extremismo no outro sentido, em toda a América Latina. Ironicamente, agora, mesmo os interesses a longo prazo dos bancos estão sendo prejudicados pela posição inflexível do Tesouro norte-americano. Alguns bancos já reconheceram este fato, e estão, de forma pública ou particular, apoiando iniciativas como a do plano do American Express Bank, que estabeleceria um mecanismo internacional para alívio da dívida. Meu depoimento irá ressaltar quatro pontos. Em primeiro lugar, uma política de redução seletiva da dívida poderia ajudar substancialmente os interesses americanos, em matéria de política externa no mundo

devedor, e poderia constituir-se num impulso importante à reforma econômica nos países devedores. Também tenderia a proteger, e não prejudicar, a posição dos bancos, a longo prazo, através do reforço da posição política de governos moderados que se dispõem a pagar uma parte do serviço da dívida. Em segundo lugar, os bancos comerciais poderiam agora facilmente absorver uma quantia significativa de redução da dívida. Em terceiro lugar, é o atual enfoque, e não a estratégia de redução da dívida, que coloca a maior ameaça aos contribuintes norte-americanos. Contrariamente às afirmações do secretário Baker, é a abordagem atual que está de fato suprindo os bancos com dólares dos contribuintes. E em quarto lugar, existem muitas abordagens possíveis e razoáveis que poderiam resolver a crise atual, ou numa escala global ou através de tratamentos individualizados para cada caso.

Antes de nos determos nestes pontos, é muito importante enfatizar dois aspectos fundamentais de qualquer solução realista para a crise da dívida.

Em primeiro lugar, precisamos adotar um enfoque verdadeiramente individualizado, caso por caso, que reconheça o fato que alguns países (como por exemplo Argentina, Bolívia, Costa Rica, Peru, Equador) nunca poderão pagar grande parte de suas dívidas, enquanto que muitos outros podem pagar boa parte ou toda sua dívida. Em segundo lugar, o apoio oficial à redução da dívida deve ser condicionado a reformas econômicas nos países devedores, e portanto os mecanismos de redução da dívida devem ser condicionados aos vínculos com o FMI e com o Banco Mundial. É falso afirmar que o alívio da dívida acabaria com o incentivo à reforma econômica. Pelo contrário, a redução da dívida tornaria a reforma econômica politicamente possível e viável na América Latina.

A política da reforma econômica e a administração da crise da dívida

A década de 80 tem sido um período de importantes reformas políticas e econômicas na América Latina. Ironicamente, enquanto que de início a crise da dívida representava um incentivo à reforma, agora a posição linha dura dos EUA em relação

à dívida pode ser um dos principais obstáculos à continuação dos esforços em prol de uma reforma.

No decorrer da última década, a América Latina passou por uma notável onda de democratização. Durante a década de 70 e o início da década de 80, os governos militares da Argentina, da Bolívia, do Brasil, do Peru, do Equador e de outros países realizaram uma administração extremamente deficiente das economias nacionais e ajudaram a provocar a crise da dívida nesses países. Quando a economia mundial piorou no início da década de 80, e a crise da dívida atingiu a América Latina com toda sua força, os governos militares voltaram aos quartéis e deixaram que governos democráticos recém-eleitos juntassem os pedacinhos. Prejudicados por instituições políticas extremamente frágeis e demandas sociais grandes e insatisfeitas há tempo, estes governos democráticos teriam tido, sob quaisquer circunstâncias, dificuldades enormes para realizar reformas. E no meio de uma crise da dívida, com o mundo credor pressionando para conseguir enormes pagamentos de juros sobre a dívida, estes governos têm tido grandes dificuldades para conquistar mesmo uma estabilidade econômica básica, quanto menos uma reforma sócio-econômica verdadeira.

Infelizmente, o Tesouro norte-americano tem feito muito pouco no sentido de reconhecer os problemas das novas democracias do nosso hemisfério (ou em outras partes do mundo, como por exemplo as Filipinas). Os governos que têm obedecido à posição oficial dos credores em relação à dívida têm, em praticamente toda parte, sofrido catástrofes eleitorais a cada eleição sucessiva. Consideremos alguns exemplos.

Argentina: Após vários anos de programas do FMI e grandes dificuldades com o pagamento do serviço da dívida, o governo fortemente reformista do presidente Raúl Alfonsín perdeu decisivamente as cruciais eleições parlamentares e provinciais de setembro de 1987. Como resultado, o governo perdeu o controle da situação econômica e enfrenta a possibilidade de uma nova hiperinflação. No dia 9 de julho, o partido peronista escolheu seu candidato à eleição presidencial do ano que vem. Ambos os pré-candidatos peronistas haviam atacado a política de Alfonsín de pagamento da dívida, mas o vencedor (Carlos Menem) ganhou em parte devido à sua posição mais agressiva

a favor de uma moratória da dívida. A dívida da Argentina decresceu em valor, de um preço de 47 centavos por dólar, antes da eleição, para 25 centavos por dólar hoje.

Equador: O governo do presidente León Febres Cordero era um dos governos prediletos do Tesouro norte-americano. Ele empreendeu reformas de mercado livres e pagou suas dívidas até que ocorreu um terremoto devastador, no ano passado. Nas negociações realizadas no ano passado com o Equador, os bancos comerciais e o Tesouro norte-americano recusaram-se a contemplar qualquer programa significativo de redução da dívida. Os bancos adotaram uma linha dura em relação ao Equador, insistindo num enfoque "convencional" em relação à dívida, e agora eles perderam a aposta. O governo foi decisivamente derrotado em janeiro último, numa eleição na qual o candidato apoiado pelo governo chegou em terceiro lugar, atrás de dois outros candidatos que prometiam uma posição muito mais dura em relação à dívida. Logo antes da eleição, a dívida do Equador estava aproximadamente 45 centavos o dólar. Agora está a mais ou menos 27 centavos o dólar.

México: O governo de Miguel de la Madrid realizou reformas econômicas importantes e corajosas durante os últimos anos, principalmente desde 1985. O México tem sido governado, a nível realmente notável, por uma equipe de tecnocratas interessada na liberalização do mercado e na modernização política. Durante este período, o México tem continuado a pagar o serviço de sua dívida apesar de passar por um período de grande austeridade, condições de vida cada vez mais baixas e um ritmo crescente de inflação interna. Agora sabemos que o governo pagou por esta política com um fracasso eleitoral de proporções históricas, às mãos de um candidato da oposição, Cuatemoc Cardenas, que colocou a moratória do pagamento da dívida no cerne de seu programa político. Embora ainda não se possa prever o resultado das eleições da semana passada, existe agora uma probabilidade muito menor de que o novo governo mexicano mantenha tanto a reforma econômica quanto o serviço total da dívida.

Peru: Entre 1980 e 1985, o governo do presidente Fernando Belaunde Terry procurou implementar várias medidas de reforma econômica. Assim como nos outros casos, o grande peso

da dívida contribuiu para um colapso do apoio político e da estabilidade econômica. Em 1985, o presidente Alán García e o partido de oposição APRA subiram ao poder, com um programa de suspensão unilateral do pagamento da dívida. As ações unilaterais do novo governo em relação à dívida, apesar de justificadas em vista de grave situação econômica do Peru, foram recebidas com grande hostilidade na comunidade financeira mundial. O Peru pagou um preço alto pela moratória da dívida. No caso, o ambiente político e econômico continuou a deteriorar-se rapidamente. Nas últimas pesquisas de intenção de voto para as eleições presidenciais que deverão ocorrer em 1990, o candidato da coligação marxista de partidos está adiante dos outros.

Estes e outros casos demonstram claramente o impasse político que confronta os governos de países devedores que "obedecem as regras do jogo" em relação à dívida, ou os governos que confrontam o Tesouro norte-americano quando este se dispõe a brigar (como no caso do Peru). Os três maiores devedores, Argentina, Brasil e México, estão hoje virtualmente ingovernáveis. Existem, porém, dois casos (Bolívia e Costa Rica) nos quais o Tesouro seguiu uma linha muito mais moderada e os êxitos nestes dois países têm sido notáveis.

Bolívia: O governo do presidente Hernán Siles Suazo começou em 1982, após 18 anos de governo militar. Preso entre grandes demandas sociais e enormes pagamentos do serviço da dívida em 1983 e 1984, o governo presidiu uma hiperinflação que chegou a 40.000% ao ano no primeiro semestre de 1985. O governo que o sucedeu, de Victor Paz Estenssoro, tem sido brilhante e decisivo na implementação de muitas reformas internas, que tiveram como resultado a retomada do crescimento econômico e a eliminação completa da hiperinflação (o índice de inflação na Bolívia tem sido praticamente o mais baixo da América Latina durante os dois últimos anos).

Note-se, porém, que os êxitos obtidos pelo governo de Paz Estenssoro foram facilitados pela suspensão completa feita pela Bolívia de todos os serviços da dívida junto aos bancos comerciais, juntamente com um programa de recompra da dívida que deverá virtualmente eliminar a dívida bancária da Bolívia, ao preço de 11 centavos por dólar. No caso da Bolívia, o Tesouro

norte-americano aceitou a moratória do serviço da dívida, deu grande apoio ao caso da Bolívia perante as instituições financeiras internacionais e apoiou o programa de recompra da dívida.

Costa Rica: O governo do presidente Oscar Arias tem mantido uma suspensão unilateral parcial dos pagamentos do serviço da dívida junto aos bancos comerciais e ao mesmo tempo implementou um impressionante programa de reforma econômica. Assim como fez com a Bolívia, o governo norte-americano aceitou a suspensão do serviço da dívida costarriquenha, que ultrapassa os 100% do seu PNB. Os resultados globais do programa econômico da Costa Rica têm sido muito positivos: rápido crescimento econômico, baixa inflação e rentabilidade econômica global.

Diferentemente do caso da Bolívia, porém, ainda não houve qualquer resolução a longo prazo do problema da dívida (por exemplo através de recompra), embora Costa Rica e os bancos comerciais estejam ativamente considerando várias propostas de redução da dívida. Infelizmente o Tesouro norte-americano aparentemente bloqueou uma iniciativa que teria usado garantias do Banco Mundial para apoiar parte do processo de redução da dívida de Costa Rica (veja discussão abaixo).

As lições a serem aprendidas com os casos da Bolívia e de Costa Rica devem ser bastante claras. Uma suspensão parcial ou completa dos pagamentos do serviço da dívida pode ser coadjuvante importante de um programa de reforma econômica bem-sucedido. Em ambos os países, a atitude tomada em relação à dívida deu ao governo a brecha política e os recursos econômicos necessários para a implementação de um programa econômico extremamente difícil. Em ambos os casos, a ação unilateral tomada em relação à dívida mereceu o apoio do Tesouro norte-americano porque: 1. os países têm governos democráticos, de significativa importância política para os Estados Unidos; 2. a dimensão da dívida destes dois países é tal que é óbvio que nenhum deles é capaz, a longo prazo, de pagar seu serviço; 3. ambos os governos estão implementando um programa ativo de reformas econômicas. Por estes critérios, países como a Argentina, o Equador, as Filipinas e vários outros mereceriam um apoio semelhante.

Os bancos poderiam absorver um nível significativo de redução da dívida

Durante muitos anos, pareceu que a única atitude prudente que poderia ser adotada por nosso governo seria uma linha dura em relação à dívida, em vista de uma posição aparentemente frágil dos grandes bancos dos EUA. No final de 1982, por exemplo, os grandes bancos norte-americanos tinham mais de 180% de seu capital preso em empréstimos à América Latina. Mas é muito importante notar que, seis anos após a deflagração da crise da dívida, os bancos comerciais norte-americanos já não estão numa posição frágil, devido à sua exposição (vulnerabilidade) aos países em desenvolvimento, de modo que ocorreu uma grande expansão das opções possíveis para a administração da crise.

Com relação a isto, podem ser enfatizados três pontos. Em primeiro lugar, durante o período de 1982 a 1988, os bancos comerciais norte-americanos reconstruíram sua base de capital, ao mesmo tempo que pararam de aumentar seus compromissos líquidos junto à América Latina. Ademais, os principais países devedores continuaram a pagar a maior parte dos juros de suas dívidas durante estes anos. O efeito global tem sido de uma grande redução na taxa de exposição dos grandes bancos, de modo que hoje eles têm em média menos de 100% de seu capital bancário amarrado na América Latina.

Em segundo lugar, os valores de mercado de ações dos bancos norte-americanos já refletem uma perda antecipada significativa no valor de seus ativos relacionados aos créditos concedidos ao Terceiro Mundo, de acordo com os descontos secundários de mercado da dívida de países em desenvolvimento. Em outras palavras, bancos como o Citicorp e o Chase Manhattan já estão sendo avaliados no mercado de ações como se seus direitos sobre a Argentina valessem 30 centavos o dólar, e no México 50 centavos o dólar. As implicações deste desconto de mercado são sérias: os grandes bancos norte-americanos poderiam, agora, vender seus ativos de créditos concedidos ao Terceiro Mundo com um desconto significativo, sem reduzir ainda mais o valor das ações do banco. Da mesma forma, poderiam aceitar um título seguro (por exemplo, garantido pelo Banco

Mundial) com uma taxa de juro abaixo da taxa de mercado, em troca dos atuais ativos arriscados que possuem, à taxa de juros do mercado.

Em terceiro lugar, o alívio da dívida poderia provavelmente ser estruturado de um modo que não prejudicasse a base de capital dos bancos. Consideremos, por exemplo, um caso no qual um banco desistiria de seus direitos atuais sobre o México em troca de um direito reestruturado que possua o mesmo valor de face do principal, mas com apenas metade da taxa de juros do mercado. (A dívida mexicana está a aproximadamente 50 centavos o dólar, valor de face.)

Suponhamos também que o pagamento dos juros do novo direito seja garantido, ou através de um colateral fornecido pelo México ou através de uma garantia fornecida pelo Banco Mundial ou alguma outra instituição credora. Com os procedimentos contábeis de praxe (especialmente o FASB 15), uma tal reestruturação da dívida provavelmente permitiria ao banco levar a nova dívida ao valor de face original, e assim a não declarar uma perda de capital, mesmo que a dívida leve uma taxa de juros abaixo da taxa de mercado.

No final, uma tal reconversão da dívida teria as seguintes implicações: 1. a redução dos pagamentos de juros contratuais pela metade; 2. nenhuma perda contratual na avaliação do banco no mercado de ações, já que o direito que o banco possui contra o México já está sendo cotado a metade do valor de face; 3. nenhuma necessidade (sob o FASB 15) para o banco cancelar o valor de capital de seu ativo no México, já que o principal devido sob a dívida convertida seria o mesmo que sob a dívida original.

Finalmente, observe-se o fator fundamental que permitiria aos bancos aceitar o corte pela metade das taxas de juros. Os bancos deveriam se dispor a desistir de seu direito atual a taxas de juros normais em troca de um direito à metade da taxa de juros do mercado, sob a condição desta receita reduzida de juros se tornar absolutamente segura, através de colateralidade, *seniority*, garantias do Banco Mundial ou qualquer outro acordo financeiro. O título Morgan-México fracassou exatamente porque os pagamentos dos juros sobre os novos títulos não foram segurados através de colateralidade ou algum outro tipo de garantia.

Alívio da dívida e obrigação do contribuinte

O atual governo norte-americano se opôs à maioria das propostas de alívio da dívida com a alegação de que elas implicariam um nível exagerado de obrigação potencial dos contribuintes. Assim, o secretário James Baker bloqueou várias propostas de utilização de garantias do Banco Mundial a instrumentos de conversão da dívida que permitiriam aos países devedores reduzir as taxas de juros contratuais de suas dívidas a níveis abaixo do mercado (como no exemplo dado no item anterior). Este é um argumento politicamente forte, mas de modo geral pode-se dizer que é um argumento falho. O meu ponto de vista é que é o enfoque que está sendo dado atualmente à questão, e não o enfoque da redução da dívida, que mais provavelmente implicará um nível significativo de obrigação do contribuinte.

O ponto analítico é bastante óbvio. Suponhamos que um país devedor deva dinheiro tanto a bancos comerciais quanto a credores oficiais. É lógico que o dinheiro devido a credores oficiais (por exemplo o FMI, o Banco Mundial, as agências de crédito de exportação dos países credores, etc.) é dinheiro que indiretamente é devido aos contribuintes. Se a dívida global for muito grande para o país pagar, então os bancos comerciais e os credores oficiais (os contribuintes) terão que dividir a perda. Quanto mais a perda for absorvida pelos bancos, menos terá que ser absorvida pelos contribuintes, e vice-versa. Se os direitos dos bancos forem inteiramente protegidos, então os contribuintes terão que absorver todas as perdas decorrentes da dívida não paga.

Sob a estratégia de administração da dívida do atual governo norte-americano, não se espera dos bancos comerciais que eles absorvam quaisquer perdas. Isto significa, na prática, que é o contribuinte que deve absorver a redução da capacidade de pagar o serviço da dívida dos países devedores. Até aqui, os contribuintes não sofrem perdas explícitas, mas perdas que são muito bem ocultadas sob a forma de novos empréstimos, reescalonamentos e assim por diante. Basicamente, o governo norte-americano, juntamente com outros governos credores e as instituições oficiais, tem apoiado vários mecanismos para se assegu-

rar de que os credores oficiais não recebam muito em termos de serviços líquidos sobre seus ativos, para que os países devedores possam dedicar a maior parte dos serviços de dívida que pagam aos bancos comerciais.

Os contribuintes acabam pagando o pato, das seguintes formas:

1. as instituições oficiais, como por exemplo o Banco Mundial, fazem novos empréstimos aos países devedores, para que eles tenham mais recursos para poder pagar o serviço de suas dívidas junto aos bancos comerciais;

2. para apoiar estes empréstimos oficiais, pede-se aos contribuintes que apoiem as instituições financeiras internacionais com apropriações orçamentárias, como o aumento geral de capital no valor de US\$ 75 bilhões, para o Banco Mundial, que está no momento sendo discutido no Congresso;

3. através do mecanismo do Clube de Paris, os credores oficiais perdem boa parte ou todos os juros devidos nos empréstimos de um governo para o outro; assim, enquanto os bancos comerciais recebem o pagamento dos juros que lhes são devidos pelos países devedores, os credores oficiais permitem aos países devedores que adiem os pagamentos de juros que lhes devem;

4. alguns governos credores individuais, principalmente o Japão durante os últimos anos, concedem novos empréstimos de governo para governo, que direta ou indiretamente ajudam os países devedores a cobrir o serviço das suas dívidas junto aos bancos comerciais;

5. sob a égide das novas propostas para a dívida africana feitas na reunião de cúpula de Toronto, os credores oficiais irão cancelar formalmente uma parte da dívida dos países africanos mais pobres. O que é importante e interessante é que aparentemente os governos credores nem mesmo sugeriram que os bancos comerciais participassem de um cancelamento *pro rata* do valor devido a eles.

Através destes mecanismos, os credores oficiais continuam a realizar transferências de recursos líquidos a muitos países devedores (por exemplo, eles concedem novos empréstimos em excesso do serviço de dívida que lhes é pago pelos países devedores), enquanto que os bancos comerciais recebem grandes transferências de recursos líquidos destes mesmos países devedores.

Em essência, a tolerância dos órgãos oficiais em relação ao pagamento do serviço da dívida ajuda a financiar a continuação dos pagamentos dos juros devidos aos bancos comerciais.

O objetivo desta discussão não é rejeitar a importância da assistência oficial aos países devedores e nem do alívio puro e simples da dívida junto aos órgãos oficiais. Como já realcei anteriormente, os países devedores estão realmente passando por enormes dificuldades. O que quero demonstrar é que da forma como estão estruturadas as regras do jogo, boa parte desta assistência oficial acaba ajudando os bancos comerciais e não os próprios países devedores. A não ser que os bancos comerciais sejam pressionados muito mais fortemente a assumir sua parte no alívio do peso da dívida (ou através do perdão da dívida ou através do refinanciamento de uma parcela muito maior dos pagamentos de juros que lhes são devidos), os acordos atuais cheiram a um sistema sutil, difícil de ser controlado, de subsídio dos bancos comerciais.

Na verdade, a melhor forma de proteger o contribuinte seria pressionar os bancos comerciais a aceitar uma parte das perdas sobre o que lhes é devido. Se os juros devidos sobre as dívidas junto aos bancos comerciais fossem substancialmente reduzidos, a urgência de novas instituições financeiras internacionais, ou de novos reescalamentos do Clube de Paris ou semelhantes, seria muito reduzida.

Várias propostas para o alívio da dívida

Essencialmente, há três tipos de propostas de alívio da dívida que estão sendo objeto de discussão ativa na comunidade financeira. O primeiro tipo de alívio são os chamados esquemas “voluntários”, baseados no mercado, tipo a troca de títulos Morgan-México e o programa de recompra boliviano. O segundo tipo de proposta para o alívio da dívida pede simplesmente uma mudança nos procedimentos do FMI e do Banco Mundial, dando um perdão oficial maior aos atrasos dos países devedores nos pagamentos das dívidas junto aos bancos comerciais. O terceiro tipo de proposta para o alívio da dívida pede uma utilização maior do dinheiro oficial para vários esquemas de redução da dívida, inclusive recompra, garantias para bônus

de saída e assim por diante. Um enfoque popular neste sentido é o estabelecimento de uma instituição internacional para a dívida que ajude a administrar uma redução substancial da dívida que os principais países devedores têm junto aos bancos comerciais.

Não há lugar neste depoimento para oferecer uma descrição detalhada destas três diferentes propostas. Eu quero apenas fazer algumas observações gerais referentes às forças e às fraquezas destas alternativas.

De forma geral, uma redução real e significativa da dívida exigirá um papel ativo e de apoio por parte dos governos credores e das instituições oficiais. Os governos credores só poderão barganhar com os bancos comerciais por uma redução de suas dívidas se os bancos comerciais se convencerem de que: 1. os governos credores não exercerão pressão financeira ou de política exterior sobre o país devedor para que ele continue a pagar todo o serviço de sua dívida; 2. a comunidade oficial não irá indiretamente socorrer os bancos através da concessão de novos empréstimos oficiais ao país devedor. Até agora, os bancos não têm se disposto a entabular conversações com os países devedores em torno de uma solução a mais longo prazo para a dívida, em parte porque estas duas condições não têm sido claramente aceitas. Em quase todos os casos (com a exceção da Bolívia e da Costa Rica), pareceu ser do interesse dos bancos manter uma linha dura, já que eles assumem que o Tesouro norte-americano os apóia nas negociações.

Provavelmente, o passo que por si só seria mais efetivo, que poderia ser tomado no sentido de incentivar o alívio da dívida, seria que nosso governo e as instituições internacionais reconhecessem a legitimidade dos atrasos dos pagamentos dos juros devidos aos bancos comerciais, quando o peso da dívida for demasiado grande para que se possa pagar todo seu serviço. Quando os bancos comerciais reconhecerem que a comunidade oficial está perdendo alguns atrasos no pagamento da dívida particular, eles ficariam muito mais abertos para procurar soluções realistas a longo prazo para a reestruturação dos contratos da dívida.

Outro motivo pelo qual se fará necessário o apoio oficial para o alívio da dívida é para que se possa resolver o chamado

“problema de ação coletiva” que aflige todos os esquemas de alívio voluntário da dívida. O problema básico dos esquemas “voluntários” é que cada credor sente-se incentivado a opor-se ao alívio da dívida, esperando que os outros credores perdoem seus direitos. Por exemplo, mesmo que cada banco individual reconheça que a dívida de determinado país deva ser cortada pela metade, pode ser do interesse do banco continuar a exigir o pagamento integral do que lhe é devido, esperando ao mesmo tempo que todos os outros credores peçam apenas metade do que teriam direito a receber.

É óbvio que é esta tendência de cada credor individual resistir ao alívio da dívida que faz com que a maior parte das operações de alívio de dívida na economia doméstica (por exemplo, quando ocorre uma bancarrota) sejam impostas aos vários credores por um árbitro de fora, em vez de resultarem de uma operação voluntária. Falando em termos práticos, faz tão pouco sentido falar de alívio “voluntário” da dívida quanto falar de processos voluntários de falência, sob o capítulo 11. Porém, no âmbito internacional não existe nenhum tribunal de falências que distribua as perdas numa crise de dívida. Na prática, uma redução significativa da dívida provavelmente exigiria uma liderança política (presume-se que dos EUA, juntamente com outros governos credores, e do FMI e do Banco Mundial) para intermediar a espécie de trato que iria emergir de um processo formal de falência.

A questão que talvez cause maior controvérsia em relação ao alívio da dívida é a que ponto o dinheiro oficial deveria ter um papel relevante no fornecimento do alívio. Este dinheiro poderia ser utilizado por vários motivos, entre eles: 1. para emprestar a um país, para que ele possa “comprar” sua dívida no mercado secundário; 2. para garantir o pagamento de juros num bônus de saída, com taxa de juros abaixo do mercado; 3. para adquirir a dívida diretamente, como ocorre em muitas propostas para uma instituição da dívida internacional. Existe uma relutância política enorme em relação a tais propostas, fato que é irônico já que o dinheiro dos contribuintes já está sendo arriscado, através de empréstimos diretos aos países mais endividados, por parte de vários credores oficiais. Como foi explicado anteriormente, o dinheiro oficial ficará mais seguro na

medida em que os bancos comerciais reduzirem realmente a dimensão de seus ativos sobre os países fortemente endividados.

Gostaria de concluir com alguns exemplos de países nos quais as garantias oficiais representariam uma política prudente e efetiva. O atual valor de mercado secundário da dívida de Costa Rica junto aos bancos comerciais é de 14 centavos o dólar. Segundo os argumentos anteriores, deveria ser possível combinar uma troca da dívida costarriquenha em títulos novos que tenham o mesmo valor nominal, mas com uma taxa de juros de mercado que seja 14% da taxa do mercado. Assumindo que a taxa de juros do mercado seja de 8% ao ano, os títulos de saída costarriquenhos levariam uma taxa de juros de aproximadamente 1,1% ao ano ($8 \times 0,14$). O nível da dívida bancária costarriquenha é de aproximadamente US\$ 1,75 bilhão. Assim, se toda a dívida costarriquenha fosse convertida em títulos com uma taxa de juros abaixo da taxa do mercado, com uma garantia oficial, o serviço da dívida por ano seria de apenas US\$ 19 milhões, em vez do valor atual de US\$ 140 milhões. Sob o acordo de redução da dívida, Costa Rica se comprometeria a pagar os US\$ 19 milhões por ano, mas caso isso não ocorresse os credores oficiais seriam obrigados a completar o que faltasse. Assim, a comunidade oficial garantiria apenas US\$ 19 milhões por ano e Costa Rica poderia reduzir seu peso de dívida contratual em US\$ 121 milhões por ano.

Observe-se que é quase certo que a comunidade oficial estará fornecendo muito mais do que US\$ 19 milhões por ano à Costa Rica, durante muitos anos ainda por vir. O fato de se fornecer o auxílio sob a forma de garantias de bônus de saída parece ser uma forma altamente eficiente de assistência financeira. Caso Costa Rica pague realmente seus compromissos reduzidos de dívida todo ano (o que é provável, pois a quantia de US\$ 19 milhões ao ano está ao seu alcance), os credores oficiais acabarão não tendo que fornecer qualquer auxílio à Costa Rica.

Cálculos semelhantes feitos com o caso do Peru demonstram que a comunidade oficial teria que fornecer garantias anuais de aproximadamente US\$ 25 milhões para poder reduzir as obrigações contratuais de serviço da dívida do Peru de aproximadamente US\$ 360 milhões por ano para mais ou menos US\$ 25 milhões (a dívida está atualmente ao preço de mercado secun-

dário de 7 centavos o dólar). Seria extremamente sensato oferecer ao presidente García a oportunidade de conquistar um peso anual de serviço da dívida de US\$ 25 milhões, através de um alívio da dívida sancionado pelos meios oficiais, em troca de um programa significativo de estabilização no Peru. O oferecimento do alívio da dívida poderia ser o prêmio político chave necessário do Peru para que o governo consiga iniciar as reformas econômicas tão necessárias (e para sobreviver ao tumulto político que se seguiria).

Deve estar claro, com estes exemplos, que existem muitos casos nos quais as garantias oficiais poderiam ser aplicadas de forma útil e prudente para conquistar um alívio significativo da dívida em países fortemente endividados. De fato, seria um erro político significativo, a meu ver, se o Congresso apoiasse o aumento geral de capital do Banco Mundial sem ao mesmo tempo pressionar o Banco Mundial para oferecer tais garantias, onde elas fossem apropriadas para se conquistar uma redução necessária das obrigações de serviço da dívida de um país. Mas deve ser novamente enfatizado que tais operações de redução da dívida só serão bem-sucedidas se: 1. o programa de redução da dívida for ativamente apoiado pela comunidade oficial; 2. os bancos individuais forem fortemente encorajados a participar da operação de redução da dívida, para que se possa evitar o "problema de ação coletiva" anteriormente descrito. Em todos os casos, as operações de alívio da dívida com garantias oficiais devem ser condicionadas a programas fortes e efetivos de reajuste nos países devedores, supervisionados pelo FMI e pelo Banco Mundial.

Programas mais ambiciosos, como por exemplo o American Express Plan, pedem uma nova instituição da dívida que teria um apoio financeiro dos países do Grupo dos 7, numa escala que seja adequada para que se tenha garantia de grande proporção da dívida existente dos maiores países devedores. Eu aplaudo com entusiasmo o conceito básico de tal enfoque em grande escala, pelas razões que delineei acima. Como já defendi em detalhes em outras ocasiões (ver Sachs and Huizinga, "U.S. Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis", Brookings Papers ou Economic Activity, 1987: 2, especialmente

pp. 587-601), mesmo um programa em grande escala envolveria custos moderados e riscos moderados para o contribuinte.

UMA AGÊNCIA INTERNACIONAL DA DÍVIDA*

Durante seis anos, quase todos os aspectos da crise da dívida foram dirigidos pelos credores. Não só o Tesouro norte-americano controlou os acontecimentos, mas, o que é ainda mais espantoso, praticamente todos os planos concretos de alívio da dívida originaram-se dos credores (seja do senador Bill Bradley nos EUA, do American Express Bank ou do ministro japonês das Finanças, Kiichi Miyazawa), em vez de se originarem dos próprios devedores, que têm muito mais em jogo.

No ano crítico de 1987, o ministro da Fazenda brasileiro, Luiz Carlos Bresser Pereira, ficou virtualmente isolado na região, quando ousou propor uma solução “não convencional” para a crise. O secretário do Tesouro norte-americano, James Baker, tachou a proposta de Bresser de impraticável e o restante da América Latina ficou de lado, emitindo vagos comunicados sobre a redução da dívida enquanto apenas o Brasil esforçava-se para conseguir um tratamento realista da administração global da crise da dívida.

Agora, um ano depois, as democracias latino-americanas estão colhendo os frutos de sua inação. As economias da América Latina estão sofrendo com padrões de vida em queda e uma inflação galopante. Praticamente todas elas estão vivendo à beira da insolvência, fazendo pagamentos da dívida externa apesar de as suas reservas estarem esgotadas. Em muitos países, a estabilidade política básica e o próprio tecido social estão sendo ameaçados pelo tumulto econômico.

Felizmente, o colapso econômico e a crescente crise política da América Latina não passaram despercebidos pelo mundo credor. O fracasso da atual estratégia da dívida é reconhecido quase universalmente. Todos os dias desde a eleição nos EUA, a imprensa norte-americana tem estado repleta de artigos dos principais jornalistas, analistas de política externa, políticos e

* Artigo publicado na *Folha de S. Paulo*, em 9.12.1988.

acadêmicos, clamando por uma abordagem nova e mais conciliadora da dívida. No número desta semana, o principal colunista econômico da *Newsweek* endossou o alívio da dívida do México. Durante as últimas três semanas, o *Washington Post* e o *New York Times* defenderam a necessidade urgente de uma nova abordagem. O Conselho de Relações Exteriores, a mais importante organização do *establishment* de política externa norte-americana nos EUA, publicou uma série de estudos que pedem uma redução da dívida.

É lógico que mesmo com esta mudança de enfoque, o verdadeiro alívio da dívida só é visto como possível pelo mundo credor no caso dos governos que estão assumindo políticas econômicas responsáveis. A não ser que o Brasil, a Argentina e os outros países comecem a elevar os impostos cronicamente baixos cobrados das classes mais altas, e ao mesmo tempo reduzam suas excessivas despesas governamentais, ninguém no mundo credor irá se interessar por um esforço coordenado global para o alívio da dívida.

Para os governos devedores que embarcaram num caminho de reforma econômica interna, as idéias “impraticáveis” de Bresser estão agora se transformando no cerne da sabedoria convencional em boa parte do mundo credor. A sua proposta principal de converter a dívida em bônus com baixas taxas de juros é hoje a chave de várias propostas feitas por grandes bancos nos EUA, na Alemanha, no Canadá e no Japão. A mesma idéia já foi transformada na lei comercial de 1988 nos Estados Unidos (mas que ainda possui brechas suficientes para que o secretário norte-americano do Tesouro possa rejeitá-la se quiser). O Ministério das Finanças do Japão já indicou que a idéia o atrai, assim como fizeram os mais altos líderes políticos da França, Itália, Espanha e outros países credores. Mesmo o chefe do Fundo Monetário Internacional reservadamente a admira.

E, no entanto, as democracias latino-americanas ainda não defenderam estas idéias em termos concretos. Vários países permitiram que os bancos de Nova York lhes vendessem receitas fajutas de uma redução “gradual” da dívida. Na verdade, estes programas fajutos não significam quaisquer créditos novos, mas conversões da dívida em investimento altamente inflacionárias, que beneficiam os bancos e alguns poucos intermediários, mas

não os próprios países devedores. No fim, más transações com a dívida estão levando a uma inflação galopante, ao desespero social e a uma paralisia política que impede uma reforma econômica real.

Infelizmente, boa parte da elite empresarial do Brasil, da Argentina e de outros países tornou-se tão temerosa de insultar os banqueiros internacionais que acabou assumindo uma postura muito mais conservadora em relação à dívida do que o próprio mundo credor. Mas finalmente até mesmo as elites estão começando a perceber que se simplesmente procurarem agradar os banqueiros norte-americanos e ao mesmo tempo abandonarem seu próprio operariado, o resultado certamente será uma profunda explosão política na AL.

Chegou a hora de o lado latino-americano apresentar propostas sérias, profissionais e detalhadas, propostas que podem constituir-se numa base para discussões e negociações multilaterais, de governo para governo. Acabou-se há muito tempo a hora dos comunicados vagos e sem sentido. Agora, os ministros das finanças da América Latina devem assumir uma atitude pelo menos tão concreta quanto a do American Express Bank, ao definir soluções novas e corajosas para a crise!

Não é difícil identificar qual é a melhor direção a ser tomada pelas negociações. Praticamente todas as propostas recentes de uma ação global convergiram para a idéia de uma Agência Internacional da Dívida (IDF — International Debt Facility), que seria concedida para os governos que empreendem fortes programas de reajustes internos. O IDF converteria a atual dívida de altas taxas de juros destes governos em bônus de baixas taxas de juros, fixadas bem abaixo das taxas do mercado.

Embora os detalhes variem de plano para plano, todos estes planos se baseiam numa mesma idéia fundamental. Os bancos desistiriam de sua dívida atual em troca de um bônus com o mesmo valor de face mas com taxas de juros bem abaixo dos níveis do mercado. Em troca desta concessão, os bancos receberiam uma garantia internacional (por exemplo, do Banco Mundial ou do FMI, dependendo da localização do IDF) do pagamento dos juros. Assim, eles abririam mão de um ativo de alto risco

com altas taxas de juros em prol de um seguro, com baixas taxas de juros.

A redução das taxas de juros poderia ser estabelecida aproximadamente com base no valor da dívida no mercado secundário. Para um país cuja dívida hoje se vende por 15% do seu valor nominal, por exemplo, as taxas de juros poderiam ser reduzidas a 15% da taxa de juros do mercado. Por exemplo, se a taxa do mercado for 10%, o novo bônus garantido teria uma taxa de juros permanente de 1,5%. Para o Brasil, cuja dívida está sendo vendida a cerca de 40% de seu valor nominal, os juros seriam reduzidos permanentemente para cerca de 4% ao ano.

Os bancos poderiam absorver esta redução nas taxas de juros, já que eles já absorveram a perda sobre o valor da dívida existente (em outras palavras, seus estoques de bônus brasileiros já sofreram uma redução de 40% em seu valor nominal).

Um dos principais argumentos que têm sido apresentados contra o IDF é de que seria demasiado arriscado para os contribuintes do mundo credor se o IDF garantisse o pagamento dos juros dos bônus. E se, por exemplo, o Brasil não conseguir efetuar o pagamento de juros de 4% ao ano? O IDF teria prejuízos e os contribuintes do mundo industrial teriam que absorver estes prejuízos.

Este argumento possui uma importância retórica nos Estados Unidos, mas em termos quantitativos é muito pouco importante. Eu já demonstrei detalhadamente — num trabalho distribuído pelo Instituto Fernando Braudel em São Paulo e pela Universidade de Harvard — que as despesas de contribuinte envolvidas no estabelecimento e no funcionamento de um IDF representariam apenas uma minúscula fração (cerca de 5%) do orçamento anual de ajuda externa dos Estados Unidos! Assim, em termos reais, a proposta poderia facilmente ser financiada pelo mundo credor.

Diga-se de passagem, seria muito mais barato para os contribuintes do mundo credor do que os atuais programas fajutos nos quais o Banco Mundial e o FMI emprestam dinheiro para a América Latina, simplesmente para que ela possa pagar os juros devidos aos bancos. Este é na verdade um truque astuto do Tesouro norte-americano para ajudar os bancos americanos, às

despesas do contribuinte (fato este que nunca vem à tona). Infelizmente, este esquema não ajuda a América Latina, que apenas repassa o dinheiro dos empréstimos aos bancos.

Um alívio sério da dívida, através de uma Agência Internacional para a Dívida, é hoje politicamente viável, mas apenas se as democracias latino-americanas defenderem sua causa com vigor, profissionalismo e seriedade (e é óbvio, apenas se elas se prontificarem a complementar o alívio da dívida com reformas internas). Boa parte da Europa e do Japão já apóia a idéia. O governo norte-americano não a apóia, mas boa parte da opinião pública dos EUA está indo na direção certa. Se os países latino-americanos pedirem negociações multilaterais em torno das diversas propostas de alívio da dívida que já foram apresentadas, eles receberão uma resposta positiva por parte do mundo credor. Ao mesmo tempo, a América Latina deve exigir que o FMI e o Banco Mundial aprontem estudos de viabilidade para um Crédito Internacional para a Dívida, e que os próprios países latino-americanos dêem prioridade a estudos detalhados a respeito.

O estabelecimento de uma Agência Internacional para a Dívida seria uma vitória diplomática imensa para as democracias latino-americanas. Uma vitória deste tipo fortaleceria a democracia na região e assim seria de importância crucial tanto em termos políticos como econômicos. Também se constituiria numa chave para a construção de apoio político às reformas fiscais internas tão necessárias na América Latina. A tarefa de conquistar uma vitória deste tipo pode começar este fim de semana no Brasil.

Rompendo o impasse da dívida internacional*

Shafiqui Islam**

Mais de meia década transcorreu desde que o México precipitou o que logo ficou conhecido como a crise da dívida dos PMDs (países menos desenvolvidos) ou, mais genericamente, o problema da dívida internacional. Há um consenso internacional crescente de que a estratégia ortodoxa para o gerenciamento do problema da dívida fracassou. Os países devedores têm sido incapazes de reverter a tendência declinante dos seus padrões de vida, dos seus investimentos e de sua credibilidade. E os bancos credores não têm conseguido êxito em livrar-se dos exaustivos exercícios de reprogramação e empréstimo involuntário. Agora está se tornando moda dizer que o gerenciamento do problema da dívida se tornou vítima da “fadiga da dívida”. Talvez uma descrição mais acurada fosse aquela que enquanto os países devedores estão sofrendo de “fadiga de ajustamento”, os bancos contraíram o mal da “fadiga do financiamento”.

* Baseado em comentários na International Economic Association Conference sobre “Survival and Growth in a Polycentric World Economy” (“Sobrevivência e Crescimento numa Economia Mundial Policêntrica”), Basiléia, Suíça, 14 a 17.10.1987. Traduzido por Matha Jalkauskas e revisado por Gilberto Tadeu Lima.

** Do Council on Foreign Relations, EUA.

Eu gostaria de argumentar que a razão principal de por que meia década de trabalho árduo para resolver o problema da dívida resultou em fracasso e fadiga, e não em sucesso e alívio, é que os administradores da dívida internacional perderam mais tempo e energia em assegurar que o juro fosse coletado por completo e em tempo, e menos em encontrar uma solução viável a longo prazo. Esta preocupação exacerbada em coletar juros sobre as dívidas criou uma crise de desenvolvimento nos países credores, uma crise de prudência financeira nos bancos e agora um ambiente total de atraso e “fadiga da dívida”.

Eu sugiro que o único remédio eficaz para a fadiga da dívida é o alívio da dívida, administrado com doses apropriadas de reforma política nos países devedores e reforma reguladora nos países credores. E eu esboço um plano voltado para o mercado para o alívio da dívida de países de renda média baseado nessa premissa. Mas antes que o faça, seria útil dar uma olhada com olhos de pássaro em como a estratégia oficial para gerenciamento da dívida evoluiu nos últimos cinco anos e meio, e explicar por que a estratégia “dinheiro novo para servir o dinheiro velho” abala os vários fundamentos do desenvolvimento econômico dos países devedores e do funcionamento prudente e livre do sistema financeiro internacional.

Os confusos estágios da estratégia *muddling through*

Logo depois que o México assumiu o comando da precipitação da crise da dívida dos PMDs suspendendo o pagamento de juros em agosto de 1982, a desajeitada resposta oficial para isso ganhou, merecidamente, o rótulo de estratégia *muddling through* (“empurrar com a barriga”) para o gerenciamento da dívida. Como o problema da dívida evoluiu nos últimos cinco anos desta década, acentuando e sendo acentuado por vários eventos discrepantes entre si e pontos de crises, a estratégia *muddling through* atravessou três estágios distintos e parece estar às voltas com o início de um novo estágio.

O primeiro estágio foi fortemente influenciado pelo temor de um colapso no sistema bancário internacional, e foi dado ênfase à austeridade econômica para com os países devedores,

para que estes cortassem severamente suas demandas por novos fundos e ao mesmo tempo assegurassem um fluxo regular de pagamento de juros para os bancos credores assim que eles reprogramassem o principal, enquanto os governos estrangeiros e as instituições financeiras internacionais forneceriam ocasionais empréstimos-ponte. Com considerável sucesso em comprimir renda, investimento e importações nos países devedores e em fortalecer a base de capital dos bancos credores, a estratégia de gerenciamento da dívida entrou no segundo estágio em outubro de 1985, com o secretário do Tesouro norte-americano, James Baker, enfatizando o crescimento com austeridade nos países devedores, e mais “dinheiro novo” dos bancos e instituições multilaterais para financiar tal “crescimento com ajustamento”.

Um ano e meio mais tarde, com mais ajustamento e nenhum crescimento, e pouco dinheiro novo sob a forma de empréstimos bancários, a estratégia oficial da dívida entrou no seu terceiro estágio em abril de 1987 com o secretário Baker oferecendo suas graças para a “estratégia *menu*” em reestruturar velhas dívidas e fornecer dinheiro novo. Esta estratégia encerra a idéia de que em adição ao empréstimo de balanço de pagamento, “plano baunilha”, os bancos comerciais forneceriam financiamento aos países devedores e reestruturariam suas reivindicações de várias formas. O menu de opções inclui créditos comerciais e empréstimos para projetos (fundos para firmas do setor privado através de empréstimos do balanço de pagamentos para os governos), conversão dívida/capital de risco, pagamentos em moeda local, etc.

Na véspera do último ano-novo (dezembro de 1987), a estratégia oficial da dívida parece ter entrado sorrateiramente no quarto estágio. O Tesouro americano e o governo mexicano anunciaram em conjunto um plano para alívio da dívida, no qual os bancos podem trocar, por um valor inferior ao de face, alguns de seus empréstimos de longo prazo para o setor público mexicano por novos títulos mexicanos de longo prazo, com o principal garantido pela compra de novos títulos do Tesouro americano pelo México. O que é significativo sobre esse plano não é o fato de que a economia de juros por parte do México

será menor, mas sim que isto representa uma quebra fundamental da posição oficial americana passada, que tem consistentemente se recusado a reconhecer qualquer necessidade de alívio da dívida para os grandes países devedores de renda média. Pela primeira vez desde o início da crise da dívida o governo americano está não só adotando publicamente a noção de alívio da dívida, mas de fato participando ativamente de tal plano. Enquanto a resposta de muitos bancos americanos centros-de-dinheiro ao plano mexicano tem sido indiferente, e o governo americano está tentando não se importar com seu envolvimento, a oposição oficial ao alívio da dívida para um país devedor maior pode ter sofrido sua primeira quebra, e o alívio da dívida parece estar sorrateiramente avançando em direção à conquista de um lugar no menu de opções de Baker.

O alívio da dívida tem também ganho aceitação em um outro contexto. Banqueiros, governos e administradores da dívida internacional estão agora num crescente consenso de que os países devedores de baixa renda, especialmente os da África subsaariana, estão simplesmente insolventes e dessa forma merecem um substancial alívio da dívida. Sob a liderança de Nigel Lawson, o ministro das Finanças da Grã-Bretanha, e o Banco Mundial, os governos credores estão dando passos para facilitar o encargo da dívida, reestruturando suas reivindicações nesses países com termos e condições mais favoráveis, e convertendo alguns empréstimos em doações diretas.

Os bancos comerciais também têm depreciado grandes quantidades de suas modestas posições em muitos países africanos pobres, e provavelmente não se opõem a planos para permitir alívio da dívida. A resistência à noção de alívio da dívida para os países de baixa renda da América Latina também está cedendo lugar à força dos eventos. O último avanço nesse sentido é a "facilidade Bolívia" do FMI, que seria financiada pelos governos doadores com contribuições voluntárias e usada pela Bolívia para comprar de volta seus débitos bancários com um grande desconto.

Assim, não obstante o plano do México, é o alívio para os grandes países de renda média, e não para os pequenos devedores de baixa renda, que permanece o motivo de contenção dentro da comunidade política internacional. É a este debate

que me volto agora, começando com um crítico exame da premissa e do desempenho da estratégia "mais dívida nova e nenhum alívio" para o gerenciamento do problema da dívida internacional.

A confusa premissa da estratégia *muddling through*

O problema-chave com a estratégia oficial para o gerenciamento da dívida é que ela se baseia numa premissa fundamentalmente falsa. A pressuposição é que se os países devedores ajustarem suas políticas, e os bancos e credores oficiais fornecerem dinheiro novo, esses países podem retomar novamente o crescimento econômico e assim obter acesso a empréstimos voluntários privados. Sob esta ótica, enquanto alguns empréstimos concessionais possam ser úteis, qualquer forma de alívio da dívida será contraproducente, pois estará recompensando más políticas e impondo danos de longo prazo à credibilidade dos devedores.

O problema principal com essa estratégia é que ela requer que os devedores aumentem seus encargos da dívida, já intoleravelmente pesados, para níveis ainda mais altos e transfiram somas maciças de seus escassos recursos internos ano após ano para servir empréstimos que *não* estão gerando renda nova. Em outras palavras, exige-se que os devedores sacrifiquem o consumo e o investimento corrente (e assim a capacidade futura para alimentar novas dívidas), e acrescente ao débito pendente a ser servido dívidas velhas que já se tornaram rançosas.

A estratégia atual para o gerenciamento da dívida constitui também um grande engano dos anos 70: ela empurra ainda mais os bancos comerciais privados ao negócio de fornecimento de propósito geral, qual seja: empréstimos de balanço de pagamentos aos governos soberanos. Esta forma de empréstimo tem sido em parte responsável pelos superempréstimos por parte dos países (e superempréstimos por parte dos bancos), e tem prolongado a crise da dívida, pois não existe capítulo 11 para estabelecer más dívidas dos governos soberanos. A estratégia oficial está exigindo a perspectiva para resolução da crise da dívida, forçando os bancos a fazer mais do que têm feito para criar o problema em primeiro lugar.

A macroeconomia da estratégia *muddling through*

Ao contrário das reivindicações de seus proponentes, a estratégia oficial para o gerenciamento da dívida não é promover crescimento e credibilidade, mas aniquilá-los. A Tabela 1 mostra como 15 países altamente endividados têm tratado em termos macroeconômicos e servido suas dívidas externas sob a estratégia atual. Quatro pontos merecem destaque.

Primeiro, com todos os ajustamentos e reformas políticas — e em muitos casos por causa de ações políticas — o crescimento econômico e o investimento têm sofrido perversamente e a inflação tem se elevado a níveis extraordinários. A renda *per capita* declinou por quatro anos numa sequência ao longo de 1984, e, apesar de uma modesta retomada durante 1985-1986, regrediu aos níveis dos anos 70. A taxa de investimento caiu precipitadamente durante 1982-1984, e desde então tem fracassado na tentativa de recuperar-se. Apesar do alto desemprego e enorme excesso de capacidade, a inflação elevou-se seis anos numa sequência durante 1980-1985, e permanece extraordinariamente alta, apesar de um acentuado declínio em 1986. Desnecessário dizer que dados agregados mascaram em grande parte as diferenças entre os países, mas a estória no todo é a mesma — renda, emprego e investimento deprimidos, e inflação volátil e extraordinariamente alta. Enquanto esse pobre desempenho macroeconômico nos países devedores não pode ser inteiramente justificado pela atual estratégia de gerenciamento da dívida, é amplamente reconhecido que a pressão para servir dívidas externas tem contribuído para o crescimento deprimido, inflação inflexivelmente alta e instabilidade da política macroeconômica.

Segundo, o enorme fluxo líquido de poupança para servir a dívida pendente está retardando a restauração do crescimento e da credibilidade nos países credores, desviando recursos dos investimentos, e dessa forma corroendo a capacidade para futuro serviço da dívida. Os países estão gerando enormes superávits comerciais para permanecerem em dia com os pagamentos dos juros de más dívidas, com seus volumes de comércio se contraindo e seus termos de intercâmbio declinando. Além do mais, essa transferência líquida de recursos não está sendo acompanhada pela expansão das exportações, mas sim pela compressão

TABELA 1
Desempenho econômico e encargos da dívida
nos países altamente endividados: 1979-1986
(em percentagem, a menos que seja especificado o contrário)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Desempenho macroeconômico								
Crescimento real do PIB <i>per capita</i>	3,6	2,6	- 1,6	- 2,7	- 5,5	- 0,1	0,9	1,4
Taxa de inflação — CPI (Consumer Price Index)	41	47	53	58	91	116	127	76
Formação bruta de capital (porcent. do PIB)	25	25	25	2	18	17	17	17
Aritmética do serviço da dívida								
Índice dívida/exportações ¹	182	167	201	270	290	272	284	338
Pagamento bruto de juros	17	25	37	46	42	46	44	38
Índice juros/exportações ¹	15	16	23	31	30	29	27	27
Balança Comercial ²	- 2	4	- 8	3	28	43	41	23
Exportações ²	94	127	126	112	111	123	119	99
Importações ²	96	123	134	108	83	80	78	76
Crescimento do volume de exportações	7,3	0,6	- 2,2	- 5,1	6,4	9,6	1,8	- 6,5
Crescimento do volume de importações	7,2	7,9	4,3	- 16,7	- 21,2	- 2,4	1,1	- 8,5
Crescimento dos termos de troca	9,7	13,4	- 2,8	- 4,1	- 3,5	2,2	- 1,9	- 16,1

Fonte: *World Economic Outlook*, FMI, abr. 1987.

Nota: Os países são Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Costa do Marfim, México, Marrocos, Nigéria, Peru, Filipinas, Uruguai, Venezuela e Iugoslávia.

¹ Exportações representam exportações de bens e serviços.

² Bilhões de dólares americanos.

das importações. Por exemplo, a “melhoria” de quase US\$ 50 bilhões no balanço de pagamento dos quinze “países de Baker” durante 1981-1985 foi gerada por uma *queda* de US\$ 56 bilhões nas importações. E, apesar de toda a retórica de “exportação fora do problema da dívida”, as exportações em 1985 foram US\$ 7 bilhões *mais baixas* que em 1981, e *caíram* novamente em 1986 em torno de US\$ 20 bilhões.

Terceiro, a estratégia atual tem falhado na tentativa de estancar o aumento do encargo da dívida — os países de Baker têm visto uma enorme elevação no índice dívida/exportação. Enquanto a crise da dívida irrompeu com um índice dívida/exportações de 270 em 1982, quatro anos de *muddling through* levaram o índice para mais de 340 ao final de 1986. (O índice da dívida estava em torno de 165 tão recentemente quanto em 1980, um ano em que já havia preocupação de que o encargo da dívida estava muito alto.) Os índices crescentes do endividamento tornam os países cada vez mais vulneráveis a choques internos e externos adversos, enquanto a margem para erros políticos diminui. As taxas de juros declinantes causaram um modesto declínio no índice juros/exportações do pico de 1982 de 31 por cento. Mas mesmo com taxas de juros mais baixas, os países altamente endividados estão transferindo mais de um quarto de seus ganhos em exportações como pagamento de juros.

Finalmente, a pendência da dívida está complicando a tarefa da reforma política, contribuindo para a instabilidade da política macroeconômica. Por exemplo, os pagamentos de juros sobre dívidas externas são a maior fonte de grandes déficits orçamentários. Como a austeridade fiscal é perseguida pelo corte das despesas governamentais sem juros, a economia caiu bruscamente, causando uma diminuição das receitas e frustrando o objetivo de redução do déficit. Com o crescente sucesso em reduzir as despesas sem juros, a participação do pagamento dos juros no orçamento geral eleva-se, deixando progressivamente menos espaço para obter sucesso futuro nas reduções do déficit. Como a taxa de juros sobre dívidas externas permanece intocável, a batalha para reduzir o déficit orçamentário não termina nunca, com a política fiscal continuando a empurrar a economia para baixo.

Os ajustamentos de política no setor externo para servir a

pendência da dívida acabam por desestabilizar a macroeconomia do país. As desvalorizações cambiais para gerar superávits comerciais pressionam para cima a inflação e as taxas nominais de juros, e elevam a conta de juros em moeda local do governo sobre dívidas externas. O déficit orçamentário expande-se novamente, levando à monetização inflacionária, requerendo finalmente austeridade fiscal e monetária. O arrocho monetário e a taxa de juros real dificultam o combate à inflação, e a fuga de capital deprime ainda mais a economia. O círculo vicioso de recessão-inflação-déficit-depreciação abala a confiança nos negócios e encoraja a emissão monetária, colocando pressão adicional negativa sobre o crescimento e o balanço de pagamentos.

Em suma, a pendência da dívida cria um círculo perpétuo de ajustamentos de política, onde a reforma política de hoje cria a necessidade de correções de política amanhã. E, conseqüentemente, os países devedores experimentam uma “histerese de insolvência”, onde o “empurrar com a barriga” um problema de insolvência hoje cria um problema maior de insolvência amanhã.

O embaraço da estratégia *muddling through*

Eventos recentes já têm abalado o fundamento da estratégia do “não-alívio” para gerenciar as dívidas dos países de renda média. Em fevereiro último, o Brasil — o maior país devedor em desenvolvimento — juntou-se à classe dos países menores que optaram por suspensão unilateral de pagamento dos juros aos bancos, dando o principal golpe na credibilidade da estratégia oficial. O próximo choque partiu da decisão do CITIBANK em maio último de pôr de lado US\$ 3 bilhões de reservas empréstimo-perda contra seu comprometimento nos PMDs, forçando outros bancos americanos maiores e alguns ingleses a fazerem o mesmo.

Mais recentemente, como o Brasil está reassumindo o pagamento dos juros com “dinheiro novo forçado”, até o impensável começou a acontecer: dois bancos americanos anunciaram publicamente o cancelamento em suas posições na América Latina. Primeiro, o Banco de Boston deixou que se soubesse, em dezembro, que estava cancelando US\$ 200 milhões de seu US\$ 1

bilhão de empréstimos para a América Latina. Então, em janeiro, a American Express Company anunciou que havia cancelado todos os seus empréstimos (estimados em US\$ 62 milhões) para companhias privadas na América Latina.

O colapso dos preços dos empréstimos dos PMDs nos mercados secundários capta vividamente o embaraço da estratégia atual de gerenciamento da dívida (Tabela 2). Para ter certeza, esse é um mercado magro e é talvez dominado pelas “baixas da dívida dos PMDs”. Mas esse mercado de fato reflete modificações para o investidor nas taxas de qualidade de sua posição bancária nos PMDs e da capacidade dos devedores em servir suas dívidas. Três desenvolvimentos merecem destaque.

Primeiro, os descontos sobre empréstimos dos PMDs têm se elevado acentuadamente desde junho último, e a elevação tem sido um sistema de apostas.

Segundo, as dívidas bancárias dos três maiores devedores menos desenvolvidos — Brasil, México e Argentina — estão sendo agora vendidas com um deságio de cinquenta por cento. O “boom de reservas” do México e a retomada do pagamento dos juros por parte do Brasil têm fracassado na tentativa de produzir uma maior recuperação do valor de mercado de seus empréstimos.

Finalmente, os descontos têm aumentado acentuadamente e estão muito altos mesmo para países considerados estórias bem-sucedidas. Empréstimos chilenos e colombianos estão atingindo em torno de apenas 60 centavos sobre o dólar.

Em suma, os mercados financeiros não estão comprando o argumento oficial. Eles estão falando alto e claro que a maior parte dos empréstimos dos PMDs tem de ser cancelada. Os bancos maiores recusam-se a considerar esses preços de mercado como ilusórios, mas nós não os vemos participando desse mercado e adquirindo o que eles presumivelmente vêem como excessivamente baratos.

Argumentos confusos contra o alívio da dívida

O caso intelectual contra o alívio da dívida para os maiores países devedores repousa sobre três argumentos principais. Todos os três argumentos mantêm-se confusos.

TABELA 2

Preços oferecidos para a dívida dos PMDs no mercado secundário
(como uma porcentagem do seu valor de face)

País	Jul. 1985	Dez. 1986	Abr. 1987	Jun. 1987	Fev. 1988	Variação no Preço Oferecido (%)		Fev. 88 Ranking de credi- bilidade
						de jul. 85 a dez. 86	de dez. 86 a jun. 87	
Colômbia	81-83	81-84 ¹	86-89	85-88	62-65	1	4	1
Chile	65-69	65-68	67-70	68-70	60-63	- 1	2	2
Venezuela	81-83	72-74	72-74	71-73	54-56	- 9	0	3
Filipinas	NA	72-76	70-73	70-72	49-51	NA	- 3	4
México	80-82	54-57	56-59	57-59	47-49	-25	2	5
Brasil	75-81	74-77	63-69	61-63	42-46	- 4	-11	6
Equador	65-70	63-65	52-56	51-54	33-37	- 6	-11	7
Argentina	60-65	62-66	58-60	58-59	27-30	1	- 6	8
Peru	45-50	16-19	15-18	14-17	2-7	-31	- 2	9

Fonte: Shearson Lehman Brothers.

Nota: Os preços se referem àqueles prevalentes na primeira semana do mês.

1 Outubro 1986.

Primeiro há a visão de que os bancos com grandes posições nos PMDs simplesmente não irão subsistir a um programa para alívio da dívida. Esta contribuição assume cancelamentos imediatos. Com simples mudanças nas regras contábeis os prejuízos resultantes de substanciais embora parciais cancelamentos podem ser estendidos por um longo período de tempo sem ameaçar os bancos de insolvência. O conceito de *stretch-out* de prejuízos não é nada novo para a estrutura regulamentar atual. Sob o sistema americano Allocated Transfer Reserve Risk (ATRR), os cancelamentos requeridos sobre empréstimos externos “valor-deteriorado” são de 10 por cento no primeiro ano, e 15 por cento nos anos seguintes. Há também recentes precedentes nesse país onde a determinadas instituições financeiras tem sido permitido praticar *stretch-out* com seus prejuízos sobre hipotecas e empréstimos rurais. Assim, a questão não é insolvência de bancos maiores e estabilidade do sistema bancário internacional, mas a recusa dos bancos em reconhecer a realidade e a relutância dos governos credores em facilitar tal processo.

Muitos bancos americanos já contraíram substanciais perdas de renda com a provisão de reservas empréstimos-perda igual a 25 a 30 por cento de suas posições nos PMDs. Bancos europeus continentais reservaram muito mais. Os cancelamentos da dívida aliados àquelas reservas não resultarão em quaisquer novas perdas de renda, mas irão corroer o capital dos bancos. Com uma base de capital muito mais forte, os bancos estão, no entanto, muito melhor preparados hoje para lidar com tal corrosão, especialmente se os regulamentadores lhes permitirem cancelar seus empréstimos e reconstruir seu capital por um período de, digamos, dez anos. Os preços das ações bancárias já têm considerado esses futuros cancelamentos, e a prudência financeira manda que os bancos os reconheçam formalmente e indiquem seus empréstimos para os PMDs para o mercado.

Um outro argumento contra o alívio da dívida é que este cria um “risco moral” — o mau comportamento é recompensado de modo que os países com políticas piores obtenham o máximo de alívio. Mais uma vez, um pouco de imaginação pode evitar esse problema. A concessão do alívio da dívida pode se

tornar condicionada à busca de políticas apropriadas, da mesma forma que as reprogramações e os novos empréstimos têm se tornado condicionados às políticas. Se o “dinheiro novo” não cria um risco moral, o perdão da dívida também não o deveria criar.

Talvez o argumento mais persuasivo contra o alívio da dívida para os países de renda média seja que isso irá de fato prejudicá-los ao extremo, impondo um dano de longo prazo à sua credibilidade. Mas esse argumento também é imperfeito.

Primeiro, a situação de crédito desses devedores já sofreu bastante, e há pouca esperança agora de que a estratégia atual irá sanar o prejuízo em futuro previsível. Segundo, enquanto a estratégia atual assegura um pouco de esperança para a reconstituição da credibilidade, se o alívio da dívida acompanhado de boas políticas econômicas obtiver sucesso em restabelecer crescimento, investimento e confiança nos negócios, então a situação creditícia desses países irá melhorar — embora com um atraso de muitos anos. Tanto a lógica econômica como a experiência histórica apóiam essa conclusão.

Finalmente, uma incapacidade em conseguir empréstimos nos mercados de capital internacional, no ínterim em que os devedores tentam rejuvenescer suas economias, pode não afetar adversamente suas *performances* econômicas. Com adequado alívio da dívida, os países não precisarão de maciços empréstimos de balanço de pagamentos. Se tal necessidade surgir devido a choques temporários adversos, é tarefa do FMI suprir tais lacunas financeiras imprevistas. Além do mais, se os países prosseguirem com ajustamentos de política adequados, instituições multilaterais e governos credores deveriam fornecer empréstimos de ajustamento estrutural e financiamento de projetos, com bancos privados fornecendo créditos comerciais e empréstimos relacionados a projetos.

Em suma, é provável que, enquanto a estratégia atual prejudique mais adiante a credibilidade dos credores, o alívio da dívida, aliado ao ajustamento de política, tenha uma chance muito maior de restabelecer a situação de crédito dos países no longo prazo, promovendo crescimento e investimento.

Ajustamentos de política, reforma reguladora e alívio da dívida: uma estratégia tripartite

A solução do problema da dívida internacional depende crucialmente de uma conclusão bem-sucedida das seguintes quatro tarefas inter-relacionadas: 1. maior redução de transferência de recursos e retomada de crescimento e credibilidade nos países devedores; 2. um fim para as repetidas reprogramações da dívida e empréstimos bancários forçados; 3. remoção de empréstimos inadequados dos balancetes dos bancos sem desestabilizar o sistema bancário internacional; 4. uma retirada total de bancos privados dos negócios de fornecimento de balanço de pagamentos e empréstimos de propostas gerais para governos externos.

Todas as quatro tarefas exigem um passo em comum: uma redução substancial e sustentada nas obrigações da dívida dos países através da reestruturação de suas dívidas bancárias. Com uma nova estratégia que apóie ajustamentos de política com alívio da dívida, e cancelamento de dívida com reforma reguladora, os países endividados poderão reduzir a transferência de recursos e restabelecer o crescimento e a credibilidade, os bancos credores poderão limpar seus livros e escapar da dolorosa “armadilha Ponzi” de empréstimos forçados para financiar o pagamento dos juros, e a economia mundial poderá eliminar uma ameaça maior à estabilidade financeira e econômica.

A nova estratégia pode ser desenvolvida de acordo com as cinco diretrizes gerais a seguir. Primeiro, a fase inicial deveria envolver negociações para alívio da dívida em *base direta e caso a caso*. Isto é, o país devedor deveria negociar diretamente com os bancos e receber diretamente deles o alívio, sem intermédio de qualquer flexibilidade internacional para a dívida.

Tanto a lógica econômica como o realismo político apontam para essa escolha. A pendência da dívida e a necessidade de alívio variam substancialmente de país para país. E ainda não há consenso intelectual e vontade política suficientes para implementar uma solução abrangente e em grande escala como a criação de uma corporação de desconto da dívida internacional. Todavia, o objetivo máximo deveria ser que o sucesso da estratégia caso a caso, as lições resultantes e o progresso no procedimento abrirão o caminho para a criação de uma flexibilidade

internacional para a dívida. Essa facilidade poderá atuar como um intermediário financeiro ou um fiador para dívidas reestruturadas, mas os pacotes para alívio da dívida poderão ainda ser negociados entre países devedores e bancos numa base caso por caso.

Segundo, a estratégia deveria ser *voluntária e voltada para o mercado*. A opção mais simples e eficaz parece ser a de induzir os bancos a repassarem suas perdas de renda e capital para alívio da dívida, permitindo-os *permutar seu risco, taxa flutuante, prazo mais longo, empréstimos ao setor público para seguro, títulos negociáveis com vencimentos longos (15 a 30 anos) e cupons com taxas fixas abaixo das taxas de mercado*. Esses títulos poderiam ser emitidos diretamente pelo governo devedor que solicita o alívio, com o principal e os juros *garantidos por um governo credor maior*. Para evitar um repagamento maciço do principal em alguma data futura, uma parte desses títulos poderia ser negociada com o país, reservando o direito de retomá-los depois de um certo período, digamos, dez anos.

A conversão da dívida proposta é superior às simples depreciações de empréstimos bancários a taxas variáveis por pelo menos três motivos. Primeiro, os títulos de cupom baixo oferecem alívio imediato dos juros ao país devedor enquanto o protege de futuras elevações nas taxas de juros. Segundo, os bancos convertem seu risco e exagerada posição nos PMDs em títulos negociáveis e altamente seguros que eles poderiam reter ou vender num mercado secundário de acordo com suas necessidades de capital e renda. E, finalmente, é uma estratégia flexível que deixa aberta a opção entre uma solução cooperativa ou negociada, num extremo, e uma solução competitiva ou de mercado, no outro extremo.

Enquanto muitos têm exortado o Banco Mundial a prover garantia para esses títulos dos PMDs, tal passo poderia corroer seriamente a situação creditícia do Banco, num tempo em que sua credibilidade já está sob crítica fiscalização devido a uma elevação na incidência de atrasos dos países membros, rápida expansão dos empréstimos de ajustamento estrutural e não relativos a projetos para países problemáticos, e rupturas causadas por reestruturações organizacionais internas. Para o momento, os países com os maiores superávits, como o Japão e Alemanha

Ocidental, são candidatos muito mais adequados para fornecer garantias que o Banco Mundial.

Esses países podem estar relutantes em assumir o risco de atraso de um PMD grande devedor com índice de crédito reduzido e regimes políticos em transição. Mas o encargo financeiro principal da garantia pode vir a ser pequeno, assim como um objetivo-chave desse plano da dívida é alterar a matriz de atraso perda-benefício para que os benefícios do atraso na dívida reestruturada do país tornem-se menores que seus custos. Colocada de outra forma, o governo credor deveria desempenhar um papel catalítico, assumindo o risco — o projeto, implementação e monitoramento do pacote do alívio da dívida deveriam tentar assegurar que o fiador saísse ileso no final. Como sugerido antes, o sucesso com essa estratégia bilateral pode constituir o estágio para criar uma flexibilidade isolada para a dívida, para dar garantia ou mesmo assumir o comando de empréstimos bancários em troca de seus títulos com os governos credores maiores como acionistas.

Terceiro, em troca de alívio da dívida, o país credor deve desenvolver um pacote político com consulta ao FMI e Banco Mundial, assumir um compromisso digno de crédito para implementar o pacote, e aceitar maior supervisão do Fundo e do Banco. Ao mesmo tempo, os bancos que depreciaram seus empréstimos deveriam receber em troca assistência regulamentar para permitir-lhes estender suas perdas e reaprovisionar seu capital no tempo. Com os principais países industriais já no processo de conseguir maior consistência entre fronteiras em exigência de adequação de capital, deveria ser mais fácil promover tratamento regulamentar equitativo de cancelamento pelos bancos através das fronteiras nacionais.

Quarto, os critérios convencionais para aplicar falências privadas internas podem ser usados para lidar com *reivindicações bancárias sobre o setor privado* nos países devedores. As companhias privadas devedoras insolventes em geral não deveriam receber qualquer alívio da dívida, mas deveria ser garantido o acesso ao intercâmbio externo com o propósito de serviço da dívida. Àquelas entidades privadas cuja solvência pode estar ameaçada pela pressão de servir suas dívidas externas poderá ser dado algum alívio, convertendo-se algumas daquelas dívidas

em obrigações em moeda local. Os bancos obviamente teriam que cancelar pedidos daquelas firmas que já haviam saído do negócio.

Finalmente, os pacotes de alívio da dívida deveriam ser alcançados eliminando-se a necessidade de dinheiro de banco para saldar obrigações futuras de juros. O objetivo deveria ser uma *retirada completa dos bancos privados do negócio de fornecer empréstimos de balanço de pagamentos aos governos*. O Banco Mundial deveria intensificar empréstimos de ajustamento estrutural para apoiar a reforma política acordada, e o Fundo deveria ficar pronto para fornecer empréstimos de balanço de pagamentos para saldar necessidades futuras imprevistas. Os bancos privados deveriam fornecer “dinheiro novo real” sob a forma de créditos comerciais e empréstimos para projetos. A idéia é reestruturar drasticamente os compromissos externos dos países devedores e iniciar uma nova divisão de trabalho na provisão de financiamento externo, a fim de minimizar o potencial para futuras crises da dívida enquanto se avançam alguns passos para resolver a crise atual.

Com essas diretrizes em mente, os próprios países devedores têm que tomar a iniciativa de persuadir a comunidade internacional, em particular os bancos maiores e o governo americano, de que “reforma política com mais débitos bancários” não está funcionando, o que é necessário é “reforma política com alívio da dívida”. Uma forma proveitosa de proceder é a que segue.

Quando um país devedor decide que está pronto para abordar os bancos para alívio da dívida, ele desenvolve um pacote político em consulta ao FMI e ao Banco, e estima a redução nos pagamentos do serviço da dívida que seria compatível com uma recuperação sustentada do crescimento e do investimento em níveis “nacionalmente aceitáveis”, bem como a eliminação de necessidade futura de dinheiro novo dos bancos para financiar o pagamento dos juros. O cálculo levaria em consideração outras fontes de fundos externos, inclusive aqueles provenientes das instituições multilaterais e dos bancos existentes no “menu de opções”. Desnecessário dizer que tais cálculos são altamente sensatos nas pressuposições e podem ser apenas aproximados. Mas mesmo assim eles fornecem as mais eficazes bases para negociações. O país devedor pode negociar os detalhes do pa-

cote com os bancos com a mediação de um comitê consultivo internacional composto de representantes dos governos do principal credor e do principal devedor, do FMI e do Banco Mundial.

Enquanto o aqui proposto plano de conversão da dívida é um plano voltado para o mercado, é preferível *negociar* o desconto (e a fração entre redução na obrigação futura para repagar o principal e imediato alívio dos juros) do que deixar que seja determinado num *leilão de mercado*. Enquanto o valor de empréstimo no mercado secundário pode ser usado como um guia suplementar, o desconto deveria ser determinado de acordo com o critério de que ele visa assegurar o crescimento sustentado no país em questão e eliminar a necessidade futura de dinheiro novo para pagar os juros. Se os bancos forem autorizados simplesmente a lançar os títulos, eles podem oferecer um desconto menor que o necessário para se chegar aos objetivos acima, e assim subestimar o real sucesso que a estratégia poderia obter. Se o país e a maioria dos bancos concordarem sobre o nível desejado de desconto e alguns bancos não, então uma alternativa seria permitir aos bancos oferecer os títulos em bases competitivas, e assim acomodar as divergências entre eles.

Considerações finais

Para concluir, três considerações sobre a aceitabilidade inicial e a viabilidade máxima da estratégia proposta estão na ordem. Primeiro, os bancos deveriam considerar na estratégia proposta seu próprio interesse de longo prazo. Os bancos estão tão exaustos de reprogramar a dívida e de empréstimos forçados quanto os países devedores. Eles gostariam de sair desse esquema de Ponzi internacional praticamente insustentável com o mínimo de prejuízos. Se a alternativa for continuar a batalha para reciclar a conta de juros, mais moratória sobre o serviço da dívida e ameaça crescente de atrasos totais dos devedores desesperados, os banqueiros fatigados podem aceitar prejuízos como um preço para se desvencilharem da confusão da dívida internacional e adquirir alguns títulos negociáveis e seguros, especialmente se as autoridades reguladoras cooperarem para fazer uma reestruturação a mais amena possível.

Segundo, o principal problema poderia ser encontrar um governo credor que estivesse disposto a garantir os títulos lançados pelo país devedor. O Japão parece ser um candidato óbvio para assumir o comando. Pode simplesmente dar sua palavra, ou deixar de lado uma pequena parte de seu crescimento e reservas cambiais externas maciças como um “fundo de garantia”. Esta parece ser uma forma financeiramente barata e politicamente eficaz de o Japão assumir maiores responsabilidades do que as desempenhadas agora. Isso irá criar também “uma janela de oportunidade” para o Japão desempenhar um papel de liderança mais efetiva no esboço e implementação de estratégias políticas pelo Fundo e pelo Banco Mundial. Naturalmente, o Japão sozinho não pode e não deveria garantir os compromissos de mais de um ou dois países, mas, ao assumir o comando, pode começar a desempenhar um papel de liderança no gerenciamento do problema da dívida, e criar as condições para estabelecer uma flexibilidade internacional para a dívida apoiado pelos maiores governos credores em conjunto.

Finalmente, se os governos credores e bancos aceitarem essa estratégia de conceder alívio da dívida para os países de renda média, o próximo passo mais difícil seria uma conclusão de negociações bem-sucedidas no caso do primeiro país a entrar no processo de barganha. De fato, a viabilidade da estratégia dependerá crucialmente de quão bem ocorrer a primeira série de negociações e quão bem o pacote final for recebido e implementado. A estratégia terá maior chance de sobreviver e prosperar se um dos três maiores PMDs devedores — Brasil, México e Argentina — assumir a liderança e conseguir estabelecer um precedente satisfatório.

Em última análise, a resolução do problema da dívida dependerá da habilidade das partes envolvidas em fazer escolhas firmes e substituir uma estratégia visionária de busca miope de juros de curto prazo. O que há de novo no plano aqui esboçado é que não há garantia de sucesso, mas o fracasso não é garantido como é o caso da estratégia atual para gerenciamento da dívida. Colocada de forma, é sensato apoiar uma estrutura cooperativa e voltada para o mercado para o alívio da dívida, porque a alternativa são atrasos confrontantes, retaliações e instabilidade econômica global.

A apropriação do desconto: com vistas a uma agência da dívida junto ao Banco e ao Fundo*

Edmar L. Bacha**

De um ponto de vista latino-americano, a evolução recente mais importante talvez seja a crescente aceitação da idéia de que a apropriação, pelos países devedores, dos grandes descontos com os quais suas dívidas estão sendo negociadas no mercado secundário de Nova York não só é possível como também pode oferecer uma saída promissora para a resolução do problema da pendência da dívida.

De fato, os descontos de mercado cresceram enormemente nos últimos anos, como mostra a Tabela 1, ocorrendo no ano passado os cortes mais profundos. Mais recentemente, há uma tendência de estabilização dos preços, com descontos médios na faixa de 30-65% para os devedores latino-americanos mais importantes.

Se fosse aplicado um desconto médio de 50% para o total da dívida latino-americana de longo termo devida aos credores privados (estimada em US\$ 232 bilhões ou 35% do PNB da América Latina em 1987), a dívida externa líquida total da

* Traduzido por Ricardo B. Costa.

** Da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro — PUC/RJ.

região cairia de um terço. Mantendo-se inalterados os influxos líquidos de capital privado, a diminuição resultante nos pagamentos de juros — estimados em US\$ 10 bilhões ao ano — implicaria uma redução nas transferências financeiras da região para o exterior em torno de 1,5% do PNB. Essa diminuição, combinada com um aumento da taxa de poupança interna de 1,25% do PNB e uma expansão dos créditos externos oficiais de 0,75% do PNB (ou US\$ 5,0 bilhões ao ano), permitiria um crescimento nos investimentos fixos dos atuais 17,5% para 21% do PNB, com isso possibilitando à América Latina retomar o crescimento à taxa de 5% ao ano.¹

Esses cálculos sugerem que precisam ser satisfeitas duas condições para que um esquema de “apropriação do desconto” tenha um impacto decisivo nas perspectivas de crescimento da América Latina. Em primeiro lugar, devem ser incrementados os influxos líquidos de capital oficial e mantidos nos níveis atuais os influxos de capital privado. Em segundo lugar, a mobilização de recursos domésticos complementares — isto é, uma taxa mais alta de poupança doméstica — deve ser parte integrante do esquema. Em outras palavras, esforços adicionais de ajustamento interno e um quadro de colaboração internacional são complementos necessários para o sucesso de um esquema de “apropriação do desconto”.

A próxima seção discute as alternativas abertas aos países devedores individualmente para “se apropriarem do desconto” através de ofertas diretas aos respectivos credores privados. Na seção 3 são revistas as possibilidades e os problemas associados com a criação de uma agência internacional da dívida. As conclusões são resumidas na seção final.

“Apropriação do desconto”: as iniciativas nacionais

Deve ser ressaltada de início uma das principais dificuldades para a “apropriação do desconto” de forma direta ou por

1. Os números usados nos cálculos acima são do Banco Mundial e do FMI, como apresentados nas tabelas anexas de Eduardo Barandiaran, “The Adjustment Process in Latin America's Highly Indebted Countries” (Washington, DC: Banco Mundial, março de 1988, processado). A estima-

meios internacionais: não se pode consegui-la simplesmente através dos meios de mercado. Atualmente, o valor de mercado da dívida latino-americana está em torno de 45 *cents* por dólar. Mas à medida que a dívida pendente é reduzida por uma compra de volta ou por um esquema de conversão, esse valor de mercado naturalmente crescerá, refletindo uma maior probabilidade de que será cumprido pontualmente o serviço da dívida restante. Apenas uma pequena fração da dívida pendente, portanto, seria voluntariamente amortizada a preços próximos àqueles praticados hoje no mercado secundário.

A razão disso é que qualquer credor individual terá um forte incentivo para não se mover, já que o valor de mercado de seus créditos crescerá na medida em que outros credores aceitem negociar seus créditos com desconto. Os credores terão portanto que enfrentar uma escolha do tipo “tudo ou nada” para serem coletivamente induzidos a vender seus créditos a preços de mercado atuais. Alguém terá que dizer-lhes, por exemplo, que os créditos “antigos”, que não forem vendidos ou convertidos em créditos novos, serão rolados a um valor de apenas 45% de seu valor contratual prévio. Isto, contudo, claramente configuraria um caso de *default*, surgindo a possibilidade de que qualquer pagamento efetuado pelo devedor, por meio dos mecanismos internacionais de pagamento, estivesse sujeito às reclamações legais dos credores. Menos drasticamente, no caso de conversões da dívida com desconto, poder-se-ia explicitamente atribuir prioridade aos novos créditos sobre os créditos antigos, ou seja, a dívida retida pelos credores privados seria subordinada aos novos créditos descontados, mas essa decisão poderá também levantar problemas legais espinhosos e, de qualquer forma, não poderia ser aplicada nos casos das compras de volta a dinheiro.

Os próprios países têm uma série de alternativas para tentar a “apropriação do desconto”: esquemas de compra de volta, conversões de dívida em títulos, conversões de dívida em investimentos (constituindo um importante subgrupo desta forma as

tiva de aproximadamente 4 para o coeficiente marginal capital/produto é muito menor do que a média dos anos 80, porém levemente maior do que o do período 1965-1981.

conversões de dívida em moeda local) e conversões de dívida em exportações. As características das várias alternativas são discutidas em seguida; mas, do ponto de vista de fornecer um alívio adequado da dívida, todas têm fortes limitações que, no entanto, poderão ser superadas através da intervenção de uma agência internacional oficial.

As compras de volta referem-se a esquemas através dos quais o país compra suas dívidas de volta dos bancos com dólares americanos (ou com a moeda de denominação da dívida original).

As conversões de dívida em títulos são esquemas através dos quais o país devedor converte suas dívidas com os bancos em novos títulos, normalmente expressos na mesma moeda convertível das dívidas antigas.

As conversões de dívida em investimentos referem-se a esquemas em que o país devedor compra de volta suas dívidas dos bancos, com moeda local, ou de uma terceira parte que tenha previamente comprado dos bancos as dívidas no mercado secundário com dólares americanos. Esse dinheiro é então investido, na forma de participação, nas firmas domésticas dos países devedores. As conversões de dívida em moeda local podem ser consideradas um subgrupo daquelas, eliminando-se a última operação. Elas envolvem o câmbio, realizado pelo Banco Central, de um crédito de dívida externa por moeda local. Os residentes no país podem, assim, comprar sua dívida no mercado secundário usando capital expatriado ou moeda estrangeira adquirida no mercado paralelo.

As conversões de dívida em exportações referem-se a esquemas por meio dos quais um futuro importador compra dos bancos a dívida de um país devedor no mercado secundário com dólares americanos, amortizando em seguida essa dívida na moeda local do país devedor e usando o produto da amortização para o pagamento de exportações desse país. O próprio credor original, alternativamente, poderá intermediar as exportações do país devedor, recebendo os pagamentos em dólares do importador e "pagando" pelo menos uma parte ao país através do cancelamento de uma porção de seus débitos originais.

Afora a dificuldade técnica discutida no parágrafo 5, as compras de volta também enfrentam problemas legais relaciona-

dos às “cláusulas de participação” de créditos consorciados que especificam que todos os participantes do crédito devem participar das eventuais compras de volta. Assim, uma renúncia a essas cláusulas teria que ser obtida dos credores originais antes de poder ser implementado tal esquema. O problema mais importante com as compras de volta, entretanto, é que um país devedor tipicamente não terá reservas internacionais suficientes para fazer um abatimento apreciável de sua dívida pendente. Conseqüentemente, as compras de volta a dinheiro significativas teriam que ser financiadas por fontes internacionais, como no recente caso da Bolívia.²

Para promover um alívio significativo da dívida, as conversões de dívida em títulos teriam que incorporar descontos que se aproximassem dos praticados no mercado secundário. Mas, neste caso, os bancos não teriam incentivo algum para efetuar a conversão. Ilustra esse fato o fracasso dos *exit bonds* introduzidos pela Argentina, em seu acordo de reescalonamento com os bancos de 1987, dado que o valor corrente dos *bonds* era então aproximadamente igual ao valor em dinheiro dos débitos argentinos no mercado secundário.³

De um modo mais geral, os bancos estariam interessados em trocas voluntárias desse tipo apenas na medida em que o preço de mercado esperado dos novos títulos fosse mais alto do que os preços da dívida antiga observados no mercado secundário. Isso efetivamente contraria a possibilidade de um alívio significativo da dívida através de conversões voluntárias em investimentos, a menos que sejam fornecidas garantias por uma terceira parte com uma reputação de crédito inquestionável, tal como o Banco Mundial. O fracasso do México, no entanto, em apropriar-se de um desconto significativo em sua recente oferta de conversão de dívida em títulos, mesmo tendo feito um depósito em obrigações do governo americano como garantia ao pagamento do principal, ilustra o ponto de que “ginásticas”

2. Com fundos fornecidos por doadores oficiais, a Bolívia espera recomprar aproximadamente a metade da dívida devida aos bancos a 11 cents por dólar.

3. Os *exit bonds* oferecidos pela Argentina eram *bonds* de 25 anos a 4%, e previam a isenção de futuros *empréstimos*.

financeiras não conseguem remover a dificuldade econômica fundamental, discutida no parágrafo 5, de se conseguir uma apropriação integral do desconto através de meios voluntários. Dada a oportunidade, os principais credores escolherão ficar de fora de um esquema de conversão a preços de mercado atuais, na expectativa de que esse esquema irá provocar um aumento do valor de mercado de seus créditos originais.

As conversões de dívida em investimentos modificam a natureza da obrigação do país devedor de dívida em participação — o que pode em princípio ser vantajoso para o devedor — mas não alteram seus compromissos externos totais, a menos que sejam criados mecanismos — como nos sistemas de leilões chileno e brasileiro — para dividir o desconto de mercado entre os investidores e o país devedor. Indiretamente, essas conversões podem também acabar se tornando apenas um complicado esquema de compra de volta, na medida em que substituem o investimento externo em moeda forte ou facilitam as “viagens de ida e volta” através do mercado de câmbio oficial.⁴

Como consequência das conversões de dívida em investimentos, emerge um problema fiscal quando — como tem frequentemente acontecido na América Latina — a dívida externa do setor público é convertida ou em dinheiro ou em participação no setor privado doméstico. Do ponto de vista das contas do governo, a dívida externa estaria sendo amortizada antes de seu vencimento (como redefinido pelos acordos de reescalonamento com os bancos) sem a criação de uma fonte de financia-

4. Uma compra de volta a dinheiro ocorreria indiretamente quando, por exemplo, uma subsidiária de uma corporação multinacional no país devedor legalmente repatriasse capital — em dólares americanos — através do mercado de câmbio oficial, o qual é então usado por sua matriz na compra de dívida com desconto no mercado secundário de Nova York, e convertido em investimentos adicionais na mesma subsidiária. Depois de todas essas voltas, o Banco Central do país devedor encontra-se com menos dívida externa e reservas em moeda estrangeira menores. As “viagens de ida e volta” também podem ocorrer com remessas ilegais de dólares americanos através do mercado de câmbio paralelo, o que tem o efeito de aumentar o ágio da taxa de câmbio do paralelo sobre o oficial, induzindo assim — através do subfaturamento das exportações e superfaturamento das importações, por exemplo — a redução da oferta de moeda estrangeira no mercado oficial.

mento correspondente. Se não se ajusta o orçamento, ou o suprimimento de dinheiro terá que ser aumentado ou a dívida interna expandida. Simplesmente manter a dívida externa nos livros do governo pode provar ser menos custoso do que qualquer uma das alternativas. Os programas de privatização envolvendo a venda de ações de empresas públicas a investidores estrangeiros poderia ser uma saída para os problemas fiscais, porém, poderia levantar sérios problemas políticos.

As conversões de dívida em exportações, finalmente, podem ser consideradas como um terceiro melhor mecanismo de promoção das exportações para setores com excesso de capacidade mas incapazes de competir no exterior (e que de outra forma teriam de ser subsidiados pelo governo), mas dificilmente seria um mecanismo viável para conseguir uma redução significativa da dívida.

Este rápido exame sugere que as alternativas abertas aos países devedores para a "apropriação do desconto" através de ações unilaterais e orientadas pelo mercado são limitadas. A ação internacional é nitidamente necessária para prover o dinheiro e/ou as garantias para as recompras e/ou conversões de dívida com desconto e para induzir os credores originais a aceitarem coletivamente as ofertas de conversão do tipo "tudo ou nada" sem criarem um pesadelo legal.

Com vistas a uma agência internacional da dívida

Foi recentemente oferecida por James D. Robinson III, presidente da American Express Company, uma proposta influente e ampla para solucionar o problema da dívida, que é a criação de um Instituto da Dívida e Desenvolvimento Internacional (IDDI).⁵ Seria uma associação do tipo *joint venture* entre o FMI e o Banco Mundial, financiada pelos governos dos maiores países desenvolvidos, e que, em troca de suas próprias obrigações, proporia aos bancos credores negociar os seus empréstimos ao Terceiro Mundo com desconto. Esses descontos então seriam

5. Cf. James D. Robinson, "A Comprehensive Agenda for LDC Debt and World Trade Growth", discurso proferido no Overseas Development Council, Washington, DC, 29.2.1988.

progressivamente passados aos governos dos países devedores na extensão em que “concordassem em abrir mercados, construir idoneidade creditícia e implementar políticas econômicas e financeiras que induzam o crescimento”.

Um ponto chave da proposta de Robinson é que os créditos do IDDI estariam subordinados a qualquer nova emissão de dívida. Isto significa que novos empréstimos teriam prioridade sobre recursos frente à dívida adquirida e possuída pelo IDDI. Essa disposição de prioridade pretende ser um fator chave para a abertura de novas fontes de crédito para o país. Não seriam permitidas “caronas”. Toda a dívida bancária soberana de um país devedor contratante teria que ser adquirida pelo IDDI. Aos bancos que escolhessem não participar seriam oferecidos *exit bonds* de rendimentos mais baixos, ou deles exigido pelos reguladores que abaixassem os empréstimos a valores de mercado, sem o tratamento regulamentar especial que beneficiaria os bancos participantes.

A dívida bancária soberana dos 17 países em reescalamento cobertos pelo Plano Baker monta em torno de US\$ 250 bilhões. Se o IDDI, no extremo, adquirisse toda esta dívida, a um valor estimado de 60% do seu valor de face, seriam necessários US\$ 150 bilhões em títulos do Instituto para a troca. Dividindo-se isso em US\$ 125 bilhões em títulos consolidados e US\$ 25 bilhões em ações preferenciais, Robinson acredita que o Instituto poderia ser sustentado com US\$ 12,5 bilhões em capital de participação levantado junto aos governos patrocinadores. O capital de participação serviria como uma reserva, podendo assumir a forma de contribuição ou ser resgatável.

Em suas declarações por ocasião das reuniões de abril de 1988 do Interim and Development Committees, os ministros do G-7 repudiaram explicitamente as iniciativas de uma solução abrangente para o problema da pendência da dívida, como a que foi proposta por James Robinson, e reiteraram seu apoio inalterado à “rolagem” da crise da dívida e à abordagem do “caso-a-caso”.⁶ Mas o fato é que há uma crescente tendência

6. Cf. “Group of 7 Statement — Ministers Stress Exchange Rate Stability, Oppose Global Debt-forgiveness Plans”, *IME Survey*, 18.4.1988, p. 116.

tanto no Banco Mundial quanto no FMI de procurar soluções mais inovadoras para o problema da pendência da dívida.

A razão disso é que a "fadiga da dívida" já se faz sentir em todo lugar. Horst Schulmann, por exemplo, diretor administrativo do Instituto de Finança Internacional (um dos "cérebros" da comunidade internacional de bancos privados, sediado em Washington), diz em sua carta de 18 de março de 1988:

"... os bancos têm encontrado tensões crescentes no esforço comum do processo de empréstimos ... há dificuldades crescentes para o acerto de novos empréstimos e para conseguir uma participação geral. Existe uma preocupação sobre a segurança e a saúde dos empréstimos, seu teor e preço, a distribuição do fardo entre os ofertadores e o custo de capital de ter de fazer reservas ... para os credores também há de ter alguma 'luz no fim do túnel'".

A idéia que fundamenta o seu pensamento é a de que, "para que saiam novos empréstimos bancários em quantidades adequadas, devem ser achados meios para prover um aumento palpável no fornecimento de créditos", através de garantias explícitas do Banco Mundial. Tais garantias são na verdade uma das principais exigências dos bancos japoneses e europeus no pacote de US\$ 5,2 bilhões de dinheiro novo atualmente sendo negociado com o Brasil.

O Banco Mundial, por sua vez, preocupa-se cada vez mais com a perspectiva de expansão de seus compromissos nos países de renda média altamente endividados. Para sustentar o crescimento na faixa dos 4-5% ao ano nesses países, o Banco estima haver uma necessidade de financiamento pelos bancos comerciais na faixa de, pelo menos, US\$ 6-9 bilhões por ano. Compare-se isto com os fluxos líquidos, ocorridos nos últimos três anos, de menos de US\$ 4 bilhões ao ano, os quais se concentraram em alguns poucos países grandes, e parte dos quais se deu na forma do não pagamento de juros. O Banco acertadamente duvida que o acentuado declínio nos pacotes de dinheiro novo considerados poderá ser revertido, particularmente para alguns dos países menores. As previsões são, em realidade, de que todos os países continuarão a viver sérias dificuldades na mobilização de apoio dos bancos comerciais.

O fracasso dos países pesadamente endividados em assegurar um alívio financeiro adequado dos bancos privados e outras fontes cria problemas difíceis para o Banco Mundial. Primeiro porque os programas de ajustamento apoiados pelo Banco tornam-se subfinanciados, e, com isso, o risco de interrupções do serviço da dívida aumenta. Em segundo lugar porque a parcela correspondente ao Banco do total do serviço da dívida cresce demasiadamente, enfraquecendo a capacidade do tomador de respeitar o *status* de credor preferencial do Banco. Com isso, para manter a qualidade de sua carteira de empréstimos, o Banco tem um forte interesse em ajudar a assegurar que os países garantam um alívio financeiro adequado dos outros credores. O Banco prevê que precisará, portanto, cumprir um papel catalisador mais extensivo e diversificado em duas áreas: nos pacotes de dinheiro novo e nos esquemas de redução da dívida.

Contudo, as dificuldades de assegurar pacotes de dinheiro novo para todos, excetuando-se os maiores devedores, são provavelmente insuperáveis. O raciocínio de que se deve insistir nos pacotes de dinheiro novo para os maiores devedores também pode ser questionado. Apesar de alguns terem provado ser capazes de gerar excedentes comerciais consideráveis, em muitos a situação fiscal é um caso perdido e a inflação é desenfreada, e em nenhum deles se tem em vista um crescimento sustentável. Sob essas circunstâncias, o papel catalítico mais produtivo que o Banco poderia desempenhar é o de facilitar uma redução consensual no serviço da dívida existente e não o de incentivar um incremento adicional no estoque da dívida.

Neste ponto, a principal dificuldade reside na reação dos bancos comerciais. Alguns emprestadores comerciais podem já estar dispostos a conceder algum alívio financeiro a países de renda média cujas dívidas comerciais representem um nível relativamente pequeno de exposição em relação ao capital e/ou reservas desses bancos. Alguns deles, entretanto, estão preocupados com o "contágio" de sua posição de negociação, nos maiores países devedores, se eles concordarem em conceder alívio financeiro em outros países.

De acordo com *The Economist*, os bancos comerciais credores parecem estar divididos, *grosso modo*, em dois grupos

nessa matéria.⁷ De um lado estão os bancos regionais americanos, os grandes bancos suíços e alemães e a maioria dos japoneses, que querem e podem lançar a perda ou liquidar seus empréstimos ao Terceiro Mundo. Do outro lado estão os grandes bancos americanos de centros financeiros que ainda não podem recusar novos empréstimos para os grandes devedores ou lançar a perda dos antigos. Os bancos britânicos parecem estar numa posição similar à dos bancos de centros financeiros americanos. *The Economist*, por exemplo, calcula que se o Chase Manhattan vendesse toda a sua carteira latino-americana de por volta de US\$ 6,7 bilhões em empréstimos, incorreria numa perda de pelo menos 30-40% daquele valor a preços atuais no mercado secundário. Essa perda corresponderia a seis vezes o lucro do banco em 1986, já descontado o imposto, e não estaria muito aquém do valor total de seu capital de ações ordinárias.

Aumentar as reservas, como o CITIBANK começou a fazer em maio do ano passado, poderia ser uma resposta. De fato, alguns bancos americanos continuam a aumentar suas reservas correspondentes às dívidas terceiro-mundistas. O Continental Illinois e o First Chicago, sediados em Chicago, o Security Pacific, de Pittsburgh, e o Wells Fargo, de San Francisco, todos eles aumentaram suas reservas sobre perdas de empréstimos contra a dívida do Terceiro Mundo para aproximadamente 50% em 1987. Os bancos de Nova York, entretanto, dificilmente farão o mesmo. Custaria ao CITIBANK, por exemplo (como indicado na Tabela 2), US\$ 3,5 bilhões — ou 47% de seu capital de ações ordinárias — para dobrar os 25% em reservas feitas no ano passado contra os empréstimos ao Terceiro Mundo. Além disso, os superintendentes dos bancos tanto nos Estados Unidos como na Grã-Bretanha estão preocupados com o efeito que as provisões competitivas podem ter sobre a estabilidade de seus maiores bancos, tendo inclusive advertido os bancos contra as reservas “excessivas” referentes a seus empréstimos aos países do Terceiro Mundo, o que — de acordo com Mr. Robin Leigh-Pemberton, diretor do Banco da Inglaterra — ser-

7. Cf. *The Economist*, “A Survey of International Banking”, 26.3.1988, p. 9.

viria como uma "mensagem enganosa para os próprios devedores".⁸

A alternativa sensata ao aumento das reservas é sugerida pelo *The Economist*:

"De um modo ou de outro, os grandes bancos serão forçados a reduzir o valor fixado de suas exposições referentes ao Terceiro Mundo. Como poderão fazê-lo se, como com o Chase ou com o Manufacturers Hanover, seus capitais e ganhos são muito fracos para suportar os lançamentos de perdas e as reservas? A melhor resposta é transferir o controle acionário. Para comprar o Chase agora custaria por volta de US\$ 60 por ação, ou US\$ 4,8 bilhões. De acordo com as regras contábeis de uma transferência, a liquidação de ativos como os da dívida do Terceiro Mundo poderia ajudar a pagar a aquisição".⁹

Conclusões

Os mesmos acontecimentos que estão frustrando os pacotes de dinheiro novo contemplados no Plano Baker também estão abrindo portas para uma maior inovação em matéria de formas alternativas consensuais de alívio financeiro. Isto, entretanto, não será um processo automático. A dificuldade central parece ser a incapacidade de um grupo de bancos internacionais muito importantes de suportar as perdas em suas exposições referentes ao Terceiro Mundo, indicadas pelos preços no mercado secundário. Num esforço de proteger esses bancos, tecnicamente falidos, os reguladores bancários tanto nos Estados Unidos quanto na Grã-Bretanha estão tentando impedir que os seus sistemas

8. Cf. "Timely Warning to the Banks", *Financial Times*, 5.2.1988. Aparentemente, foi por causa de um conselho "de bastidores" dado pelo New York Federal Reserve Bank que tanto o Bankers Trust quanto o J. P. Morgan, os mais fortes bancos de centros financeiros de Nova York, decidiram não acompanhar os maiores bancos regionais americanos em aumentar suas reservas referentes à dívida do Terceiro Mundo. Cf. "New York Banks Hang Together", *The Economist*, 23.1.1988, p. 70.

9. Cf. *The Economist*, "A Survey of International Banking", 26.3.1988, p. 38.

bancários construam reservas em quantidades suficientes que possibilitem uma liquidação de seus empréstimos ao Terceiro Mundo a descontos de mercado atuais. Isto, mais do que os custos de financiar uma agência internacional da dívida, parece ser a principal pedra de tropeço no caminho de uma solução de alcance para o problema da pendência da dívida.

Essa conclusão é reforçada pelo seguinte raciocínio: com uma redução média de 50% em suas obrigações de dívida, os países endividados estariam de um modo geral capacitados a cumprir com o serviço dos 50% restantes. Teriam portanto um forte incentivo ao ajustamento, já que isso resultaria em crescimento adicional para eles em vez de pagamentos adicionais de dívida aos bancos. Um acordo em cima de pacotes de políticas poderia então ser alcançado com o Banco Mundial e com o FMI muito mais facilmente do que se consegue no presente, já que essas instituições deixariam de ser vistas pelo Terceiro Mundo como agências coletoras de dívida a serviço dos bancos comerciais. Poderiam também ser criados mecanismos financeiros através dos quais os próprios países devedores assumiriam uma parte dos riscos do não pagamento de suas próprias obrigações.¹⁰

Nessas circunstâncias, o funcionamento de uma agência internacional, combinada com a estipulação de condições e outros arranjos, poderia reduzir substancialmente o risco de baixos pagamentos e, com isso, reduzir as necessidades de capital da agência para talvez menos do que os US\$ 12,5 bilhões calculados por James Robinson.¹¹ Além disso, uma vez estabe-

10. O estilo mexicano de securitização, usando títulos do Banco Mundial em vez de títulos do Tesouro americano, seria um exemplo. Mas mesmo no caso em que o país devedor tenha pouco dinheiro, o Banco Mundial está explorando a possibilidade de fornecer garantias parciais em bases amplamente autofinanciáveis (usando com isso pouco ou nenhum capital de participação). O Banco cobraria um prêmio pela garantia de valor aproximadamente igual ao de sua obrigação e, não sendo usada a garantia, o prêmio seria devolvido ao tomador.

11. Em sua proposta, James Robinson reconhece a possibilidade de outras abordagens em termos de segurança, as quais poderiam ser "mais prontamente aceitáveis, e menos custosa, do que a proposição do I2D2 que acabei de apresentar". Uma outra proposta, recente e interessante, na tentativa de minimizar as contribuições iniciais de capital para uma

lecida a agência, alguns dos grandes devedores, como Brasil, México e Venezuela — no interesse de readquirir mais rapidamente acesso a empréstimos em bases de mercado — podem optar por oferecer diretamente aos bancos melhores negócios do que aqueles concedidos pela agência, como antecipado por Stanley Fischer antes de ir para o Banco Mundial.¹² Isso sozinho reduziria os possíveis passivos contingentes para a agência da dívida pela metade ou mais. É, portanto, irrealista argumentar que a razão da oposição do G-7 à criação de uma agência internacional da dívida reside na necessidade do comprometimento de enormes somas de dinheiro dos contribuintes.

A agência da dívida, na realidade, transferiria os riscos do setor privado para as instituições internacionais e para os governos credores. Isto, contudo, seria conseguido por um preço relativamente baixo, dado o nível de alívio da dívida que os bancos forneceria e os incentivos positivos que os devedores teriam para o ajustamento. É, portanto, no mínimo estranho que o G-7 tenha levantado essa objeção em seu comunicado de abril de 1988, já que o cumprimento do Plano Baker requereria inevitavelmente a extensão das garantias do Banco Mundial para assegurar a efetuação dos pacotes de dinheiro novo. O volume dessas garantias pode ser menor do que aquelas implicadas na agência da dívida, porém os riscos de não pagamento pelos devedores é muito maior. Daí que não se garante que os passivos contingentes das instituições internacionais e dos governos credores, no contexto de um Plano Baker melhorado, seriam menores do que num programa de redução da dívida.

Em vista da forte oposição do G-7, propostas como a de James Robinson de criação de um Instituto Internacional para a Dívida e Desenvolvimento, que estabelecesse uma nova instituição com todos os recursos para comprar de volta a dívida do Terceiro Mundo, estão provavelmente descartadas no momento. Pode não ser necessário, no entanto, criar uma agência totalmente nova para esse propósito. Estabelecer uma agência

agência da dívida está contida em Arjun Sengupta, "A Proposal for a Debt Adjustment Facility — Draft for Discussion", Washington, DC, Fundo Monetário Internacional, 8.3.1988, mimeo.

12. Cf. Stanley Fischer, "Sharing the Burden of the International Debt Crisis", *American Economic Review*, maio de 1987.

TABELA 1

Preços de mercado da dívida de países em desenvolvimento
(em porcentagem sobre o valor de face)

País	Jul. 85	Jan. 86	Jul. 86	Jan. 87	Jul. 87	Jan. 88	Jul. 88
Argentina	60-65	62-66	63-67	62-65	46-49	30-33	27-31
Brasil	75-81	75-81	73-76	74-76,5	58-61	44-47	49-53
Chile	65-69	65-69	64-67	65-68	67,5-69,5	60-63	57-60
Colômbia	81-83	82-84	80-82	—	81-83	62-65	62-65
Equador	65-70	68-71	63-66	63-65,5	45-47	33-37	30-33
México	80-82	69-73	56-59	54-57	55-57	50-52	49-52
Peru	45-50	25-30	18-23	16-19	10-12	2-7	5-8
Filipinas	—	—	—	72-76	68,5-71	50-52	48-52
Polônia	55-60	50-53	42-45	41-43,5	42-44	42-44	42-44
Romênia	85-89	91-94	86-89	86-89	86-89	81-83	78-81
Venezuela	81-83	80-82	75-78	72-74	70-72	55-57	53-55
Iugoslávia	74-77	78-81	75-78	77-81	73-75	53-55	44-47

Fonte: Shearson Lehman Brothers Inc.

TABELA 2
Itens do balanço de bancos de centros financeiros de Nova York
(em 30.9.1987)
em US\$ bilhões

Itens	Bankers	Chase	Chemical	CITICORP	Manhan	Morgan
Ativos totais	56,9	100,5	78,0	200,0	75,3	78,0
Capital social votante	2,6	3,9	2,1	6,8	2,1	4,6
Pendência total — PMD*	4,0	8,7	5,9	14,0	9,2	5,4
Reservas totais	1,3	2,8	2,1	4,8	2,7	1,7
Reservas — PMD	1,0	2,0	1,4	3,5	1,9	1,4
Empréstimos de rolagem — PMD	0,6	2,5	1,1	3,7	1,5	1,3
Efeitos do aumento de reservas = PMD para 50% sobre empréstimos pendentes						
Acréscimo nas reservas	1,0	2,4	1,6	3,5	2,7	1,3
Perda percentual de capital	38	71	86	47	131	27

Fonte: *The Economist*, 23.1.1988, p. 70. Fonte original: Werthein Shroder.

* Países menos desenvolvidos.

de reconstrução da dívida junto ao Banco Mundial e ao mesmo tempo no FMI — tendo como base a experiência dos Empréstimos de Ajustamento Estrutural do Banco Mundial e da Agência de Ajustamento Estrutural, do FMI — é talvez tudo o que é preciso para projetar e controlar uma implementação ordenada de uma redução da dívida em bases do tipo caso-a-caso.¹³

A decisão final de estabelecer essa agência da dívida junto ao Banco e ao Fundo está nas mãos dos países industrializados. Mas a pressão política para chegar a esse objetivo deve ser um item prioritário na agenda dos países devedores em geral e no Conselho Latino-americano em particular.

13. Para pontos de vista semelhantes, veja Jeffrey Sachs e Harry Huizinga, "U.S. Commercial Banks and the Developing-country Debt Crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1987: 555-601, e Roy Culpeper, *The Debt Matrix*, Ottawa, Canada, The North-South Institute, abril de 1988.

6

Crises da dívida brasileira: passado e presente*

Eliana A. Cardoso**

Rudiger Dornbusch***

"Deficits innumerable, annual, perennial, everlasting and ever, increasing deficits! In these three syllables is comprehended all the mystery of Brazilian finance, the head and front of its offending."

Wileman (1896)

Os problemas da dívida brasileira têm sido um incômodo aos mercados mundiais de capital há mais de 150 anos. Uma importante lição dessa história é a extraordinária repetição dos eventos. Os mesmos temas, até a mesma linguagem, ressurgem toda vez que uma súbita interrupção nos empréstimos causa a falta de liquidez, *funding loans* (empréstimos-fundo), moratórias e, logo depois, a renovação do empréstimo.

* Agradecemos a Peter Lindert pelos comentários. Tim Vogelsang prestou uma valiosa ajuda nas pesquisas. Traduzido por Marisa Kazue Shirasuna e revisado por Gilberto T. Lima.

** Da Fletcher School of Law and Diplomacy, Tufts University, EUA.

*** Do Massachusetts Institute of Technology, EUA.

Às vezes, os fatos que aceleram o processo são de ordem interna, como no século XIX. Em outras épocas, como nas décadas de 30 ou de 80, uma repentina deterioração da economia mundial torna uma dívida previamente acumulada demasiadamente grande e onerosa. Os detalhes precisos diferem, mas as linhas gerais são sempre as mesmas. Nosso interesse é o de destacar essas características comuns, porém também dando ênfase ao fato de como o acesso ao mercado mundial de capital tem funcionado como um elemento essencial numa estratégia de desenvolvimento. Esse acesso foi importante no século XIX e foi novamente fundamental nos anos 70. Essa discussão levanta a questão sobre qual será a fonte de financiamento para o desenvolvimento, agora que os empréstimos bancários se esgotaram.

Nossa discussão será feita em cinco partes. Os três primeiros itens falam sobre a história da dívida brasileira: começamos com uma discussão do fim do século XIX, cobrimos depois as experiências do período entreguerras e, por fim, a escalada para a crise da dívida na década de 80. O item seguinte questiona qual foi o erro da estratégia do "empurrar com a barriga" (*muddling through*) iniciada em 1982. O trabalho conclui com a questão de como conciliar crescimento com serviço da dívida e faz uma proposta.

CAFÉ E MOEDA EXCESSIVA

O Brasil endividou-se em idade bastante tenra. A história do Império brasileiro é de déficits orçamentários financiados por solicitações de empréstimos externos e internos.

Um panorama geral

O relatório do ministro visconde de Ouro Preto sobre a situação orçamentária na época da proclamação da República mostra que os impostos e outras receitas durante o período do Império cobriam somente 30% das despesas totais. O restante era financiado pela dívida que a República do Brasil herdou.

Quando a República foi proclamada em 1889, a dívida pública externa já chegava a 33 milhões de libras esterlinas.

Dez anos mais tarde, com uma dívida pública externa de quase 50 milhões de libras, veio a primeira crise da dívida, causada pela queda dos preços do café.

Rippy (1977) afirma que nos 60 anos que se seguiram à independência do Brasil em relação a Portugal em 1822, os investidores ingleses preferiam o Brasil como campo de investimento a qualquer outro país latino-americano por ser este politicamente mais estável. Em 1890, porém, os ingleses já tinham uma participação maior na Argentina.

Mais da metade dos investimentos britânicos no Brasil era em títulos do governo. Embora alguns dos estados brasileiros não conseguissem cumprir suas obrigações, o governo nacional tinha uma ficha excelente. O capital investido em títulos brasileiros trouxe bons retornos: o rendimento nominal médio por ano raramente caiu abaixo de 4% até depois de 1931.

O investimento direto era insignificante antes de 1840, mas depois apresentou um rápido crescimento principalmente entre 1840 e 1875 e pouco antes da Primeira Guerra Mundial. Usando o *South American Journal* como fonte, Rippy (1977) observa que os investimentos britânicos no Brasil eram menos diversificados do que na Argentina. Estavam concentrados em empresas ferroviárias, com investimento em serviço público quase igual em tamanho. O rendimento nominal médio do capital britânico investido nas ferrovias brasileiras permaneceu acima dos 5% ao ano, exceto em alguns anos durante a depressão da década de 1890.

A Tabela 1 mostra a evolução do estoque de capital estrangeiro no Brasil entre 1885 e 1913.¹

Até 1900, quase todos os influxos de capital eram de origem britânica, mas em 1905 o estoque de investimento direto dos Estados Unidos e países europeus já era de 40% do total. Contudo, o capital britânico continuou a representar mais de 80% do estoque da dívida pública até 1913.

Os influxos de capital vieram em ondas que eram, em grande parte, ditadas pela oferta de poupança no Reino Unido.

1. Rippy (1977), Edelstein (1982), Feis (1965), Stone (1977), Avramovic (1964) e Wileman (1969) discutem os fluxos de capital para o Brasil durante o século XIX.

As transferências líquidas de recursos do exterior foram positivas na década de 1890, negativas entre 1900 e 1909, e positivas novamente nos anos que precederam a Primeira Guerra Mundial. A Tabela 2 mostra as estimativas da balança de pagamentos entre 1890 e 1913.

TABELA 1

Estoque de capital estrangeiro Brasil, 1885-1913
(em milhões de libras)

Ano	Investimento direto	Dívida pública	Total
1885	24,4	23,2	47,6
1895	40,6	39,0	79,6
1905	75,1	88,3	163,4
1913*	255,9	151,7	407,6

Fonte: Stone (1977), Tabela 6, e Abreu (1985), Tabela 1. Há uma discrepância entre as duas fontes com relação aos empréstimos ingleses em 1895. Os números fornecidos por Stone, constantes na nossa tabela, apresentam uma diferença de quase 20 milhões de libras a mais que os de Abreu.

* Inclui o investimento direto e empréstimos de 1914 feitos pelos Estados Unidos, França e Alemanha.

TABELA 2

A balança de pagamentos Brasil, 1890-1913
(em milhões de libras, fluxos acumulados ao fim do período)

	1890-99	1900-04	1905-09	1910-13
Conta corrente	-39,1	35,4	14,0	-48,4
Balança comercial	28,8	70,3	83,7	38,7
Frete e seguro	32,5	18,0	26,5	30,0
Remessas e viagens	8,7	4,9	7,2	8,1
Juros e amortização	26,7	12,0	36,0	49,0
Influxos de capital	30,0	12,0	76,3	135,9

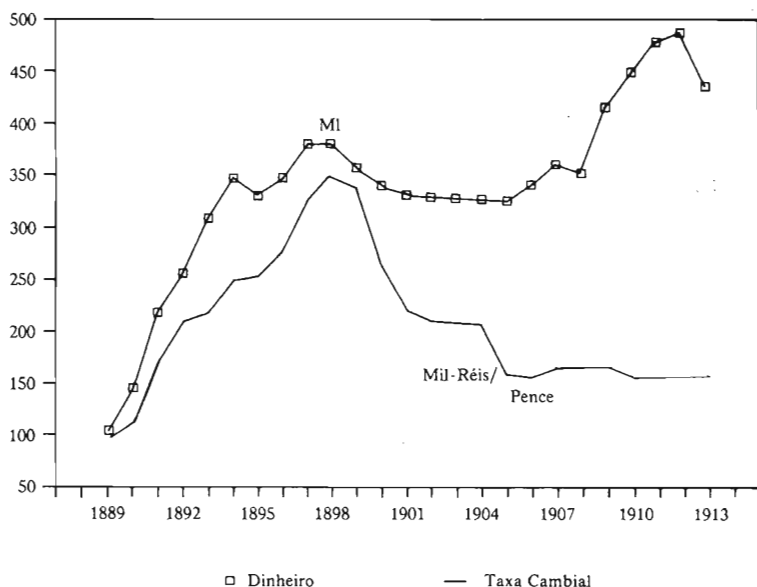
Fonte: Goldsmith (1986), Tabela III-9.

Três tipos de desordens dominaram a experiência do período 1890-1913:

1. os movimentos bruscos no preço mundial do café e a evolução do comércio de borracha;
2. instabilidade financeira interna expressa nos déficits orçamentários e emissão de moeda;
3. movimentos na disponibilidade de crédito externo que, às vezes, amorteciam a extensão das finanças inflacionárias internas, mas também atuavam como uma fonte independente de desordem da economia.

A Figura 1 destaca o comportamento do estoque monetário e da taxa cambial. Podem-se distinguir três grandes períodos: o primeiro, começando na década de 1880, foi marcado pela extrema instabilidade interna e inflação. Os anos do *Encilha-*

FIGURA 1
Dinheiro e taxa cambial
Índices: 1888 = 100



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

mento foram caracterizados por inflação muito alta, que era de mais de 30% ao ano em 1891 e 1892. Reforçada por uma enorme queda nos preços do café em 1896-1900 para menos da metade dos preços de 1891-1894, a desvalorização cambial foi enorme. Esse período dura até 1898.

Contrariamente à opinião comum, a bancarrota da Casa Baring e a limitação e controle do crédito externo não foram fatores decisivos na experiência brasileira da década de 1890. Fishlow (1988) observa que os empréstimos externos continuaram a ser contraídos durante 1893 e novamente em 1895-1897. As transferências de recursos do exterior foram positivas até às vésperas do *funding loan* de 1898. A ameaça do não-pagamento por parte do Brasil em 1898 foi causada pela queda contínua dos preços do café. A Tabela 3 mostra o preço desse produto entre 1891 e 1913.

Na segunda fase, entre 1898 e 1905, um *funding loan* e uma mudança de dinheiro para financiamento da dívida introduziu a deflação. A moeda corrente valorizou e foi então estabilizada em 1905. A crise da segunda metade da década de 1890 culminou com o *funding loan* de 1898, cujos termos de condicionalidade eram tão severos quanto os impostos por um acordo com o FMI. Em 1903, o preço do café tinha caído para 36% do seu nível de dez anos antes. A deflação e a depressão duraram até 1905.

Na terceira fase, de 1906 a 1912, os preços mundiais do comércio estavam excepcionalmente favoráveis — os preços do café dobraram entre 1906 e 1912. Esse foi um período de prosperidade. A recuperação dos preços do café, o *boom* da borracha e os influxos de capital na forma de *portfolio*, bem como o investimento direto, ajudaram a manter o crescimento. Esse período chegou ao fim quando os preços do café entraram em colapso em 1913-1914. Mais uma vez, em 1914 foi necessário um novo *funding loan*.

Em seguida, veremos cada uma dessas fases mais detalhadamente.

Do Encilhamento à crise

No fim da década de 1880, a disponibilidade monetária expandiu-se rapidamente em resposta às demandas por créditos

maiores. A pressão por expansão monetária veio da abolição dos escravos em 1888. Era necessário mais dinheiro para manter um novo mercado de trabalho baseado no salário, bem como para permitir crédito barato, compensando os proprietários de terras pelas perdas de capital provenientes da libertação. O argumento de que o estoque existente de papel-moeda era pequeno demais para o Brasil devido ao grande tamanho do país, o uso limitado de cheques e o hábito geral entre os pequenos comerciantes de manter grandes somas de dinheiro em seu poder ao invés de depositá-los nos bancos se fortalecia. Os defensores do padrão-ouro protestaram: como deveria ser determinado o volume necessário de moeda corrente?

Após a proclamação da República, a doutrina expansionista foi defendida pelo ministro da Fazenda Rui Barbosa, e a disponibilidade monetária quase dobrou em 1890. Uma série de decretos autorizou acréscimos ao volume de papel-moeda inconvertível. Londres desaprovou:

“A publicação de novos decretos financeiros feita pelo governo brasileiro não tem fim, quase não passa uma semana sem que seus números sejam aumentados”.²

“... dizem que alguns dos estados estão em dificuldades, mas, como o *Rio News* afirma, ‘eles estão sempre com problemas e neste exato momento estão gastando dinheiro como se tivessem recursos inesgotáveis’... Os capitalistas deste lado do mundo, deveríamos pensar, hesitam muito antes de emprestar dez milhões de libras esterlinas ao ministro da Fazenda do Brasil para ajudar a ele e ao seu governo no tipo de escândalo no qual parecem estar ansiosos para entrar.”³

Disseram que o Brasil estava seguindo o exemplo da Argentina, onde os fatos que levaram à crise de Baring são descritos por Hyndman (1892) da seguinte forma:

“A história dos empréstimos para a República Argentina, agora que já passou para a história, é realmente surpre-

2. *The Economist*, 29.11.1890.

3. *The Economist*, 4.10.1890.

endente. Um país que tinha uma dívida nacional de £ 10.000.000 em 1875, conseguiu aumentá-la para £ 70.000.000 em 1889. . . Todos os mercados financeiros estavam competindo uns com os outros por uma parcela dessas coisas boas. Londres, Paris, Bruxelas, Berlim, cada um deles estava pronto para cobrir o lance do outro pelo privilégio de realizar empreendimentos e empréstimos variáveis que, em qualquer outra época, teriam sido vistos como de garantia bastante duvidosa, quando a natureza do país, o caráter da população e a instabilidade de suas instituições políticas eram cuidadosamente estudadas. . . ”.⁴

No Brasil, a política financeira do governo teve como resultado a proliferação de novos bancos, ao mesmo tempo que novas companhias eram abertas em todos os ramos da iniciativa comercial e industrial. Suas ações eram vendidas a preços que sofriam aumentos constantes tão logo eram emitidas. Da mesma forma como acontecera na Argentina, “as estradas de ferro, as instalações portuárias, os serviços de água, os edifícios públicos, as mansões, tudo estava sendo levado com uma rapidez cheia de entusiasmo. . .”. Era o início de um *boom*. *The Economist* comentou:

“Como o capital não pode ser atraído, as máquinas de impressão de moeda deverão ser ajustadas para o trabalho e novas emissões de papel-moeda inconvertível serão derramadas no sistema. Desta maneira, poder-se-ia permitir um alívio temporário e se colocará mais lenha na fogueira da especulação. Mas o resultado final dessa política pode ser visto no caso da Argentina, e é hora de que todos que possuem dinheiro investido no Brasil sejam convidados a tomar nota da direção para a qual ele está indo”.⁵

As comparações com a Argentina por fim levantaram o protesto de um correspondente do Rio de Janeiro:

4. H. M. Hyndman (1892) *Commercial Crise of the Nineteenth Century*. Reimpresso pela Augustus M. Kelley, Nova York, 1967.

5. *The Economist*, 10.1.1891.

TABELA 3
Inflação e preço do café
Brasil, 1891-1913

Período	Inflação (porcentagem anual média durante o período)	Preço do café em Londres (índice 1888 = 100)		
		Alto*	Médio	Baixo**
1891-1894	24	130	112	98
1896-1900	2	92	61	47
1901-1905	-5	63	55	47
1906-1913	2	122	82	58

Fontes: IBGE, *Séries Estatísticas Retrospectivas*, e Goldsmith (1986).

* O maior índice anual durante o período.

** O menor índice anual durante o período.

“Permitam-me dizer que uma comparação das finanças do Brasil com as da República Argentina é tão absurda quanto comparar os recursos naturais e qualquer outra coisa e o comércio dos dois países. Os brasileiros são uma raça diferente, e a administração dos assuntos públicos sempre foi razoavelmente honesta. O crédito deste país sempre se manteve num alto nível. Há sem dúvida especulação por parte de funcionários públicos no Brasil, mas nunca houve tal desonestidade como na República Argentina, onde um funcionário honesto de alto ou baixo grau foi, e ainda é, exceção à regra geral. . . A prosperidade da Argentina durante os últimos 15 anos, tão elogiada, tem sido quase totalmente fictícia. Desde 1882, mais de £ 120 milhões de capital estrangeiro entraram nesse país — grande parte do qual foi roubado por funcionários corruptos e muito mais foi introduzido em serviços públicos que jamais serão rendosos. . . ”.⁶

Entretanto, a revista *The Economist* estava convencida da exatidão de sua previsão, e foi mais além em suas comparações com a Argentina:

6. Carta do sr. Gibson à revista *The Economist*, 13.12.1890.

“Os interessados na estabilidade das finanças brasileiras estão começando a temer, e com certa razão, que a mesma política de inflação monetária que levou a República Argentina ao fracasso esteja sendo seguida pelo governo brasileiro”.⁷

Instabilidade econômica e política estavam, de fato, em alta. No fim de 1891, o marechal Deodoro da Fonseca dissolveu o Congresso e proclamou lei marcial em todo o país. Durante algum tempo, teve-se notícia de que havia uma grande tensão entre o Poder Executivo e as Câmaras, principalmente em questões sobre a política financeira. A política do governo era de aumentar o estoque de papel-moeda, que já apresentava altas taxas de inflação, com mais emissões. Porém, o Congresso exigiu que o excesso de moeda inconvertível cessasse e, além disso, que se colocasse um fim na ação do Banco da República, que estava se perdendo em excessos de forma um tanto parecida à dos bancos argentinos. A briga terminou em rompimento e, durante um curto período de tempo, os fomentadores da política expansionista permaneceram invictos.

Um comitê da Câmara, indicado para investigar as atividades comerciais do Banco da República, concluiu que a emissão excessiva de papel-moeda tinha promovido o jogo na Bolsa de Valores, afastando o capital das empresas legítimas, e levou a uma séria desvalorização da moeda. O Banco da República desempenhara um papel notável na promoção dessa especulação, e o Comitê sugeriu que deveria ser exigida a redução das diferentes contas e a limitação da emissão de notas. O ministro da Fazenda era contra. Ele acreditava que a interrupção na criação monetária geraria uma crise. Além disso, acreditava que não havia necessidade de levar em conta o ouro ao considerar as notas e que o crédito do Estado era suficiente para garantir a conversão das notas. Entretanto, o Congresso, por uma maioria de 100 contra 12, aprovou a segunda versão de um projeto de lei restringindo as emissões de papel-moeda.

7. *The Economist*, 10.1.1891.

A obsessão pela companhia diminuiu, e o primeiro estouro de especulação desenfreada passou. Para muitas empresas-fantasma o dia do juízo final tinha chegado. Ações antes vendidas a prêmios altos agora não podiam encontrar compradores por menos da metade do capital pago. Os bancos pararam de pagar juros sobre os depósitos. O processo de liquidação estava em andamento.

A revista *The Economist* comentou:

“Embora as finanças do Brasil tenham entrado numa séria confusão, elas ainda não afundaram em nada parecido à deplorável condição da Argentina e do Uruguai. Além disso, (...) em sua recente explosão de excessiva especulação, tem sido com dinheiro próprio e não com dinheiro emprestado que o Brasil tem lidado”.⁸

Como mostra a Figura 1, o mil-réis passou por uma rápida desvalorização. Novamente, as comparações com a Argentina são inevitáveis. Se o peso desvalorizou por causa do excesso de emissão de papel-moeda na Argentina ou por causa da repentina interrupção dos novos empréstimos externos ainda é ponto de discussão na literatura. Uma posição monetarista tende a atribuir a desvalorização às novas leis bancárias aprovadas na Argentina em 1887, enquanto Williams (1920) sustenta que o corte do fluxo de capital produziu a desvalorização.⁹ Questões similares surgiram no caso do Brasil. Fishlow (1988) argumenta que os influxos de capital não afetaram o comportamento da taxa cambial brasileira na década de 1890, e Cardoso (1983) mostra que a expansão monetária não foi suficiente para explicar o comportamento da taxa cambial, que foi claramente influenciada pelo preço do café.

A confiança externa foi abalada não apenas pelas políticas expansionistas, mas também pela instabilidade política que levou à renúncia do marechal Deodoro da Fonseca. Vieram a revolta e a repressão militar em 1893 e 1894. Apesar do au-

8. *The Economist*, 24.10.1891.

9. Veja Williams (1920) Kindleberger (1985), Fishlow (1988) e Cardoso (1988).

mento dos problemas internos e externos e dos efeitos negativos da bancarrota da Casa Baring sobre a avaliação da credibilidade da América Latina, o Brasil não deixou de cumprir seus compromissos e continuou a ter acesso limitado aos empréstimos externos. A revista *The Economist* reproduziu um trecho extraído do *Rio News* referente ao empréstimo brasileiro realizado pela Rothschild em 1893:

“... o esquema geral é que o governo garanta esses empréstimos em troca do uso dos lucros não exigidos pelas empresas que fazem o empréstimo. Por exemplo, uma companhia ferroviária solicita empréstimo da quantia suficiente para o término de uma extensão para o qual podem ser necessários vários anos de construção, e o Tesouro encarrega-se de garantir o empréstimo pelo privilégio de ter o uso do dinheiro até quando necessário. Caso seja inconveniente para o Tesouro fazer um adiantamento dos fundos necessários em qualquer época, certamente serão encontrados meios para atrasar a construção. Essas companhias, portanto, serão usadas para a obtenção de empréstimos para o Tesouro, cujos empréstimos não figurarão na dívida pública do país... Empregando números redondos, o empréstimo rendeu 3 milhões. Isto, com base na atual taxa cambial, deveria ter rendido à companhia US\$ 57,84 milhões, mas fomos informados de que o Tesouro tinha tomado o empréstimo a 20 d, ou a um custo de US\$ 36,15 milhões, com perda, portanto, para a empresa de uma importante soma de US\$ 21,69 milhões. (...) Não podemos acreditar que esses senhores (os diretores da companhia) sejam pessoas ingênuas, cegas e desesperançadas como essa operação quer fazer entender. Conseqüentemente, o Tesouro deve ter dado algo mais do que os meros 20 *pence* anunciados pela imprensa”.¹⁰

Fishlow (1988) chama a atenção para o fato de que o governo continuou a cumprir suas obrigações externas apesar do serviço da dívida cada vez mais alto devido à desvalorização

10. *The Economist*, 27.5.1893.

cambial. O serviço da dívida do governo mais do que dobrou entre 1892 e 1894, totalizando mais de 100% do superávit comercial. Os recursos externos eram necessários para ajudar a pagar os juros dos pagamentos e amortização. Em 1895, um novo empréstimo brasileiro foi oferecido para subscrição pública. O empréstimo foi de £ 6 milhões, e deveria ter juros de 5%, sendo o preço da emissão de 85%. *The Economist* comentou os termos do empréstimo:

“Isto deixa claro que a posição financeira do país se tornou totalmente deteriorada e que, se não forem feitos esforços enérgicos e bem-sucedidos para economizar em todas as direções possíveis, o Brasil acabará ficando na mesma condição de insolvente em que estão seus vizinhos”.¹¹

O mil-réis continuou a cair até 1898 e a situação piorou cada vez mais. A esperança de que os assuntos financeiros no Brasil melhorassem com a chegada ao poder do novo presidente, Dr. Campos Salles, logo deu lugar à questão da possibilidade de se evitar a falência nacional ou não. A taxa cambial tinha caído, acrescentando um enorme peso ao custo interno de suprimento do serviço da dívida externa. Não é de se admirar, então, que os títulos brasileiros caíssem (Figura 2). *The Economist* previu a ruína:

“As últimas informações disponíveis provenientes do Brasil mostram que o não pagamento do serviço da dívida externa é visto localmente apenas como uma questão de tempo. As diferenças de opinião referem-se somente às causas da situação atual e o método com o qual a crise deverá ser enfrentada”.¹²

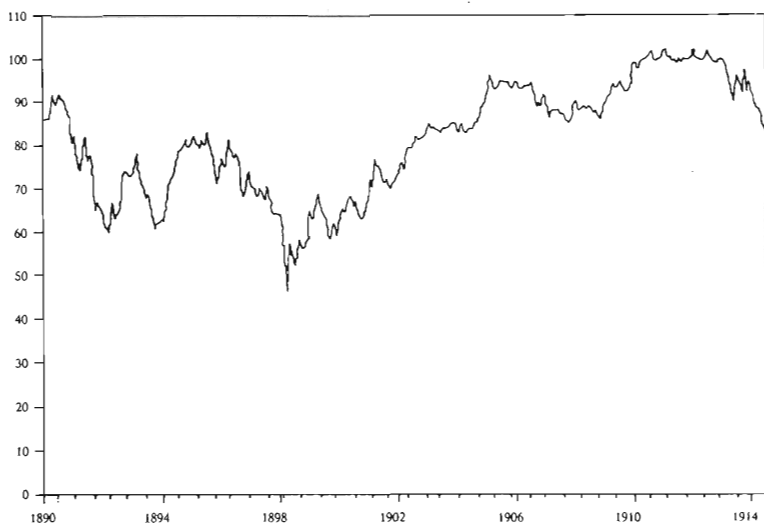
Uma corrente de opinião atribuiu o iminente não pagamento quase totalmente à queda dos preços do café, e convidou os financiadores europeus a se adiantarem e salvarem o crédito do país. Ela destaca os desastres que provavelmente viriam com o

11. *The Economist*, 20.7.1895.

12. *The Economist*, 23.4.1898.

FIGURA 2

Preços mensais dos títulos brasileiros: 1890-1914
(preço em libras esterlinas; emitido em 1888: 4,5%)



Fonte: Commercial and Financial Chronicle, várias edições.

não pagamento do serviço da dívida e das garantias ferroviárias, e acreditava que o financiamento europeu não fecharia os olhos aos seus próprios interesses a ponto de permitir que isso acontecesse.

The Economist argumentou num ponto de vista oposto, reproduzindo um trecho extraído do *Rio News*:

“Anos atrás, chamou-se a atenção para o fato de que a política que os homens públicos do Brasil estavam adotando certamente levaria o país à falência. Eles sabiam que grandes déficits estavam sendo realizados todos os anos e que seus excessos certamente os aumentariam. Porém, eles viviam num paraíso de tolos e não viam o fim fatal dessa política... Se não estamos enganados, em breve estaremos ouvindo que é dever dos estabelecimentos bancários estran-

geiros nos ajudar a sair das nossas dificuldades emprestando-nos mais dinheiro. Tal alegação seria mais do que absurda. O Brasil não tem ninguém a culpar pelos seus problemas financeiros a não ser seus próprios homens públicos".¹³

Como ficou claro que a posição financeira do governo brasileiro era desesperadora, o reajuste da dívida tomou a forma de um *funding loan*. O plano garantia o financiamento dos juros sobre a dívida externa e o empréstimo interno em ouro de 1879 por um período de três anos, bem como certas contas pagáveis anualmente para garantias ferroviárias. Durante o período de moratória, os possuidores de títulos e garantias receberiam títulos de 5% em vez das quantias especificadas em ouro. Como parte do acordo de financiamento, o governo deveria depositar em três bancos estrangeiros no Rio de Janeiro o equivalente a esses títulos em papel-moeda, à taxa cambial de 18 d por mil-réis. O papel-moeda deveria ser destruído ou, se e quando a taxa cambial fosse favorável, usado para comprar divisas estrangeiras a 18 d o mil-réis para serem remetidas para Londres. A teoria era de que o excesso de papel-moeda era uma das causas da queda da taxa cambial. A redução do papel-moeda em circulação causaria a valorização da taxa cambial. Se a valorização fosse alta o suficiente para permitir a compra de divisas a 18 d, seria possível acumular um fundo em ouro, que então estaria disponível quando o pagamento dos juros em dinheiro fosse retomado três anos mais tarde.

Algum tempo depois, o *Rio News* comentou:

"Enquanto é incontestável que, por uma série de medidas bem estudadas, o governo esteja gradualmente introduzindo ordem no caos financeiro e melhorando suas finanças, ainda assim a situação econômica não está melhor, mas, na verdade, mais desesperadora do que nunca, e tem poucas probabilidades de melhorar num curto espaço de tempo, até que o café realmente pare de cair e o aumento que algum dia deve vir recomece".¹⁴

13. *The Economist*, 23.4.1898.

14. Reproduzido na revista *The Economist*, 26.8.1899.

O dr. Murtinho, ministro da Fazenda do Brasil, interpretou a crise como resultado do excesso de emissão de moeda.¹⁵ Ele atribuiu a crise econômica à diminuição do valor do produto brasileiro mais importante, o café. A queda dos preços do café, por sua vez, foi atribuída ao excesso de produção, que foi explicado pela enorme emissão de papel-moeda, que estimulou a febre da especulação. Desta forma, segundo Murtinho, a inflação monetária constituiu a causa que deu origem a todas as doenças econômicas do Brasil. Sua conclusão principal era que o aumento progressivo no volume de papel-moeda foi o fator determinante na desvalorização simultânea do seu valor e da queda das divisas estrangeiras. Até mesmo a revista *The Economist* considerou a posição de Murtinho exagerada:

“Ele é, portanto, um firme seguidor da teoria quantitativa da moeda, uma teoria que, na nossa opinião, ele leva para uma posição extrema demais. (...) Seria interessante saber o que os estabelecimentos bancários daqui que negociaram esses empréstimos têm a dizer sobre a declaração do dr. Murtinho de que eles sabiam que seus lucros seriam inteiramente destinados ao pagamento dos juros sobre as emissões anteriores. Se eles soubessem disso, deveriam estar conscientes de que um colapso era inevitável e que, conseqüentemente, os investidores que responderam aos apelos que lhes foram feitos certamente sofreriam perdas. Entretanto, como quer que possivelmente seja, a longa lista de abusos financeiros dada pelo dr. Murtinho mostra que são necessárias reformas infinitamente maiores do que uma mera redução improvisada de papel-moeda para dar andamento à reabilitação das finanças do país”.¹⁶

O ponto de vista da grande maioria era que os problemas brasileiros tinham raízes em grandes déficits governamentais. Wileman (1896), uma fonte clássica desse período, observa:

“Déficits, inúmeros, anuais, perenes, eternos para todo sempre, cada vez maiores déficits! Estas três sílabas encer-

15. Ver *Brazilian Review*, 3.10.1899.

16. *The Economist*, 29.10.1899.

ram todo o mistério das finanças brasileiras, a cabeça e o rosto do seu desgosto”.

É um truísmo que sem os déficits não haveria dívida nacional e nem emissão inconvertível do governo, porque dívida, déficits e papel-moeda inconvertível são todos, num certo sentido, sinônimos”.¹⁷

E enquanto os cortes nos déficits não eram impostos, a simples queima de papel-moeda não era vista como solução:

“De onde o governo brasileiro estava obtendo o dinheiro com o qual retirava notas de circulação, de acordo com as provisões do *funding loan*, tem sido um tanto misterioso, já que não há superávit de rendimentos disponível para esse fim, mas, ao contrário, um déficit crônico... O governo só tem substituído uma forma de dívida monetária por outra e, uma vez que a dívida contém juros, enquanto a antiga não, a posição financeira, ao invés de melhorar, está ficando pior”.¹⁸

Apesar das críticas do exterior e da impopularidade e revolta no país, a firme política monetária de Murtinho, combinada com as grandes melhoras na balança comercial (em parte, devido ao começo do *boom* da borracha), estabilizou a taxa cambial depois de 1903. O preço foi a recessão econômica. Mas logo depois disso a subida dos preços do café e uma balança de pagamentos favoráveis atraíram uma nova onda de investimentos estrangeiros e empréstimos renovados. A prosperidade voltou na segunda metade da década de 1890 e se estenderia pelos cinco anos seguintes.

Em 1911, a dívida pública tinha aumentado para 145 milhões de libras; a segunda crise da dívida, bem como o segundo *funding loan*, era iminente. O ministro da Fazenda Rivadavia Correa fez a seguinte observação:

“Nas finanças, o fato essencial é que as dívidas são pagas com fundos obtidos de novos empréstimos. Esta tem sido

17. Wileman (1969), p. 179.

18. *The Economist*, 7.10.1899.

a regra para nós já há muitos anos. O que há de novo é que, desta vez, o empréstimo é feito pelas mesmas pessoas a quem devemos os juros atrasados".¹⁹

A CRISE DOS ANOS 30

O Brasil não conseguiu se recuperar na década de 20. A primeira remessa americana foi introduzida em 1921. Antes da Primeira Guerra Mundial, o Brasil tinha levantado seus empréstimos estrangeiros em Londres. Sessenta por cento das obrigações externas pendentes em 1930 ainda eram denominadas em libra esterlina. Nessa época, a dívida pública externa tinha aumentado para 250 milhões de libras (mais de 1 bilhão de dólares americanos) e era um período para mais uma crise da dívida, uma moratória e, logo depois, um terceiro *funding loan*. Porém, nos poucos anos que se seguiram, o serviço regular da dívida não pôde ser mantido mesmo com uma reestruturação. Como resultado da depressão, o serviço foi suspenso em 1931-1932. A aplicação de parte dos reduzidos fundos disponíveis para o serviço da dívida na compra de títulos no mercado, desvalorizados pela falta de pagamentos, se tornou comum.

A Tabela 4 mostra a dívida pública brasileira e o serviço da dívida no período entre-guerras. O impressionante aumento na taxa de serviço da dívida (contando somente a dívida pública e não incluindo importantes dívidas privadas e rendas de investimentos diretos) explica o problema de liquidez.

Em apenas 40 anos, os detentores de títulos da dívida brasileira foram forçados a aceitar três reduções voluntárias nos seus direitos contratuais, marcadas pelos financiamentos de 1898, 1914 e 1931. Em fevereiro de 1934, foi posto em prática um "plano de reajuste" que pouco depois levaria o nome do ministro da Fazenda Osvaldo Aranha, efetuando uma redução unilateral dos pagamentos. Em dificuldades anteriores, um *funding loan* havia fornecido os recursos extras para satisfazer parcial-

19. Citado por Claudionor de Souza Campos, *Dívida Externa*, Rio de Janeiro, 1946.

TABELA 4

**Comércio e dívida brasileira no período entre-guerras
(milhões de US\$)**

Ano	Dívida externa^a	Serviço da dívida^a	Relação do serviço da dívida^b
1926	1053,0	60,3	13,1
1927	1012,4	62,3	14,5
1928	1108,3	69,2	14,6
1929	1125,6	76,3	16,7
1930	1204,1	74,7	24,0
1931	1037,7	68,4	28,3
1932	1112,5	73,0	40,4
1933	953,1	78,5	35,0

Fontes: Werhahn (1937) e *Estatísticas Históricas do Brasil* (1987).

^a Somente dívida pública.

^b Relação entre o serviço da dívida pública e a exportação de mercadorias.

mente os credores existentes. Essa era a primeira vez que os termos do serviço da dívida eram reduzidos unilateralmente e alguns pagamentos eram suspensos.

A partir de novembro de 1937, houve uma suspensão completa das remessas da dívida. O ditador do Brasil, Getúlio Vargas, explicou:

“Paramos o serviço da dívida externa movidos por circunstâncias além do nosso controle. Isto não significa a rejeição de compromissos anteriores. Tudo que precisamos é de tempo para solucionar dificuldades que não criamos e para reajustar nossa economia, transformando riqueza potencial em recursos que nos permitirão pagar, sem sacrifícios, nossos credores. São idos os dias em que nossas obrigações eram estabelecidas no exterior, segundo a vontade dos bancos e intermediários”.²⁰

20. Citado por Valentim Boucas, *História da Dívida Externa*, Rio de Janeiro, 1950.

Com a ajuda da Segunda Guerra Mundial, o serviço parcial da dívida só foi retomado em 1940, sob uma versão modificada do programa anterior. Isto envolveu um outro corte nas taxas originais de pagamentos.

No fim de 1943, o Brasil realizou uma oferta cambial unilateral para consolidar o serviço da dívida de uma forma altamente indicativa de possibilidades hoje. A imprensa americana reagiu com simpatia, como é mostrado numa reportagem no *Barron's*:

"Em retrospecto, achamos que o Brasil sempre pagou suas obrigações externas quando foi possível fazê-lo".²¹

Nem todos, porém, concordariam com tal afirmação. Uma exceção pôde ser observada na revista *The Economist*:

"A estória toda (das reprogramações brasileiras) confirma a crença, aqui expressa mais de uma vez, de que a intenção do Brasil tem sido sempre de escapar de suas obrigações da forma mais suave que pudesse e de que isso lhe foi possível devido aos constantes desacordos entre representantes americanos e britânicos, bem como devido à incapacidade ou falta de vontade das autoridades britânicas de desempenhar um papel eficiente para assegurar termos razoáveis".²²

21. *Barron's National Business and Financial Weekly*, 20.4.1942, p. 18.

22. *The Economist*, 18.12.1943, p. 817, "Squeezing the Lender". Na edição seguinte, 25 de dezembro, pp. 833-34, a revista *The Economist* faz outras críticas à decisão do Brasil e afirma: "... as autoridades britânicas não queriam ou não podiam fazer qualquer pressão sobre o governo brasileiro a favor de uma decisão menos injusta. E não é segredo algum na 'City' (centro de transações comerciais de Londres onde também está o Bank of England) que o motivo da relutância das autoridades era o fato de que Washington não permitiria isso... Para colocar a questão de forma bem clara, o portador britânico de obrigações brasileiras teve que se sacrificar a favor do pan-americanismo... Há coisas maiores em jogo do que os títulos brasileiros. *The Economist*, e principalmente nenhum outro jornal no país, se oporia a qualquer coisa que amenizasse o caminho da cooperação entre britânicos e americanos, mesmo envolvendo um pouco de sacrifício. Se esta é a idéia de Washington sobre um bom negócio, não há nada a fazer a não ser concordar".

O plano de 1943 consolidou toda a dívida brasileira, estendeu as datas de vencimentos em 40-60 anos e ajustou tanto o principal como os juros. Ofereceu-se aos credores uma escolha entre dois planos:

1. Plano A: não haveria redução do principal, mas as taxas de juros seriam reduzidas de mais de 6,5% para 3,375 (e menos) com uma provisão para um fundo de amortização. O serviço da dívida (juros mais fundo de amortização) chegava a uma quantia entre 2,9 e 5,1% do principal por ano.

2. Plano B: para cada US\$ 1.000 de títulos originais, seus detentores receberiam um pagamento em dinheiro entre US\$ 75 e US\$ 175, um novo título com valor nominal de US\$ 800 (ou US\$ 500 em alguns casos) e uma *coupon rate* (taxa de cupom) reduzida para 3,75%. Os títulos não tinham data de vencimento fixada, mas davam direito a um fundo de amortização. Os juros mais o fundo de amortização chegavam a uma taxa de serviço da dívida combinada de 6,4%. Além disso, o governo brasileiro garantia o serviço dos títulos estaduais e municipais de acordo com o plano B, caso o devedor não fizesse as remessas necessárias.

A parcela em dólares constituía somente cerca de um terço da dívida externa do Brasil. A parte principal das obrigações consistia de empréstimos em libras esterlinas, e o montante dos fundos de serviço destinados aos credores britânicos era baseado nos 65,8% da dívida total mantida por eles.

Mais uma vez, *Barron's* e *The Economist* não estavam de acordo sobre o plano que oferecia melhores condições. *The Economist* acreditava que a opção A, mantendo o capital nominal intacto, era a melhor alternativa a adotar no caso dos títulos com baixo valor de mercado.²³

Barron's afirmou que havia um tratamento muito mais favorável na opção B, que poderia ser aceita somente até o último dia de 1944. Também explicou o motivo pelo qual a opção A era oferecida com insistência, considerando que a opção B era muito superior. Uma vez que era dada aos credores uma escolha desfavorável com um limite de tempo, o número de aprovações seria provavelmente maior do que em outras circunstâncias. E o

23. *The Economist*, 23.12.1944, p. 852.

Brasil, sem dúvida, acharia mais vantajoso oferecer melhores condições para seus credores internacionais se a dívida externa pudesse ser cortada de US\$ 837,7 milhões para US\$ 521,5 milhões, supondo-se 100% de aceitação da opção B.²⁴

No início de 1946, 78% dos detentores de títulos tinham aprovado a oferta cambial. O plano A tinha sido escolhido por 22% dos detentores de títulos e 56% tinham optado pelo plano B. A Figura 3 mostra o preço mensal máximo de um título brasileiro em Nova Iorque²⁵ com termos originais de 6,5% de juros e data de vencimento para 1957. Depois de 1943, o preço se refere ao mesmo título, agora fixado de acordo com o Plano A, juros ajustados para 3,375% e data de vencimento adiada para 1979. (Do princípio ao fim, o preço é expresso em relação ao valor de um título do governo americano de 30 anos com um cupom de 6,5%.) O ponto interessante aqui é que, após o ajuste descendente nos termos ocorrido em 1943, com remoção das ameaças de rejeição, o título realmente *aumentou* em valor. A Tabela 5 mostra esse ponto mais detalhadamente, apresentando as oscilações nas cotações anuais dos títulos.

O aumento no preço do título reflete a combinação de três fatores. Primeiro, o fato de haver um pagamento eliminou o medo de uma redução mais significativa da dívida ou até mesmo de uma possível rejeição. Fazendo-se uma comparação, em 1944 o México saldou sua dívida a 10 *cents* sobre o dólar, sem pagamento de juros de mora por trinta anos! Segundo, a melhora no balanço de pagamentos do Brasil no período de guerra criou condições objetivas para o serviço da dívida. Terceiro, a já provável perspectiva de desvalorização européia reduziria o valor da dívida externa denominada em francos ou libras esterlinas para um país que tivesse desenvolvido significativas relações comerciais com os Estados Unidos. Cada um desses três fatores está refletido no fortalecimento do mercado para os títulos brasileiros.

Dos mais baixos níveis atingidos em 1940, os preços aumentaram mais de sete vezes durante os dez anos seguintes, produ-

24. *Barron's*, 31.1.1944, p. 8.

25. Preços semanais dos títulos brasileiros são encontrados no *The Commercial and Financial Chronicle*.

FIGURA 3

Preços mensais dos títulos brasileiros: 1927-1960
(relativo ao preço do título americano de longo prazo)



Fontes: Commercial and Financial Chronicle e Federal Reserve Board.

TABELA 5

O preço do título em Nova York
(dólares por \$ 100 valor nominal)

	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946
Baixo	10,4	11,3	11,5	16,9	23,0	39,0	51,9	43,3
Alto	19,8	18,9	18,3	20,3	33,8	50,5	63,5	68,0

Fcnte: Commercial and Financial Chronicle.

zindo uma taxa composta de retorno (juros mais ganhos de capital) de 125% por ano! Como resultado, os empréstimos brasileiros são vistos com uma atração pouco comum. No entanto, esta análise exclui as consequências financeiras para viúvas e órfãos que venderam tudo no período de baixa.

Algumas lições do passado

Neste ponto, antes de analisar a experiência dos anos 80, é bom refletir sobre duas questões: qual é a origem das crises da dívida e como são finalmente resolvidas?

Começemos com uma estrutura conceitual. A equação (1) mostra o financiamento de pagamentos de juros externos por três fontes alternativas:

$$\text{Pagamentos de juros} = \text{NICA} + \text{aumento líquido na dívida} + \text{outros influxos de capital líquido}$$

- superávit da conta corrente excluindo juros, NICA;
- a nova dívida provém dos rendimentos dos quais se pagam os juros (e amortização) da dívida existente;
- outros influxos de capital líquido, especificamente investimento estrangeiro direto.

Uma crise da dívida pode surgir por um dos quatro motivos, que frequentemente surgem em combinações. Primeiro, desordens fiscais internas e/ou políticas traduzem-se em déficits comerciais ou numa redução no superávit da conta corrente excluindo juros. Segundo, os choques econômicos mundiais deterioram os ganhos com exportação ou aumentam os custos de importação quando afetam os termos de intercâmbio de um país, ou reduzem os rendimentos de exportação quando afetam os mercados de um país. Terceiro, os influxos de capital *non-debt* que costumavam financiar os pagamentos de juros e déficits comerciais param repentinamente. Quarto, o rolamento da dívida (principal e juros) é rompido por uma perda de confiança por parte do mercado mundial de capital. Taussig (1928) e Kindleberger (1984) deram ênfase especial ao corte dos empréstimos externos como o fator precipitador da maioria das crises da dívida.

É evidente que esses distúrbios tendem a se manifestar conjuntamente: quando os termos de intercâmbio de um país se deterioram, as oportunidades de investimento são muito menos atrativas e, conseqüentemente, o capital de investimento do exterior pára. O conhecimento de um problema financeiro garante que detentores de títulos competitivos estarão alertas para comprar nova dívida emitida para ajudar o país a superar a dificuldade.

O resultado inevitável, como a história financeira do Brasil mostra muito bem, é uma crise de fundos e interrupção do serviço da dívida. Em termos de (1), isto equivale à "capitalização involuntária de juros".

Em seguida, como os problemas da dívida desaparecem? Os programas de ajustes internos quase invariavelmente constituem uma parte essencial na restauração da confiança por parte dos credores. Entretanto, uma mudança favorável na economia mundial (seja através da guerra ou de melhores termos de intercâmbio) é igualmente decisiva. Na história brasileira não há precedentes de que apenas um desses fatores seja suficiente.

Terceiro, a redução do peso da dívida por um ajuste nos seus termos freqüentemente faz parte de um retorno ao mercado de capital. Este foi claramente o caso da consolidação da dívida de 1942.

Com esse histórico, temos todos os ingredientes para estudar a crise da dívida da década de 1980.

A CRISE DA DÍVIDA DE 1982

Os problemas da dívida brasileira não terminaram em 1943. Novas dificuldades de dívida surgiram no início dos anos 60 e novamente na década de 80.

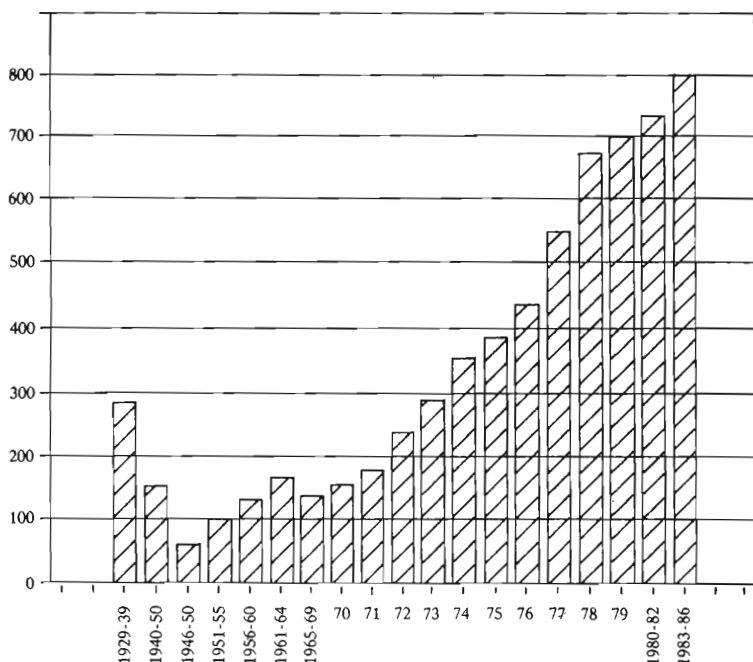
Dos anos 40 aos anos 70

Os gráficos das Figuras 4 e 5 mostram a dívida real *per capita* e a relação dívida/exportação²⁶ entre 1929 e 1986. Os

26. As fontes são dadas no Apêndice.

FIGURA 4

Dívida real per capita, Brasil, 1929-1986



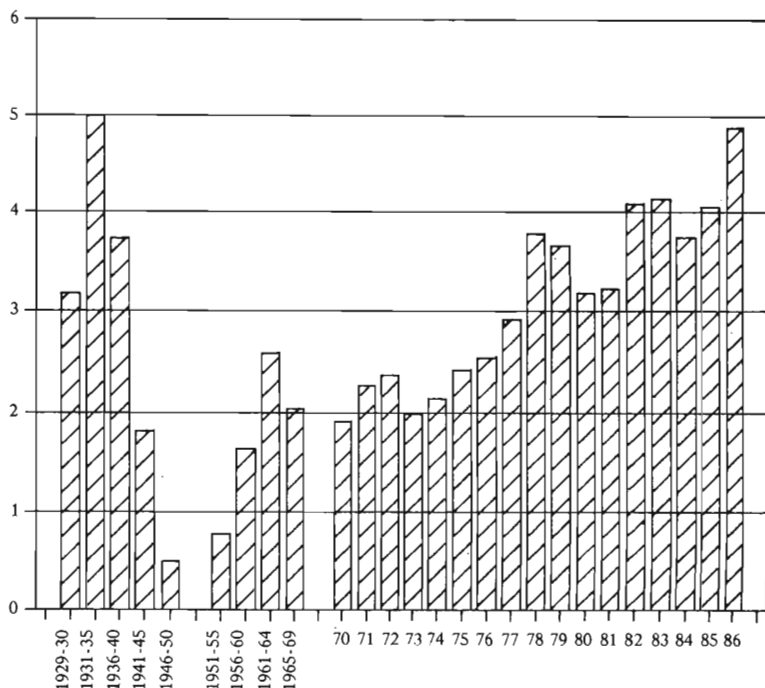
Fonte: Apêndice, Tabela A-1.

níveis decrescentes e relativamente baixos da dívida externa registrados no primeiro quinquênio do pós-guerra são um legado da experiência pré-guerra. O plano de 1943 ajudou a reduzir o tamanho da dívida do seu nível máximo de mais de US\$ 1 bilhão no início da década de 30 para cerca de US\$ 600 milhões em 1946. Além disso, uma forte recuperação dos preços de exportação do Brasil no pós-guerra adiaram a necessidade de explorar novas fontes de crédito externo.

No início dos anos 50, entretanto, o país enfrentou enormes déficits comerciais, gerados principalmente pelo relaxamento no controle das importações para permitir estocagem de ma-

FIGURA 5

Relação dívida/exportação, Brasil, 1929-1986



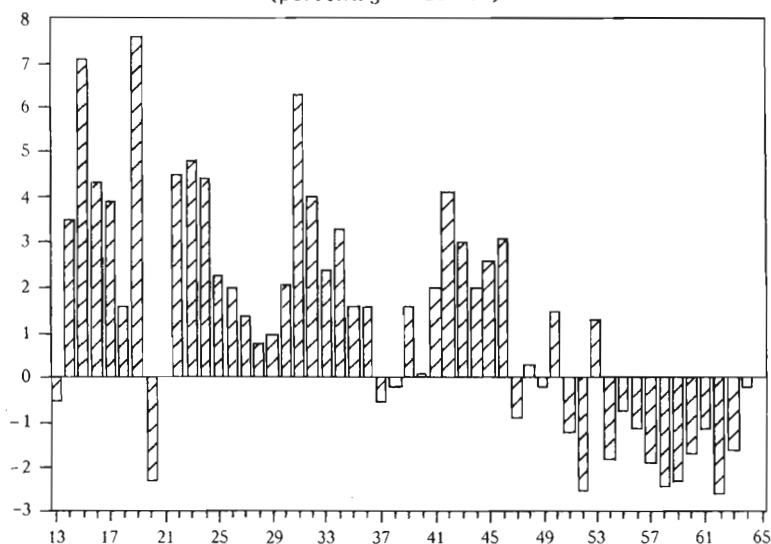
Fonte: Apêndice, Tabela A-1.

teriais durante a Guerra da Coréia. Essas importações foram inicialmente financiadas por atrasados comerciais que foram refinanciados, no ano seguinte, por empréstimos a curto e médio prazos. Em 1953, a dívida externa tinha dobrado para mais de US\$ 1 bilhão. O gráfico da Figura 6 mostra a balança comercial (como uma fração do PIB) no período 1913-1964. Está claro que os déficits do pós-guerra formam um modelo totalmente novo.

No momento, recorrer ao mercado mundial de capital e recursos externos para financiar uma ambiciosa industrialização dirigida tinha se tornado necessário. Os influxos totais de

FIGURA 6

O superávit comercial (Brasil, 1913-1963)
(porcentagem do PIB)



Fonte: Goldsmith (1986).

capital, tanto investimentos diretos como empréstimos, aumentaram, repentinamente depois de 1955, especialmente com os créditos. No final de 1961, período de agitação política, a dívida externa tinha dobrado em relação ao seu nível de 1955, e o país estava pronto para ainda mais uma crise externa. Com a deterioração da situação econômica, os influxos de capital virtualmente pararam. O Banco Mundial, antes uma importante fonte de recursos oficiais para o Brasil, não autorizou um único empréstimo entre 1960 e 1964.

A reprogramação da dívida e novos créditos²⁷ tornaram-se disponíveis após o golpe militar de 1964. Depois disso, o governo iniciou deliberadamente uma política de exploração dos mercados de capital privado para garantir uma rápida expansão.

27. Bitterman (1973) fornece uma descrição das consolidações de 1961 e 1963-1964.

Duas características principais distinguem a evolução da balança de pagamentos do Brasil em conta corrente no pós-guerra. Primeiro, essa balança foi quase continuamente desfavorável. Entre 1950 e 1986, houve superávit em apenas oito desses anos. Segundo, o déficit em conta corrente, que era relativamente pequeno até 1969, aumentou abruptamente depois de 1970.

As origens da crise de 1982

A existência de um grande déficit em conta corrente até 1983 foi vista como normal porque os países em desenvolvimento são importadores de capital. Os déficits aumentaram nitidamente depois de 1970, criando uma das precondições para novos problemas da dívida.

Mas a existência da dívida não é suficiente para o aparecimento de problemas financeiros. Sempre e invariavelmente, a deterioração econômica mundial precisa aparecer para completar o quadro de excessivo serviço da dívida e insuficientes divisas estrangeiras. A seguir, veremos como os desenvolvimentos da economia mundial contribuíram para a crise de 1982.

Quando a crise da dívida estourou no México no verão de 1982 — e pouco tempo depois em toda a América Latina —, podiam-se identificar facilmente três fontes comuns de problemas de dívida:

Primeiro, a economia mundial estava numa situação muito ruim: a atividade econômica estava mais deprimida do que em qualquer outro período desde a grande depressão. As taxas de juros estavam nos seus níveis mais altos em décadas. O preço real das *commodities* estava bastante deprimido e o dólar estava excessivamente forte. A recuperação da economia mundial era certa. Como consequência, a expectativa era de um aumento cíclico das exportações de manufaturas, um aumento dos preços reais das *commodities*, uma redução das taxas reais de juros e até mesmo de uma queda precoce do dólar. Essa perspectiva favorável para a economia mundial sugeriu que os inconvenientes do serviço da dívida quase que certamente desapareceriam.

Segundo, os países devedores tinham administrado mal suas economias, ultrapassando os limites do que era confiável; taxas cambiais supervalorizadas, déficits orçamentários frequentes, gas-

tos improdutivos e as fugas de capital tinham absorvido pouquíssimos recursos das divisas estrangeiras, não permitindo melhor *performance* comercial e bloqueando a capacidade de servir a dívida. A possibilidade de usar recursos com maior eficiência significava, evidentemente, que o serviço da dívida não seria necessariamente às custas de reduzidos padrões de vida.

Terceiro, um retorno aos empréstimos voluntários só poderia ser considerado se os países devedores fizessem os maiores esforços para cooperar com o sistema, ajustando e servindo a dívida o máximo possível. Os países devedores concordaram em dar o melhor de si para promover seu retorno ao empréstimo voluntário, de forma a poder utilizar a poupança externa para o financiamento do seu desenvolvimento. Não havia dúvidas quanto à possibilidade de os emprestadores estrangeiros retomarem os empréstimos, uma vez restaurada a qualidade de merecedor de crédito (definido objetivamente em termos de índices de dívida) por parte dos devedores.

Esses três problemas se aplicavam de forma invariável a todos os devedores latino-americanos, embora fossem diferentes as proporções de responsabilidade de cada um pelos problemas da região ou por cada país isoladamente. Não de modo surpreendente, os observadores não concordaram com o peso destinado a cada uma dessas considerações. Caracteristicamente, os funcionários americanos viram a desordem nos países devedores como a causa da crise da dívida:²⁸

“... a crise da dívida simplesmente não aconteceu em 1982 ou não foi consequência do aumento no choque do preço do petróleo de 1979-1980 ou do aumento na taxa cambial do dólar. A causa da crise da dívida teve suas origens internas nas políticas econômicas dos países devedores e, portanto, o que estamos vendo e o que continuaremos a ver é uma mudança nessas políticas — déficits orçamentários, excessivos gastos do governo, interferência estatal nos mercados, controles de preços e assim por diante. . .”.

28. Afirmação de Ciro DeFalco, Tesouro Americano, numa conferência co-patrocinada pelo Joint Economic Committee e pelo Congressional Research Service, *Dealing with the Debt Problem of Latin America*, p. 76.

Os observadores latino-americanos, por outro lado, deram muito pouco peso às suas próprias más administrações e ao conseqüente acúmulo da dívida. Desenvolvimentos macroeconômicos mundiais, mostrados na Tabela 6, são vistos por eles como a principal fonte dos problemas.

TABELA 6
Indicadores macroeconômicos mundiais

Ano	Commodities reais preços (1980 = 100) ^a	LIBOR % a.a.	Inflaçãob % a.a.	Atividade mundialc % a.a.
1960-69	115	5,2	1,0	6,2
1970-79	115	8,0	11,4	3,4
1980	100	14,4	13,0	0,0
1981	96	16,5	-4,1	-7,0
1982	89	13,1	-3,5	-3,3
1983	98	9,6	-3,3	3,3
1984	101	10,8	-2,5	6,5
1985	88	8,3	-0,4	3,0
1986	72	6,9	13,7	1,0
1987	63	6,8	12,8	2,2

Fontes: FMI e Comissão Econômica para a América Latina.

^a Medido em termos de preços de exportação das manufaturas de países industrializados.

^b Taxa de crescimento dos valores unitários de exportação dos países industrializados.

^c Produção industrial.

O caso brasileiro

O caso do Brasil é interessante por não coincidir com a imagem da fuga de capital, supervalorização ou enorme ineficiência no setor público.²⁹ As taxas de juros mais altas e o aumento repentino do ônus da dívida constituem a causa mais imediata da deficiência de divisas estrangeiras. Se não fosse a

29. Ver Dornbusch (1985), Simonsen (1986), Cardoso e Fishlow (1988).

crise mexicana, o rolamento das dívidas e certa arrumação e restrição internas poderiam muito bem ter feito com que os problemas fossem para um segundo plano.

A Tabela 7 mostra o impacto dos choques externos sobre a dívida externa brasileira. Os dados registrados fazem uso de uma análise contrafactual desenvolvida em detalhes por Cardoso e Fishlow (1988) para determinar em quanto a dívida externa aumentou em comparação ao que teria aumentado na ausência de choques externos. Entre 1978 e 1982, a conta corrente *real* teve uma alteração de US\$ 13 bilhões, indo para um déficit. A análise contrafactual demonstra que a deterioração da conta corrente e o conseqüente aumento na dívida podem ser explicados, na maior parte, pelo impacto da lentidão nas exportações, a maior taxa real de juros e preços reais de petróleo mais altos. Esses cálculos nem mesmo incluem o impacto dos reduzidos

TABELA 7

Contribuição dos choques externos para o acúmulo da dívida:
1978-1982
(bilhões de dólares)

Ano	Petróleo (1)	Volume de exportação (2)	Taxas de juros (3)	Total do choque da dívida	Dívida líquida pendente
1978	—	—	—	—	36,2
1979	1,8	—	0,3	2,1	46,4
1980	5,7	0,6	1,1	7,4	57,7
1981	7,1	1,4	2,5	11,0	68,0
1982	6,1	2,4	5,9	14,4	83,5

Fonte: Eliana Cardoso e Albert Fishlow, *A macroeconomia da dívida externa*, São Paulo, Brasiliense, 1989.

Obs.: Os cálculos estão baseados no preço do petróleo de 1978, as taxas de juros reais de 1978 (em termos do deflator americano) e a *performance* das exportações estão baseadas nas variações de uma regressão das exportações.

preços reais de exportação das *commodities* ou os juros sobre a dívida extra decorrente dos choques.³⁰

A tabela mostra que, entre 1978 e 1982, uma soma acumulativa de US\$ 35 bilhões — três quartos do total da dívida líquida acumulada — pode ser explicada pelo ambiente externo desfavorável. O fato de os choques externos poderem explicar tanto sobre o acúmulo da dívida não significa, evidentemente, que não havia erros na política brasileira.

O erro na política é bem explicado pela memorável frase do ministro da Fazenda Delfim Netto: “As dívidas não são pagas, as dívidas são roladas”. Contudo, choques relativamente permanentes precisam de ajustes, não de financiamentos. O erro na política brasileira, se houve, foi a não realização de ajustes de acordo com os choques externos. Porém, em 1981, todos estavam diligentemente explicando como o choque econômico mundial era transitório.

O QUE DEU ERRADO COM O “EMPURRAR COM A BARRIGA”?

A estratégia do “empurrar com a barriga” iniciada pelo Federal Reserve, o Tesouro e o FMI em 1982 foi estabelecida baseada na hipótese de que um retorno à qualidade de merecedor de crédito (via ajuste e uma economia mundial mais favorável) viria rápido, com notoriedade e sem custos extremos tanto para os solicitantes de empréstimos como para os emprestadores. Esse era o ponto de vista de alguns observadores. Cline (1984), o primeiro estudioso a expor uma estrutura e previsões, via o Brasil, em particular, como um dos países com uma perspectiva favorável em sua capacidade de voltar a merecer cré-

30. Para um cálculo alternativo amplamente coerente com as estimativas aqui colocadas, ver Dornbusch (1985). Em seu trabalho, mostra-se que, no período de 1978-1982, um aumento de US\$ 34,9 bilhões na dívida, comparado ao argumento contratual, pode ser atribuído a preços de petróleo mais altos e maiores taxas de juros. Este número é virtualmente idêntico à estimativa no texto, embora tenha se chegado a ele de forma bem diversa.

dito. A Tabela 8 mostra as previsões para o Brasil apresentadas por Cline (1984) em 1983. O argumento básico supôs as seguintes médias para 1983-1986: uma taxa de crescimento dos países industriais de 2,6%, US\$ 30 o barril de petróleo, LIBOR a 9% e uma desvalorização acumulada do dólar de 10%.³¹

TABELA 8

**Previsões de Cline para o Brasil em 1983 e o resultado observado
(bilhões US\$, exceto conforme observações)**

	Conta corrente^a	Conta corrente excluindo juros	Juros^a	Aumento da dívida^b	Dívida/ exportações^c
Previsão de Cline	-3,4	5,8	9,2	4,1	2,0
Observado	-3,0	8,0	10,8	27,3	4,2

Fontes: Cline (1984), Tabela 3.3, FMI e Banco Central.

^a Média anual 1983-1986.

^b Aumento acumulado na dívida total, US\$ bilhões, 1982-1986.

^c Relação entre a dívida líquida e as exportações.

Embora o déficit da conta corrente fosse aproximadamente o que tinha sido previsto, o acúmulo da dívida e o aumento na relação dívida/exportações acabou sendo muito maior do que a previsão. A diferença na dívida acumulada surgiu do fato de que o Brasil enfrentou grandes aflusos de capital — em parte, ligados às permutas dívida-equidade (*debt-equity-swaps*), enquanto o argumento de Cline antecipava substanciais influxos. Mais recentemente, a fuga de capital se tornou uma fonte adicional de aflusos de capital. A séria discrepância entre a relação dívida/exportações e a previsão de Cline deveu-se ao fato de que este supunha uma duplicação do valor das exportações de mer-

31. As médias reais para 1983-1986 são: 3,5% de crescimento, US\$ 24,5 por barril de petróleo, LIBOR a 9% e 8% de desvalorização acumulada do dólar.

cadórias, enquanto que mesmo em 1986 o nível das exportações foi apenas 10% acima do de 1982.

Os desenvolvimentos dos últimos cinco anos tiveram resultados que foram em direções muito diferentes das expectativas de 1982-1983. Fica evidente que não está programado um retorno do Brasil ao mercado voluntário de empréstimos. Ainda que em 1986 um retorno ao mercado de capital parecesse possível, pelo menos na retórica dos credores, as chances hoje são mais uma vez muito remotas. A moratória de 1987 e a desordem interna, incluindo mais de 600% de inflação, foram suficientes para enganar qualquer prestador da noção de que a estratégia da dívida estava em andamento.

Hoje, a estratégia "empurrar com a barriga", mesmo com as intensificações do Plano Baker, é amplamente considerada um fracasso. O problema não era com o crescimento em países industrializados. A perspectiva econômica do FMI em 1982 no argumento básico, para usar uma marca de nível específica, antecipou uma taxa de crescimento de 2,2% em média para o período de 1984-1986, enquanto a taxa real de crescimento foi, na verdade, de 3,1%. Entretanto, houve quatro fatores que divergiram claramente do argumento de 1982.³²

Primeiro, esperava-se que as taxas reais de juros caíssem muito mais do que realmente aconteceu. A perspectiva era de que elas chegassem a uma média de apenas 2% em 1984-1986 (usando o deflator do PIB americano para medir a inflação). Na verdade, porém, as taxas reais atingiram a média de 5,4%,

TABELA 9

**O desconto no mercado secundário para a dívida brasileira
(cents por dólar, preço de venda)**

7/85	7/86	1/87	7/87	9/87	6/88
75	73	74	57	39	51

Fonte: Salomon Brothers.

32. Ver *World Economic Outlook*, do FMI, abr. 1982, para o argumento inicial.

e, mesmo em 1987, elas ainda incomodamente excediam as expectativas prévias. A sensibilidade dos principais devedores a uma elevação nas taxas de juros representou um importante fator na deterioração do quadro. (Chega-se a isso pelo fato de que os *spreads* do Brasil não caíram realmente como aconteceu com os dos outros principais países devedores). A razão principal para altas taxas de juros foi o déficit orçamentário dos Estados Unidos.

Segundo, esperava-se que os preços reais das *commodities* se recuperassem do que se pensava ser uma baixa cíclica. Contudo, na realidade eles continuaram caindo, mesmo em relação aos seus níveis de 1982. No início de 1987, o preço real das *commodities* não derivadas do petróleo não estava no mais baixo nível desde os anos 30. Tinha ficado cada vez mais claro que, em grande parte, tal queda não era cíclica, e sim muito mais uma queda irreversível nos preços reais das *commodities* devido à expansão da capacidade produtiva, no lado da oferta, e inovações e substituições poupadoras de *commodities* no lado da demanda. No caso dos produtos agrícolas em particular, o imenso crescimento na produtividade e a auto-suficiência cada vez maior de muitos importadores tradicionais, bem como as políticas de apoio aos preços em países industriais, levaram ao excesso mundial de oferta.

Terceiro, havia o inesperado (mas historicamente bem conhecido) “problema da transferência”. Este é, em linguagem bem coloquial, a “caixa de quinquilharias da estratégia de ‘empurrar com a barriga’ que descreve problemas resultantes da tentativa de transferir recursos representando uma parcela significativa do PIB dos devedores aos seus credores”.³³ Há três aspectos do “problema da transferência” que merecem ênfase. Primeiro, o esforço no orçamento para servir dívidas (incluindo os juros) ao invés de rolá-las força os recursos orçamentários e leva à criação inflacionária de moeda. Se a dívida interna for emitida para adquirir recursos para o serviço da dívida externa,

33. Ver Fraga (1985), Dornbusch (1986, 1987) e Webb (1988) para uma discussão sobre o problema da transferência em relação ao serviço da dívida e para comparações entre a experiência de Weimar (Alemanha) e Brasil.

então o acúmulo da dívida interna denuncia problemas de dívida e de déficit que são meramente adiados. Segundo, o esforço de transferir recursos para o exterior requer um aperfeiçoamento na competitividade, que é por si mesmo inflacionário.³⁴ E este será mais inflacionário quanto mais rígidos à baixa forem os salários reais. Além disso, estes dois fatores interagem: a necessidade de desvalorizar a taxa real de câmbio a fim de transferir recursos para o exterior aumenta o custo real do serviço da dívida medido em termos da base tributária doméstica.

O terceiro aspecto do “problema da transferência” refere-se à forma na qual a transferência é financiada do lado do recurso: o superávit comercial necessário pode vir de um consumo reduzido (público ou privado) ou de um investimento reduzido. Quando o investimento cai, como foi o caso na América Latina, há uma preocupação com o crescimento sustentável. A noção de que a transferência poderia ser financiada pelas vendas de patrimônio, conseqüentemente evitando de modo aparente *qualquer* grande evasão, é ilusória, como Simonsen (1985, 1986) mostrou com vigor.

Por fim, o esgotamento do cartel já está bem difundido agora. A coesão precária do cartel dos credores está sendo testada cada vez mais à medida que as reprogramações estão se tornando ilimitadas e a ilusão de um breve retorno ao normal desaparece lentamente. As diferenças entre os bancos de grande e pequeno porte e, agora, até mesmo entre bancos de grande e médio porte estão se tornando mais inflexíveis. As diferenças entre os bancos europeus, os do Japão e os principais bancos americanos também são evidentes. O Congresso começa a ver cada vez mais que o modo atual de lidar com o problema da dívida não está de acordo com os interesses públicos. Funcionários de multinacionais, embora talvez não sua administração, admitem abertamente a implausibilidade do “empurrar com a barriga”. Diz-se que cada nova reprogramação será a última

34. Estamos, obviamente, reduzindo a possibilidade de conseguir ganhos de competitividade com uma queda absoluta nos preços e salários, ou seja, pela deflação. No contexto de taxas inflacionárias entre 50 e 200%, uma reversão para os modos de ajuste do século XIX parece improvável.

que possivelmente poderia ser feita, mas a seguinte já está na agenda.

Enquanto os quatro fatores anteriores agiram indubitavelmente em detrimento de um desaparecimento seguro e suave do problema da dívida, tem havido pelo menos um fator favorável, ou seja, os preços do petróleo. Estes, no caso do Brasil, proporcionaram boas notícias compensatórias importantes. De um nível de US\$ 34 em 1982, os preços mundiais do petróleo caíram para uma média de apenas US\$ 25 em 1983-1986. Em 1987, o preço estava em menos US\$ 18. O preço favorável do petróleo ajuda a explicar como toda a conta de juros do Brasil pôde ser paga com os superávits comerciais em 1985.

Mais recentemente, desde 1987, os repetidos aumentos das *commodities* também ajudaram a aliviar o problema do serviço da dívida, pelo menos com relação à questão da transferência externa. No entanto, apesar do rápido aumento dos preços das *commodities* nos mercados mundiais, no início de 1988, os preços dessas *commodities* de interesse para o Brasil ainda não tinham retornado aos seus níveis de 1983.

A SITUAÇÃO ATUAL

A situação hoje é bem compreendida pelo enorme abatimento das dívidas brasileiras no mercado secundário. O Brasil saiu da situação de moratória de 1986, mas a tentativa de regularizar as relações com seus credores não têm como contrapartida melhorias macroeconômicas internas. Assim, as chances de serviço ininterrupto da dívida externa devem ser vistas como pequenas. Com a inflação em meados de 1988 indo muito acima dos 500% e com a dívida pública crescendo em termos reais, rodada dia a dia, não se pode dizer que o problema da dívida esteja em vias de melhorar. A partir daqui, veremos o abatimento da dívida externa no mercado secundário.

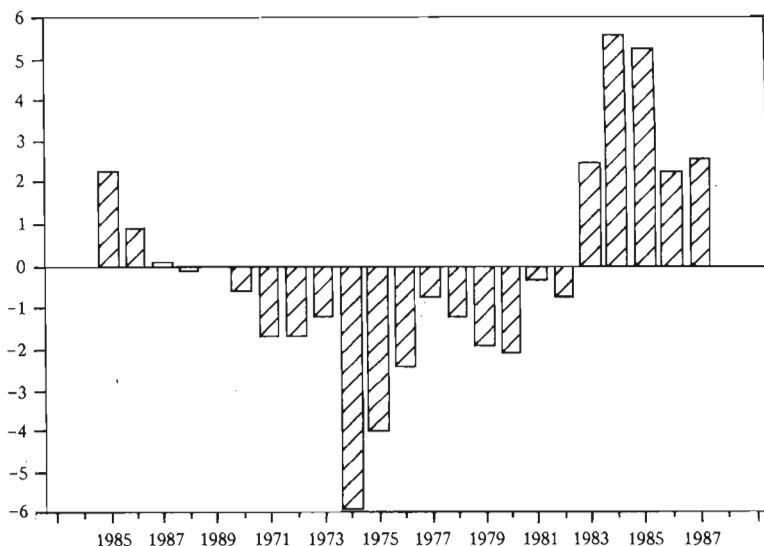
Atualmente, muito do problema com a dívida externa reflete o estado desastroso da macroeconomia interna e a falta de vontade de pagar. A capacidade objetiva de servir a dívida, a longo prazo, está em muito menos discussão do que a vontade do governo em perpetuar o erro político e econômico de continuar a estratégia do "empurrar com a barriga".

O serviço da dívida levanta três questões, entre outras. A primeira é o fluxo líquido de recursos para o exterior. A Figura 7 mostra que desde 1982 o Brasil vem transferindo recursos para fora do país a uma taxa média de mais de 2% do PIB. Na ausência de um nível de poupança maior, essa transferência deverá vir às custas do investimento interno. Segunda, a incapacidade de corrigir o orçamento significa que grande parte do serviço da dívida externa é agora financiada ou pela criação de moeda inflacionária, ou por aumentos na dívida pública interna. O valor real da dívida pública interna está 60% mais alto hoje do que em 1982. Assim, um problema de dívida pública interna surge como um subproduto da tentativa de conter o crescimento da dívida externa.

Terceira, a transferência de recursos para o exterior requer uma taxa real de câmbio que tenha sido muito mais desvalorizada do que seria o caso com uma equilibrada conta corrente

FIGURA 7

Transferência de recursos (Brasil, 1965-1987)
(porcentagem do PIB)



Fontes: Conjuntura Econômica e Banco Central.

excluindo juros ou mesmo um déficit. Como consequência, há efeitos adversos tanto no padrão de vida como no orçamento. Neste último, a desvalorização real tenderá a aumentar o valor do serviço da dívida externa em termos de base tributária e, conseqüentemente, criará um problema financeiro público ainda pior.

O problema da transferência põe em destaque os custos internos, na balança externa e orçamentária, da realização de uma transferência prematura de recursos reais para os credores. Os custos tomam a forma de padrões de vida diminuídos, hiperinflação, investimentos drasticamente reduzidos e, conseqüentemente, perspectivas de oportunidades de crescimento a longo prazo reduzidas. A insistência no *cash collection* nos últimos cinco anos agravou muito esses problemas de transferência. Mesmo no Brasil, onde os recursos estrangeiros tinham sido bem investidos na balança pelo menos até o final dos anos 70, os custos foram significativos, como fica claro na Tabela 10, que mostra a deterioração do desempenho macroeconômico na década de 80.

A renda *per capita* mal supera o nível de 1980 (certamente, esse desempenho é muito melhor do que em qualquer outro lugar da América Latina), o investimento caiu e a inflação con-

TABELA 10

Indicadores macroeconômicos: Brasil 1970-1987
(porcentagem média anual)

Período	Crescimento real per capita	Taxa de inflação (IGP-FGV)	Investimento/ PIB	Transferência de recursos para o exterior PIB
1970-75	7,4	23	22,8	-2,54
1976-80	4,5	57	22,5	-1,87
1981-85	-0,7	173	18,5	2,5
1986	5,3	65	20,5	2,3
1987*	0,4	416	—	2,6

Fonte: Banco Central.

* Estimativas.

tinua a taxas sem precedentes. A má administração explica grande parte desse desempenho insatisfatório, mas há poucas dúvidas quanto ao ambiente externo também ter tido o seu papel. Em particular, a política de permitir o aumento da dívida interna para servir a dívida externa evoluiu agora para um enorme problema fiscal. A possibilidade de um não pagamento da dívida pública *interna* é de amplo conhecimento e redundando numa drástica redução da data média de vencimento da dívida interna para apenas alguns dias. Isto é, evidentemente, o cenário no qual pode surgir uma crise de fundos (*funding crisis*).

Pouco se duvida de que erros de política interna expliquem uma grande parte das dificuldades atuais. Isso não significa, é claro, que o serviço da dívida externa pode ou deveria permanecer inalterado, com todos os ajustes caindo exclusivamente sobre a economia interna. Os credores estão prontos para obter lucros de uma macroeconomia brasileira melhorada; e, portanto, se deveria fazer com que eles participassem do esforço de reconstrução. O ajuste mais importante deve acontecer nas finanças públicas internas, mas os credores deveriam contribuir através de financiamentos de investimentos internos no período crítico de transição. Esboçamos agora as características principais de tal proposta.

Uma proposta de dívida

Há maneiras nas quais os interesses de longo prazo de devedores e credores possam ser conciliados? A resposta é sim! Um esquema que recicla uma grande parte dos pagamentos dos juros no país dispensa a necessidade de superávits comerciais e a resultante evasão de investimentos. Assim, isso tornaria possível o investimento e o crescimento e ainda proporcionaria aos credores o serviço da dívida, ainda que em investimentos que não possam ser repatriados no momento.

Isso poderia ser praticamente conseguido adotando-se o seguinte procedimento. Um superávit comercial de talvez 1% do PIB seria usado para servir uma parte menor da dívida, na maioria crédito comercial e dívidas com governos e agências multilaterais. Uma porção menor desses recursos também poderia ser usada na forma de leilões para comprar todos os direitos

dos pequenos bancos credores estrangeiros que estivessem dispostos a aceitar descontos profundos.

A maior parte da dívida seria paga com certificados de investimento (certificados de Baker) — cruzados, que são, em parte, automaticamente emprestados ao governo para financiar os investimentos do setor público e, em parte, poderão ser usados para financiar empréstimos ou aquisição de ativos no Brasil. A única restrição sobre a disposição dos certificados de Baker ou sobre os investimentos que gerarem seria que eles poderiam ser transferidos para fora do Brasil. Em conjunto com uma séria reforma fiscal, essa alteração no serviço da dívida restauraria o investimento e o crescimento normal e, conseqüentemente, proporcionaria segurança máxima de uma transferência final de recursos aos credores.

Esse esquema dá ao Brasil basicamente alguns anos para restabelecer um desempenho macroeconômico normal antes de retomar as transferências de recursos para o exterior. Ele dá ênfase ao fato de que o serviço da dívida tem, em última análise, melhor garantia com investimento e crescimento.

APÊNDICE
TABELA A-1
Dívida externa

Período	Dívida total (bilhões de dólares correntes)	Dívida real per capita (em dólares = 1986) ^e	Dívida/índice da renda ^f 1970 = 100
1929-39	1,190 ^a	287	582,3
1940-45	0,855 ^a	153	255,8
1946-50	0,600 ^b	60	81,9
1951-55	1,227 ^c	96	107,4
1956-60	2,201 ^c	131	123,5
1961-64	3,545 ^c	168	133,5
1965-69	3,755 ^c	138	103,1
1970	5,295 ^c	156	100,0
1971	6,622 ^c	179	105,9
1972	9,521 ^c	239	129,4
1973	12,572 ^c	291	141,3
1974	17,166 ^c	355	162,2
1975	21,171 ^c	389	173,1
1976	25,985 ^c	438	181,9
1977	35,737 ^d	551	224,2
1978	48,111 ^d	675	268,4
1979	56,104 ^d	706	268,2
1980	64,648 ^d	712	254,0
1981	75,511 ^d	742	280,7
1982	83,265 ^d	751	288,6
1983	91,632 ^d	779	314,8
1984	102,039 ^d	815	319,3
1985	105,126 ^d	795	294,9
1986	110,572 ^d	798	280,6

Fontes:

- ^a Marcelo de Paiva Abreu, "Brazilian Public Foreign Debt Policy, 1931-1943", *Brazilian Economic Studies*, Rio de Janeiro, IPEA, 1978, n.º 4. Os números da Tabela 1 foram convertidos para dólar.
- ^b John T. Donnelly, "External Financing and Short-Term Consequences of External Debt Servicing for Brazilian Economic Development, 1947-1968", *The Journal of Developing Areas*, abr. 1973, pp. 411-430.
- ^c Banco Central do Brasil: Dívida a Longo e Médio Prazos.
- ^d Banco Central do Brasil, Dívida a Longo, Médio e Curto Prazos.
- ^e Dívida nominal deflacionada pelo deflator de preços implícito dos Estados Unidos para o PNB, *The National Income and Product Accounts of the U.S.*, Departamento de Comércio dos Estados Unidos. População brasileira antes de 1950: dados retirados de Villela e Suzigan, *Política de Governo e Crescimento da Economia Brasileira — 1889-1945*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1973. Depois de 1950: FMI, *International Financial Statistics*.
- ^f Obtido pela divisão do índice da dívida real *per capita* pelo índice do PIB real *per capita*.

TABELA A-2**Dívida brasileira e déficits
(% do PIB)**

	1982	1983	1984	1985	1986
ESESP ^a	15,8	19,9	23,3	27,5	10,8
Déficit operacional ^b	6,6	3,0	2,7	4,3	3,7
Dívida total/PIB	28,8	45,0	47,7	49,2	46,9
Transferência de recursos para o exterior	-1,4	2,0	5,4	4,8	2,3
Parcela da dívida externa na dívida total (%)	55,5	64,1	60,4	59,3	59,11

Fontes: Banco Central e Ministério da Fazenda.

^a Necessidade de financiamento do setor público, % do PIB.

^b % do PIB.

TABELA A-3**Brasil: Estrutura da dívida externa em 1987**

	Bilhões US\$	Porcentagem
Total	110,4	100,0
Instituições oficiais	28,3	25,6
Organizações internac.	13,7	12,4
Governos	14,6	13,2
Emprestadores privados	82,1	74,4
Bancos	75,0	68,0
Bancos americanos	(22,2)	(20,1)
Outros	7,1	6,4

Fonte: Banco Central.

Referências

- Abreu, M. de Paiva, "Brazilian Public Foreign Debt Policy 1931-1943", *Brazilian Economics Studies*, Rio de Janeiro, IPEA, (4) 1978.
- , "A Dívida Pública Externa do Brasil, 1824-1931", *Estudos Econômicos*, 15 (2): 167-189, maio 1985.
- Avramovic, Dragoslav, *Economic Growth and External Debt*, Baltimore, The Johns Hopkins Press, 1964.
- Bittermann, Henry, *The Refunding of International Debt*, Durham, Duke University Press, 1973.
- Boucas, V., *História da Dívida Externa*, Rio de Janeiro, 1950.
- Calogeras, J. Pandia, *La Politique Monétaire du Brésil*, Rio de Janeiro, Imprensa Nacional, 1910.
- Campos, C. de Souza, *Dívida Externa*, Rio de Janeiro, 1946.
- Cardoso, E. e Fishlow, A., *Macroeconomia da Dívida Externa Brasileira*, São Paulo, Brasileira, 1989.
- , "Exchange Rates in Nineteenth Century Brazil: An Econometric Model", *Journal of Development Studies*, 19 (2): 170-78, jan. 1983.
- , "Lessons of the 1890s for the 1980s: Comments", in Findlay, R. (ed.), *Debt Stabilization and Development*, Basil Blackwell, 1988.
- Castro C. L., *História Financeira e Orçamentária do Império do Brasil desde a sua Fundação*, Rio, Imprensa Nacional, 1889.
- Cline, W., *International Debt*, Cambridge, MIT Press, 1984.
- Donnelly, J. T., "External Financing and Short-Term Consequences of External Debt Servicing for Brazilian Economic Development, 1947-1968", *The Journal of Developing Areas*, abr. 1973, pp. 411-430.
- Dornbusch, R., "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates", in Smith, G. e Cuddington, J. (eds.), *International Debt and Developing Countries*, Banco Mundial, 1985a.
- , "Policy and Performance Linkages Between LDC Debtors and Industrial Nations", *Brookings Paper on Economic Activity*, 2, 1985b.

- , "Stopping Hyperinflation: Lessons from the Experience of Germany in the 1920s" in Dornbusch, R. *et alii* (eds.), *Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*, Cambridge, MIT Press, 1987a.
- , "Developing Country Debt: Anatomy and Solutions", Nova York, Twentieth Century Fund, 1987b (a ser editado).
- Edelstein, Michael, *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, Nova York, Columbia University Press, 1982.
- Feis, Herbert, *Europe The World's Banker, 1870-1914*, Nova York, Norton, 1965.
- Fishlow, A., "Lessons of the 1890s for the 1980s", in Findlay, R. (ed.), *Debt, Stabilization and Development*, Basil Blackwell, 1988.
- Feldstein, M., "International Debt Service and Economic Growth: Some Simple Analytics", NBER, Working Paper n.º 2076, 1986.
- , "Latin America's Debt", *The Economist*, 27.6.1987.
- Fraga, A., *German Reparations and Brazilian Debt: A Comparative Study*, Princeton Studies in International Finance, International Finance Section, Princeton University, 1986.
- Goldsmith, Raymond, *Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação*, São Paulo, Harper, 1986.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, *Estatísticas Históricas do Brasil*, Rio de Janeiro, IBGE, 1986.
- Kindleberger, Charles, "The 1929 World Depression in Latin America From Outside", in Thorpe, R. (ed.), *Latin America in the 1930s*, Londres, Macmillan, 1984.
- , "Historical Perspective on Today's Third-World Debt Problem", cap. 12, pp. 190-211, e "International Propagation of Financial Crises", cap. 14, pp. 226-239, in *Keynesianism vs Monetarism*, Boston, P. Allen and Unwin, 1985.
- Maddison, A., *Two Crises: Latin America and Asia 1929-38 and 1973-83*, OCDE, 1985.
- Marques Moreira, M., *The Brazilian Quandary*, Nova York, Twentieth Century Fund, 1986.
- Ministério da Fazenda, Brasil, "The Financing of Economic Development in the Period 1987-1991", Brasília, 31.3.1987.

- Nogueira Batista, P., *Mito e Realidade da Dívida Externa Brasileira*, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.
- Pelaez, Carlos Manuel, e Suzigan, Wilson, *História Monetária do Brasil*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976.
- Rippy, J. Fred, *British Investment In Latin America, 1822-1949*, Nova York, Arno Press, 1977.
- Simonsen, M., "The Developing Country Debt Problem", in Smith, G. e Cuddington, J. (eds.), *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial, 1985.
- , "Brazil", in Dornbusch, R. e Helmers, L. (eds.), *The Open Economy: Tools for Policy Makers in Developing Countries*, Banco Mundial, 1986.
- Stone, Irving, "British Direct and Portfolio Investment in Latin America Before 1914", *Journal of Economic History*, 37 (3): 690-722, set. 1977.
- Taussig, F. W., *International Trade*, N. York, Macmillan, 1928.
- Webb, S., "Comparing Latin American Debt Today With German Reparations After World War I", Departamento de Estado dos EUA, Equipe de Análise Econômica e de Planejamento, PASA Working Paper n.º 5, fev. 1988.
- Werhahn, P., *Kapitalexport und Schuldentransfer im Konjunkturverlauf*, Jena, Verlag Gustav Fischer, 1937.
- Wileman, J. P., *Brazilian Exchange: The Study of an Inconvertible Currency*, Buenos Aires, Galli Bros, 1896; reimpresso em Nova York, Greenwood Press, 1969.
- Williams, John H., *Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money, 1880-1890*, Cambridge, Harvard University Press, 1920.

A dívida externa brasileira: estratégias de negociação e impactos internos (1983-1987)*

Monica Baer**

O objetivo deste trabalho é discutir as principais características e implicações do tratamento dado ao problema da dívida externa brasileira no período 1983-outubro de 1987. Neste procedimento destacam-se, primeiramente, aspectos do desempenho econômico propriamente dito: um aumento significativo no superávit da balança comercial de 1983 em diante, a retomada de intenso ritmo de crescimento da economia a partir de 1984 e o descontrole do processo inflacionário, que levou à implementação do Plano Cruzado em 1986. Por outro lado, o período também está marcado por importantes questões políticas que afetaram profundamente a gestão da política econômica.¹

* Este artigo foi baseado no *Texto para Discussão* n.º 1 (out. 1987), com o mesmo título, elaborado no contexto das atividades do Grupo de Conjuntura Econômica do Centro Brasileiro de Análise e Planejamento — CEBRAP.

** Do Instituto de Economia da Universidade de Campinas — IE/UNICAMP, São Paulo.

1. Nesse sentido, é necessário ressaltar dois fatores. Em primeiro lugar, dada a natureza da transição democrática brasileira, não mudaram, na sua essência, as regras do jogo do velho *establishment*, o que limita profundamente qualquer estratégia de política econômica que procure enfrentar os problemas estruturais do país. Em segundo lugar, a falta de

Os acontecimentos de 1987 põem em evidência que a economia brasileira se encontra numa encruzilhada séria. Há problemas para sustentar, simultaneamente, o saldo da balança comercial e a expansão da demanda interna. Por outro lado, o processo de renegociação da dívida externa não assume um conteúdo claro e definido. Embora não se possa subestimar a complexidade das questões a serem enfrentadas, a gravidade da situação também se deve, em parte, às indefinições ao nível da política econômica global, que está seriamente limitada em seu raio de ação pelo impasse político.

Breve retrospectiva da renegociação da dívida externa no período 1983-1984

Ainda que o Brasil só tenha assinado um acordo formal com o FMI nos primeiros dias de 1983, a política econômica vinha sendo fortemente condicionada pela restrição externa desde meados de 1980, quando fracassou a tentativa do então ministro Delfim Netto de sustentar a estratégia de crescimento, através de um programa “heterodoxo”. O ajuste recessivo que o Brasil levou a cabo em 1983 e 1984 sob a tutela do FMI subdivide-se em duas etapas. Uma primeira, que se pode chamar de resistência, prolongou-se até novembro de 1983, período no qual as autoridades procuraram restringir o ajuste à regularização das contas externas. Uma vez assinada a primeira Carta de Intenções nos primeiros dias de janeiro — que algumas semanas depois foi complementada por um adendo que a transformou na segunda carta — o Brasil, além de obter o crédito *stand-by* do FMI, fechou a negociação com os bancos privados internacionais,² com o que esperava superar seu problema de

legitimidade — e, conseqüentemente, de apoio político — do presidente José Sarney — que entra no vácuo deixado pela morte do presidente Tancredo Neves — implica que a gestão da política econômica perca sua mínima autonomia relativa diante de interesses particulares e passe a ser utilizada diretamente no jogo político de sustentação do presidente.

2. O acordo com os credores privados consistia em: 1. US\$ 4,4 bilhões de novos empréstimos de médio e longo prazos (Projeto 1); 2. US\$ 4,0 bilhões de refinanciamento de amortizações a serem pagas no ano de 1983 (Projeto 2); 3. manutenção das linhas de crédito comercial no nível

escassez de divisas. Em termos de política econômica, os esforços se concentraram na obtenção de um expressivo saldo na balança comercial, para o que se realizou uma maxidesvalorização do cruzeiro de 30% em fevereiro. Esta medida veio a agravar significativamente o quadro interno da política econômica, principalmente no que tange à inflação e às finanças públicas,³ o que, por sua vez, tornou o cumprimento das metas de ajuste interno assinadas com o FMI ainda mais difícil. Isso fez com que, já em maio de 1983, o FMI suspendesse o desembolso de seus recursos, o que provocou a cessação da entrada dos empréstimos privados.

Começaram então as pressões do FMI para que o Brasil aplicasse definitivamente o arrocho nas áreas monetária, fiscal e salarial, que encontrou séria resistência política interna, mas acabou sendo implementado em novembro de 1983.⁴ Nesse jogo de pressões entre o Fundo e as autoridades brasileiras, estas conseguiram introduzir o conceito de "déficit público operacional", embora não se eliminasse, entre as metas, o déficit nominal. Uma vez que o Brasil assinou a sua Terceira Carta de Intenções, em que se comprometeu com esse ajuste interno recessivo, conseguiu fechar a Fase 2 da negociação externa, recuperando os recursos novos prometidos para 1983 (US\$ 4,5 bilhões) e obtendo mais US\$ 6,5 bilhões para 1984.

Em função dos impasses nas negociações com os credores externos ao longo de 1983, além do atraso crescente no pagamento dos juros, o país conviveu desde meados do ano com uma forte escassez de divisas, que levou o governo a decidir pela centralização do câmbio. A situação só não foi mais grave devido ao significativo superávit alcançado na balança comercial: 6.470 milhões em 1983 contra 780 milhões no ano anterior. Esse desempenho se explica só em parte pela expansão das

de US\$ 8,8 bilhões (Projeto 3); 4. restabelecimento das linhas de crédito interbancário às agências dos bancos brasileiros no exterior nos níveis vigentes em 30.6.1982 — US\$ 9,6 bilhões (Projeto 4).

3. É importante lembrar que aproximadamente 70% da dívida externa brasileira concentram-se no setor público.

4. Para mais detalhes de como se comportou o jogo de forças entre o governo brasileiro e os credores externos, ver Kandir, A. e Baer, M., "Ainda a Dívida", em *Novos Estudos CEBRAP*, vol. 2, n.º 4, abril 1984.

exportações (8,5%), mas principalmente pela queda de 20% no valor das importações em relação ao ano anterior (ver Tabela 1).

Em 1984 melhorou significativamente o poder de barganha do governo brasileiro frente aos credores externos, em função do bom desempenho da balança comercial. O saldo de US\$ 13 bilhões permitiu não só cobrir todos os pagamentos atrasados, mas inclusive recompor o nível de reservas (ver Tabela 2). Essa situação cambial mais folgada deixou o governo brasileiro numa posição menos incômoda, já que dispunha de tempo para fechar a próxima negociação e podia desprezar recursos novos dos bancos privados para 1985.

Internamente, a excelente *performance* da balança comercial também teve conseqüências positivas. A expressiva expansão das exportações, que foi liderada pelos produtos manufaturados, permitiu a retomada do crescimento da indústria de transformação e passou a ter efeitos estimulantes na demanda interna.⁵ Esses efeitos foram reforçados pela impossibilidade do governo de realizar a política monetária restritiva com a qual se comprometera junto ao FMI.⁶ Por sua vez, a retomada do crescimento e a conseqüente dinamização da demanda por trabalho na prática aboliram a lei salarial instituída em novembro do ano anterior, causando a volta do crescimento da massa salarial.

Ao longo de todo o ano de 1984 o Brasil, reiteradamente, elaborava novas Cartas de Intenções, sem que as metas — exceto a do setor externo — fossem cumpridas. No segundo semestre a equipe econômica começou a negociar a Fase 3 de reescalonamento da dívida externa, que deveria ser de natureza multianual e seguir o padrão da negociação mexicana. Diante das totais incertezas sobre a política econômica que seria seguida

5. Para uma análise detalhada, ver Suzigan W. e Kandir, A., "Indústria: Situação Atual, Perspectivas e Proposta de Política", SEP/SP, mimeo, 1985.

6. "O superávit da balança comercial contribuiu com 57,6% da expansão da base monetária e não pôde ser contrabalançado, apesar da elevada colocação de títulos públicos e da vultosa transferência de recursos do Tesouro Nacional para o Orçamento Monetário", SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica — Retrospectiva Anual de 1984*, n.º 14.

TABELA 1
Balço de pagamentos do Brasil - síntese
(US\$ milhões)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 ^a
NECESSIDADE DE RECURSOS								
1. Transações correntes ^b	(16.535,5)	(17.749,4)	(17.648,2)	(22.074,6)	(13.675,4)	(5.548,8)	(9.144,0)	(15.305,0)
1.1 Balança comercial	(5.853,2)	(6.252,5)	(2.030,4)	(3.393,2)	3.305,3	10.549,1	9.709,1	7.952,0
Exportações	(2.839,5)	(2.822,8)	1.202,4	780,1	6.470,4	13.089,5	12.470,6	11.152,0
Importações	15.244,4	20.132,4	23.293,0	20.175,1	21.899,3	27.005,3	25.638,7	26.213,0
1.2 Balança de serviços	18.083,9	22.955,2	22.090,6	19.395,0	15.428,9	13.915,8	13.168,1	15.061,0
Transportes	(3.013,7)	(3.429,7)	(3.232,8)	(4.173,3)	(3.165,1)	(2.540,4)	(2.761,5)	(3.369,8)
Lucros e dividendos	(1.418,0)	(1.936,0)	(1.691,6)	(1.456,3)	(912,4)	(760,2)	(370,0)	(432,0)
Outros	(635,7)	(309,8)	369,6	(585,2)	(757,8)	(798,1)	(1.059,3)	(1.236,7)
2. Obrigações financeiras	(960,0)	(1.183,9)	(1.171,6)	(2.131,8)	(1.494,9)	(984,1)	(1.332,2)	(1.701,1)
Juros	(10.570,2)	(11.321,4)	(15.402,6)	(18.304,9)	(16.418,3)	(16.670,9)	(18.478,4)	(23.357,0)
Amortizações	(4.185,5)	(6.311,1)	(9.161,0)	(11.353,3)	(9.555,4)	(10.202,7)	9.588,7	(9.093,1)
3. Transferências unilat. Erros e omissões	(6.384,7)	5.010,3	(6.241,6)	(6.951,6)	(6.862,9)	(6.468,2)	(8.889,7)	(11.590,3)
	(112,1)	(175,5)	(215,2)	(376,5)	(562,4)	573,0	(374,7)	100,0
FINANCIAMENTO DE RECURSOS								
1. Investimentos	16.535,5	17.749,4	17.648,2	22.074,6	13.675,4	5.548,8	9.144,0	15.305,0
2. Empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos	1.490,9	1.120,8	1.584,3	991,0	664,2	1.076,6	710,0	400,0
3. Capitais de curto prazo e outros	11.228,3	10.596,8	15.553,4	12.515,0	6.708,2	10.400,8	7.010,3	14.288,0 ^d
4. Movimento de reservas	601,4	2.561,0	1.135,2	(259,4)	898,5	(5.228,4)	(2.102,1)	(1.723,0)
	3.214,9	3.471,6	(624,7)	8.828,0	5.404,5	(700,2)	3.525,8	2.340,0

Fonte: BACEN, Boletim Mensal e Brasil-Programa Econômico.

a Preliminar; b Inclui novos recursos; c (-) aumento; (+) perda; d Inclui juros atrasados; e Exclui pagamento de juros.

TABELA 2

Posição das reservas internacionais
(US\$ milhões)

Data	Conceito caixa BACEN	Reservas - conceito bal. pagamentos ^a	Reservas líquidas - conceito FMI ^b	Reservas - posição liq. internacional ^c
Dez. 83	-1555	3757	-3296	4563
Mar. 84	1661	4496	-615	5936
Jun. 84	4210	7016	924	7950
Set. 84	5984	8650	2545	9639
Dez. 84	7500	11033	4242	11995
Jun. 85	8229	10671	4479	11647
Dez. 85	7690	9273	4400	10482
Mar. 86	7425	8922	3892	10073
Jun. 86	7274	8732	3745	10391
Set. 86	6777	7514	2579	9025
Dez. 86	4585	5330	180	6760
Mar. 87	3221	4081	-1641	4859
Jun. 87	3256	4885	-1968	5630
Set. 87	4305	6584	-960	7386
Dez. 87	4433	6799	n.d.	7458

Fonte: Banco Central do Brasil, *Programa Econômico*.

^a Haveres (+) Ajustes devidos à monetização do ouro.

^b Haveres (-) Obrigações prontas e de curto prazo.
(-) Obrigações a médio e longo prazos junto ao FMI.

^c Haveres (+) Ajustes devidos à monetização do ouro.
(-) Saldo de convênios ativos inconversíveis.
(-) Conta de cobrança do Banco do Brasil.

A partir de 1986 exclui haveres do Banco do Brasil.

(Excluídos esses haveres, o valor de dezembro 1985 se reduz para US\$ 10.482 milhões).

n.d.: Não disponível.

pelo futuro presidente Tancredo Neves e de evidências de que as metas internas estabelecidas pelo Fundo não estavam sendo cumpridas, os credores externos exigiam, para firmar um novo acordo com a equipe econômica em exercício, o "aval" por parte do governo entrante. Tancredo, entretanto, diante do complexo quadro econômico e político, não quis assumir, pelo menos oficialmente, nenhum compromisso de partida com os credores, deixando o projeto da Fase 3, idealizado pelo então presidente do Banco Central, Affonso Celso Pastore, inconcluso.

O extraordinário superávit da balança comercial — viabilidade de sustentação e implicações

A *performance* da balança comercial brasileira em 1984, quando se observou um crescimento de 100% no superávit em relação ao ano anterior, abriu a discussão sobre a capacidade do país de sustentar um saldo comercial positivo da magnitude de US\$ 12-13 bilhões e suas implicações internas. Nesse sentido, cabe distinguir duas questões que continuam em debate entre analistas da economia brasileira: os condicionantes dessa *performance* e o problema que esse volume de transferência de recursos ao exterior cria em termos de financiamento.

Em relação à primeira questão, ou seja, à capacidade de geração de divisas, há de se concordar com a principal tese de Barros de Castro e Pires⁷ de que o ajuste recessivo implantado com a crise externa não explica a maior parte da *performance* da balança comercial alcançada nos últimos anos. A política de diversificação da estrutura industrial da década de 70 e a política de substituição energética implantada com o segundo choque do petróleo criaram bases para que a economia brasileira respondesse de maneira relativamente dinâmica à crise dos anos 80.

No entanto, a experiência do período 1984-1987 também exige que atentemos para alguns aspectos que devem ser levados em consideração em análises *prospectivas*:

7. Barros de Castro, A. e Pires de Souza, F. E., *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*, Paz e Terra, 1985, e *O Saldo e a Dívida*, UFRJ-IEI, 1987.

1. em 1986 observou-se uma recuperação significativa das importações de bens de capital, que cresceram em torno de 40% em relação ao ano anterior. Essa expansão pode ter sido em parte superdimensionada pelo congelamento do câmbio durante a primeira etapa do Plano Cruzado. No entanto, num contexto de crescimento baseado numa maior expansão dos investimentos — dado o grau de ocupação da capacidade produtiva alcançado e evidências de estrangulamentos em alguns setores — poderá observar-se uma nova elevação do coeficiente de importações, principalmente de bens de capital e matérias-primas. Em relação aos bens de capital, também é importante levar em consideração o possível impacto de inovações tecnológicas que deverão ser incorporadas, não só para a racionalização e maior produtividade da produção para o mercado interno, mas inclusive para garantir a manutenção da competitividade das exportações brasileiras de produtos industrializados;

2. do lado das exportações de produtos manufaturados, além da importância da demanda externa, a *performance* do segundo semestre de 1986 reflete a sensibilidade desse tipo de exportação à política cambial. Além do problema da competitividade propriamente dita, trata-se diretamente de pressões especulativas internas diante de qualquer expectativa de atraso cambial e/ou deterioração da situação externa.⁸ Este fator vê-se agravado num contexto de forte expansão da demanda interna;

3. embora os produtos básicos somente respondam por um terço das exportações, na margem, quedas bruscas de preços de produtos primários podem ter um impacto significativo;

4. em função da rápida expansão da demanda interna, em algumas áreas se esgotou a capacidade de produção instalada e há conflitos abertos entre demanda interna e externa, que só poderão ser superados por uma aceleração de investimentos setoriais, que garantam a ampliação da oferta.⁹

Portanto, a sustentação da *performance* da balança comercial no nível alcançado em 1984-1985, além de condicionantes externos favoráveis, exige uma política macroeconômica interna

8. Aspecto detalhado no item 3.3 deste mesmo trabalho.

9. Para uma análise ao nível setorial, ver Suzigan, W. e Kandir, A., *op. cit.*

coerente de médio e longo prazos. O elemento-chave dessa política é a retomada dos investimentos, tanto públicos como privados. Por um lado, eles devem aliviar os estrangulamentos setoriais existentes. Por outro, permitir a modernização do parque industrial para criar melhores condições de oferta. Por mais que essa política possa ser articulada racionalmente com o desenvolvimento do setor de bens de capital no país, deve implicar aumentos no valor das importações que podem não vir a ser, necessariamente, compensados *de imediato* pela expansão das exportações. Assim, apesar da excelente *performance* da balança comercial nos anos de 1984 e 1985, a própria sustentação do crescimento pode exigir — pelo menos temporariamente — uma diminuição no superávit da balança comercial, com o que se reapresentaria o problema de escassez de divisas diante dos compromissos com o pagamento dos juros da dívida externa.

Nas atuais condições em que se realiza a transferência de recursos ao exterior, além do problema de divisas, enfrenta-se um segundo obstáculo, que é o sério desajuste interno de caráter financeiro, significando uma restrição adicional à sustentação do crescimento.¹⁰ Os recursos gerados pelo superávit da balança comercial concentram-se, por um lado, nas mãos do setor privado, que os mantém líquidos frente às incertezas da política econômica. Por outro lado, os principais estrangulamentos do lado da oferta encontram-se na área de infra-estrutura e no setor de bens intermediários, onde prevalecem as empresas públicas. O setor público, entretanto, também é responsável pela maior parte da dívida externa, carreando, portanto, o ônus de seu serviço. Em função desses encargos, esse setor ou, mais especificamente, suas empresas produtivas encontram-se, na sua grande maioria, financeiramente estranguladas, o que limita sua capacidade de investimento. É, no entanto, especificamente o setor público que deve liderar a retomada do investimento, seja pelo tipo de estrangulamentos existentes, seja porque o investi-

10. Para uma análise detalhada especificamente sobre esta questão, ver Mendonça de Barros, L. C., Kandir, A. e Baer, M., "A Redução Necessária das Transferências de Recursos ao Exterior: Introdução à Polêmica e Agenda para uma Discussão de uma Política de Sustentação do Crescimento", out. 1985, mimeo.

mento privado não será retomado enquanto eles não forem superados e não houver uma clara sinalização de uma política de sustentação do crescimento de mais longo prazo, para o qual o investimento público é um aspecto crucial.

Não existem atualmente mecanismos financeiros adequados, em termos de custo e prazo, para realizar a intermediação entre os agentes superavitários — na sua grande maioria do setor privado — e os agentes deficitários, principalmente do setor público.¹¹ Ou seja, as atuais deficiências e desajustes existentes no sistema financeiro e tributário, e a concentração da dívida em mãos do setor público, que arca com seu serviço mas não gera as divisas para pagá-lo, limita seriamente a capacidade de expandir o investimento e, portanto, de sustentar o crescimento da economia brasileira. Assim, a transferência de recursos ao exterior para o pagamento dos juros da dívida externa acirra um desajuste setorial interno de caráter financeiro, colocando em evidência a premência de reformas estruturais (fiscal e financeira).

No curto prazo, torna-se então necessário pensar em uma redução da transferência de recursos (obtido dinheiro novo e portanto aumentando o estoque da dívida externa) *transitória e condicionada* à implementação das reformas fiscal e financeira. Uma condição necessária (mas não suficiente) para desarmar as intensas pressões especulativas no mercado financeiro — ao qual o setor público está totalmente subjugado (socializando o custo desta disfunção) — é a retomada dos investimentos para que se criem outras alternativas rentáveis de aplicação dos recursos excedentes. Isso, como foi indicado, passa pela expansão

11. Sobre essa situação assimétrica é importante lembrar dois aspectos. Com relação ao setor privado, este não só deixou de endividar-se em moeda estrangeira a partir de 1979, quando houve a maxidesvalorização, como tentou ajustar-se diante da crescente restrição externa, transferindo a dívida em dólares para o Estado. Por outro lado, as empresas públicas foram utilizadas pelas autoridades brasileiras como instrumento de captação de recursos externos para garantir a rolagem da dívida. No entanto, mesmo entre as próprias instituições públicas não existem canais que permitam saldar, *diretamente* entre elas, posições superavitárias e deficitárias. Estas então passam a conectar-se através do mercado financeiro, com todas as distorções e elevações de custos que isso implica.

do investimento do setor público, que não se pode financiar no mercado financeiro privado interno, porque aumentaria sua dependência em relação a este, agravando a atual situação. Portanto, isso teria que se dar através de refinanciamento do passivo em moeda estrangeira das empresas estatais, ou seja, reduzindo a transferência de recursos ao exterior. Além disso, em um contexto de crescimento, em princípio, também deveria ser mais viável realizar uma reforma fiscal e avançar no processo de racionalização da administração pública.

Em suma, na atual situação, uma redução das transferências de recursos ao exterior faz-se necessária, antes de mais nada, como uma das condições necessárias para viabilizar a implementação das reformas financeira e fiscal, não devendo ser subestimadas as *resistências internas* a elas. Somente depois da implantação destas reformas ficaria claro qual a verdadeira dimensão e natureza do constrangimento que a transferência de recursos ao exterior implica para o financiamento do desenvolvimento da economia brasileira a médio prazo. Caberia então um balizamento entre as implicações desse constrangimento e as da ampliação do processo de endividamento externo nas atuais condições de instabilidade do mercado financeiro internacional.

A gestão do problema da dívida externa na Nova República (1985-1987)

Desde que se instalou a Nova República, em 15 de março de 1985, podem distinguir-se basicamente *quatro fases* no relacionamento das autoridades econômicas brasileiras com os credores externos, embora este relacionamento muitas vezes não se consubstanciasse numa estratégia clara de negociação. A boa *performance* da balança comercial e a recomposição das reservas, propiciaram, até meados de 1986, maior margem de manobra às autoridades na negociação, que, entretanto, não foi explorada da mesma forma pelos diversos responsáveis pela área econômica.

Enquanto o Brasil não chegava a nenhum acordo com os credores privados, as negociações se mantinham em *stand-still* por períodos de 90 a 150 dias, o que significa manutenção das condições acordadas na fase anterior de renegociação da dívida

e renovação, por esse prazo, das linhas de crédito comercial e interbancário. É em torno da renovação dessas linhas de crédito de curto prazo, que envolvem aproximadamente US\$ 15 bilhões, que se criaram reiteradamente as maiores tensões. Em primeiro lugar, porque a linha de crédito comercial (US\$ 10 bilhões — Projeto 3) é fundamental para sustentar o patamar das exportações e também é necessária para manter a continuidade da importação de petróleo. Em segundo lugar, porque o crédito interbancário (US\$ 5 bilhões — Projeto 4) se refere aos depósitos nos bancos brasileiros no exterior. Qualquer retirada maciça implicaria uma cobertura dos saldos descobertos destes bancos por parte do governo brasileiro. Uma condição importante para a sustentação desse processo com “relativa tranquilidade” (até fevereiro de 1987) foi o pagamento em dia dos juros aos credores privados, tanto os referentes à dívida de médio e longo prazos como os que dizem respeito às linhas de crédito assinaladas.

No comportamento das autoridades brasileiras prevaleceram, em momentos cruciais, dois tipos de princípios (implícitos) que parecem importantes para se entender por que não se explorou mais o poder de barganha frente aos credores externos. Primeiro, dados os inúmeros problemas econômicos internos e as dificuldades para resolvê-los, parece haver predominado a idéia de se evitarem passos mais ousados na área externa, que, embora não resolvida, estava sob relativo controle. O segundo princípio refere-se à ordem na qual se solucionariam os problemas. Supunha-se que, uma vez encaminhados os problemas internos, teria maior viabilidade uma negociação externa em termos mais favoráveis ao Brasil. É importante destacar que estes princípios, mais que avaliações propriamente econômicas e de estratégia de negociação, eram permeados fortemente por posturas e pressões políticas de distintos setores, dentro e fora do governo. •

O período do ministro da Fazenda Francisco Dornelles (março-agosto de 1985)

A partir dos primeiros passos de Francisco Dornelles no Ministério da Fazenda (MINFAZ), observava-se que seu objetivo era fechar, o mais rápido possível, a negociação iniciada na gestão econômica passada, mas não concluída. Poder-se-ia dizer

que não havia, por parte desse ministro, qualquer resistência ao padrão convencional de negociação nos moldes do FMI. Isso de certa forma significava um retrocesso em relação às propostas que foram defendidas no período da COPAG, sob pedido do então candidato à presidência Tancredo Neves. Este, embora fosse contra uma postura de confronto com os credores, não se dispôs a dar o aval à proposta de reestruturação da dívida encaminhada por Affonso Celso Pastore.

O projeto de política econômica que o ministro Dornelles tentou implantar era de caráter nitidamente ortodoxo e, em tese, a maior parte de suas medidas viria ao encontro de uma política de ajuste recomendada pelo FMI. No entanto, as incoerências na sua implementação frustraram o avanço das negociações de um reescalonamento multianual da dívida externa.

A essência de sua estratégia consistia na redução do déficit público, que pretendia combater com o corte nos gastos. Logo nos primeiros dias de sua gestão, entre um conjunto de medidas, decretou um corte de 10% no orçamento fiscal (além da contração de 15% estabelecida pelo governo anterior) e suspendeu por 90 dias os empréstimos de fomento do Banco Central. Por outro lado, ao mudar o critério de cálculo do reajuste da correção monetária,¹² simultaneamente ao represamento dos reajustes de preços, aumentou a remuneração real das aplicações financeiras, o que ampliou o espaço para a colocação de títulos da dívida pública, permitindo realizar uma política monetária mais restritiva. Na lógica do ministro, a conseqüente elevação dos juros, por sua vez, contribuiria para conter a demanda privada. Como o reajuste da taxa de câmbio passou a seguir o mesmo critério de cálculo da correção monetária, a mudança também

12. A correção monetária deixou de corresponder à variação do IGP mensal, para ser calculada pela média geométrica das variações mensais dos últimos três meses. Como num primeiro momento se conteve a inflação, aumentou-se o ganho real dos aplicadores financeiros. No entanto, quando a inflação voltasse a acelerar-se, a correção monetária ficaria abaixo da inflação com esse método de cálculo, o que implicaria uma remuneração real negativa aos aplicadores financeiros, criando o risco de uma fuga de capitais do sistema. Em função deste perigo, a medida foi suspensa logo que o ministro Funaro assumiu, quando os preços já haviam disparado.

ampliou a remuneração dos exportadores. Ou seja, esperava-se conter a demanda interna (principalmente via contenção do gasto público), reduzir o patamar inflacionário e promover as exportações, com o que se realizaria, simultaneamente, o necessário ajuste interno e externo.

Apesar do “êxito temporário” de baixar a inflação (único trunfo da política de Dornelles), as contradições desta estratégia se evidenciaram rapidamente. Em primeiro lugar, o represamento dos preços públicos em um contexto de escalada da taxa de juros e ajustes cambiais maiores agravou dramaticamente a situação de várias empresas públicas importantes, aumentando os seus déficits e criando pressões diretas dessas empresas, e indiretamente via Secretaria do Planejamento (que controla a SEST), contra o MINFAZ. Simultaneamente, outras áreas da administração pública, afetadas pelos cortes dos gastos, começaram a rebelar-se contra as medidas impostas. Em consequência, rapidamente foi-se perdendo o controle do déficit público e as medidas tornaram-se politicamente insustentáveis. No bojo deste descontrole abriu-se uma polêmica pública entre o Ministério da Fazenda e a Secretaria do Planejamento em torno da natureza do déficit, defendendo este último a interpretação do caráter financeiro do déficit e, conseqüentemente, opondo-se frontalmente à estratégia perseguida pelo MINFAZ, onde se concentraram todos os poderes para o desenho da política econômica.

Diante dos resultados pouco efetivos alcançados, o ministro Dornelles tentou reforçar, em meados do ano, sua estratégia de redução do déficit público através de um corte adicional de despesas de investimento e custeio das empresas públicas, eliminação de subsídios, recomposição paulatina das tarifas públicas e aumento da arrecadação tributária, sendo que esta última basicamente pela diminuição do prazo de recolhimento dos impostos e pela elevação de algumas alíquotas. Se por um lado o conjunto de medidas ficou aquém do esperado pelo FMI, por outro acirrou as pressões internas contra Francisco Dornelles.

Neste contexto de forte resistência interna à política econômica implementada e de crescente perda de legitimidade de seu principal responsável, um acordo com o FMI era inviável, levando à suspensão das negociações em agosto. O impasse

interno foi de tal magnitude que nas últimas semanas Luís Paulo Rosenberg, assessor especial da Presidência da República, acabou sendo o interlocutor do governo brasileiro junto aos credores externos, devido à total falta de legitimidade de Francisco Dornelles para tal tarefa.

Esses impasses impediram que a equipe de Francisco Dornelles fechasse a fase 3 de renegociação da dívida externa, com o que o Brasil entrou em um novo período de *stand-still*, que se estendeu por cinco meses (até o final de janeiro de 1986). Para conseguir esta prorrogação de prazo relativamente extensa, Francisco Dornelles havia assinado um *shadow-agreement* com o FMI, que autorizava os seus técnicos a acompanharem mensalmente os principais agregados macroeconômicos do Brasil.

Em suma, o fracasso das negociações com o FMI nesta primeira etapa da Nova República explica-se, antes de mais nada, pela *falta de apoio interno* à estratégia de política econômica implementada por Francisco Dornelles. Uma grande parte do conteúdo das medidas condizia com a estratégia defendida pelo Fundo, mas era evidente que esse tipo de ajuste era politicamente insustentável. Diante desse quadro mais geral de resistência política ao ajuste recessivo, as divergências em torno de metas específicas e alterações que o ministro Dornelles queria fazer ao projeto de negociação elaborado por Affonso Celso Pastore passam a ser conflitos de menor importância entre o FMI e o governo brasileiro.

A primeira fase da gestão do ministro Dilson Funaro (setembro de 1985-meados de 1986)

A primeira preocupação que Dilson Funaro teve, ao substituir Francisco Dornelles no Ministério da Fazenda, foi tranquilizar os credores externos de que os termos do *shadow-agreement* fechado pelo ex-ministro seriam respeitados na sua íntegra. No entanto, ao mesmo tempo que mantinha uma atitude de cautela no relacionamento direto com a comunidade financeira internacional, o ministro revelou rapidamente sua postura crítica com relação à maneira como se vinha tratando a questão da dívida externa. Logo nas primeiras semanas de sua gestão, na Reunião Anual do FMI e Banco Mundial, em Seul (outubro de 1985),

Funaro assumiu uma posição de liderança no grupo dos países endividados, defendendo o esgotamento dos processos de ajuste recessivos. A partir da posição de crítica às tradicionais estratégias de ajuste, o ministro adotou como palavra de ordem a *sustentação do crescimento*. E, quando as pressões externas começaram a aumentar, reafirmou essa atitude, defendendo a autodeterminação da política econômica. Essa postura mais dura, liderada por Dilson Funaro, ganhou algum respaldo político interno, principalmente por setores progressistas no âmbito político parlamentar.

É importante ressaltar que o ministro Funaro foi, em princípio, muito cauteloso no tratamento com o FMI, não fazendo uma crítica aberta e direta à sua supervisão. No entanto, no "processo de politização" da questão da dívida externa esta instituição tornou-se alvo de ataque imediato. Depois de dois meses no cargo, as expectativas em torno da gestão do ministro Funaro se concentravam em dois aspectos básicos: reformas estruturais e institucionais internas e a renegociação da dívida externa. Houve então uma associação imediata entre o pacote tributário divulgado no final de novembro e a negociação da dívida externa, interpretando-se que a natureza das mudanças fiscais estaria alinhada com um programa de ajuste do FMI. Essa interpretação fez que o ministro Funaro saísse com veemência em defesa da autodeterminação da política econômica, agora *explicitando a não sujeição da economia brasileira à supervisão do FMI*.

Ao que parece, nessa fase não havia uma estratégia de negociação muito elaborada. No entanto, um princípio básico orientava as autoridades econômicas: para sustentar o crescimento era imprescindível garantir maior grau de autonomia na formulação da política econômica. Com a implementação de uma estratégia de política econômica coerente, os principais problemas internos da economia brasileira seriam encaminhados, abrindo espaço para uma negociação em melhores termos com os credores externos.

Para viabilizar essa proposta inicial, que foi relativamente bem-sucedida, o Brasil contava com dois trunfos que lhe davam certo poder de barganha: não precisava de dinheiro novo para 1986, restringindo a negociação ao reescalonamento dos débitos

de 1985 e 1986; e uma certa politização interna em torno da questão da dívida externa, que lhe dava algum respaldo frente aos credores.

Do lado dos credores, por sua vez, também houve certa "tolerância" para dar ao novo ministro chances para retomar o controle sobre a gestão da política econômica, já que as medidas tributárias, a separação do Banco do Brasil do Banco Central e a criação da Secretaria do Tesouro eram sinalizações concretas neste sentido. Além disso, não se deve esquecer que se havia passado por uma experiência dura e muito desmoralizante no caso argentino, alguns meses antes, e o México estava enfrentando sérias dificuldades na sua negociação. Ou seja, não era o momento adequado para pressionar o Brasil.

Assim, no início de janeiro de 1986 chegou-se a um entendimento preliminar com os banqueiros privados e logo depois da implantação do Plano Cruzado I retomaram-se as negociações, fechando um acordo definitivo de reescalonamento dos débitos com os credores privados (fase 3) em junho, sem a supervisão do FMI.

Como se pode observar na Tabela 3, em relação à proposta de Affonso Celso Pastore, as condições foram piores no que se refere a prazos (carência e pagamento), o que se explica pela exclusão da supervisão do FMI. Os aspectos mais onerosos da exclusão desse órgão foram, entretanto, dois outros: uma parte das condições referentes ao reescalonamento do débito vincendo em 1986 ficou em aberto para ser definida mais próximo do final do ano; e o Clube de Paris não aceitou discutir um acordo, o que criou sérios constrangimentos no relacionamento com os credores oficiais e levou à suspensão do pagamento dos juros devidos a eles em março.

Nessa postura dos credores destacam-se duas características, que se evidenciaram ainda mais nos meses seguintes. Primeiro, evitava-se criar qualquer tipo de precedente. Nesse sentido, para o Clube de Paris era inaceitável um acordo sem algum entendimento prévio com o FMI. Segundo, diante das dificuldades de enquadrar o Brasil, a tática dos credores privados passou a ser a de compasso de espera. Deixaram-se em aberto as condições dos débitos referentes a 1986 para defini-las num momento futuro, quando talvez a postura de resistência das autoridades

TABELA 3
Quadro comparativo das condições das três fases de negociação da dívida externa

Itens	1.ª Fase/1983	2.ª Fase/1984	3.ª Fase/1985 ^a	Acordo/março 1986
Projeto I Entrada de novos recursos	US\$ 4,4 bilhões	US\$ 6,5 bilhões	Não inclui dinheiro novo	Não inclui dinheiro novo
Projeto II Reestruturação da dívida a médio e longo prazos				
• Prazo de pagamento (anos)	8	9	16	1985-7/1986 A ser negociado 1985-5/1986 A ser negociado
• Carência	2.5	5	7	LIBOR + $\frac{1}{8}$ ^b
• Taxa de juros + spread (%)	LIBOR + 2 1/8 Prime + 1 7/8 1 1/2	LIBOR + 2 Prime + 1 3/4 1	LIBOR + 1 1/8	Eliminação 1985 - US\$ 6,1 bilhões 1986 - US\$ 9,5 bilhões
• Comissão (%)			Eliminação 85/91	
• Período de consolidação e recursos envolvidos	1983 - US\$ 4,3 bilhões	1984 - US\$ 5,4 bilhões	US\$ 45 bilhões	
Projeto III Linhas de crédito comercial de curto prazo	US\$ 10,4 bilhões	US\$ 9,8 bilhões	US\$ 10 bilhões	US\$ 10 bilhões
Projeto IV Linhas de dep. interbancário	US\$ 6 bilhões	US\$ 5,4 bilhões	Eliminação gradual de US\$ 5,5 bilhões do crédito interbancário e sua transformação no prazo de 4 anos em créditos comerciais (Projeto 3).	US\$ 5,4 bilhões. Transformação até março de 1987 de US\$ 600 milhões para linhas de crédito comercial.

Fonte: SEP-SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, n.º 20, maio 1986.

^a Proposta Pastore.

^b Para o setor público a taxa caiu de 2% para 1,125%. Para os empréstimos do setor privado a redução foi de 2,125% para 1,25%.

econômicas já estivesse mais enfraquecida. Assim, não houve condições para forçar o Brasil, porque este não estava pressionado por uma situação premente de escassez de divisas. No entanto, por parte do país tampouco houve espaço para avançar no sentido de uma estratégia de negociação em termos não convencionais.

Uma pergunta básica referente a esse último aspecto é por que a atitude de “resistência” às imposições dos credores não chegou a concretizar-se numa política externa mais ofensiva por parte das autoridades econômicas brasileiras. Seria de se esperar que o governo, junto com a implementação do Plano Cruzado, em março de 1986, ou logo depois — quando aparentemente tinha total apoio para sua estratégia de política econômica — tivesse aproveitar para dar um salto qualitativo no encaminhamento do problema da restrição externa. *A título de hipótese*, duas podem ser as razões por que não se tenha avançado neste sentido. Em primeiro lugar, não creio que houvesse, na equipe econômica, consenso em torno da necessidade de mudar as condições básicas do padrão de negociação. Em segundo, diante das incertezas quanto às reações e aos resultados internos do Plano Cruzado, seria um risco muito grande criar mais um “*front de combate*”, dado que dificilmente os credores aceitariam essa proposta muito pacificamente. As dificuldades na área externa poderiam, então, até enfraquecer a equipe econômica para enfrentar os possíveis desdobramentos internos do Plano Cruzado. Portanto, no momento em que o Brasil apresentava as melhores condições econômicas — detinha reservas, havia retomado as rédeas da política econômica e contava com popularidade — não se deram as condições de um salto qualitativo na negociação externa.

**A segunda fase: a deterioração do desempenho
da balança comercial e a declaração da moratória
(meados de 1986-abril de 1987)**

Como em todas as áreas da política econômica brasileira, em meados de 1986, depois de passados alguns meses desde a implementação do Plano Cruzado, era necessário tomar algumas medidas de caráter estrutural para evitar que se voltasse a uma

situação de descontrole da gestão econômica. Na área externa, dois fatos sinalizavam que se estava tentando caminhar neste sentido. Em primeiro lugar, avançou-se mais um passo no *discurso* frente aos credores externos: a sustentação do crescimento exigia a redução das transferências ao exterior. Voltou-se a defender que a sustentação, não só do crescimento interno, mas também da própria *performance* das exportações, exigia um um nível de investimento incompatível com o nível de pagamento dos juros da dívida externa prevalecente. Em segundo lugar, o governo brasileiro tentou reaproximar-se dos credores oficiais junto ao Clube de Paris, retomando unilateralmente em junho o pagamento dos juros atrasados. Nesta atitude estava implícita a tentativa de ganhar o apoio dos credores oficiais, que seria fundamental para qualquer pedido de dinheiro novo.

As duas sinalizações anteriores emanavam de um esboço de proposta alternativa de negociação da dívida externa, elaborada por uma parte da equipe econômica, que entretanto não chegou a consubstanciar-se numa estratégia do governo brasileiro. Esta proposta tinha dois objetivos básicos: 1. o reescalonamento do total do principal por um prazo mais longo, em torno de 30 anos, para dar uma solução definitiva ao problema; 2. a redução do custo da dívida. Além de mudanças convencionais (*spread* menor e mudança na taxa de juros de referência), deveriam englobar-se no acordo cláusulas de salvaguarda que implicassem capitalização automática do diferencial de juros que ficasse acima de um teto estabelecido.

Contava-se no âmbito externo, para viabilizar esta proposta, com a heterogeneidade entre os credores (europeus, pequenos e grandes americanos), dado que suas condições de *exposure* e reservas são muito diferenciadas. Esperava-se que, com algumas medidas liberalizantes na política de importações e no tratamento ao capital estrangeiro, de caráter muito seletivo, a divisão entre os credores se ampliasse em função de interesses específicos e conseguir-se-ia realizar uma renegociação da dívida em moldes não convencionais.

As razões pelas quais essa proposta não avançou estão pouco claras, podendo-se levantar novamente, a título de *hipóteses*, dois aspectos que chamam a atenção de como evoluiu o processo. No âmbito externo, creio que houve uma subestimação

da coesão entre os credores, apesar de suas divergências.¹³ No âmbito interno, além de divergências ao nível da equipe econômica, não houve uma articulação do apoio político em torno da proposta, o que impediu que ela se transformasse numa verdadeira estratégia, mesmo que sua implementação implicasse alterações e ajustes específicos durante o processo de negociação. Assim, essa proposta não chegou a deslanchar como estratégia, e o que se observa ao longo dos meses seguintes são tentativas de sustentar posições de uma proposta alternativa, que entretanto se combinam, de maneira *ad hoc*, com medidas de caráter convencional.

Em meados de 1986 já havia indícios de que dificilmente o país continuaria sustentando um superávit na balança comercial da ordem de US\$ 11 a US\$ 12 bilhões (ver Tabela 4). A deterioração de sua *performance* deveu-se fundamentalmente à queda das exportações: uma baixa de preço e volume exportado de café e soja; pior desempenho dos produtos semi-manufaturados, basicamente em função de preços, e, principalmente, uma redução nas exportações de produtos manufaturados, que se explica em parte por questões de preço e volume (como, por exemplo, no caso dos derivados de petróleo e do óleo de soja), em parte pelo aumento da demanda interna e problemas de desabastecimento na cadeia de produção e, por último, não menos importante, por especulação com a taxa de câmbio. Este último fator foi determinante a partir de setembro, quando, em função de claros sinais de retomada das pressões inflacionárias e do menor saldo mensal da balança comercial, se começou a especular com o câmbio, levando os exportadores a postergarem ao máximo suas vendas. A partir desse mês, houve uma queda generalizada e intensa das exportações de produtos manufaturados,¹⁴ o que levou o governo a realizar uma primeira desvalorização do cruzado, em 15.10.1986.

13. Para mais detalhes sobre as divergências entre os credores, ver SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, n.º 25, mar.-abr./1987, item 7.3, nota 9.

14. Ver SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, n.º 23, 1986, item 4 — "Contas Externas".

TABELA 4

Balança comercial
(US\$ mil)

Período	Exportação mensal	Importação mensal	Saldo mensal	Varição saldo ano anterior (%)	Exportação acumulada	Importação acumulada	Saldo acumulado	Varição saldo acumulado ano anterior (%)
Jan. 1986	1910030	1208621	701409	33,46	1910030	1208621	701409	33,46
Fev.	1750988	1122983	628005	29,62	3661018	2331604	1329414	31,61
Mar.	2157596	1021140	1136456	27,31	5818614	3352744	2465870	29,59
Abr.	2172005	880429	1291576	19,76	7990619	4233173	3757446	26,04
Mai.	2290829	951268	1339561	8,67	10281448	5184441	5097007	20,96
Jun.	2000702	928858	1072044	-12,83	12282150	6113099	6169051	13,33
Jul.	2209255	1198851	1010404	-17,69	14491405	7311950	7179455	7,62
Ago.	2098984	1149009	949975	-13,40	16590339	8460959	8129430	4,65
Set.	1856941	1312748	544193	-58,20	18447330	9773707	8673623	-4,37
Out.	1341013	1419812	-78799	—	19788343	11193519	8594824	-15,60
Nov.	1276089	1308124	-32035	—	21064432	12501643	8562789	-23,97
Dez.	1329065	1542661	-213596	—	22393497	14044304	8349193	-33,13
Jan. 1987	1258775	1299386	-40611	—	1258775	1299386	-40611	—
Fev.	1452476	1131715	320761	-48,92	2711251	2431101	280150	-78,93
Mar.	1436857	1133229	303028	-73,34	4148208	3565030	583178	-76,35
Abr.	1672827	1170918	501909	-61,14	5821035	4735948	1085087	-71,12
Mai.	2186799	1226878	959921	-28,34	8007834	5962826	2045008	-59,88
Jun.	2642952	1212885	1430067	33,40	10650786	7175711	3475075	-43,67
Jul.	2923502	1466025	1457477	44,25	13574288	8641736	4932552	-31,30
Ago.	2755095	1326566	1428529	50,38	16329383	9968302	6361081	-21,75
Set.	2694000	1200000	1494000	174,53	19023383	11168302	7855081	-9,44
Out.	2510000	1310000	1200000	—	21533383	12478302	9055081	5,36
Nov.	2590000	1246000	1040000	—	23823383	13724302	10099081	17,94
Dez.	2437000	1340000	1097000	—	25260383	15064302	11196081	34,10

Fonte: BACEN, Boletim Mensal; FUNCEX, Balança Comercial e Outros Indicadores Conjunturais.
Dados sujeitos a retificação.

Do lado das importações, embora se tenham observado variações específicas importantes, basicamente pela necessidade de importar alguns alimentos (carne) e pela retomada dos investimentos (bens de capital), no total seu valor ficou somente US\$ 876 milhões acima do nível de 1985 (ver Tabela 1).

Além da redução das reservas por conta do menor valor das exportações, o Brasil enfrentou em 1986 outro fator agravante: um desinvestimento líquido de capitais estrangeiros da ordem de US\$ 100 milhões, quando se esperava uma entrada de US\$ 800 milhões. Ou seja, a diferença de US\$ 5 bilhões no saldo do balanço de pagamentos entre a projeção de fevereiro de 1986 e o valor efetivamente realizado se explica essencialmente pelo menor nível das exportações (3/4) e pelo desinvestimento do capital estrangeiro no país.

A experiência de 1986 reflete, portanto, que apesar de toda *performance* exportadora que o país realizou desde 1984, a situação externa continua extremamente vulnerável. Essa vulnerabilidade é agravada pelas expectativas que eventualmente se criam em torno de alterações na política cambial, fazendo com que a perda de reservas possa ser um processo extremamente rápido, apesar do controle de câmbio, que no mínimo dificulta a fuga de capitais.

As projeções do Banco Central realizadas em novembro, apresentadas no *Programa Econômico do Brasil*, embora já trabalhassem com um superávit para 1986 abaixo de US\$ 11 bilhões e perdas de reservas da ordem de US\$ 2,8 bilhões, eram muito otimistas para 1987, não apontando a necessidade de dinheiro novo dos bancos privados. Essa subestimação oficial da provável restrição externa em 1987 só pode ser interpretada como um recurso utilizado pelas autoridades brasileiras no processo de negociação. A explicitação desta necessidade teria impedido que a discussão com o FMI se restringisse a um simples parecer (artigo IV do Acordo do FMI) e teria implicado um acordo formal de *stand-by*, por exigência dos credores privados.

Tudo indica que a tática prevalecente na negociação continuava consistindo em manter-se afastado de um acordo formal com o Fundo, vencendo a resistência dos credores em etapas paulatinas, numa tentativa de dividi-los. Neste sentido, a primeira etapa era conseguir um acordo mínimo com o Clube de

Paris, que cumpriria dois objetivos básicos. Primeiro, regularizar-se-ia a situação com uma parte dos credores, o que permitiria também a retomada dos financiamentos das importações. No entanto, mais importante, esperava-se que os credores oficiais pudessem ter alguma influência positiva sobre os bancos privados, principalmente entre os japoneses e europeus, aumentando suas divergências com os grandes americanos e, portanto, ampliando o raio de manobra do Brasil na negociação.

Para avançar na negociação com o Clube de Paris era imprescindível um parecer favorável do FMI sobre o andamento da economia brasileira, o que o Brasil conseguiu no início de dezembro de 1986, ainda que no memorando da equipe técnica se advertisse para a piora na *performance* das exportações e para a necessidade de uma política fiscal mais restritiva. Assim, em 20 de janeiro de 1987 as autoridades brasileiras chegaram enfim a um acordo com o Clube de Paris, após árduas negociações em que interveio o presidente da Reserva Federal, Paul Volcker.¹⁵

Embora esse acordo tenha sido celebrado como grande vitória pelas autoridades do país, três fatos tendem a indicar que, ao contrário do que se esperava, houve estreitamento do raio de manobra do governo brasileiro:

1. conseguiu-se somente reescalonar os débitos vincendos no primeiro semestre de 1987. Como já houve uma perda de reservas significativa no último trimestre de 1986 e como nos primeiros três meses do ano o desempenho da balança comercial é costumeiramente fraco (devido a fatores sazonais), o Brasil retornaria às negociações com o Clube de Paris, em meados de 1987, em uma situação de extrema fragilidade;

2. a não supervisão *formal* do FMI exigiu a intervenção direta do governo norte-americano na negociação, o que implicou sérias críticas de parceiros europeus e do Japão;

3. o Brasil aceitou estabelecer contatos ampliados (*enhanced contacts*) e uma visita adicional, ainda que informal, com o Fundo. Entretanto, se não houve um acordo formal explícito, tam-

15. Para detalhes de como se desenrolaram os passos da negociação, ver revistas *Veja*, 28.1.1987, e *Isto É*, 28.1.1987.

pouco ficaram claros a abrangência e o grau de compromisso que este tipo de contatos significavam.

Diante destes resultados da negociação com o Clube de Paris e da continuidade do processo de queda do nível de reservas, era evidente a crescente perda de poder de barganha das autoridades econômicas brasileiras frente aos credores. Com o agravamento da situação externa, as divergências ao nível da equipe econômica — que já vinham aumentando ao longo de todo o segundo semestre de 1986 — levaram a uma colisão frontal: por um lado a posição do Ministério da Fazenda, que defendia um endurecimento com os credores externos; por outro, o presidente do Banco Central, Fernão Bracher, que advogava uma posição mais moderada e pragmática, que não ferisse as regras básicas de relacionamento com a comunidade financeira internacional. Isso implicou a saída de Bracher em meados de fevereiro e, alguns dias depois, a moratória foi decretada, suspendendo-se o pagamento dos juros aos bancos privados e, em seguida, o pagamento dos créditos comerciais e interbancários (Projetos 3 e 4) que fossem vencendo.

Os condicionantes desta decisão — considerando a trajetória dos acontecimentos pós-Plano Cruzado e o momento no qual ela se deu — são tanto de ordem econômica como política. Com relação aos primeiros, a moratória cumpria dois objetivos: por um lado, as reservas haviam alcançado um nível baixo e pareceria importante evitar uma situação de total iliquidez; por outro, a moratória serviria de instrumento de negociação, na tentativa de reconquistar algum raio de manobra. Embora estas sejam razões econômicas importantes em si, não se pode desvincular a medida do agravamento do impasse político interno. O adiamento das mínimas correções ao Plano Cruzado em função do *timing* político (eleições de 15 de novembro de 1986), o fracasso do Cruzado II e sua péssima aceitação pelo conjunto da sociedade levaram a um total descrédito da equipe econômica (cada vez menos coesa) e agravaram a perda de controle sobre a política econômica. Esse contexto se viu ainda mais deteriorado pelo quadro político, no qual brotavam crescentes pressões por parte dos governadores que assumiriam seus cargos em 15 de março de 1987 e pelas negociações entre o Congresso Constituinte e o Executivo. Neste sentido, é evidente que o maior

endurecimento no *front* externo também tinha o objetivo imediato de ampliar a base de sustentação política do governo.

Com a suspensão do pagamento dos juros por prazo indeterminado, o governo tentou revelar uma postura *dura* diante dos credores, mas, simultaneamente, *cautelosa* e *responsável*. Determinou-se que os pagamentos em cruzados se mantivessem e fossem depositados em contas abertas para os respectivos bancos no Banco Central. Além de reafirmar que estas resoluções não significavam um confronto e que pretendia continuar negociando para honrar seus compromissos, o governo anunciou uma série de medidas de contenção dos gastos públicos, condizentes com as expectativas dos credores em termos de ajustes mínimos na política econômica: 1. durante seis meses o Tesouro não gastaria recursos além de sua arrecadação; 2. os investimentos das empresas estatais teriam que limitar-se a recursos próprios ou já efetivamente disponíveis; 3. haveria uma revisão global dos subsídios, a ser submetida ao Congresso. Nada, no entanto, garantia que essas medidas pudessem ser efetivamente implementadas. Também se acenou com a possibilidade de encaminhar uma solução para os problemas dos bancos estaduais, o que realmente aconteceu alguns dias depois.

Todo o cuidado na divulgação da notícia e na comunicação aos credores externos, especialmente às autoridades norte-americanas, não impediu que estas reagissem com violência, principalmente ao nível do discurso. A reação de Paul Volcker mostrou o repúdio à atitude do Brasil, sobretudo pelo fato de a decisão ter sido tomada sem prévia negociação com o FMI e/ou com o próprio governo norte-americano e pela sua conotação política de descumprimento das “regras do jogo”. Além disso, o governo dos EUA também tomou providências imediatas para dificultar possíveis articulações entre os países devedores. Na mesma semana da moratória pressionou seus bancos para que reduzissem as exigências feitas ao México, às Filipinas e ao Chile, países com os quais haviam tido atritos que tinham impedido a concretização de acordos de renegociação de suas dívidas.

Depois da primeira reação de repúdio agressivo e isolamento do Brasil, a postura dos governos e credores em geral tornou-se mais cautelosa. Noticiou-se que James Baker chegara inclusive a criticar John Reed, dirigente máximo do CITICORP,

pela sua postura rígida, politicamente insensível e perigosa.¹⁶ Além disso, as represálias foram muito menores do que se esperava. Embora no final de março as autoridades norte-americanas tenham rebaixado os créditos ao Brasil na sua classificação de risco para *substandard*, não houve uma retirada maciça de recursos dos Projetos 3 e 4. Perderam-se somente os créditos voluntários (aqueles não incorporados ao acordo da fase 3) e houve uma redução nos prazos, que no entanto voltaram a ser estendidos poucos meses depois.

Fazendo um balanço preliminar, conclui-se que a moratória, sem dúvida, evitou que o país caísse numa situação de iliquidez, que o deixaria totalmente subordinado às imposições dos credores. No entanto, não conseguiu ser transformada em um instrumento efetivo de negociação em função de dois aspectos que fragilizam muito a posição brasileira. Em primeiro lugar, não se conseguiu implementar uma política econômica interna minimamente coerente e articulada, o que tende a desestimular os banqueiros a assumir qualquer compromisso de mais longo prazo e que envolva recursos novos. Diante deste quadro, as pressões para que o Brasil aceitasse a supervisão do FMI persistiram. Em segundo lugar, era pouco provável que a equipe econômica conseguisse a base de apoio político interno imprescindível para sustentar uma postura mais dura diante dos credores externos. Ou seja, se a "ameaça externa" serviu, num primeiro momento, para aglutinar minimamente os setores políticos divergentes em torno de um projeto específico comum, esta aglutinação esteve longe de constituir-se numa base de apoio sólida para concretizar um avanço importante no relacionamento com os credores externos. A suspensão do pagamento dos juros foi uma primeira medida que só se transformaria em avanço concreto se fosse complementada por uma estratégia de política econômica coerente e que avançasse na solução dos problemas estruturais da economia brasileira.

A incapacidade de implantar uma estratégia de política econômica, além das repercussões na área externa indicadas anteriormente, também levou a um crescente desgaste do minis-

16. *Gazeta Mercantil*, 20.2.1987.

tro Dilson Funaro no âmbito interno. Isso fez com que a partir de março ele sofresse um crescente isolamento e uma perda total de apoio político, levando-o a renunciar na última semana de abril.

Breves observações sobre a nova tentativa de regularizar a situação externa (maio-dezembro de 1987)

O novo ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira — nome que em princípio foi bem aceito pela comunidade financeira internacional — iniciou sua gestão com uma postura ambígua em relação à questão da dívida externa.

No nível da tática de negociação e no relacionamento com os credores, o novo ministro mostrou uma clara mudança em relação ao seu antecessor, tentando “cicatrizsar a ferida” deixada pela moratória e formulando um discurso apazível aos credores. Com a intenção de restabelecer um relacionamento mais ameno, logo nas suas primeiras declarações reafirmou que o problema da dívida era uma questão eminentemente técnica e que estava disposto a entrar em entendimentos com o FMI se seu programa fosse “aceitável”. Nesse mesmo sentido chegou a acenar, ainda que veladamente, com a retomada do pagamento de juros, o que foi reiterado em um telex ao comitê dos bancos, no final de maio, no qual o Brasil pedia a prorrogação do acordo em torno das linhas de crédito de curto prazo (Projetos 3 e 4).¹⁷

Essa postura também se traduziu em medidas concretas, que tiveram boa aceitação pela comunidade financeira internacional. Internamente, a nova equipe econômica tentou “desmitificar” as possíveis conseqüências de uma ingerência do FMI na política econômica interna, mostrando-se disposta a utilizar as “tecnicidades do Fundo” — como eles próprios chegaram a definir — na formulação de seu plano de política econômica. Inclusive pediram à equipe deste organismo, que deveria apresentar um novo parecer sobre a economia brasileira em meados do ano, que o adiasse por algumas semanas para incorporar o Plano Macroeconômico em elaboração, no que foram atendidos.

17. *Gazeta Mercantil*, 25.5.1987.

Por último, não se deve esquecer que, logo que a nova equipe entrou, desvalorizou o cruzado em 7,5% e, em meados de junho, com a divulgação do novo plano antiinflacionário, decretou-se mais uma mididesvalorização, de 9,5%.

Por outro lado, a nova equipe manteve o princípio básico defendido pelo ex-ministro Dilson Funaro, de que era necessário manter o crescimento da economia brasileira e, por conseguinte, da incapacidade de continuar transferindo recursos ao exterior nos níveis exigidos pelos credores. Embora a nova política cambial, em combinação com o desauecimento da demanda interna — em função do profundo arrocho salarial provocado pela reacceleração inflacionária¹⁸ —, tenha permitido rapidamente recuperar o desempenho da balança comercial (ver Tabela 4), isso não levou a equipe do ministro Bresser Pereira a abrir mão da reivindicação de dinheiro novo.

A ambigüidade refletiu-se no próprio *Plano de Controle Macroeconômico*, divulgado pelo Ministério da Fazenda no final de julho. Na parte específica do “ajustamento externo”, deu-se clara prioridade à sustentação de uma taxa de crescimento mínima, a partir da qual definir-se-ia o montante de financiamento necessário, mudando portanto a concepção de negociação prevalecente entre os credores externos. No entanto, quando se analisa o cerne do cenário macroeconômico, volta-se a uma postura mais convencional: “O Governo está consciente de que, no curto prazo, existe um *trade off*, ou seja, uma permuta entre crescimento e superávit comercial. Por isso, embora considere as metas previstas nos itens *a* (crescimento) e *b* (saldo da balança comercial) compatíveis, sabe que na prática poderá ser obrigado a sacrificar um objetivo em favor do outro. Como os dois são considerados objetivos finais, será sempre procurado um equilíbrio entre ambos”.¹⁹

A postura ambígua pode-se explicar basicamente pela seguinte situação. Por um lado, na atuação da equipe econômica, apesar de seu esforço de negociar “duro” com os credores exter-

18. MBE-Associados S/C Ltda., *Carta Econômica*, set. 1987, Tabela 1, p. 6.

19. Ministério da Fazenda, *Plano de Controle Macroeconômico*, jul. 1987.

nos tendeu a predominar a idéia de que a negociação não passava por uma ruptura das regras de comportamento estabelecidas no mercado financeiro internacional. Por outro lado, no âmbito do Congresso e do principal partido do país, o PMDB, continuava havendo sérias resistências a qualquer retrocesso na posição avançada pelo ex-ministro Dilson Funaro. E, por último, no nível do Poder Executivo, persistia a indefinição e tendeu-se a privilegiar uma postura mais ou menos dura, conforme conveniências políticas internas.

Nesse contexto, as "boas intenções" reveladas pelo ministro Bresser Pereira dificilmente podiam dar resultados concretos na negociação com os credores. Estes, apesar de declarações favoráveis ao ministro, estavam conscientes da situação de indefinição e, conseqüentemente, mantinham-se em compasso de espera para definir qualquer tipo de acordo. Tudo indica que, de sua parte, qualquer acerto mais definitivo implicaria uma clareza maior quanto aos rumos políticos do país (encerramento dos trabalhos da Constituinte) e resultados mais concretos da política econômica.

Nesse ínterim, embora os credores tenham tentado evitar que se criasse um problema a mais para o ministro da Fazenda, persistiram suas pressões sobre dois pontos:

1. que o Brasil retomasse o pagamento dos juros, ainda que parcialmente, o que podia significar a suspensão da moratória;
2. que houvesse um acordo com o FMI. As pressões neste sentido nem sempre foram explícitas, devido às suas repercussões políticas internas. No entanto, ficaram evidentes em um telex enviado pelo Comitê dos bancos em setembro, no qual ele assegurava aos credores privados que qualquer acordo que envolvesse desembolso de dinheiro novo deveria contar com recursos de *todos os credores*, o que incluía os organismos internacionais e as fontes oficiais (Clube de Paris).

A insistência nesses dois aspectos aumentou com a proximidade de uma data considerada crítica, 6 de novembro de 1987, na qual os créditos dos bancos norte-americanos ao Brasil poderiam vir a ser reclassificados pelas autoridades deste país para *value impaired*, devido ao não pagamento dos juros.

Do lado do Brasil, e mais especificamente da parte do ministro Bresser Pereira, observou-se, a partir de julho, a defesa

de uma proposta de negociação mais dura com os credores, que chegaria a considerar até medidas unilaterais — como se soube apenas *a posteriori*.²⁰ Essa “guinada” na postura do ministro deveu-se à mudança de sua opinião quanto à viabilidade de sustentar simultaneamente o crescimento e o serviço da dívida. Assim, em agosto já havia informações de que a proposta brasileira de negociação — que seria apresentada aos credores externos em setembro — incorporaria aspectos não convencionais, através dos quais o país apoderar-se-ia de uma parte do deságio com que os créditos dos bancos internacionais ao Brasil são negociados no mercado secundário.

Antes da própria apresentação formal da proposta aos credores, o ministro da Fazenda chegou a defender publicamente — em Viena e posteriormente em Washington, junto ao secretário do Tesouro norte-americano — a efetivação do desconto da dívida em favor do Brasil. Esse fato foi extremamente importante de dois pontos de vista. Externamente, pelas reações que desencadeou, colocou em evidência o intenso grau de resistência que ainda existe entre os grandes credores privados, e mesmo governos dos países centrais, a avançar no sentido de uma negociação que onere menos os países devedores e imponha parte

20. “Se no começo da década nós já enfrentávamos uma incompatibilidade básica entre crescimento e pagamento de juros sobre a dívida externa, atualmente esta inconsistência é ainda mais evidente [...]. Devo admitir que eu não estava totalmente consciente desta incoerência quando [...] apresentei o Plano de Controle Macroeconômico [...]. Entretanto, em julho de 1987, praticamente no momento em que o Plano estava completo e publicado, eu percebi que era irrealista [...] [aprendi que] o desconto nos mercados financeiros secundários era uma indicação de que os banqueiros também se haviam dado conta do irrealismo da estratégia de financiamento e ajustamento [...]. Aprendi também que não havia outra alternativa para os países devedores além da decisão unilateral de reduzir parcialmente a dívida [...]. Que as ameaças de retaliação dos bancos provavelmente nunca se efetivariam [...]. Ficou claro para mim que o momento havia chegado para o Brasil denunciar a estratégia de financiamento e ajustamento (*muddling through*) e propor uma solução em que os encargos envolvidos fossem divididos entre devedores e credores [...]. A melhor forma para suspender a moratória era substituí-la por um acordo inovador com os credores.” L. C. Bresser Pereira, “Uma Estratégia Alternativa para Negociar a Dívida”, revista *Senhor*, n.º 380, 4.7.1988, pp. 46-47.

da perda a eles. Por sua vez, no âmbito interno, a nova postura do então ministro da Fazenda foi recebida com surpresa e parecia totalmente fora do contexto da estratégia por ele mesmo traçada até então. Isto revelava que, se se estava gestando uma nova proposta na área econômica do governo, esta não parecia articulada a uma base de sustentação política mais ampla, apesar de o ministro, na véspera de sua apresentação oficial, tê-la levado à Comissão da Dívida do Senado.

O conteúdo da proposta de renegociação apresentada aos credores em 25 de setembro, sem lugar a dúvida, continha importantes aspectos inovadores. Com relação à parte não convencional, o objetivo era converter créditos da dívida em títulos de longo prazo e nesse processo realizar uma parte do deságio em favor do país. Um aspecto importante para viabilizar essa operação consistia no fato de o processo de conversão de crédito em capital de risco realizar-se obrigatoriamente através desses papéis. Ou seja, embora a participação dos credores no processo de securitização fosse voluntária, o seu atrelamento à conversão criaria um mercado cativo para esse tipo de título, permitindo, assim, ao Brasil abocanhar uma parte do deságio. Mesmo na parte convencional do acordo referente ao refinanciamento parcial dos juros, a proposta também avançava em relação a acordos anteriores, na medida em que tentava incluir cláusulas de salvaguarda, tanto para um teto da taxa de juros internacionais como para um financiamento compensatório em caso de deterioração das relações de troca.

Essa proposta, embora contivesse uma parte convencional, não era do interesse dos credores. Além de um maior ônus para eles, a aprovação de algum item inovador criaria um precedente grave diante de reivindicações semelhantes de outros países devedores. Ainda que o Brasil se dispusesse a ir ao FMI e pagar parte dos juros atrasados, as cláusulas de salvaguarda e a securitização com apropriação do deságio criariam sérios riscos de pressões mais amplas. Se por um lado os credores não podiam ceder a esta proposta brasileira, por outro parecia fundamental conseguir enquadrar definitivamente este devedor, seja para evitar a reclassificação dos créditos norte-americanos, seja para impedir a coincidência de duas negociações difíceis (Brasil e Argentina). Tampouco convinha aos credores assumir uma ati-

tude de total intransigência, dados o andamento dos trabalhos da Constituinte e possíveis dificuldades internas para o ministro diante de maior pressão externa. Assim, a melhor opção para os credores parecia ser a de evitar qualquer tipo de acordo de prazo mais longo e conseguir avançar no reenquadramento do Brasil nas regras do mercado financeiro internacional.

A assinatura do *entendimento preliminar*, em 6 de novembro, cumpriu este objetivo dos credores, pois através deste pré-acordo o país retomou o pagamento dos juros — ainda que parcialmente e através de financiamento complementar — e evitaram-se as consequências da reclassificação dos créditos nos EUA. As autoridades brasileiras, por sua vez, justificaram o entendimento preliminar, além da questão da reclassificação, como condição para *manter em andamento o processo de negociação* diante das exigências dos credores. Nesse entendimento, apesar da utilização de reservas para cobrir parte do pagamento dos juros, houve dois aspectos positivos que contribuíram para preservar algum espaço de negociação às autoridades brasileiras. Em primeiro lugar, o pagamento dos juros atrasados de 1987, na medida em que se fazia parcelado, abarcando exclusivamente a parte que incorresse num atraso superior a seis meses, permitia restabelecer automaticamente a moratória diante de qualquer dificuldade ou interrupção das negociações. Em segundo lugar, manteve-se a regularização definitiva do pagamento dos juros atrelada a um acordo de refinanciamento de *médio prazo*.

Portanto, observou-se na atuação da equipe negociadora do ministro Bresser Pereira o objetivo de *preservar o processo de negociação com os credores*, sem ter que abdicar de três princípios fundamentais:

1. fechar um acordo definitivo de longo prazo, que abrangesse não só o refinanciamento parcial (50%-75%) dos juros devidos aos bancos privados no período 1987-1989, mas que também garantisse o início do processo de "securitização" da dívida de médio e longo prazos;

2. introduzir cláusulas de salvaguarda diante de qualquer deterioração da situação econômica internacional;

3. assinar um acordo com o FMI somente depois que o acordo com os bancos privados tivesse sido fechado. A proposta de deixar o FMI para o fim se baseava, por um lado, no fato

de que qualquer acordo imediato teria um custo político interno muito elevado e não traria vantagens imediatas significativas do ponto de vista de recursos ainda para 1987; por outro lado, tentava aproveitar a experiência mexicana, que mostrou que o processo de negociação com os bancos pode ser extremamente prolongado e desgastante.

Da experiência de negociação sob a gestão do ministro Bresser Pereira, em princípio, dois outros aspectos parecem importantes. Avançou-se significativamente na elaboração das técnicas de negociação para tentar explorar as vantagens de divergências entre credores e sinalizações de desvalorização da dívida no mercado secundário de crédito. Apesar de essas divergências e sinalizações serem claras, o que também ficou evidente foram as dificuldades concretas para explorá-las. Essas dificuldades nos levam à segunda questão. Comparando com a gestão anterior, houve neste período um esforço de despolitização do processo de negociação. No âmbito externo, procurou-se restringir a negociação, ainda que de maneira dura, ao âmbito técnico.²¹ Internamente, a proposta, embora com aspectos inovadores conceitualmente, não foi acompanhada de uma articulação política que permitisse que realmente se transformasse em estratégia de negociação. Essa articulação política não seria só uma condição para enfrentar melhor as resistências dos credores, mas também imprescindível para enfrentar pressões internas que impedem o desenho de ajustes na política econômica indispensáveis para sustentar uma postura mais firme no âmbito externo.

* * *

Em suma, pode-se concluir, das tentativas mais recentes de mudar o padrão de negociação da dívida externa, que os obstáculos não consistem somente nas fortes resistências dos credores, mas também na grande dificuldade de conseguir transformar,

21. Somente depois da saída do ex-ministro Bresser Pereira ele manifestou que tinha intenções de dispensar unilateralmente o comitê assessor dos bancos e negociar banco a banco a securitização da dívida, caso não se fechasse o acordo de médio prazo no final de janeiro de 1988. No entanto, por razões ainda desconhecidas, esta intenção não se concretizou.

no âmbito interno, a proposta numa verdadeira estratégia. Essa dificuldade decorre tanto da defesa de interesses que potencialmente serão afetados por uma política econômica interna mais coerente, quanto, muitas vezes, de aspectos ideológicos que obstaculizam a articulação de apoio político para propostas mais complexas e avançadas do ponto de vista dos interesses do país devedor. Assim, fica cada vez mais claro que a mudança do padrão de negociação é, além das technicalidades, um processo extremamente complexo na sua articulação no âmbito político interno e externo, e que ainda carece de um entendimento satisfatório.

Uma estratégia alternativa para negociar a dívida externa*

Luiz Bresser Pereira **

A negociação da dívida externa brasileira em 1987 partiu de um fato básico — a moratória, decidida no começo do ano — e foi orientada por uma pergunta fundamental: é o pagamento dos juros externos compatível com crescimento e estabilidade de preços?

Para os bancos credores — e também para os nacionais, que nos países devedores tendem a identificar seus interesses com os dos credores — essa questão é impertinente ou ameaçadora. Assim, eles se recusam a fazê-la para si próprios, e assumem que a dívida pode ser paga contanto que o país devedor adote uma combinação adequada de financiamento e ajustamento.

Para o devedor, entretanto, a questão é crucial. Se a resposta for negativa, se não há compatibilidade entre o pagamento dos juros e uma taxa razoável de crescimento, não haverá outra alternativa senão mudar sua estratégia de negociações. Nesta

* Versão ligeiramente modificada do *paper* apresentado no XIV Congresso Internacional da Latin American Studies Association, Nova Orleans, março de 1988. Traduzido por Martha Jalkauskas.

** Da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

situação, ou o devedor recebe algum tipo de desconto sobre sua dívida ou é vítima de um processo de estagnação econômica que irá deteriorar ainda mais sua capacidade de pagar a dívida.

Neste trabalho discutirei teórica e empiricamente essa questão, examinando o caso do Brasil. Na primeira parte, analisarei em termos gerais a estratégia dominante sobre o problema da dívida — a estratégia de financiamento e ajustamento, mais recentemente chamada de *muddling through approach* (empurrar com a barriga) — e as evidências de seu fracasso em resolver o problema da dívida. Na segunda parte resumirei o desenvolvimento do problema da dívida externa brasileira até o momento em que o país perdeu sua efetiva capacidade de pagar os juros e ao mesmo tempo crescer. Na terceira parte, discutirei as causas econômicas dessa incompatibilidade entre crescimento razoável e o pagamento da dívida. Finalmente, na última parte farei uma breve análise da estratégia brasileira para a negociação de sua dívida nos sete meses e meio em que fui ministro da Fazenda do Brasil.

1

A combinação de financiamento e ajustamento é a estratégia adotada por bancos e governos dos países credores. Ela diz que “os juros sobre a dívida podem ser pagos, desde que haja uma combinação adequada de ajustamento e financiamento”. O financiamento pelos bancos é naturalmente muito limitado. Em princípio ele não deveria nunca ultrapassar os 50% dos juros devidos a cada ano. Exige-se que o devedor produza altos superávits comerciais para pagar os juros. Esta estratégia começou a ser chamada de *muddling through approach* (empurrar com a barriga) quando tornou-se evidente que apenas financiamento e ajustamento não resolveriam o problema da dívida, mas, apesar desta evidência, os bancos e os governos não a alteraram. Ficou claro que os credores estavam apenas adiando a solução do problema, “empurrando a dívida com a barriga”.

O financiamento parcial dos juros é fundamental nesta estratégia. É chamado “dinheiro novo” pelos banqueiros (eles são especialistas em semântica), embora não haja dinheiro novo real envolvido. O país devedor não recebe recursos líquidos,

não há provisão de novos investimentos, apenas financiamento de não mais de 50% dos juros.

Há uma lógica em limitar o financiamento dos juros em 50%. Uma vez que a taxa real de juros é de aproximadamente 50% da taxa de juros nominal, a dívida total real mantém-se constante. Por outro lado, os banqueiros tentam limitar ao máximo o financiamento dos juros. Dado o presente desconto de cerca de 50% nos mercados financeiros secundários, toda vez que os banqueiros fazem um novo empréstimo, esse empréstimo perde metade do seu valor real no mesmo momento.

Em 1985, dada a evidência de estagnação e taxas elevadas de inflação e de nenhuma melhoria na capacidade de pagamento nos países devedores, o secretário do Tesouro norte-americano, James Baker, apresentou o Plano Baker. À palavra "ajustamento" acrescentou-se a expressão "com crescimento", e à palavra "financiamento" a expressão "com reformas estruturais". Era um reconhecimento oficial, por parte do maior país credor, do fracasso da estratégia de financiamento e ajustamento.

De fato, o Plano Baker não alterou o princípio básico da estratégia *muddling through*: "não há incompatibilidade entre crescimento, estabilidade de preços e pagamento da dívida". Acrescenta apenas que os países devedores precisam de reformas estruturais, além de programas de austeridade que cortem o déficit público e garantam uma taxa de câmbio realista (ajustamento), e que o financiamento dos juros deveria ser amplo o suficiente para garantir crescimento. Por "reformas estruturais" compreendem-se aquelas reformas que tendem a limitar a intervenção do Estado, eliminando todos os tipos de subsídios e tornando a economia internacionalmente mais competitiva. Nenhuma indicação foi dada sobre como seria possível convencer os bancos a aumentar suas ofertas de crédito.

Em 1987, durante o encontro anual do Fundo Monetário Internacional, ficou claro para todo mundo, inclusive as autoridades americanas (veja o discurso de James Baker e o comunicado do Comitê Interino) que a estratégia *muddling through* havia fracassado, que o problema da dívida era mais sério do que se pensou inicialmente, e que eram necessárias novas idéias.

O fracasso da *muddling through* ou da estratégia de financiamento e ajustamento pode ser visto por vários ângulos:

1. a renda *per capita* dos países devedores não cresceu desde 1980, quando o problema da dívida realmente apareceu e os bancos começaram a exigir ajustamento da parte dos devedores: nos quatro primeiros anos a renda *per capita* caiu acentuadamente devido aos severos programas de ajustamento; a partir de 1984 algum crescimento começou de fato a ocorrer em função do desempenho das exportações aos países credores nesse ano e também em função do abandono parcial dos programas de ajustamento: mas as taxas de crescimento estavam claramente insatisfatórias; desde 1980 a estagnação e a inflação prevalecem em todos os países devedores, mesmo que em graus diferentes; a renda *per capita* da América Latina caiu 7,6% entre 1981 e 1986, enquanto a do Brasil aumentou somente 4%; no Brasil, após um crescimento artificial em 1985-1986, o país estava às voltas com a inflação e a estagnação em 1987 e 1988;

2. a capacidade de pagamento dos países devedores não melhorou, ao contrário, deteriorou-se; o objetivo básico dos programas de ajustamento era aumentar essa capacidade através do aumento de exportações e redução de importações, porém estas foram reduzidas não somente em detrimento do consumo, mas principalmente devido à redução de investimentos, de modo que a capacidade de exportação dos países devedores, que depende da manutenção da taxa de investimentos, não melhorou; pelo contrário, piorou;

3. a deterioração da capacidade de pagamento dos países devedores torna-se evidente quando se analisam os índices da dívida, especialmente o índice dívida/exportações; economistas e banqueiros concordaram, durante os anos 70, que tal índice não deveria ultrapassar o valor 2; em 1982 foi 2,6 para os dez maiores devedores, em 1987, 3,8 (ver *World Financial Markets*, junho-julho 1987); no Brasil esse índice variou de 3,4 em 1982 para 4,7 em 1987; uma deterioração de 46 por cento para todos os países devedores e de 38 por cento para o Brasil;

4. um número crescente de países começou a recorrer a moratórias parciais ou totais dos juros; somente na América Latina, em 1987, nove países encontravam-se nesta situação; nenhum país deu o segundo passo unilateral: definir um desconto e/ou dizer como pagaria os juros; mas esta é uma possibilidade visível, um próximo avanço bastante provável;

5. em 1986 um desconto surgiu nos mercados financeiros internacionais; esse desconto elevou-se em 1987, atingindo uma média de 50%; dizia-se corretamente que este mercado era pequeno, e incorretamente, que não era significativo; se não é significativo por que os grandes credores não compram os créditos que se encontram à venda?

6. como Sachs e Huizinga (1987) demonstraram, as perdas no valor das ações dos bancos credores estão estritamente relacionadas aos seus créditos contra os países devedores; e, como lembraram os autores, este não é um mercado pequeno;

7. seguindo o movimento do CITIBANK, os bancos americanos e ingleses começaram a fazer em 1987 o que os bancos europeus vêm fazendo desde 1983: criar reservas contra risco soberano.

Enquanto o desconto no mercado secundário e as perdas dos acionistas dos bancos eram reconhecimentos informais pelo mercado de que a estratégia *muddling through* havia fracassado e que a dívida não poderia ser paga integralmente, a criação de reservas era um reconhecimento formal. Assim, estava ficando claro para todo mundo, em meados de 1987, que novas idéias eram necessárias para enfrentar o problema da dívida. Novas idéias e novas estratégias baseadas no desconto existente no mercado financeiro secundário.

Nesse momento tornou-se claro para mim que os países credores poderiam e deveriam criar uma *debt facility* (agência internacional para a dívida) controlada pelo Fundo e pelo Banco Mundial, que asseguraria o alívio da dívida para os devedores, atuando como intermediária entre os bancos — que receberiam novos títulos com um desconto concedido por essa agência em troca dos seus créditos atuais — e os países devedores, que se beneficiariam do desconto numa base caso a caso. O Brasil fez esta proposta em Viena, em setembro de 1987 (ver Bresser Pereira, 1987). No começo de 1988, depois das propostas detalhadas de James Robinson III (1988), presidente do American Express, de Arjun Sengupta (1988), representante da Índia na diretoria do FMI, e depois do apoio dos governos do Japão, França, Itália, e do Congresso americano, a solução da securitização global parece a alternativa óbvia.

Em 1987, quando essa idéia foi lançada pela primeira vez, obteve uma recepção fria por parte dos bancos, especialmente dos americanos. Hoje é uma idéia amplamente discutida, mas, se os países devedores realmente não exercerem pressão sobre os credores, essa solução global não irá se concretizar. E, como veremos, a única pressão efetiva que os países devedores podem recorrer é a decisão por medidas unilaterais. O Brasil, em 1987, tinha uma moratória, e estava preparando um segundo passo para o início de 1988: a securitização forçada da dívida, dada a evidente indisposição dos bancos de assinar um acordo razoável, apesar das concessões que já havíamos feito.

De fato, o conflito de interesses é tão grande que é um contra-senso enfatizar apenas os interesses comuns. Nos países credores, entre os intelectuais, os empresários e as elites políticas, há um consenso cada vez maior em direção ao alívio da dívida. Foi a percepção deste fato que estimulou a estratégia do Brasil em 1987. Mas os interesses conflitantes ainda se sobrepõem, tanto nos países credores quanto nos devedores. Antes de examinarmos a estratégia do Brasil em 1987, entretanto, examinemos mais cuidadosamente o caso do Brasil.

2

O Brasil, no começo dos anos 80, era considerado uma das maravilhas do mundo. O crescimento foi rápido dos anos 30 aos anos 70. Uma sólida base industrial foi estabelecida. Mais de 50% das exportações brasileiras eram agora de produtos industrializados, demonstrando o desenvolvimento tecnológico e a competitividade internacional do setor industrial. Uma classe trabalhadora grande, uma classe média ou tecnoburocrática forte e uma classe empresarial competente foram estabelecidas.

Mas durante os anos 70 o crescimento foi artificial. Enquanto os países centrais, depois da crise do petróleo de 1973, engajaram-se num processo de ajustamento, o Brasil decidiu completar seu processo de substituição de importações. De acordo com o II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), o Estado responderia pelas indústrias básicas (aço, petróleo, energia elétrica), o setor privado pela indústria de bens de capital e pela produção de celulose, e uma combinação de setor público

e privado responderia pela indústria de metais não-ferrosos e petroquímicos.

O custo desta estratégia estava muito claro: déficit público através de endividamento externo. As justificativas para essa estratégia eram convincentes: 1. a nova liquidez do mercado financeiro internacional tornou possível aos bancos comerciais emprestar grandes somas de dinheiro para os países em desenvolvimento; 2. o custo dos empréstimos era baixo (taxas reais de juros abaixo de 2%), e com certeza consideravelmente mais baixo que a taxa média de retorno sobre investimento no Brasil, que podia ser particularmente alta, dada a alta concentração de renda; 3. o Brasil tinha um projeto de desenvolvimento nacional — o II PND — que legitimava grandes investimentos; 4. as exportações brasileiras cresceram rapidamente durante os anos 70, sugerindo que a estratégia de endividamento e déficit público estava correta — que o país estaria apto a pagar seus empréstimos de volta.

Em 1979 esse quadro muda dramaticamente devido a três fatos novos que ocorreram nos países credores, particularmente nos Estados Unidos: 1. segundo choque do petróleo; 2. uma elevação acentuada nas taxas de juros reais e nominais; 3. recessão. As causas por trás destes fatos novos eram, entre outras, a exaustão de uma política econômica keynesiana voltada para o déficit e a adoção de políticas monetaristas de acordo com a onda conservadora que tomava conta dos países centrais.

Nesse momento, em 1979, não havia outra alternativa para o Brasil senão o ajustamento. O novo ministro da Fazenda, entretanto, decidiu que o país deveria continuar a crescer, tentando repetir em 1979 a política econômica bem-sucedida de 1968. Era um engano terrível. As condições econômicas eram completamente diferentes. As taxas de crescimento do Brasil em 1979 e 1980 são o resultado de um endividamento irresponsável. O Brasil só começaria seu ajustamento ao final de 1980. Mas todas as indicações são de que, então, já era muito tarde. De fato, apesar do forte ajustamento em 1981 e 1983, apesar da estagnação da renda *per capita* entre 1981 e 1987, a capacidade de pagamento do Brasil apenas se deteriorou a partir do início do processo de ajustamento. Na verdade o país havia se tornado incapaz de pagar sua dívida.

A razão para isso é muito simples: no segundo semestre de 1980 a dívida externa brasileira já estava alta demais para ser paga. Dada uma dívida externa em torno de 60 bilhões e exportações de 20 bilhões de dólares, a compatibilidade de crescimento, estabilidade de preços e pagamento de juros sobre a dívida não mais prevalecia. O índice dívida/exportações estava muito acima do índice máximo normalmente aceito: 2.

Essa é a razão básica por que os credores decidiram recusar novos créditos ao Brasil nesse ano. A elevação contínua da dívida brasileira a uma taxa mais alta que a taxa de elevação das exportações fez com que novos empréstimos para o Brasil se tornassem altamente arriscados. Eles só mudaram de idéia quando o governo brasileiro admitiu modificar sua política econômica interna e começou um processo de ajustamento no final de 1980. Em 1981 e até agosto de 1982 eles continuaram fazendo empréstimos voluntários para o Brasil, mas somente para financiar parcialmente os juros. Dinheiro novo propriamente dito para financiar novos investimentos o Brasil não recebia desde 1979. Em 1982, com a moratória do México, os empréstimos voluntários são definitivamente fechados para o Brasil.

Apesar da suspensão dos empréstimos voluntários para o Brasil, nem os credores nem os devedores admitiam que a dívida fosse tão alta e que dessa forma os juros não pudessem ser pagos. Os credores propuseram e as autoridades brasileiras aceitaram a estratégia de financiamento e ajustamento, esperando que assim a capacidade de pagamento do país pudesse ser restabelecida. De fato, eles confundiram um desequilíbrio estrutural com um conjuntural, confundiram um problema de estoque (uma dívida externa muito alta) com um problema de fluxo (um déficit no balanço de pagamentos). Em consequência, a capacidade de pagamento do Brasil não se elevou desde 1980 até agora; pelo contrário, deteriorou-se, enquanto o índice dívida-exportações crescia acima do índice 4 e a renda *per capita* estagnava.

3

Não há dúvida de que a estratégia de financiamento e ajustamento fracassou. Isso aconteceu e continua acontecendo porque a dívida externa brasileira é muito alta para ser paga,

porque a excessiva dimensão da dívida torna incompatível o pagamento dos juros com crescimento no Brasil. A experiência tem demonstrado que isto é verdade, mas esta proposição requer mais discussão no plano teórico. A simples afirmação de que o índice dívida/exportações não deveria ficar acima de 2 não é suficiente.

A dívida externa de um país torna-se “muito alta”, isto é, incompatível com crescimento e estabilidade de preços, quando o pagamento dos respectivos juros, considerando-se que uma parte “razoável” deles será financiada, requer um determinado nível de superávit comercial e assim uma determinada elevação de exportações que o país é incapaz de atingir. O superávit comercial exigido poderá também ser alcançado através de redução nas importações, mas neste caso a capacidade de investimento — e assim, a capacidade do país de crescer e exportar — será reduzida, frustrando os objetivos finais do processo de ajustamento: a elevação da capacidade de pagamento do país e a retomada de seu crescimento econômico através do aumento da capacidade de investimento e poupança. No caso do Brasil, a dívida externa tornou-se muito alta para ser paga mais ou menos em 1981 — ano em que o país finalmente começou seu processo de ajustamento. O sucesso da estratégia de financiamento deve ser medido pela taxa de crescimento alcançada pelo país depois do processo de ajustamento e pelo declínio do índice dívida/exportações. Para calcular o superávit comercial exigido para pagar o serviço da dívida é necessário fazer algumas suposições simplificadoras: 1. as reservas internacionais serão mantidas constantes; 2. o “balanço de investimentos” entre investimento direto e pagamento líquido de lucros e dividendos será negativo; 3. os credores, inclusive agências multilaterais e bancos oficiais de exportação, limitarão, em média, o financiamento a 50% dos juros totais devidos pelo país a cada ano; 4. o nível de investimento interno é compatível com a taxa de crescimento desejada.

As conseqüências diretas desses objetivos e suposições são: 1. que o país precisará de um superávit em transações reais (superávit comercial menos serviços reais) igual a 50% dos juros a serem pagos mais o valor do balanço de investimentos diretos negativos; 2. que as exportações terão de aumentar a uma taxa

igual a 50% da taxa de juros prevalecente inclusive *spreads*. Por exemplo, se a dívida é de 100 bilhões de dólares, a taxa de juros, 10%, e o balanço de investimentos diretos negativo, 2 bilhões de dólares, o superávit de transações reais deve ser 7 (ou o superávit comercial deve ser 10, dados serviços reais líquidos de 3) bilhões de dólares para ser consistente com 50% do financiamento dos juros, e as exportações devem elevar-se a uma taxa de 5% a fim de que o índice dívida/exportações seja mantido constante.

Esses números correspondem aproximadamente ao caso brasileiro no final dos anos 80. A questão, então, é saber, primeiro, se um superávit comercial de 10 milhões de dólares pode ser obtido e sustentando enquanto o país continua a crescer; segundo, se as exportações e importações podem aumentar a uma taxa de 5% depois que o superávit comercial foi atingido; e terceiro, se o nível atual de investimentos é compatível com uma taxa de crescimento do PIB de aproximadamente 6% ao ano.

Observe-se que o volume do superávit comercial depende crucialmente do volume da dívida, enquanto a taxa exigida de exportações depende da taxa de juros. Se a dívida fosse de 50 bilhões em vez de 100 bilhões de dólares, e se a taxa de juros fosse 5 — isto é, semelhante às taxas de juros históricas antes de 1979 — em vez de 10%, o superávit comercial exigido e a taxa mínima de crescimento das exportações seriam muito menores.

Para responder à primeira pergunta temos que acrescentar suposições sobre o volume inicial das exportações e do superávit comercial. Vamos tomar como base 1980, uma vez que o ajustamento começou no Brasil em 1981, e que a taxa de investimentos era então ainda satisfatória. Assumamos para esse ano, a título de simplificação, exportações de 20 (na verdade, 20,1 bilhões de dólares) e superávit comercial zero (na verdade, déficit de 2,8 bilhões de dólares).

Nesse ano, a dívida estava em torno de 60 bilhões de dólares. Assim o superávit comercial exigido em 1981 era de 8 bilhões de dólares aproximadamente (3 para cobrir 50% dos juros, 2 para o balanço negativo de investimentos diretos e 3 para os serviços reais). Finalmente, assumamos que o período de ajustamento seria de três anos, e que a redução das importa-

ções acima de 2 bilhões de dólares teria de ser feita às custas de investimentos, os 2 bilhões correspondendo a uma redução de consumo viável.

Dadas estas suposições, as exportações brasileiras teriam de ser elevadas em 30% (9% ao ano) e as importações reduzidas em 10% em três anos de ajustamento (1981-1983), a fim de se alcançar o superávit inicial exigido de 8 bilhões.

A redução necessária das importações era realista, não a elevação das exportações. O único fato novo a contribuir para o aumento permanente das exportações seria uma desvalorização real da moeda nacional, mas tal desvalorização, que efetivamente foi levada a cabo, dificilmente produziria o grande aumento das exportações necessário. De fato, o que aconteceu no Brasil foi uma elevação das exportações de somente 9% entre 1980 e 1983, enquanto as importações declinaram 33%.

A grande redução das importações, que é típica de todos os processos de ajustamento monitorados pelo FMI e pelos bancos credores, foi realizada não somente às custas de consumo mas também de investimento, como pode ser visto pela redução da taxa de investimento. Era de 22,4% em 1980, e em 1983-1984 estava abaixo de 16%. No mesmo período, a transferência de recursos reais para os credores (identificada com o superávit de transações reais), foi de 2,5% negativos em 1980 para 5,4 positivos do PIB em 1984. Nos últimos anos essa transferência ficou em média em 3% do PIB.

Se a transferência de recursos reais for explicada pela elevação das exportações, não há prejuízo para o investimento, mas se sua causa fundamental for a redução de importações, a correlação entre esta transferência e a redução da taxa de investimento é direta. Foi o que aconteceu no Brasil e mais genericamente na América Latina. Em 1983 a meta de 8 bilhões de dólares de superávit comercial prevista foi quase atingida, mas às custas de uma redução da taxa de investimento, e com sacrifício da taxa de crescimento. Desde 1984, superávits comerciais do Brasil ficaram em média em 11 bilhões de dólares; em 1988, será provavelmente superior a 14 bilhões de dólares, mas é bastante claro que isto só foi possível com a redução da taxa de crescimento do PIB. Sua consequência foi a redução da taxa de investimentos.

O aumento das exportações pode ser explicado pela desvalorização real do cruzado e pela utilização da capacidade ociosa. Entretanto, dado o declínio da taxa de investimentos, a taxa de elevação da capacidade produtiva foi reduzida. Além disso, dada uma modesta mas efetiva taxa de elevação da demanda interna, a capacidade de exportação do país também foi reduzida. Em 1986, com a grande elevação da demanda interna, a capacidade ociosa estava esgotada. Em 1987 isso ficou muito claro: as exportações aumentaram em 4 milhões de dólares, mas isto só foi possível devido à desaceleração da economia.

Quando Castro e Souza (1985) enfatizaram a importância do II PND, eles estavam corretos, mas quando concluíram que os investimentos dos anos 70 produziram um superávit comercial estrutural que permitiria ao Brasil pagar sua dívida, estavam claramente influenciados pelo crescimento das exportações de 1984, que se tornou possível devido ao fato de esse ano ter sido particularmente bom para as economias dos países centrais e pela possibilidade de o Brasil usar sua capacidade ociosa. Não consideraram também a redução na poupança e nos investimentos, e a elevação no déficit fiscal envolvidas na transferência de recursos reais.

Na verdade, para pagar os juros sobre sua dívida de acordo com a estratégia de financiamento e ajustamento e dado o fato de que seu superávit comercial seria, em princípio, compatível com o financiamento de 50% dos juros, o Brasil precisaria somente elevar suas exportações a uma taxa de 5% ao ano. Isso parece perfeitamente viável. Dada a taxa de inflação nos dólares americanos, a elevação exigida das exportações seria em torno de 2%. Entretanto, o que a análise que acabo de fazer sugere é que um superávit comercial em torno de 14 bilhões de dólares é incompatível com um crescimento de 6% para a economia brasileira. Este superávit não é saudável. Este ou um superávit ainda maior pode ser alcançado, mas se não o for através da elevação das exportações mas sim através da diminuição das importações, a capacidade de investir e exportar do país irá necessariamente se deteriorar. O problema não é a taxa de crescimento das exportações exigida; é o nível atual de superávit comercial, que não é consistente com crescimento e estabilidade de preços no Brasil.

Com toda certeza, uma grande elevação nas exportações brasileiras resolveria esse problema, mas é um contra-senso esperar que um aumento substancial nas taxas de crescimento dos países centrais ou um declínio acentuado da taxa de juros viabilizará a exigência de grande aumento das exportações, ou permitirá que se evite a diminuição das importações. Mesmo os analistas mais otimistas da economia mundial não subscreveriam tal perspectiva para os próximos anos.

Mas se o problema básico for a redução da capacidade de investimento provocada pela diminuição das importações, ou — o que dá no mesmo — pela transferência de recursos reais para os países credores, não seria possível elevar compensatoriamente a capacidade de poupança interna do país? Teoricamente isto é possível. É a estratégia proposta no Plano de Controle Macroeconômico de julho de 1987. Mas não devemos misturar Economia Política — nossa ciência — com algum tipo de engenharia social ou um tipo de economia mecânica. Para compensar o excesso de transferência de recursos reais causado pela excessiva dimensão da dívida, seria necessário reduzir substancialmente o consumo interno, bem abaixo dos níveis históricos da propensão média brasileira a consumir. Não resta dúvida de que um grande esforço interno precisaria ser feito nessa direção. A prioridade do Plano de Controle Macroeconômico era a redução do déficit público e, desta forma, a recuperação da capacidade de poupança do setor público. Mas as limitações desta estratégia são bastante óbvias. O desequilíbrio do setor público não é somente um desequilíbrio de fluxo, é também um desequilíbrio de estoque. O problema não é somente o déficit público, mas também a dívida pública, especialmente a dívida pública externa. A dívida pública total representa mais de 50% do PIB, e seus respectivos juros custam 3,5% do PIB; só a dívida pública externa representa mais de 30% do PIB, e seus juros, 2,3% do PIB. Portanto, há uma dimensão estrutural ou de estoque no desequilíbrio do setor público que só será solucionada através de uma redução na dívida pública, particularmente a dívida pública externa. Tentar compensar inteiramente essa lacuna, essa insuficiência de poupança interna, através da redução do consumo interno não é realista.

Por outro lado, é conveniente lembrar que uma redução no consumo, se não for corretamente administrada, pode levar a resultados perversos: ao invés de aumentar a capacidade de poupança, pode reduzi-la. Se a redução no consumo for abrupta, como em 1983, a contração da demanda interna levará à diminuição dos investimentos e, conseqüentemente, da poupança. Para evitar tal distorção, seria necessário compensar a redução do consumo interno com um aumento das exportações e dos investimentos voltados para as exportações. Mas esta não é uma mudança que possa ser realizada facilmente.

Em conclusão, a dívida externa brasileira já estava muito alta ao final de 1980, quando a estratégia de financiamento e ajustamento começou a ser implementada; em 1988 ela é, em termos absolutos e relativos, ainda mais alta; nesse intervalo de tempo, a capacidade de exportação do país foi relativamente reduzida, a taxa de transferência de recursos reais para os credores foi significativamente elevada, e a taxa de investimentos, reduzida. Se no começo da década já enfrentávamos uma incompatibilidade básica entre crescimento e pagamento de juros sobre a dívida externa, atualmente essa inconsistência é ainda mais evidente.

4

Devo admitir que eu não estava totalmente consciente desta incoerência quando, como ministro da Fazenda do Brasil, apresentei o Plano de Controle Macroeconômico. Em maio pedi à minha equipe que preparasse um plano com dois objetivos básicos: um crescimento de 6% do PIB após um processo de ajustamento durante o ano de 1987 e um superávit comercial coerente com um financiamento de 50% dos juros pelos credores externos. Minhas pressuposições implícitas eram de que esses dois objetivos eram coerentes. Que era possível para o Brasil crescer a uma taxa de 6% e negociar sua dívida em termos convencionais, de acordo com a estratégia de financiamento e ajustamento.

Entretanto, em julho de 1987, praticamente no momento em que o plano estava completo e publicado, percebi que era irrealista. Durante a elaboração do plano, duas coisas ficaram claras: primeiro, que financiamento de 50% dos juros era insuficiente,

de forma que mudamos para 60%, coerente com superávits comerciais nos anos seguintes entre 10 e 11 milhões de dólares; segundo, e mais importante, que a redução do consumo interno exigida para elevar a capacidade de poupança do setor público em 5% em quatro anos seria muito grande; somente uma política econômica heróica, totalmente apoiada pela sociedade, permitiria que tal resultado fosse alcançado.

Por outro lado, discutindo quase que todos os dias com banqueiros, economistas e políticos, eu estava naquele momento aprendendo muito sobre o problema da dívida. O desconto nos mercados financeiros secundários era uma indicação de que os banqueiros também haviam se dado conta do irrealismo da estratégia de financiamento e ajustamento; que era na verdade uma estratégia de "empurrar com a barriga", uma estratégia para os bancos e autoridades econômicas dos países credores adiarem a solução do problema. Seu único resultado positivo fora dar tempo aos bancos para que fortalecessem sua posição financeira, melhorar seu índice de capital, e assim minimizar o impacto negativo que mais cedo ou mais tarde irá ocorrer quando o *default* parcial dos países devedores tornar-se um fato definitivo e tiver que ser incluído em seus balanços e demonstrações de lucros e perdas.

Aprendi também que não havia outra alternativa para os países devedores além da decisão unilateral de reduzir parcialmente a dívida. Que nos países credores muitas idéias estavam sendo discutidas neste sentido mas que não havia qualquer conclusão. Que sistemas para atenuar a dívida baseados na conversão da dívida em títulos com desconto e uma garantia por parte dos governos credores estavam sendo pensados. Que o Congresso dos Estados Unidos já havia aprovado duas recomendações de redução da dívida (*debt relief*) de acordo com essas linhas, mas que esse fato não mudaria a posição conservadora do governo (Poder Executivo) norte-americano.

Aprendi ainda, depois da decisão do CITIBANK de criar grandes reservas para cobrir seu crédito soberano, que os bancos norte-americanos e ingleses estavam seguindo o exemplo dos bancos europeus e assumindo uma abordagem mais realista para o problema da dívida. Que as ameaças de retaliação dos bancos provavelmente nunca se efetivariam. Que, como me contou um

banqueiro japonês em agosto de 1987, havia algumas conclusões básicas sobre o problema da dívida cinco anos depois da crise de 1982: 1. a estratégia de *muddling through* havia fracassado; 2. o desconto sobre a dívida era inevitável; 3. bancos e contribuintes nos países credores teriam que dividir o encargo desse desconto; 4. os países credores estavam chegando a um consenso sobre essas idéias, com exceção única do governo norte-americano.

Ficou claro para mim que o momento havia chegado para o Brasil denunciar a estratégia de financiamento e ajustamento (*muddling through*) e propor uma solução alternativa para o problema da dívida — uma solução em que os encargos envolvidos fossem divididos entre devedores e credores. O Brasil havia declarado moratória dos juros devidos aos bancos comerciais sobre empréstimos de médio e longo prazo em fevereiro. A melhor forma para suspender a moratória era substituí-la por um acordo inovador com os credores. Eu tinha muito claro para mim qual deveria ser a solução global para o problema da dívida, uma solução necessariamente patrocinada pelos países credores: a criação de uma autoridade da dívida controlada pelo FMI e pelo Banco Mundial, que compraria os créditos atuais dos bancos comerciais para com os países altamente endividados com um desconto, trocando-os por seus próprios títulos; esse desconto seria então transferido para os países devedores numa base caso a caso. Fiz essa proposta em Viena no *US Congressional Summit: an Agenda for the 90s* (1987).

Mas eu não poderia esperar pela maturação dessa solução de securitização global nos países credores. Estava claro para mim que o Brasil deveria tomar alguma iniciativa nessa direção, ajudando a pressionar pelo esquema de redução da dívida global descrito. Minha primeira idéia foi propor aos bancos uma “securitização” parcial e negociada da dívida: a conversão da dívida atual em novos títulos (*securities*) com o mesmo valor de face, mas com taxas de juros inferiores às taxas de juros de mercado. Essa securitização teria necessariamente que ser parcial, porque a principal garantia dos novos títulos seria a prioridade (*seniority*) que seria estipulada para eles. O ideal seria uma garantia dada pelos governos dos países credores ou pelo Banco Mundial, mas eles não estavam prontos para aceitar essa alter-

nativa. A conversão dívida-títulos deveria ser “negociada”, no sentido de que o Brasil faria uma proposta e a discutiria com seu *advisory committee*, definindo na negociação o percentual da dívida — digamos, 20 por cento — que seria obrigatoriamente securitizado.

A reação dos bancos a essa idéia e especialmente a do governo norte-americano foi muito negativa. Era a primeira vez que um ministro da Fazenda de um país credor falava abertamente sobre a necessidade de um desconto sobre a dívida e oferecia uma alternativa baseada no comportamento do mercado para obter esse desconto. Os credores se sentiram ameaçados; o governo norte-americano, desafiado. A iniciativa sobre o problema da dívida havia sido sempre dos credores e do governo norte-americano.

Uma vez que eu estava incumbido de tentar uma solução negociada para a moratória, decidi mudar minha proposta, tornando a securitização totalmente voluntária. Nesse sentido, a proposta que o Brasil apresentou formalmente aos bancos em 25 de setembro de 1987 estava claramente dividida em duas partes: uma parte convencional baseada no “dinheiro novo”, na estratégia de ajustamento e financiamento, e uma solução de longo prazo para a dívida baseada na estratégia de securitização, isto é, na redução da dívida. Dois mecanismos deveriam ser utilizados para a redução da dívida: a conversão da dívida em capital de risco, muito favorecida pelos bancos (que o Conselho Monetário Nacional regulamentou em novembro), e a da dívida em títulos (securitização). Contar somente com a conversão da dívida em capital de risco para reduzir a dívida é irrealista, dadas as limitações monetárias do mecanismo.

Nesta proposta formal o Brasil demonstrava o fracasso da estratégia de *muddling through* e dizia claramente que a negociação deveria ser um nítido avanço em relação ao último modelo de negociação — o modelo mexicano e argentino — que não representou uma solução para o problema da dívida para esses países. Para demonstrar sua disposição em acabar com a moratória através de um processo de negociação, o governo brasileiro cedeu às instâncias do governo norte-americano e assinou um acordo provisório em novembro, que tornou possível estender as negociações até o final de janeiro.

Estava clara para mim, entretanto, a pouca disposição dos bancos em negociar um acordo ligeiramente em contradição com a estratégia de *muddling through*. Por outro lado, todas as demonstrações de boa vontade do Brasil em negociar em boa-fé haviam sido dadas. Assim, antes de deixar o Ministério da Fazenda, em dezembro de 1987, eu já havia decidido juntamente com o presidente do Brasil que, se o acordo não fosse feito até o prazo estabelecido no acordo interino — 29 de janeiro de 1988 —, o Brasil iria: 1. dispensar seu *advisory committee*; 2. começar negociações individualmente com cada banco, de acordo com a estratégia de securitização; dispensando *dinheiro novo* o Brasil pagaria sua dívida em mais ou menos 25 anos, conforme a sua capacidade de pagar, isto é, com um desconto de 40 a 50%. Em outras palavras, o Brasil daria um passo adiante da moratória. A moratória significou somente a suspensão do pagamento dos juros; o próximo passo seria dizer quando e quanto o Brasil iria pagar.

Estava bastante claro para mim que essa decisão não estava livre de riscos. Os credores diriam que o Brasil estava tomando uma posição unilateral, e eventualmente tentariam retaliar. Mas suas medidas de retaliação seriam de menor importância. E desta forma estaríamos pressionando os países credores a dar passos em direção à securitização global da dívida dos países altamente endividados. O acordo que estabeleci com o ministro da Economia da Argentina, Juan Sorrouille, no dia 29 de novembro, durante a reunião dos oito presidentes latino-americanos em Acapulco, fortaleceria a posição do Brasil. Nos termos desse acordo, no mesmo dia em que o Brasil dispensasse o Comitê Assessor e reduzisse unilateralmente sua dívida, a Argentina declararia moratória.

Eu estava convencido então, e ainda estou, de que essa é a única alternativa que tornará compatível crescimento com pagamento da dívida. E que deverá ser tomada em conjunto com a Argentina ou independentemente. O Brasil irá pagar sua dívida, mas de acordo com suas possibilidades reais. Irá pagar sua dívida, mas com um desconto, uma vez que teoria e experiência mostraram que tentar pagar integralmente os juros sobre a dívida brasileira é condenar o país à situação atual de estagnação e inflação.

Estava também convencido de que, para se chegar a uma solução para a crise econômica brasileira, exigir-se sacrifícios somente dos credores não era nem razoável nem suficiente. Uma maneira básica para solucionar o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público é conseguir uma redução da dívida externa, mas outra forma necessária é prosseguir com o processo de ajustamento, combater severamente o déficit público, exigir sacrifícios reais dos trabalhadores e empresas. Quando definitivamente percebi que isso não era possível no Brasil no momento, que o governo não estava pronto para adotar efetivamente essa linha de ação, apresentei minha demissão. Não faria sentido adotar medidas fortes em relação à dívida externa e não fazer nada ou muito pouco em relação aos problemas internos.

Referências

Bresser Pereira, Luiz

1987 — "The Debt Problem: Pospone it or Solve it?", relatório anterior ao *US Congressional Summit: an Agenda for the 90s*, Viena, 4.9.1987, publicado na *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 4, out. 1988.

Castro, Antonio Barros de e F. E. de Souza

1984 — *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*, Rio de Janeiro, Paz e Terra.

Morgan Guaranty

1987 — "LDC Debt Realities", in *World Financial Markets*, jun.-jul. 1987.

Robinson III, James D.

1988 — "A Comprehensive Agenda for an Institute of International Debt and Development", in *AMEX Bank Review*, n.º 13, mar. 1988.

Sachs, Jeffrey e Huizinga, Harry.

1987 — "U.S. Commercial Banks and the Developing Countries Debt Crisis", mimeo.

Sengupta, Arjun K.

1988 — "A Proposal for a Debt Adjustment Facility", Washington, mimeo.

Dívida externa: adiar ou resolver?*

Luiz Bresser Pereira

Em agosto de 1982, o México suspendeu o pagamento de sua dívida externa. Em agosto de 1987, sete países latino-americanos deixaram de pagar os juros aos bancos privados. Cinco anos após sua eclosão, a crise da dívida está longe de ser resolvida. Ao contrário, há sinais de seu agravamento.

1

Para os dez maiores países devedores, o índice dívida/exportações cresceu de 264, em 1982, para 385 em 1987, isto é, quase 50%. Excluindo-se Brasil e Peru, a taxa de crescimento para o ano de 1986, para esse mesmo grupo de países, passa a ser de somente 1,5%. Em geral, esses países não têm conseguido obter um crescimento sustentado, alternando anos de crescimento com anos de recessão. Como resultado deste quadro desolador, a renda *per capita* na América Latina não tem conseguido recuperar o nível alcançado em 1980. Apesar da adoção de dolorosos ajustamentos, os países devedores não têm sido capazes de retornar ao mercado, um resultado que foi definido nos primeiros dias da crise como o objetivo final da estratégia da dívida.

* Trabalho apresentado ao *US Congressional Summit on the Economic Agenda for the Nineties*, Viena, 4.9.1987. Esta foi a primeira proposta de uma solução global da dívida, aproveitando o desconto no mercado secundário, feita por uma autoridade de um país devedor ou credor.

Como consequência da dívida, os países credores também não se encontram em uma situação privilegiada. Eles não têm conseguido — e provavelmente também não o farão em um futuro próximo — retomar suas exportações aos países devedores nos níveis atingidos no início dos anos 80. Além disso, um número crescente de países em desenvolvimento têm sido igualmente forçados a suspender os pagamentos aos credores oficiais. As agências de crédito para exportação, por sua vez, suspenderam a cobertura dada a alguns países devedores, dificultando assim a perspectiva de expansão das exportações aos países em desenvolvimento.

É verdade que de 1982 a 1987 os bancos credores aumentaram seus índices de capital, criaram reservas sobre a dívida e começaram a reduzir seus *exposures* ao Terceiro Mundo. Mas, hoje, as oportunidades de cobrar os países devedores não são melhores do que eram em 1982. Ao contrário, há sinais no mercado — o desconto no mercado secundário, o crescimento nas provisões bancárias, a depreciação das ações dos bancos — que apontam para o fato de que parte do débito existente não é cobrável. Vale notar que o aumento das reservas, bem como a depreciação das ações, correspondem ao desconto esperado no débito, ou seja, a cerca de 50% do valor de seus créditos contra os países altamente endividados.

Há, de fato, sérios impedimentos, internos e externos, ao completo serviço da dívida. Experiências recentes têm demonstrado o quanto é difícil para as economias latino-americanas gerarem superávits comerciais essenciais para o pagamento dos juros. O pagamento integral dos juros é incompatível com o crescimento sustentado, o controle das finanças públicas e a estabilidade de preços. Vamos agora discutir estes pontos.

1. A transferência de recursos reais — medida pelo superávit da balança comercial e de serviços não fatores — requerida para o pagamento dos juros da dívida deprime a capacidade de investimento. De 1983 a 1985, o crescimento médio das transferências de recursos reais da América Latina (5,3% do PIB) correspondeu aproximadamente a uma redução média nos investimentos (5,8%). Isto significa que esses países tiveram que postergar investimentos indispensáveis, a fim de servir sua dívida.

2. Em muitos países latino-americanos, a maior parte da dívida externa é do setor público (70%, no caso do Brasil). Nesses casos, o pagamento dos juros requer uma transferência do setor privado para o setor público, a fim de permitir que o governo adquira — do setor exportador — as divisas necessárias ao pagamento da dívida. Normalmente, tais transferências implicam um empréstimo adicional, elevando, desta maneira, a taxa de juros interna e, em consequência, o déficit público. No Brasil, os juros pagos sobre a dívida pública correspondem a 4,9% do PIB, dos quais 2,6% referem-se à dívida externa. Um déficit público maior afeta os investimentos públicos, enquanto que taxas de juros mais elevadas desestimulam os investimentos privados.

3. A tentativa de expandir os superávits comerciais através de sucessivas desvalorizações cambiais levou os países devedores a uma competição predatória e a uma deterioração adicional nos termos do intercâmbio. As desvalorizações têm, ainda, dois efeitos negativos: tendem a aumentar o déficit público, uma vez que um maior volume de moeda local se faz necessário para o pagamento da mesma quantidade de juros; e têm um impacto perverso na estabilidade de preços.

Há também constrangimentos externos ao serviço da dívida. De um lado, as taxas de juros permanecem substancialmente altas em termos reais e, recentemente, elas têm até se elevado, não havendo indicações de queda num futuro próximo. Por outro lado, as taxas de crescimento para os países membros da OECD têm diminuído novamente e espera-se que elas fiquem abaixo de 2,5%. O *World Financial Markets*, uma publicação divulgada pelo Morgan Guaranty, observa que “ao expandirem suas exportações, os países devedores podem em princípio conter os índices de sua dívida ao reduzir suas importações de maneira a gerar um superávit comercial necessário para realizar transferências financeiras líquidas aos seus credores”. Em outras palavras, nas circunstâncias atuais, o serviço da dívida, mais uma vez, resultará em recessão.

2

A estratégia *muddling through* claramente falhou. Há agora um consenso que novos mecanismos e procedimentos têm de ser

propostos e colocados em prática a fim de resolver o problema da dívida. Os países endividados foram os primeiros a mostrar as falhas da estratégia adotada depois de 1982 e a sugerir alternativas. O Congresso dos Estados Unidos apresentou algumas sugestões. O senador Bradley sublinhou a inadequação de se amontoar débito sobre débito através de novos empréstimos. Na verdade, não há "dinheiro novo", uma vez que os bancos somente fornecem os recursos para o pagamento dos juros. O senador Sarbanes e os deputados Lafalce, Levin e Morrison sugeriram a criação de um *Debt Management Facility*. O deputado Schumer propôs regras mais flexíveis para o reescalonamento da dívida. O secretário Baker apontou para a necessidade de inovação na estrutura de um *menu approach*. A comunidade acadêmica pesquisou e desenvolveu novos mecanismos para enfrentar as dificuldades financeiras dos países devedores.

Na verdade, há uma série de boas propostas que devem ser analisadas cuidadosamente. Mas, primeiramente, temos que escutar o que o mercado está dizendo. O julgamento do mercado é que o débito existente não vale 100% de seu valor líquido. Vale 70, 50, 30, 10% e até menos. Na realidade, o valor de mercado da dívida do Terceiro Mundo tem diminuído constantemente; em média, seu valor cai para cerca de 50% do valor contratado.

Se o valor de mercado da dívida representa somente 50% do valor líquido, uma solução poderia ser a securitização do débito, levando-se em consideração a indicação do mercado. Duas modalidades de securitização poderiam ser consideradas: a primeira é securitizar o débito existente abaixo do valor líquido e escalonar os pagamentos em um número razoável de anos, de acordo com a taxa de juros do mercado; a segunda é manter o valor líquido da dívida mas reestruturá-lo em taxas fixas de mercado. Se o débito for então reestruturado, de acordo com a capacidade de pagar de cada país devedor, repetitivas e intermináveis negociações para novos empréstimos e reescalonamentos não serão mais necessárias. Além disso, dada uma adequada amortização, a recuperação de todo o crédito, nas taxas de mercado, pode ser considerada como subsídio, dependendo da qualidade do país devedor.

Que garantia têm os bancos credores de que os devedores serão capazes de pagar o débito reestruturado? Os países credores poderiam levar em consideração esse fato fornecendo alguma garantia ao débito reestruturado. Os países superavitários, cuja ajuda para a solução do problema da dívida é esperada, devem preferir concentrar seus esforços nesta solução, em vez de pensar em um alívio de curto prazo. As instituições financeiras multilaterais e a nova agência de gerenciamento da dívida, a serem eventualmente criadas, poderão juntas garantir o novo débito. Entretanto, a segurança efetiva reside no fato de que o compromisso dos países devedores de se ajustarem e crescerem se tornará exequível, uma vez que o débito diminuirá e a transferência de recursos será reduzida a níveis reais.

Esse tipo de solução pode favorecer todas as partes envolvidas:

1. os países endividados poderão então contar com os recursos necessários para seu crescimento e para novos investimentos. Além disso, serão eles capazes de estimular investimentos internos e externos, por ter sido eliminada a instabilidade causada pelas repetitivas negociações e as esporádicas ameaças de suspensão dos pagamentos;

2. o restabelecimento de condições realísticas de pagamento recuperará a confiança na qualidade dos ativos bancários. Em alguns casos, poderão ocorrer prejuízos, em outros, as reservas poderão ser reduzidas e, mais tarde, um declínio no valor das ações dos bancos e da dívida serão evitados;

3. finalmente, os países credores também ganhariam ao expandir as exportações aos mercados, os quais já provaram ser dinâmicos. Não há maneira de se incrementar o comércio com os países em desenvolvimento sem resolver o problema da dívida. A expansão do comércio é uma ponte que fornecerá uma mais profunda e mais equilibrada integração dos países em desenvolvimento na economia mundial.

Resta uma questão. Se essa solução parece ser possível, por que ainda não foi implementada? A resposta é que em 1982, quando a crise eclodiu, as condições para este tipo de solução ainda não existiam. Agora, ambas as partes perceberam que a estratégia *muddling through* não foi posta em prática, e que parte do débito é incobrável. O mercado já indicou que o débito,

da maneira como está estruturado, já não vale 100%. O capital dos bancos tem crescido, as reservas têm sido fortalecidas e o valor das ações dos bancos já foi ajustado ao desconto da dívida. Cabe a nós, agora, seguirmos o caminho que o mercado nos aponta. A dívida pode ser reestruturada sob a orientação dele. Esta medida não prejudicará o sistema, ao contrário, irá aperfeiçoá-lo; também não prejudicará os bancos, mas os fortalecerá. É a única maneira de assegurar aos países devedores e credores uma integração mais dinâmica e harmônica de suas economias.

Propostas radicais consideram alguns tipos de repúdio ao pagamento da dívida como a única solução para o problema. Eu deliberadamente evitei mencionar essas propostas por serem inaceitáveis. Elas teriam um efeito destruidor no sistema financeiro, do qual todos nós fazemos parte. Mesmo que o repúdio não causasse tal impacto no sistema, certamente arruinaria o fluxo financeiro entre os países industrializados e os em desenvolvimento. A securitização dos débitos, por sua vez, construída sob a orientação do mercado, pode efetivamente resolver o problema da dívida. Tal mecanismo, ao invés de destruir, ajudará a normalização das relações entre devedores e credores, e solidificará a integração dos países em desenvolvimento no mercado mundial.

Proposta do American Express sobre a dívida externa*

James D. Robinson III**

DISCURSO DO PRESIDENTE DO BANCO

Esta noite, gostaria de falar-lhes sobre o comércio mundial e a dívida dos países em desenvolvimento.

- Como é que podemos abrir os mercados do mundo ao comércio e ao investimento?
- Como é que podemos resistir às pressões protecionistas?
- E como é que os países em desenvolvimento podem participar mais ativamente no comércio mundial?

Particpei das reuniões ministeriais do GATT em 1982 e 1986, e, na qualidade de presidente do comitê para assuntos comerciais da US Business Roundtable e do Comitê de Assessoria do Presidente para as Negociações Comerciais, nos Estados Unidos, tenho tido oportunidade, já há algum tempo, de refletir ampla e profundamente sobre estas questões.

Os Estados Unidos e o Reino Unido têm desfrutado de um notável crescimento econômico durante os últimos anos. No entanto, temos assistido paralelamente ao crescimento de importantes desequilíbrios estruturais. Esses desequilíbrios põem em

* Publicado originalmente em *The Amex Bank Review*, n.º 13, março de 1988.

** Presidente do Banco American Express.

risco a continuação deste período de prosperidade econômica, não só nestes países como também no exterior.

Nos EUA, nossos desequilíbrios mais óbvios são os dois déficits — o da balança comercial e o do orçamento do Estado — resultantes de um consumo excessivo e de poupanças insuficientes. No Reino Unido, o orçamento do Estado apresenta um superávit, mas o desequilíbrio no comércio exterior está começando a aumentar.

Em ambos os países, o comércio com o exterior é um assunto importante. Nos EUA, apesar de uma redução de 30 a 40 bilhões de dólares neste ano e no próximo, vamos continuar a apresentar um saldo negativo de cerca de 100 bilhões de dólares; no tocante ao Reino Unido, a produção de petróleo no Mar do Norte começa a decair e a deterioração da balança comercial do país pode vir a cercear o seu crescimento. Portanto, ambos os países têm todo o interesse em aumentar as suas exportações. Compartilhamos dos mesmos objetivos, com respeito à remoção das barreiras ao comércio livre e à redução dos subsídios às exportações que desvirtuam os mercados. Mas deparamo-nos com uma outra missão igualmente importante: a remoção dos obstáculos financeiros à expansão do comércio apresentados pelo fardo da dívida dos países em desenvolvimento.

A minha palestra desta noite tem o propósito de lhes oferecer um resumo dos progressos realizados no domínio do comércio e do tratamento da dívida dos países em desenvolvimento. Vou dedicar mais tempo ao segundo destes tópicos, para realçar o vínculo existente entre a dívida e o comércio. E quero também falar-lhes de um projeto abrangente para a abordagem dos problemas da dívida, semelhante ao que propus ao Overseas Development Council, em Washington, no fim de fevereiro.

A manutenção de um sistema de comércio mundial aberto

Começemos pelo comércio. Presentemente, a manutenção de um sistema de comércio mundial relativamente aberto, para já não falar na sua expansão, implica uma luta constante. O sistema comercial mundial é distorcido pela existência de superávits comerciais excessivamente elevados e por déficits igual-

mente substanciais. Os países com excedentes, especialmente o Japão, a Alemanha, a Coreia e Formosa, mostram relutância em alterar as suas políticas econômicas, os seus padrões sociais e as proteções conferidas às suas indústrias nacionais. Os países deficitários, particularmente os EUA, sentem-se obrigados a incrementar as suas exportações e a reduzir as suas importações para diminuir os déficits. Na área do comércio, o nacionalismo está em ascensão. As pressões protecionistas são bastante fortes.

Eu creio que a batalha em prol do comércio aberto pode ser ganha. Nos EUA, apesar das pressões políticas para a proteção das indústrias e dos empregos contra as importações, a dedicação aos princípios do comércio aberto mantém-se forte. A comunidade empresarial é a favor da adoção de legislação comercial com penalidades mais enérgicas para as práticas comerciais desleais, mas também de um quadro jurídico compatível com as normas do GATT e que dê primazia à abertura de mercados no mundo, e não à proteção de mercados nos EUA. Durante os últimos anos, temos trabalhado intensamente com o Congresso e com o Governo para eliminar as disposições de caráter protecionista do projeto de lei sobre o comércio que está prestes a transitar na comissão de conciliação das duas câmaras do Congresso. Estamos confiantes de que o projeto de lei final será um documento abrangente que satisfará, na generalidade, os objetivos da comunidade empresarial dos EUA. Ainda é preciso vencer alguns obstáculos, e o que acontecer nos próximos dias vai determinar se teremos um projeto de lei que o presidente esteja disposto a assinar.

Os EUA também têm estado ativamente empenhados na adoção de um Acordo de Comércio Livre com o Canadá. Caso venha a ser ratificado por ambos os países, o Acordo de Comércio Livre será um marco importante. Esse acordo reflete os laços únicos, no domínio econômico, cultural e da segurança, existentes entre dois países que compartilham uma fronteira com 6 000 quilômetros. E não é um precedente para a negociação de mais acordos comerciais bilaterais — a não ser que as negociações em curso no Uruguai fracassem. É possível que o Acordo de Comércio Livre possa servir de catalisador para a concretização de progressos substanciais na atual ronda de negociações do GATT.

De fato, o GATT encontra-se numa fase crítica. A instituição está com quarenta anos. Precisa ser reformada, reforçada, tornada mais funcional e com maior credibilidade. As suas regras precisam ser expandidas aos setores dos serviços, da propriedade intelectual e dos investimentos. A redução dos subsídios concedidos à agricultura, particularmente nos países desenvolvidos, beneficiaria não só esses países como os países em desenvolvimento. Em suma, o que é preciso é transformar o GATT em algo parecido com a Organização do Comércio Internacional proposta originalmente em 1944. Esse é o desafio central que se coloca aos membros do GATT e aos seus negociadores.

O comércio e as dívidas dos países em desenvolvimento

Contudo, mesmo que haja progressos no âmbito do GATT, uma grande parte das economias do mundo — os países em desenvolvimento altamente endividados — continuará a não poder participar efetivamente da expansão do comércio mundial.

Pensem nisto: para produzirem os saldos comerciais positivos necessários ao serviço de dívidas de centenas de bilhões de dólares, os países em desenvolvimento têm tido que recorrer à redução das suas importações, geralmente através de taxas de crescimento baixas ou de recessões. As desvalorizações cambiais adotadas para favorecer as exportações têm fomentado o crescimento desenfreado da inflação, de modo que os países em desenvolvimento têm sido simultaneamente flagelados pelo desemprego generalizado e pela rápida elevação dos preços. Esta combinação fatal produziu uma contração da renda *per capita*. Na América Latina, por exemplo, o produto *per capita* não tem praticamente crescido desde 1982, e as perspectivas de crescimento futuro não são encorajadoras.

Limitados pelos programas de austeridade adotados para garantir o serviço das dívidas, os países em desenvolvimento têm-se debatido com uma queda do seu poder de compra, o que tem repercutido na estagnação da sua capacidade de adquirir bens aos países industrializados. Como consequência, as exportações dos países desenvolvidos para os países em desenvolvi-

mento decaíram substancialmente. No que toca aos EUA, as suas exportações para a América Latina, medidas de acordo com o valor atual do dólar, quedaram-se no ano passado num montante inferior em 11 bilhões de dólares às cifras de 1981. Se tomarmos em conta os efeitos da inflação, esta queda é ainda mais pronunciada. Devido a isto, perderam-se centenas de milhares de empregos no setor manufatureiro dos EUA.

As dívidas dos países em desenvolvimento têm também assombrado o sistema financeiro mundial. Uma suspensão prolongada do pagamento dos juros, para não falar sequer no repúdio às dívidas, pode desencadear uma crise financeira. Mesmo que não ocorra nenhuma crise, os bancos com empréstimos aos países em desenvolvimento têm registrado uma séria deterioração no valor das suas carteiras de empréstimos. As dúvidas do mercado acerca da qualidade dos empréstimos aos países em desenvolvimento têm minado a credibilidade dos resultados financeiros e dos balanços publicados pelos bancos. As cotações das ações dos grandes bancos dos EUA e do Reino Unido têm-se ressentido disso.

A estratégia da abordagem individual das dívidas dos países em desenvolvimento

Durante os últimos cinco anos, a estratégia que vem sendo adotada para tratar das dívidas dos países em desenvolvimento tem sido a aplicada após o começo da crise da dívida do México, ocorrida em agosto de 1982. As negociações diretas entre os bancos, os países em desenvolvimento e o FMI, caso por caso, têm permitido, na generalidade dos casos, assegurar o serviço das dívidas existentes pelos países em desenvolvimento, ainda que de forma irregular e com freqüentes reescalamentos. Essa estratégia tem tido êxito na prevenção de uma crise.

Desde 1982, essa política tem sido objeto de alguns aperfeiçoamentos e têm-se registrado progressos. A apresentação do Plano Baker deslocou o foco das atenções da austeridade para o crescimento nos países em desenvolvimento. Na prática, porém, quais têm sido os resultados concretos? É certo que alguns grandes confrontos têm sido evitados.

Contudo...

- a carga das dívidas dos países em desenvolvimento não desapareceu.
- nos países em desenvolvimento não se tem verificado uma recuperação econômica suficientemente forte para elevar a renda *per capita*.
- as exportações dos países desenvolvidos para os países em desenvolvimento mantêm-se fracas.
- tem havido muito pouco dinheiro novo disponível para apoiar a expansão econômica.
- e os empréstimos problemáticos aos países em desenvolvimento continuam a assombrar os balanços dos bancos e o sistema monetário internacional.

Será a inexistência atual de uma crise um sinal seguro de sucesso, ou um guia suficiente para o futuro?

Na verdade, a abordagem individual de cada caso, ainda que construtiva, tem permitido o avolumar dos problemas. Estruturada fundamentalmente para salvaguardar o serviço da dívida e evitar uma crise financeira, esta estratégia não tem provido suficiente dinheiro novo, nem alívio adequado do endividamento, nem incentivos substanciais para a restauração do crescimento ou do acesso ao crédito pelos países em desenvolvimento.

Em quase todos os casos, as dívidas dos países em desenvolvimento têm aumentado, tanto em termos absolutos quanto em relação ao crescimento das suas economias ou das suas exportações. Apesar de um melhoramento no ano passado, o quociente entre a dívida e o PNB, ou as exportações, mantêm-se em níveis sensivelmente superiores aos existentes em 1982. A percentagem dos recursos canalizados para o serviço da dívida, isto é, o quociente entre os pagamentos de juros e as exportações, tem diminuído, mas isso devido ao fato de as taxas de juro aplicadas ao montante crescente dos empréstimos terem registrado um declínio secular.

Até quando esses países poderão absorver os custos sociais e econômicos desta situação? Até quando as jovens e frágeis democracias instaladas no Brasil, na Argentina, nas Filipinas e em outros países poderão sobreviver à estagnação ou à queda

dos seus padrões de vida? O que acontecerá quando as taxas de juros subirem, o que um dia certamente ocorrerá? O que é que irá acontecer quando houver uma recessão nos EUA e nos outros países desenvolvidos, o que, segundo a história, é inevitável?

Segundo temo, a resposta a essas perguntas será uma deterioração da situação atual, com os bancos e os países em desenvolvimento envolvidos numa guerra de atrito — espremendo-se uns aos outros numa tentativa de levar vantagem nas negociações individuais de cada caso. Nesse processo, os países em desenvolvimento poderão adotar moratórias para pressionar os bancos, pondo em risco os créditos comerciais de que necessitam. Os bancos podem responder, através de um aumento das suas reservas, para mostrar que não se deixarão manipular pelos devedores, embora estejam cientes de que tais medidas podem acarretar baixas mais severas e dolorosas nos seus livros. A certa altura, essa luta pode transformar-se num pacto de suicídio mútuo, que tanto arruinaria os bancos como os países em desenvolvimento.

O aspecto mais positivo da conjuntura atual é o fato de os aumentos das reservas dos bancos, e o empenho demonstrado ou reafirmado pelos países em desenvolvimento com respeito ao cumprimento do serviço da dívida, terem proporcionado uma certa flexibilidade para o enfoque de novas abordagens.

A oportunidade de uma abordagem abrangente

O que é que tem de ser feito para se evitar uma deterioração de condições já precárias? Em minha opinião, a resposta é clara: chegou o momento de alargarmos a nossa visão e de estabelecermos um quadro abrangente que permita o encontro de soluções mais duradouras para os problemas do endividamento e do crescimento nos países em desenvolvimento. Efetivamente, o reforço das reservas dos bancos e o novo empenho dos países em desenvolvimento em prosseguir com o serviço da dívida, especialmente do Brasil e possivelmente também da parte da Argentina, oferecem-nos uma oportunidade real. Chegou o momento de suplementarmos as opções mais limitadas dos dias de hoje através da articulação de um quadro abrangente para os dias de amanhã.

Quais os elementos a incluir numa abordagem abrangente da questão?

Primeiro, creio que o processo atual de negociações individuais, país por país, tem de continuar. Trata-se de uma base sólida para o arquitetar de novas medidas.

Segundo: os governos dos países desenvolvidos têm de participar mais ativamente nas soluções formuladas, como uma fonte de novos recursos e de nova influência. Todas as partes, incluindo os países desenvolvidos, foram responsáveis pela criação dos problemas do endividamento dos países em desenvolvimento; todas as partes, incluindo os países desenvolvidos, têm de participar na sua solução. Os custos têm de ser repartidos, tal como as recompensas.

Terceiro: o FMI e o Banco Mundial devem continuar a desempenhar um papel central na negociação das dívidas com os países em desenvolvimento, mas precisam de novos recursos e novos poderes. Só *estas* instituições, e não os bancos comerciais, estão aptas a ajudar os países em desenvolvimento a estabelecer e a aplicar as políticas económicas necessárias para promover o crescimento, reduzir a inflação e restaurar a sua capacidade creditícia. De uma forma mais imediata, isso implica que o Aumento Geral de Capital do Banco Mundial tem que ser aprovado para reforçar os recursos do Banco Mundial. Mas eu creio que ainda é preciso mais.

Quarto: para terem acesso a novos capitais, os países em desenvolvimento precisam estabelecer a sua própria credibilidade económica. A realização de reformas estruturais nas suas economias, tais como reduções dos déficits orçamentários, políticas monetárias apropriadas, a promoção da iniciativa privada e de mercados abertos, podem ser penosas inicialmente. Porém, o crescimento prolongado e sustentável, a redução da inflação e a criação de novos empregos só são viáveis através de políticas sãs e da oferta de maiores atrativos aos investimentos.

Quinto: qualquer programa tem que incluir a questão do "dinheiro novo". Os países em desenvolvimento precisam de fundos adicionais para apoio do comércio, do investimento, e da reanimação dos negócios. Nenhum dos esquemas atuais oferece isso, exceto sob coação.

Sexto: qualquer programa futuro deve contribuir para a expansão do comércio e a redução das barreiras aduaneiras. Isso é uma questão que interessa a todos.

Finalmente, qualquer solução tem que ser flexível e permitir um alívio do peso da dívida, variando de país para país, como um primeiro passo para a melhoria da sua capacidade creditícia a longo prazo. Quanto a isto, deixem-me definir aquilo que entendo por alívio da dívida: refiro-me a uma redução dos encargos do serviço da dívida por determinado período, para determinados países.

Não estou necessariamente falando do perdão das dívidas — uma dívida é uma dívida. Para a maioria dos países em desenvolvimento, os pagamentos para o serviço do montante integral dos empréstimos existentes excedem a sua capacidade, atendendo às suas perspectivas e às suas necessidades de crescimento atuais. Alguns dos países em desenvolvimento, tais como os países africanos mais pobres, podem nunca vir a ter meios suficientes para o serviço do montante integral dos empréstimos contraídos. Uma parcela, possivelmente uma parcela substancial, poderia ser perdoada, conforme o Sr. Lawson já propôs para os empréstimos bilaterais e multilaterais aos países africanos pobres. Porém, a mais longo prazo, e com a ajuda de um plano abrangente, a maioria dos países em desenvolvimento pode suportar os custos de serviço da maior parte das suas dívidas. Isto aplica-se certamente a países de renda média como o Brasil ou o México.

O Instituto da Dívida e do Desenvolvimento Internacional

Em fevereiro, apresentei um plano abrangente com estes elementos, desenvolvido por nós na American Express e na Shearson Lehman Hutton, como um exemplo daquilo que consideramos que tem de ser feito. Propusemos então a criação de uma nova entidade, o Instituto da Dívida e do Desenvolvimento Internacional (a que me referirei simplesmente como o Instituto). Sugerimos que essa entidade fosse um empreendimento conjunto do FMI e do Banco Mundial, com um pequeno quadro de pessoal constituído por elementos recrutados nessas duas instituições. Para dotar esse Instituto com os recursos necessários para

o estímulo do crescimento econômico nos países em desenvolvimento, e para proteger a integridade do sistema financeiro mundial, os governos dos principais países desenvolvidos seriam chamados a entrar com o capital inicial e a assegurar-lhe o seu apoio financeiro eventual.

O Instituto destina-se a servir duas funções:

Em primeiro lugar, oferecerá ao FMI e ao Banco Mundial novas opções, poderes e incentivos para a negociação de medidas de ajustamento estrutural e de programas condicionados mais amplos com os países em desenvolvimento. A sua missão é servir como um catalisador para a adoção de políticas favoráveis à abertura dos mercados e à expansão do comércio, incluindo o estímulo da iniciativa privada e dos investimentos.

Em segundo lugar, servirá como uma entidade reorganizadora das dívidas dos países em desenvolvimento, país por país. Convém lembrar que, tal como existem processos legais para acomodar as falências ou o reescalonamento de dívidas dentro de cada país, o mesmo deveria acontecer no âmbito internacional. O Instituto adquiriria as dívidas aos bancos com um desconto, e utilizaria uma parte ou a totalidade desse deságio para aliviar o serviço das dívidas dos países em desenvolvimento.

Permitam-me explicar resumidamente a forma como esse esquema funcionaria.

O novo Instituto trataria de negociar, país por país e voluntariamente, o alcance das reformas econômicas a instituir nos países em desenvolvimento. Em seguida, compraria aos bancos, após a obtenção de um consenso geral, as dívidas desses países com um desconto. Em troca, os bancos receberiam títulos de dívida consolidada (obrigações perpétuas) e ações de participação preferenciais do Instituto. As ações preferenciais pagariam dividendos quando os pagamentos do serviço da dívida pelos países em desenvolvimento excedessem os encargos do Instituto com o serviço dos seus títulos.

O valor do deságio aplicável aos empréstimos a adquirir aos bancos seria fixado individualmente para cada país, após ouvidos os pareceres das instituições internacionais, do Clube de Paris, etc. Os descontos, que raramente atingiriam os valores das taxas de deságio praticadas no mercado secundário, levariam em conta diversos fatores, incluindo avaliações profissionais da

capacidade de pagamento de juros pelo devedor, as concessões consideradas apropriadas em face do programa de reformas estruturais adotado, e o valor dos empréstimos no mercado secundário.

Devido aos descontos, as necessidades de caixa do Instituto para o serviço dos seus títulos de dívida seriam substancialmente inferiores aos pagamentos atualmente efetuados pelos países em desenvolvimento. A diferença permitiria a concessão de um alívio considerável do serviço das dívidas pelos países em desenvolvimento participantes.

Uma vez adquiridas as dívidas existentes, o Instituto trataria de *subordiná-las* a todos os novos empréstimos que viessem a ser contraídos posteriormente, enquanto a subordinação se mantivesse em efeito. Assim, os novos empréstimos teriam prioridade sobre os pagamentos a fazer ao Instituto pelos empréstimos bancários antigos. A subordinação e o alívio dos encargos do serviço das dívidas, que se manteriam em efeito enquanto os países continuassem a executar as reformas estruturais acordadas, facilitariam aos países em desenvolvimento o acesso a novas fontes de crédito.

A essência deste nosso plano é uma repartição dos sacrifícios entre os bancos, os países em desenvolvimento e os países desenvolvidos, com uma participação conjunta nos benefícios.

O alívio e a subordinação das dívidas ofereceriam aos países em desenvolvimento maiores possibilidades de crescimento e maiores incentivos para a manutenção de políticas que, embora reconhecidamente penosas, são necessárias para o saneamento econômico e a recuperação da capacidade creditícia. Os bancos comerciais, embora tivessem que absorver o deságio, receberiam em troca títulos de alta qualidade, livrando-se assim de uma maior desvalorização das suas carteiras de empréstimos. E as ações preferenciais oferecem aos bancos a possibilidade de participar no futuro dos países em desenvolvimento. Em troca do seu apoio financeiro ao plano, os países desenvolvidos beneficiariam de um crescimento mais robusto nos países em desenvolvimento, melhores mercados para as suas exportações, e maior estabilidade do sistema financeiro internacional. O FMI e o Banco Mundial passariam a dispor de novos poderes e novas

opções, que excederiam em grande medida as suas atuais capacidades de ação.

O programa seria posto em prática país por país, à medida que os devedores optassem pela participação. A título de exemplo, o Instituto poderia começar por experimentar o programa através da aquisição dos 25 bilhões de dólares em empréstimos bancários oficiais da Venezuela e da Nigéria. Logo veríamos como é que isso funcionaria. A seguir, as compras seriam alargadas aos cerca de 60 bilhões de dólares em empréstimos bancários ao Brasil ou ao México.

Se os dezessete países em desenvolvimento abrangidos pelo Plano Baker decidissem participar, o Instituto acabaria por adquirir empréstimos bancários com um valor nominal de cerca de 250 bilhões de dólares. Se o deságio médio fosse de 40%, essas dívidas seriam adquiridas por 150 bilhões de dólares. Em troca, os bancos receberiam 125 bilhões de dólares em títulos de dívida consolidada e 25 bilhões de dólares em ações de participação preferenciais.

O programa poderia ser bastante menor,

- se houvesse países que decidissem não participar, ou
- se o Instituto não lograsse negociar condições mutuamente aceitáveis, ou
- se o Instituto decidisse excluir qualquer país por considerar que as suas ações eram as de um devedor “desonesto”.

Como se vê, o conceito proposto é de natureza modular.

Perguntas sobre a proposta

Isto é um resumo dos pontos principais do plano. E agora, se me permitem, gostaria de responder rapidamente a algumas das perguntas e das críticas que o plano suscitou até o momento.

- “É um esquema para socorrer os bancos?”

Não. Visto que o Instituto compraria aos bancos os empréstimos dos países em desenvolvimento com um desconto, os bancos teriam de absorver uma perda efetiva e substancial.

- “O plano põe em perigo o sistema financeiro?”

Pelo contrário, ajudará o sistema bancário em seu todo. As perdas sofridas pelos bancos com a troca, embora reais, são contidas e suportáveis. O perigo de uma maior desvalorização

dos empréstimos atualmente nos seus livros é evitado, dado que os bancos receberão títulos de alta qualidade que vencem juros em troca dos seus empréstimos descontados. Devido à melhoria da qualidade dos valores incluídos nos seus ativos, é de se esperar que os bancos seriam autorizados a amortizar o prejuízo ao longo de vários anos, com a parcela não amortizada contabilizada como uma reserva no capital próprio do banco.

- “Será que o desconto do preço dos empréstimos, aos países em desenvolvimento não abala a capacidade creditícia desses países e limita o seu acesso no futuro aos mercados de crédito?”

Não mais do que atualmente, quando os baixos preços praticados no mercado secundário dos empréstimos aos países em desenvolvimento refletem as avaliações correntes de sua capacidade creditícia, e quando a concessão de novos empréstimos em termos comerciais aos países em desenvolvimento é praticamente inexistente.

- “O Instituto repassaria diretamente o deságio aos países em desenvolvimento?”

Não de uma forma automática ou permanente. Inicialmente, o Instituto exigiria apenas a um país em desenvolvimento o pagamento de um montante, a título de serviço da dívida, que cobrisse os juros dos títulos de dívida consolidada emitidos, de forma a conceder ao país em desenvolvimento um alívio suficiente da sua carga devedora que lhe permitisse retomar o crescimento. Alguns dos países em desenvolvimento de baixa renda podem nunca vir a ter meios para cobrir muito mais do que isso, portanto uma parcela das suas dívidas seria cancelada. Porém, num prazo mais dilatado, muitos dos países em desenvolvimento poderão crescer a um ritmo suficiente, mediante a adoção de políticas adequadas, e poderão ganhar o suficiente para a cobertura do serviço de um nível mais alto das suas dívidas.

Os bancos participarão nisso através das ações de participação preferenciais do Instituto.

- “O Instituto não suscita o risco de induzir os países em desenvolvimento a suspenderem o serviço corrente das suas dívidas ou a implementação de programas de ajustamento para fazerem baixar o valor de mercado das dívidas e aumentarem o deságio?”

Mais uma vez, a resposta é não, pois o Instituto não teria de negociar pacotes para a aquisição das dívidas de países “desonestos”, nem compraria as dívidas aos preços artificialmente baixos cotados no mercado secundário.

- “Há realmente interesse num plano geral?”

Não há interesse num plano geral que trate todos os países de forma idêntica. Mas isso é muito diferente de uma abordagem abrangente, modular e flexível, que adapte as medidas de saneamento às condições específicas de cada país. O que se pretende é uma abordagem deste tipo — e o Instituto foi concebido precisamente para isso.

- “O Instituto proporciona um alívio suficiente aos países devedores para permitir a reanimação do crescimento econômico nos países em desenvolvimento?”

O objetivo é reduzir para níveis sustentáveis a parcela das receitas das exportações que é consignada ao pagamento dos juros, possivelmente para 20% ou menos, nível esse que é geralmente considerado como o máximo aceitável para países com capacidade de crédito. Na maioria dos casos, o Instituto teria meios de conseguir isso.

- “Como é que seria determinado o deságio a aplicar às dívidas de um determinado país?”

A taxa de desconto variaria de país para país, de acordo com uma série de fatores, incluindo o valor atribuído aos empréstimos no mercado secundário e o nível da dívida que cada país pode suportar, atendendo às suas exportações atuais e às projeções para o futuro. Correntemente, o valor dos empréstimos aos países em desenvolvimento oscila entre cerca de 5% do seu valor facial, no caso do Peru, e 60% para a Colômbia ou o Chile. Esses preços verificam-se em mercados bastante restritos, caracterizados pela existência de um número maior de vendedores do que de compradores, mas representam valores mínimos. Por outro lado, as projeções que elaboramos para todos os dezessete países sugerem que descontos da ordem de 30 a 90% do valor facial dos empréstimos seriam suficientes para reduzir o quociente entre os pagamentos do serviço da dívida e as receitas das exportações para todos os empréstimos, não só bilaterais e multilaterais como os dos bancos comerciais, para o

nível de 20% que geralmente é considerado como o ponto de deterioração da capacidade creditícia. No caso de só serem descontados os empréstimos bancários e os empréstimos bilaterais, as taxas de deságio teriam de ser mais elevadas.

- “Por que é que os contribuintes dos países desenvolvidos têm de arcar com os custos de salvamento dos países em desenvolvimento e do sistema financeiro?”

Os contribuintes já têm essa conta à sua frente. Se o fardo do endividamento dos países em desenvolvimento produzir um colapso dos bancos, os governos terão de proteger o sistema bancário. Nos Estados Unidos, os depósitos bancários são segurados pelo governo. De fato, um investimento prudente efetuado agora pelos governos dos países desenvolvidos pode bem equivaler a um gasto de um centavo para economizar futuramente um dólar ou uma libra. Além disso, os contribuintes obtêm os benefícios de mais exportações, mais empregos e maior crescimento nos países desenvolvidos se os países em desenvolvimento não estiverem manietados pelo fardo das suas dívidas.

Deixem-me ser bem claro. Eu creio que os governos dos países desenvolvidos têm que assumir um interesse financeiro no programa, se de fato pretendemos apoiar o crescimento e a estabilidade do sistema financeiro mundial. No entanto, os custos iniciais a suportar pelos governos podem ser pequenos. O programa poderia ser financiado de forma semelhante a um Aumento Geral de Capital do Banco Mundial, com o pagamento à vista de uma parcela e o resto sujeito a chamada. Alternativamente, o seu financiamento poderia ser feito no âmbito do FMI através de um esquema de créditos contingentes a financiar pelo aumento das quotas dos países do grupo G-7. Nos EUA, pelo menos, essa fórmula não resultaria em nenhum aumento dos gastos governamentais. Também é possível, creio, que o Japão possa suportar uma parcela desproporcionada dos custos, a fim de reciclar as suas poupanças excedentárias de uma forma construtiva.

Abordagens abrangentes alternativas

Na sua forma atual, será o Instituto da Dívida e do Desenvolvimento Internacional a melhor solução? Não necessaria-

mente. A proposta foi apresentada para suscitar e iniciar um diálogo ativo. E creio que isso está acontecendo. Penso que esta idéia serve de modelo daquilo que tem de ser feito para fomentar o crescimento econômico nos nossos países e no exterior, para incrementar o comércio mundial, e para conferir maior estabilidade ao sistema bancário mundial — tudo isso, creio, provavelmente a um custo mínimo a longo prazo para os países desenvolvidos. Nós, na verdade, já elaboramos variantes da nossa proposta inicial que incluem alterações na composição dos títulos de dívida consolidada e das ações de participação preferenciais a emitir pelo Instituto. Uma dessas variantes oferece maior flexibilidade aos bancos, mas também requer que sejam os bancos, e não os governos dos países desenvolvidos, a financiar o fundo de reserva inicial.

Mas há ainda várias outras abordagens que podem ser estudadas. Deixem-me descrever em poucas palavras três alternativas que eu e os meus associados temos vindo a discutir desde fevereiro. Segundo penso, qualquer delas poderia e deveria utilizar a estrutura do Instituto, na medida em que tratam da criação de incentivos substanciais para uso pelo FMI e pelo Banco Mundial no estímulo de programas de reformas estruturais amplas nos países em desenvolvimento.

1. Um fundo de seguro cativo

Uma alternativa bem pensada, proposta pelo Sr. Ritchie, presidente do Bank of Nova Scotia, consiste em se preservar o valor nominal das dívidas dos países em desenvolvimento nas carteiras de empréstimos dos bancos, mas reduzindo os pagamentos dos juros para níveis compatíveis com as disponibilidades dos países em desenvolvimento. Qualquer redução das taxas de juros seria capitalizada, isto é, esse valor seria adicionado ao montante principal. Para manter os pagamentos dos juros no caso onde ocorrerem problemas não econômicos ou dificuldades de natureza externa, os bancos financiariam os custos iniciais da constituição de um fundo de seguro cativo, que teria também o apoio de garantias governamentais. É possível que também houvesse um elemento de resseguros privados. Finalmente, o montante principal dos empréstimos seria convertido em obrigações

sem cupões emitidas pelos países do grupo G-7 e adquiridas pelos países em desenvolvimento, ou em seu nome pelo FMI ou o Banco Mundial.

Charles Sanford, do Bankers Trust, também tem estudado um esquema parecido. Várias instituições japonesas têm feito diligências acerca da viabilidade de uma iniciativa baseada num seguro com o apoio importante de uma agência japonesa.

A idéia do fundo de seguro oferece diversas vantagens. Preserva o valor nominal dos empréstimos, evita o lançamento de grandes baixas nos livros, protege os bancos, pode ser posta em prática rapidamente, não requer nenhuma entrada de dinheiro do governo, proporciona aos países em desenvolvimento uma redução dos custos de serviço da dívida, e não cria um desincentivo à concessão de novos empréstimos. Tal como a proposta originalmente apresentada para a criação do Instituto, esta fórmula evita novas desvalorizações dos ativos dos bancos, confere novos poderes ao FMI e ao Banco Mundial, e reforça os programas condicionados para os países em desenvolvimento.

Quais são as desvantagens? De acordo com o plano, embora haja um alívio dos pagamentos de juros correntes, as dívidas dos países em desenvolvimento vão aumentando à medida que os juros adiados forem adicionados ao montante principal. Conseqüentemente, os encargos a assumir pelos governos dos países desenvolvidos para o seguro dos pagamentos dos juros também aumentam. Com a elevação das dívidas, os países em desenvolvimento teriam menos possibilidades de libertar-se do ciclo vicioso do serviço da dívida. Além disso, não é muito provável que houvesse credores dispostos a conceder novos empréstimos a esses países.

2. O perdão direto das dívidas

Uma proposta apresentada na Câmara dos Representantes dos EUA, pelo congressista Don Pease, de Ohio, que se tem debruçado sobre esta questão, consiste no repasse direto do deságio aos países em desenvolvimento sob a forma de perdão das dívidas, com um mínimo de condições. Outras das disposições incluídas na proposta de constituição do Instituto, tais como

uma troca de empréstimos aos países em desenvolvimento por obrigações garantidas pelos governos, manter-se-iam de pé. Isto seria certamente mais atraente para os países em desenvolvimento, que assim obteriam um alívio imediato e duradouro do peso das suas dívidas. Contudo, isso seria também mais danoso para os bancos e o sistema financeiro, visto que os rendimentos a curto e longo prazos dos ativos bancários seriam reduzidos. Além disso, os países devedores veriam que tal negócio não lhes seria totalmente favorável, pois é provável que os futuros empréstimos privados fossem escassos. Dentro dos países em desenvolvimento, as forças que apóiam políticas econômicas responsáveis e disciplinadas poderiam também ser debilitadas pelo perdão direto das dívidas.

3. Pagamento do serviço da dívida corrente com moedas locais

Uma terceira idéia, que está sendo articulada pelo Prof. Rudiger Dornbusch, do Massachusetts Institute of Technology, permitiria que os países em desenvolvimento pagassem a totalidade ou uma parte do serviço da dívida com as suas moedas nacionais. Os bancos seriam obrigados a reinvestir os pagamentos em moeda local nos respectivos países durante um certo número de anos. Em troca, os países em desenvolvimento teriam de eliminar os seus déficits orçamentais e de remover as restrições ao investimento estrangeiro. Na definição daquilo que constituiria um orçamento equilibrado já figurariam os pagamentos de serviço de dívidas, a fim de evitar pressões ou tentações inflacionárias.

Uma das grandes vantagens desta proposta é que os países em desenvolvimento ficariam livres da sua necessidade de gerar divisas para a cobertura dos pagamentos da dívida, e ao mesmo tempo obteriam novos investimentos. O risco para os bancos, claro, é que essas receitas não seriam repatriáveis, e de acordo com as normas contábeis atuais os bancos teriam certamente de classificar os seus empréstimos em situação de inadimplemento. Nesse caso, o custo para os bancos seria enorme, e isso teria repercussões na estabilidade do sistema financeiro. No entanto, a interposição de uma entidade como o Instituto entre os ban-

cos e os países em desenvolvimento poderia permitir que o esquema funcionasse.

Estes exemplos não esgotam a lista de idéias disponíveis. O plano do Morgan para o México, de um leilão de dívidas contra a entrega de títulos garantidos por obrigações sem cupões do Tesouro dos EUA, uma idéia apresentada há algum tempo por Michael Faber, do Sussex Institute of Development, pode ser ampliado. Segundo eu soube, os japoneses têm estudado as possibilidades de um auxílio nesses moldes. Além disso, no FMI e no Banco Mundial estão sendo estudadas propostas para a prestação de diversas formas de assistência por essas instituições. Entre elas, por exemplo, garantias para uma parcela substancial das dívidas existentes em troca de algumas baixas pelos bancos.

Conclusões

Eu saúdo a apresentação destas e de outras idéias para a articulação de soluções abrangentes. Tudo o que produzir uma discussão ativa de alternativas é um passo em frente. Àqueles que alegam que o tratamento atual de cada caso individual está dando certo, e que não há necessidade de uma solução abrangente, eu pergunto: o que é que acontecerá se estiverem enganados? Por que não experimentar uma variedade de abordagens e mantê-las disponíveis para o caso de virem a ser necessárias? Àqueles que consideram que a mera discussão de soluções abrangentes tem um efeito desestabilizador, eu pergunto: como é que esperam conter a subida da maré? A recusa à discussão, e à procura de soluções mais vastas, é uma atitude que só lembra a da avestruz.

Em suma, portanto, chegou a hora de apoiar o aumento geral de capital do Banco Mundial. Chegou a hora de fortalecer o GATT. E chegou a hora de se passar à etapa seguinte do Plano Baker, mediante a elaboração de um quadro abrangente, provido de flexibilidade e de múltiplas opções, para lidar com as dívidas dos países em desenvolvimento. Todos nós temos um interesse individual e coletivo em que isso aconteça.

Dentro de pouco tempo vai realizar-se em Toronto a reunião de cúpula dos chefes de governo do grupo G-7. Esperemos

que o comércio e as dívidas dos países em desenvolvimento ocupem um lugar destacado nas suas conversações.

Muito obrigado.

SUMÁRIO DA PROPOSTA

Objetivos da nova entidade

- Oferecer ao Fundo Monetário Internacional e ao Banco Mundial novas opções, poderes e incentivos para a negociação dos programas de condições das políticas econômicas e para a revisão do serviço da dívida dos países em desenvolvimento;
- Atuar como entidade reorganizadora junto de cada país, para a reestruturação das respectivas dívidas.

Organização

Será formada uma instituição multinacional (o "Instituto"), constituída por vários dos maiores países industrializados não comunistas (os "Governos Patrocinadores"). O Instituto adquirirá, das instituições financeiras, principalmente dos bancos (os "Bancos"), com um desconto substancial, todas as dívidas públicas dos países menos desenvolvidos e grandemente endividados que decidam participar (os "Países Participantes").

Estrutura do capital

Os Governos Patrocinadores comprarão ações ordinárias (em numerário ou com a obrigação de contribuir) e se comprometerão a comprar uma classe de ações preferenciais (as "Ações Preferenciais de Patrocinador") no caso de o Instituto ficar impossibilitado de servir sua dívida. Por cada dólar de capital das ações ordinárias aceites pelos Governos Patrocinadores, serão emitidos dois dólares de uma segunda classe de ações preferenciais (as "ações de participação preferenciais") e serão emitidos US\$ 10 de dívida sob a forma de *consols* (obrigações perpétuas ou títulos de dívida consolidada) para a compra das dívidas dos Países Participantes.

Conselho de Administração

O Conselho de Administração será constituído por representantes dos Governos Patrocinadores, do Banco Mundial, do Fundo Monetário Internacional, dos Países Participantes e dos Bancos. O direito a voto será atribuído principalmente aos Governos Patrocinadores, com base na proporção de sua contribuição de capital, ficando os principais contribuintes com certos direitos de veto.

Direção Geral

A direção geral é da responsabilidade conjunta do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial.

Acordos com os Países Participantes

O Instituto negociará acordos relativos às dívidas públicas, país por país.

Cada País Participante se comprometerá a pagar, por um período de dois anos ou mais, fundos suficientes para que o Instituto mantenha um *cash-flow* positivo (isto é, as cobranças serão superiores ao montante dos juros relativos à aquisição da dívida do país em questão).

Subordinação da dívida corrente dos Países Participantes

O Instituto concordará em subordinar a dívida corrente do País Participante a novos financiamentos efetuados após a dívida existente ter sido adquirida. A subordinação (*subordination window*) permanecerá em vigor a menos ou até que o Instituto notifique seu cancelamento.

Aquisição da dívida de um País Participante

O Instituto adquirirá dos Bancos a dívida de um País Participante em troca de *consols* e de “ações de participação preferenciais”.

Consols (títulos de dívida consolidada)

Os *consols* possuirão uma taxa de juro variável igual à LIBOR, mas que não ultrapasse a taxa máxima fixada. O paga-

mento de juros será apoiado por um fundo de reserva (os fundos originais serão constituídos pelas contribuições de capital feitas pelos Governos Patrocinadores) e pelos compromissos dos Governos Patrocinadores de comprar “ações preferenciais de patrocinador”. Embora não tenham uma data fixa para o reembolso do capital, os *consols* poderão ser amortizados quando a reserva atingir um certo nível.

Ações de participação preferenciais

As “ações de participação preferenciais” darão aos Bancos o direito a receber uma parcela dos juros cobrados aos Países Participantes.

Operações permanentes

O Instituto

- acompanhará as economias dos Países Participantes;
- realizará renegociações periódicas da dívida quando as circunstâncias o justificarem;
- oferecerá incentivos para a adoção de políticas orientadas para o mercado e aplicará sanções para os não pagamentos deliberados.

Vantagens para os Países Participantes

Todos os Países Participantes se beneficiarão de um alívio da dívida em certa medida, com a redução dos juros, do montante principal, ou de ambos.

Financiamento pelo setor privado

As instituições financeiras do setor privado devem estar dispostas a conceder fundos adicionais aos Países Participantes, pelo menos créditos comerciais a curto prazo e para o financiamento de projetos durante a vigência de uma *Subordination Window*, e a participar em projetos de co-financiamento com instituições multinacionais de desenvolvimento. Assim, o esquema de subordinação obtido pela reorganização da dívida, bem como a melhoria das suas economias resultante de reformas estruturais, darão aos países em desenvolvimento o acesso aos recursos necessários para um crescimento econômico renovado.

INSTITUTO DA DÍVIDA E DO DESENVOLVIMENTO INTERNACIONAL UMA INSTITUIÇÃO DE REORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL

Introdução

A proposta apresentada neste documento pretende ser uma análise global do problema da dívida dos países em desenvolvimento, fundamentada na partilha de encargos. Aborda os difíceis problemas econômicos e políticos resultantes da crise mundial e da dívida, ao interpor entre os países devedores e os países credores uma entidade multinacional recém-criada, chamada de Instituto da Dívida e do Desenvolvimento Internacional (o “Instituto”).

Em resumo, o Instituto é uma entidade que reúne diferentes partes interessadas para formar uma estrutura global para a implementação de uma série de medidas a aplicar individualmente a cada país, com vistas à resolução do problema da dívida dos países em desenvolvimento. Trata-se de uma entidade nova que utilizará o pessoal e os serviços do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial. O programa será patrocinado por um grupo dos mais importantes países industrializados não comunistas (os “Governos Patrocinadores”), bem como pelo FMI e o Banco Mundial.

O Instituto tem dois objetivos fundamentais:

1. dar ao FMI e ao Banco Mundial novas opções, poderes e incentivos para negociação de programas de condições para a revisão das políticas econômicas e do serviço da dívida dos países em desenvolvimento;
2. atuar como entidade reorganizadora das dívidas dos países em desenvolvimento através da aquisição, mediante desconto, das dívidas públicas desses países junto dos bancos, país por país, em troca de obrigações a longo prazo de alta qualidade.

O Instituto negociará com os países devedores convidados e que decidam participar do programa (os “Países Participantes”). A atuação do Instituto dará flexibilidade e amplitude às negociações que complementem, mas contudo ultrapassem, os programas atuais do FMI e do Banco Mundial. Para atingir este

objetivo, o Instituto adquirirá qualquer dívida pública a longo prazo que os Países Participantes devam a instituições financeiras privadas.

O programa do Instituto se iniciaria com a dívida de apenas um dos Países Participantes (ou talvez de vários), e se expandiria em seguida para incluir outros. O Instituto poderá fazer concessões, em circunstâncias apropriadas, que supram as limitações financeiras à possibilidade de crescimento das economias dos países devedores. Ao mesmo tempo, o Instituto terá a possibilidade de oferecer fortes incentivos às reformas estruturais orientadas para o livre funcionamento do mercado e para a disciplina financeira, através de formas de alívio da dívida.

Os participantes e os observadores da crise da dívida estão amplamente de acordo quanto à necessidade urgente de pôr novos fundos à disposição dos países devedores, para que estes tenham meios de promover uma nova expansão econômica. É necessário que se verifique um crescimento significativo que permita a esses países servir as suas dívidas. Há igualmente um consenso geral sobre a necessidade de maior disciplina por parte dos próprios países para que tal aconteça. A Iniciativa Baker, e o "Menu de Opções" que se lhe seguiu, abordam estas necessidades. Este plano deu tempo às instituições financeiras credoras para aumentarem suas reservas e dispor de flexibilidade para tratar a crise no futuro. No entanto o fluxo de novo capital destinado ao apoio do crescimento econômico dos países devedores, que fora contemplado pelo plano, não se materializou em montantes adequados. Além disso, o ajustamento estrutural nos países devedores não foi suficientemente extenso e consistente. O Instituto foi concebido para pôr em prática os objetivos da Iniciativa Baker, numa perspectiva da conjugação dos interesses dos países desenvolvidos com os dos países em desenvolvimento e do setor financeiro privado. Ao reordenar a prioridade das obrigações dos países participantes através da *subordinação* das obrigações do Instituto, o plano torna economicamente viáveis novos financiamentos aos países devedores pelas instituições financeiras do setor privado e pelos mercados de capitais dos países desenvolvidos.

Há uma extrema necessidade de se restabelecer a estabilidade financeira e creditícia do sistema bancário mundial. Essa

tarefa se torna particularmente importante atualmente, numa altura em que os bancos estão experimentando perdas reais nas vendas de empréstimos e o Conselho Federal de Padrões Contábeis (FASB) está discutindo um novo sistema (*mark-to-market*) nos Estados Unidos.

O plano criará uma estrutura através da qual os países menos desenvolvidos tenham a oportunidade de, através de reformas estruturais de sua própria iniciativa, obter credibilidade e assentar os alicerces de um crescimento ordenado e duradouro. Maior credibilidade permitirá o retorno do capital anteriormente expatriado e um crescimento dos investimentos diretos, tanto estrangeiros como internos. Depois de examinar as vantagens da proposta para as partes interessadas, e de apresentar a nossa conclusão sobre os seus benefícios, faremos uma descrição detalhada dos aspectos da proposta.

Vantagens da proposta para os Governos Patrocinadores

- Uma estrutura global para a solução da atual crise da dívida que encoraje reformas estruturais e acelere o crescimento do comércio internacional em todos os países.
- *Flexibilidade* nas relações com os Países Participantes.

O Instituto estará preparado para:

- encorajar a implementação acelerada das políticas orientadas para o mercado nos Países Participantes;
 - promover o comércio livre através da redução de tarifas e de modificações nas leis reguladoras dos investimentos;
 - favorecer o crescimento a longo termo das economias dos Países Participantes ao moderar os atuais programas rígidos de reembolso;
 - oferecer fortes incentivos para uma gestão econômica prudente dos Países Participantes;
 - considerar fatores não econômicos na avaliação da situação dos Países Participantes.
- a subordinação das dívidas existentes estimulará o aumento do fluxo de novos fundos privados para os Países Participantes, que passará a atingir montantes mais significativos do que os

atingidos com os esquemas atuais. O esquema de subordinação, aliado a um maior crédito dos programas nacionais, encorajará a participação das instituições financeiras nos projetos de cofinanciamento com as organizações de desenvolvimento multinacionais.

- aumento do emprego nos países desenvolvidos, em resultado do aumento das exportações para as economias revitalizadas dos Países Participantes.

Vantagens da proposta para as instituições financeiras

- Proteção contra desvalorização *adicional* dos seus empréstimos aos Países Participantes, e contra as pressões atuais para a concessão de novos empréstimos, sem prioridade de reembolso, sob a ameaça de uma moratória.
- Maior valor de mercado e melhor cotação creditícia devido à redução do risco. A par de uma maior credibilidade dos balanços e das declarações de resultados, virão melhores cotações para as suas ações e a oportunidade de levantar capitais necessários com um ágio sobre o seu valor contábil.
- Empréstimos futuros estritamente voluntários.
- Participação nos lucros do Instituto, baseada na experiência de boa cobrança dos empréstimos aos Países Participantes.

Vantagens da proposta para os Países Participantes

- Maior acesso a novos financiamentos, especialmente empréstimos ao comércio a curto prazo e financiamento de projetos, de uma variedade de fontes, como resultado da subordinação dos empréstimos existentes.
- Maiores possibilidades de venda de obrigações negociáveis.
- Concessões de pagamento adequadas que facilitem o crescimento económico, tomando em consideração uma série de fatores que não dependem das decisões de financiamento a curto prazo.
- Reconhecimento da importância do crescimento económico a longo termo para o serviço da dívida.
- Com melhores perspectivas de crescimento do país, existirão novas possibilidades de atrair investidores dispostos a aplicar

novos fundos, para além daqueles que converterem dívidas pendentes.

Conclusão

O Instituto apresenta uma estrutura para a abordagem geral da presente crise da dívida, através do reajustamento das relações entre as partes. Suas principais vantagens:

1. há uma distribuição eqüitativa das perdas atuais e dos riscos e benefícios futuros dos empréstimos feitos até o presente. As instituições financeiras que inicialmente fizeram os empréstimos ficam com o encargo do desconto, enquanto que o Instituto assumirá quaisquer dificuldades subseqüentes e gozará do benefício das receitas dos reembolsos de capital que excederem o montante pago pelos empréstimos. Este benefício reverterá, em última análise, para as instituições financeiras, para os Países Participantes, e, possivelmente, para os Governos Patrocinadores.

2. a transferência da dívida das instituições financeiras para uma organização multinacional restabelecerá um maior grau de previsibilidade e de estabilidade no sistema bancário em geral.

3. o fato de uma entidade multinacional passar a deter todas as dívidas públicas dos países participantes anteriormente devidas a instituições privadas permitirá uma maior flexibilidade nas relações com os Países Participantes. Isso implica a possibilidade de se adotarem políticas que favoreçam o crescimento econômico, de preferência a uma insistência rígida nos pagamentos atuais. Ao mesmo tempo, o Instituto terá influência econômica suficiente para levar os Países Participantes a fazerem reformas estruturais mais profundas e a gerirem suas economias com responsabilidade fiscal.

4. atuando como uma entidade reorganizadora internacional, irá revisar as prioridades das obrigações dos Países Participantes. Através desta recapitalização da estrutura financeira dos Países Participantes, o plano facilitará um apoio financeiro continuado das instituições financeiras privadas a esses países.

ANEXO

**Países menos desenvolvidos grandemente endividados para possível
inclusão na proposta do Instituto**

Dívidas públicas ou com a garantia dos governos a longo prazo,
contraídas junto das instituições financeiras¹

País	(em bilhões de dólares)
México	63,88
Brasil	57,45
Argentina	30,50
Venezuela	16,44
Chile	10,17
Nigéria	8,45
Filipinas	6,24
Iugoslávia	5,45
Equador	4,91
Peru	4,36
Marrocos	3,84
Colômbia	3,64
Costa do Marfim	2,88
Uruguai	2,22
Bolívia	0,84
Subtotal	221,27 ²
Costa Rica	1,91
Jamaica	0,41
Total	223,59

¹ Fonte: The World Bank, *World Debt Tables* (edição de 1988-1987).

² O total da dívida dos 15 países mais endividados em 1987 era de US\$ 230,7 bilhões (segundo a *World Economic Outlook*, do FMI, de abril de 1987), ou seja, aproximadamente mais 4,3% do que o total em 1985 da lista acima.

Uma proposta de linha de crédito para reestruturação de dívida*

Arjun K. Sengupta**

Introdução

Em seu relatório de agosto de 1987, os ministros do Grupo dos 24 países em desenvolvimento das instituições Fundo-Banco propuseram uma abordagem para a questão da dívida que identificava a magnitude da dívida pendente como o problema mais crucial a ser enfrentado. Eles instaram o Fundo a desempenhar um papel importante, passando “da administração da crise à resolução do problema”, e a adotar “uma abordagem de reconstrução da dívida” que incluísse, entre outras coisas, cancelamentos graduais do excesso de dívida pendente, com base em uma avaliação adequada da capacidade de um país de pagar o serviço da dívida.

Nos parágrafos seguintes, pretendo esboçar uma proposta de criação de uma Linha de Crédito para Reestruturação de Dívida (LCRD) no âmbito do Fundo, a qual, creio, é uma ela-

* Publicado originalmente em *The World Economy*, volume II, n.º 2, junho de 1988. Traduzido por Octacílio F. Nunes Jr. e revisado por Gilberto Tadeu Lima.

** Diretor-representante da Índia no Fundo Monetário Internacional.

boração da abordagem supracitada.¹ Como a maioria das propostas nessa área, alguns de seus aspectos são semelhantes a outros esquemas já cogitados. Mas ela desenvolve uma abordagem para sua conclusão lógica, explicando detalhadamente a exequibilidade e a conveniência do esquema como um todo do ponto de vista dos devedores, dos credores e da comunidade internacional.

A proposta com a qual talvez ela tenha maior afinidade é a que Okita, Jayawardena e eu fizemos de uma Linha de Crédito para Reconstrução de Dívida em nosso *Wider Study* n.º 2, que foi publicado em Tóquio em maio de 1987.² Aquela proposta se baseava em uma ação internacional prévia para reduzir a dívida pendente sem afetar o acesso ao crédito dos países endividados, para facilitar acréscimos subseqüentes de novos empréstimos. O mecanismo institucional sugerido para pôr isso em prática, entretanto, era não só muito ambicioso, mas também excessivamente orientado pelas preferências de mercado existentes para obter todos os benefícios da iniciativa.³

1. Estou fazendo essa proposta por minha própria conta, sem comprometer nenhum de meus superiores, que represento na Diretoria Executiva do Fundo, ou qualquer dos membros do Grupo de Trabalho que preparou a minuta do relatório para os ministros do G-24 em 1987.

2. "Mobilizing International Surpluses for World Development: A Wider Plan for a Japanese Initiative", relatório de um grupo de estudo composto por Saburo Okita, Lal Jayawardena e Arjun Sengupta, Instituto Mundial para Pesquisa Econômica sobre Desenvolvimento, da Universidade das Nações Unidas, Helsinque, Finlândia. Esse relatório foi publicado em Tóquio em maio de 1987, e é uma continuação de um estudo anterior (*Wider Study Group Series*, n.º 1, abr. 1986).

O Relatório do Grupo dos Vinte e Quatro Ministros se baseou no relatório de um grupo de trabalho elaborado em março de 1987. Ver *IMF Survey*, 10.8.1987, Suplemento ao Relatório do Grupo dos 24 Delegados, Washington, D.C.

3. O mecanismo deveria operar com um pequeno capital integralizado, mas um grande capital subscrito, com uma alta taxa de alavancagem, emitindo títulos de longo prazo para trocar pelas dívidas dos PMD com desconto de mercado. Era semelhante à proposta de Percy Mistry (posteriormente publicada na revista *Banker*, de setembro de 1987), a qual por sua vez era inspirada nas propostas anteriores de Felix Rohatyn, do Representante John LaFalce e do Professor Peter Kennen.

Na proposta que fazemos neste texto o FMI deve desempenhar um papel-chave, por meio do estabelecimento de uma Linha de Crédito para reestruturação de dívida e da organização de uma ação internacional prévia como um acerto extramercado para reestruturar a dívida pendente de um país. O objetivo é melhorar o funcionamento dos mercados de capital internacionais por meio, em primeiro lugar, da eliminação da excessiva dívida pendente, após o que as forças normais de mercado deveriam ser capazes de atender às necessidades dos países endividados. Diferentemente dos outros esquemas, onde títulos e dívidas são permutados no mercado e os custos e ganhos são repartidos entre os participantes por meio de uma espécie de leilão ou barganha de mercado, em nosso esquema eles são determinados por meio de negociações, com trocas transparentes fora do mercado. Essa nova Linha de Crédito emitiria sua própria dívida na forma de títulos LCRD garantidos, em troca de uma parte da dívida de um país específico com os bancos credores a um preço combinado, relacionado, mas não necessariamente igual, ao preço no mercado secundário. Os bancos credores cancelariam outra parte da dívida desse país e conservariam o restante, além dos títulos LCRD de alta qualidade. Essa Linha de Crédito reemitiria os créditos contra o país devedor com a mesma programação de pagamentos que a dos títulos LCRD. O país devedor concordaria em adotar as medidas de política econômica de um programa do Fundo como contrapartida de um alívio significativo em sua dívida pendente.

Esse "ajuste extra-mercado" da dívida existente seria sem dúvida influenciado por suas características de mercado; e o objetivo seria obter o grau máximo de negociabilidade das dívidas dos países menos desenvolvidos (PMD). Isso exigiria uma negociação coordenada sob a liderança de uma organização intergovernamental como o FMI, que tem autoridade para persuadir todas as partes interessadas a alcançarem um acordo sobre a repartição dos custos e benefícios, e a levarem a cabo suas obrigações subseqüentes em seu próprio interesse de longo prazo. O Fundo deveria também assumir, em nome da comunidade internacional, uma parte do custo dessa operação, a qual se espera que beneficie ao longo do tempo não apenas os devedores e credores mas também o próprio sistema internacional.

De fato, o envolvimento do Fundo seria um reconhecimento explícito da completa ligação entre o problema da dívida e o funcionamento do sistema monetário internacional.

Nossa escolha do FMI como o *locus* da Linha de Crédito proposta é ditada pela lógica da proposta e pela realidade das relações financeiras internacionais existentes. Não significa uma velada aprovação da maneira como o Fundo tem atuado nessa área. De fato, para muitos dos países devedores deve haver uma melhora substancial nos métodos de operação do Fundo, assim como na abordagem das políticas prescritas. Não trataremos aqui dessas questões, as quais, de qualquer maneira, deveriam ser examinadas seriamente.⁴ Mas, dada a maneira como o mundo está hoje organizado, localizar a Linha de Crédito no FMI deve ser mais eficiente em termos de custo, com uma razoável credibilidade de todo o esforço, necessária para que ele seja bem-sucedido. O Banco Mundial e outras instituições financeiras de desenvolvimento terão também de desempenhar importantes papéis complementares, os quais discutiremos depois. Essas instituições, contudo, não podem substituir a função do Fundo como instituição cooperativa que sustenta a reestruturação com recursos fornecidos por contribuições diretas dos governos, quando necessário, a um custo e de acordo com métodos determinados por uma política internacional deliberada.

A *rationale* do esquema proposto

A *rationale* do esquema se baseia na proposição de que, para a maior parte dos países devedores problemáticos, não há solução possível para o problema da dívida a menos que o tamanho de sua dívida acumulada, ou pendente, seja reduzido. Isso ocorre porque esses países tomaram empréstimos demais, ou os bancos lhes emprestaram demais, não importando como isso seja visto, nos anos que precederam o princípio da crise da dívida em 1982. As condições econômicas nesses países, assim como no mundo, mudaram de tal maneira em relação às exis-

4. Elas foram tratadas exaustivamente no Relatório do Grupo de Trabalho do G-24, mencionado acima.

tentes no final dos anos 70 que grande parte da dívida contraída por eles àquela época não é mais pagável.

É inútil querer dividir a responsabilidade por essa mudança. Os bancos em conjunto emprestaram demais, além do que seria prudente, superexpondo-se em empréstimos concentrados em poucos países, devido a um erro no cálculo dos riscos que tal procedimento envolvia. Cada um dos bancos estendeu demasiadamente os empréstimos de curto prazo, esperando com isso reduzir seu comprometimento antes que os problemas surgissem. Eles não previram os efeitos do fato de todos os bancos seguirem a mesma estratégia. Os países devedores contraíram dívidas demais esperando que as taxas de juro reais baixas, ou mesmo negativas, se mantivessem indefinidamente. Eles se endividaram principalmente para manter, quando não aumentar, o nível do consumo, sem investir em formação de capital e desenvolvimento tecnológico. As instituições reguladoras dos diferentes países nos quais os bancos credores estão sediados foram em parte também responsáveis, ao tolerar as práticas contábeis dos bancos que permitiram a eles manterem taxas de dividendos atraentes mesmo quando o valor efetivo de seus ativos estava depreciado. Os governos dos países industrializados também estimularam os empréstimos aos países em desenvolvimento de renda média, de modo que os bancos privados pudessem desempenhar um papel decisivo no processo de reciclagem após o choque do petróleo de 1979, como haviam feito, com sucesso, a reciclagem do superávit gerado após o primeiro choque do petróleo.⁵ Com efeito, a OCDE, o FMI e outros importantes organismos internacionais que elaboram previsões continuaram a projetar grandes superávits de petróleo. Eles dificilmente teriam previsto a reviravolta de 1980-1982 e as drásticas mudanças de política econômica dos países industrializados, apertando as políticas monetárias, elevando as taxas de juros e contraindo a demanda, as quais em conjunto produziram a pior recessão desde os anos 30.

As taxas de juros reais, que foram, em média, de 0,7% no período 1973-1980, elevaram-se para 6,7% no período de 1980-1985. As taxas de juros nominais também se elevaram, de 8,4%

5. Essa questão foi levantada por Lord Lever e Christopher Huhne: *Debt and Danger*, Penguin Books, Londres, 1985.

para 12%, entre esses dois períodos.⁶ Houve uma pequena alteração nessa tendência nos últimos dois anos; em 1986, uma queda na LIBOR foi mais que compensada pelos baixos preços do petróleo e em 1987, enquanto os preços do petróleo recuperaram-se em média 25%, houve uma sensível elevação na LIBOR de seis meses para empréstimos em dólar. Além disso, uma queda drástica nos preços das *commodities* levou a uma mudança ainda maior nos termos de troca. O *World Economic Outlook* 1987, do FMI, mostra que, para os países em desenvolvimento importadores de capital com dificuldades recentes para servir a dívida, os termos de troca cresceram a uma taxa média de 2,2% ao ano entre 1973 e 1982. A partir daí, caíram quase constantemente a uma média de 2,68% ao ano entre 1983 e 1987. Houve um aumento nos preços dos produtos primários em 1987, muito provavelmente como uma resposta à desvalorização do dólar, mas a maior parte desse aumento se deu nos preços dos produtos primários não alimentares, que não são os principais itens das exportações dos países em crise de endividamento. Exceto no caso do Chile, que se beneficiou da elevação dos preços dos metais, como o cobre, os principais produtos de exportação latino-americanos, tais como açúcar, trigo, carne, café e cacau, não tiveram aumentos de preço.⁷ De fato, para os países latino-americanos como um todo, os termos de troca começaram a cair drasticamente a partir do início de 1981 e ao longo dos anos seguintes, sendo que entre 1981 e 1986 a taxa média de declínio dos termos de troca latino-americanos foi de cerca de 3,5% ao ano.⁸

A perda de renda real causada pela abrupta deterioração dos termos de troca dos países altamente endividados poderia, por si só, ter tornado muito difícil para esses países servir as dívidas contraídas antes que tal deterioração começasse. Os pro-

6. Um relatório para a Comissão Trilateral: *Restoring Growth in the Debt-Laden Third World*, abr. 1987, p. 75.

7. Jeffrey Sachs e Harry Huizinga, *Brookings Papers, Activity 2, U.S. Commercial Banks and Developing Country Debt Crisis*, 1987, p. 560.

8. Dados da CEPAL citados por Andres Bianchi em "Adjustment in Latin America, 1981-86", in *Growth Oriented Adjustment Programs*, Simpósio FMI/Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial, 1987, p. 184.

blemas foram completados com as grandes elevações das taxas de juros reais, que provavelmente não poderiam ser financiadas pelas taxas de retorno da aplicação dos recursos emprestados anteriormente a custos insignificantes. Isso coincidiu com o fortalecimento do dólar norte-americano, no qual a maior parte da dívida era denominada, o que aumentou ainda mais o peso do serviço da dívida.

Um país que contraiu uma dívida substancial por meio da absorção de grandes fluxos de capital externo durante um período deve fazer pagamentos de juros e amortização ao longo de períodos subseqüentes, e a transferência de recursos (definida como o decréscimo no endividamento líquido mais a saída de receita de capital líquida) dos devedores para os credores pode ser considerada como o custo de uso de recursos externos num período passado. Mas se os pagamentos de juros passam a ser muito maiores do que se esperava que fossem em termos de probabilidade normal, e se o próprio valor de face da dívida contraída também muda consideravelmente — devido a uma valorização da moeda na qual a dívida é denominada muito superior aos cálculos de risco levados em conta pelos devedores —, o peso do serviço da dívida excederá de longe o custo. Conseqüentemente, os problemas teriam sido difíceis de resolver mesmo que os recursos tivessem sido usados adequadamente e obtido a taxa de retorno normal, superior ao custo ao qual as dívidas foram contraídas.

Nesse contexto, a capacidade de um país devedor de servir sua dívida dependeria da magnitude da transferência de recursos requerida desse país. Uma transferência líquida de recursos positiva, seja devido a um decréscimo no endividamento líquido do país — quando os novos empréstimos são menores do que a amortização dos empréstimos antigos mais a saída de receita de capital líquida, por conta de juros, lucros, etc. —, seja devido a um aumento no endividamento líquido que é menor que a saída de receita de capital líquida, significa que o país está exportando mais bens e serviços do que é capaz de importar. Os recursos usados para produzir essas exportações extraordinárias não estarão disponíveis para uso interno no país devedor, para aumentar o consumo ou o investimento. Se essa perda de consumo potencial, devida à transferência de recursos para cum-

prir os compromissos de pagamento do devedor, for maior que o acréscimo em consumo e investimento tornado possível pelo uso dos recursos emprestados do exterior quando a dívida foi contraída, o país, com o passar do tempo, piorará sua situação. Mesmo que o benefício intertemporal líquido não seja negativo, pode ser que o custo ou o peso da dívida seja grande demais para o país durante um período, no caso de a magnitude da transferência líquida de recursos do país devedor em um determinado ano ser grande quando comparada a seu nível corrente de consumo e de renda.

Até por volta de 1982, os 15 países altamente endividados tiveram um aumento anual no endividamento líquido significativamente maior do que a saída de receita de capital líquida. Na Tabela 1 pode-se ver, entretanto, que de 1983 em diante, o aumento no endividamento líquido reduziu-se bruscamente e a saída de receita de capital líquida superou de longe aqueles montantes, gerando uma substancial transferência de recursos desses países. Em relação ao PNB, a transferência de recursos desses 15 países foi de 2,5% em 1983, 4,4% em 1984 e 4,2% em 1985. A despeito disso, não houve nenhum sinal de alívio em seus problemas de endividamento. A relação dívida/PIB para esses países cresceu de 41,7% em 1982 para 48,4% em 1986; a relação dívida/exportações aumentou de 289,8% em 1982 para 337,9% em 1986.⁹

Essa situação tornou-se insustentável, e isso fica claro se essas grandes ordens de transferências de recursos forem confrontadas com o crescimento em termos reais do PIB *per capita* desses países. Para os mesmos 15 países altamente endividados, o crescimento do PIB *per capita* real tornou-se negativo em 1981, manteve-se declinante até 1984 e voltou a ser positivo só em 1985, à pequena taxa de 0,9% (1,4% em 1986).

Nesse contexto, é claro que uma maior transferência de recursos desses países é econômica e, certamente, politicamente insustentável. Sem uma substancial transferência adicional de recursos para esses países parece haver pouca esperança de que suas relações dívida/PIB e dívida/exportações caiam significa-

9. Relatório para a Comissão Trilateral, *op. cit.*, Tabela 5, p. 22, e Tabela 3, p. 8.

TABELA 1

Transferência de recursos e situação da dívida de quinze países altamente endividados*

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Transferência de recursos de 15 países altamente endividados (US\$ bilhões)								
A. Aumento no endividamento líquido (déficit em conta corrente)	—	29,5	50,3	50,6	15,2	0,6	0,1	—
B. Saldo da balança de serviços (juros, lucros, etc.)	—	-16,7	-26,1	-37,8	-36,2	-38,9	-37,5	—
C. Transferência de recursos (A + B)	—	12,8	24,2	12,8	-21,0	-38,3	-37,4	—
D. Transferência de recursos em percentagem do PNB	—	1,5	2,5	1,4	-2,5	-4,4	-4,2	—
Relação dívida/PIB ¹ (em percentagem) de 15 países altamente endividados	30,2	30,8	34,6	41,7	47,0	46,8	46,3	48,4
Relação dívida/exportações ¹ de 15 países altamente endividados	182,3	167,1	201,4	269,8	289,7	272,1	284,2	337,9
Crescimento do PIB per capita real (em percentagem) de 15 países altamente endividados	3,62	2,6	-1,6	-2,7	-5,5	-0,1	0,9	1,4

Fontes: IMF, *World Economic Outlook*, abr. 1987; *Report to the Trilateral Commission (Relatório para a Comissão Trilateral)*, The Triangle Papers: 33, 1987.

* Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa do Marfim, Equador, México, Marrocos, Nigéria, Peru, Filipinas, Uruguai, Venezuela e Iugoslávia.

¹ Exclui dívida com o FMI.

² Refere-se à taxa composta de variação anual, média do período 1969-1978.

tivamente. Se houvesse substanciais empréstimos novos a esses países, o montante de recursos por eles transferidos teria se tornado menor e os recursos assim liberados poderiam ser investidos para aumentar o crescimento do PIB e das exportações. O paradoxo dessa situação é que não se pode esperar que esses empréstimos novos estejam disponíveis no mercado quando as atuais relações dívida/PIB e dívida/exportações implicam uma transferência de recursos de tal ordem que é considerada insustentável. Em outras palavras, para os países de renda média cuja principal fonte de capital internacional são os fluxos de mercado, as características da dívida existente se tornaram quase um beco sem saída, com muito poucas chances de ruptura, a menos que algo seja feito para reduzir o tamanho da dívida acumulada.

Pelo comportamento dos preços de mercado pode-se ver que esse diagnóstico da situação está de acordo com as percepções de mercado. Um bom indicador dessas percepções é o preço de compra, nos mercados secundários, dos créditos das instituições financeiras contra os países devedores problemáticos. Os dados desses preços de compra são agora publicados regularmente e, embora o tamanho do mercado secundário não seja ainda muito grande, são suficientemente firmes para indicar que a maioria dos participantes do mercado espera que a maior parte das dívidas dos países devedores não seja paga. O preço de compra de um crédito de US\$ 100 no mercado secundário em julho de 1987, por exemplo, era de US\$ 47 para a Argentina, US\$ 55 para o Brasil, US\$ 67 para o Chile, US\$ 53 para o México, US\$ 67 para as Filipinas, e apenas US\$ 10 para a Bolívia e US\$ 11 para o Peru. Tomando o conjunto dos países devedores problemáticos, enquanto o valor da dívida total com as instituições financeiras no final de 1986 era de cerca de US\$ 155 bilhões, seu valor no mercado secundário em julho de 1987 era de apenas US\$ 105,5 bilhões, só 54% de seu valor de face.¹⁰

Defeitos da atual estratégia em relação à dívida

Desde a irrupção da crise da dívida de 1982, a estratégia internacional em relação à dívida, embora diferindo em detalhes

10. Jeffrey Sachs e Huizinga, *op. cit.*, Tabela 18, p. 600, e Tabela 1, p. 556.

dependendo da especificidade de cada caso, teve mais ou menos o objetivo geral de proteger o valor dos ativos dos bancos correspondentes às dívidas dos PMD. O pressuposto subjacente era que os países altamente endividados enfrentavam, em primeiro lugar, um problema de liquidez e que se, de algum modo, os compromissos pudessem ser postergados e tais dificuldades temporárias de falta de liquidez pudessem ser superadas, tudo seria resolvido e os valores dos ativos seriam recuperados. Não se havia reconhecido que mesmo esse problema de liquidez não poderia ser resolvido a não ser que os próprios valores do estoque fossem reajustados. Se os valores dos créditos contra um país endividado haviam se depreciado, mas continuavam a figurar nos livros dos bancos pelo seu valor de face, seria muito improvável que esses bancos aumentassem sua exposição e oferecessem novos empréstimos àqueles países. Isso provavelmente ocorreria mesmo se os bancos tivessem total confiança na política econômica vigente naqueles países e em sua capacidade de produzir uma taxa de retorno líquida sobre os novos investimentos. Se a dívida pendente não podia ser excluída de seus livros, e os valores depreciados não eram separados dos novos empréstimos, o valor médio esperado de seus créditos seria tão menor do que o valor de face que desestimularia todos os novos investimentos.

Na primeira fase da estratégia internacional em relação à dívida, entre 1982 e 1985, tentou-se alcançar acordos sobre reescalonamento das dívidas, alongando-as para períodos maiores e reduzindo os problemas de fluxo de caixa anual dos países devedores. Isso foi acompanhado de substanciais ajustes de política econômica por parte de muitos desses países, submetidos a programas apoiados pelo Fundo. Supunha-se que, se se cuidasse dos problemas temporários de liquidez, e políticas de estabilização baseadas em austeridade recuperassem o equilíbrio do balanço de pagamentos, os países seriam capazes de fazer os pagamentos e recuperar a confiança dos mercados comerciais, de modo que os bancos voltariam a emprestar a esses países em uma escala adequada. No final, muitos países geraram superávits de exportação consideráveis e a maioria deles cumpriu totalmente suas obrigações. Mas isso não ajudou a retomada de novos empréstimos. Mesmo quando os déficits no balanço de pa-

gamentos foram corrigidos, a contração econômica reduziu a capacidade desses países de servir os encargos da dívida em um nível sustentado. A magnitude da transferência de recursos implicada no serviço do estoque da dívida era claramente considerada pelos bancos como política ou economicamente insustentável. O estoque da dívida ainda era considerado excessivo.

Pode-se dizer que o Plano Baker, de 1985, delimitou a segunda fase da estratégia internacional em relação à dívida, quando se aceitou que, a menos que fosse assegurado um razoável crescimento do produto, o ajuste dos países devedores e a transferência de recursos para efetuar os pagamentos não seria sustentável. Havia dois alicerces na estratégia de Baker. Primeiro, haveria uma mudança na postura política em relação aos países endividados e ao invés das usuais políticas contracionistas de administração da demanda, voltadas para produzir superávits comerciais imediatos para financiar os pagamentos, os países deveriam ser estimulados a adotar políticas de ajuste voltadas para o crescimento e o aumento da oferta. Em segundo lugar, para apoiar tal ajuste voltado para o crescimento, haveria disponibilidade de dinheiro novo para esses países endividados. Propunha-se que o Banco Mundial e outros bancos regionais de desenvolvimento emprestassem US\$ 9 bilhões adicionais ao longo de três anos aos países participantes do esquema, de uma maneira mais flexível do que as formas tradicionais de empréstimo por projeto. Adicionalmente, supunha-se que os bancos comerciais fornecessem US\$ 20 bilhões em dinheiro novo também ao longo de três anos, o que representava um aumento anual de cerca de 2,5% sobre sua atual exposição nesses países. Novamente supunha-se que, se esses países seguissem as políticas de ajuste voltadas para o crescimento e as instituições financeiras internacionais, inclusive as agências multilaterais e os bancos comerciais, aumentassem seus novos empréstimos de uma maneira concertada em apoio a essas políticas, a produtividade desses empréstimos adicionais cresceria tanto que as taxas efetivas de retorno justificariam a expansão dos novos empréstimos. O mercado, desafortunadamente, não compartilhou desse otimismo, e houve muito poucos novos empréstimos dos bancos comerciais aos países endividados. Alguns deles, mesmo sem qualquer dinheiro novo adicional significativo, efetuaram mu-

danças em suas políticas econômicas e produziram crescimentos significativos de produto e exportações. O mercado continuou a não acreditar que essa reviravolta pudesse ser mantida e que a transferência de recursos necessária para cumprir os compromissos de pagamentos da dívida existente era sustentável por qualquer período de tempo.

Que a percepção de mercado da capacidade de pagar dos países devedores não melhorou, a despeito dos esforços internacionais de reescalonamento da dívida, dos empréstimos concertados, dos aperfeiçoamentos de política econômica, ou da estratégia de Baker, aparece dramaticamente se se observam as mudanças nos preços das dívidas dos países devedores problemáticos no mercado secundário ao longo dos três últimos anos. Embora os dados nem sempre sejam comparáveis, por terem sido coletados por diferentes agências em diferentes momentos, e nem sempre estejam disponíveis para a maioria dos países, a tabela seguinte fornece as tendências dos preços de compra no mercado secundário da dívida de alguns países devedores problemáticos, no período de novembro de 1985 a outubro de 1987. Ela evidencia claramente a contínua perda de confiança do mercado, ao longo desse período, na capacidade de esses países pagarem (Tabela 2). No caso dos três maiores devedores da América Latina, Argentina, Brasil e México, os preços no mercado secundário de suas dívidas pendentes diminuiu quase à metade entre novembro de 1985 e outubro de 1987.

A despeito da pesada queda no valor de mercado dos empréstimos a esses países, os bancos comerciais continuaram a manter esses créditos em seus livros por seu valor de face. Os reguladores oficiais particularmente nos Estados Unidos, têm freqüentemente sido muito flexíveis em permitir que esses valores contábeis sejam mantidos, de modo que não haja uma saída alarmada dos bancos. Eles também permitiram que os bancos apresentassem os pagamentos de juros recebidos como receitas correntes, mesmo quando esses pagamentos estavam claramente casados a novos empréstimos. Seus ganhos correntes declarados, conseqüentemente, não refletiam plenamente o estado de suas solvências. O preço das ações desses bancos, contudo, refletiu a avaliação pelo mercado secundário de sua exposição. Há estu-

TABELA 2

Preços de compra no mercado secundário da dívida dos PMDs,
vários períodos, nov. 1985 a out. 1987
(em dólares)

País	Novembro 1985	Agosto 1986	Abril 1987	Julho 1987	Outubro 1987
Argentina	n.d.	66	60	47	34
Brasil	75-83	76	63	55	38
México	78-82	56	59	53	47
Peru	32-36	n.d.	17	11	5
Equador	n.d.	65	56	45	30

Fontes: nov. 1985, *Economist* (16.11.1985); ago. 1986, *Euromoney*, ago. 1986, p. 71; 1987, dados da Salomon Brothers, Inc., "Indicative Prices for Less Developed Country Bank Loans", 20.4.1987; 20.7.1987 e 6.10.1987. Reproduzido de Sachs e Huizinga, *op. cit.*

Obs.: os números são o preço de compra para um crédito de US\$ 100 no mercado secundário.

n.d.: não disponível.

dos que mostram um significativo efeito negativo da exposição aos devedores PMD sobre preços das ações dos bancos.¹¹

Em 1982, quando irrompeu pela primeira vez a crise mexicana, a posição dos bancos era muito vulnerável. A situação melhorou significativamente ao longo dos últimos anos. O capital bancário de todos os bancos norte-americanos cresceu 64,4% entre o final de 1982 e o final de 1986. Para todos os outros bancos o crescimento foi de 66,8% durante esse período. A exposição total dos PMD como porcentagem do capital bancário caiu, durante o mesmo período, 29% para o conjunto dos bancos americanos e 52% para todos os demais bancos. Enquanto a dívida dos PMD representava 10% dos ativos totais dos bancos norte-americanos em 1981, agora representa menos de 7%. Para o sistema bancário global, a dívida dos PMD como

11. Steven Kyle e Jeffrey Sachs, *Developing Country Debt and the Market Value of Large Commercial Banks*, NBER, Working Paper n.º 1970, set. 1984.

porcentagem dos ativos totais do sistema caiu de 8% para 4% durante esse período. Os bancos japoneses e europeus fortaleceram ainda mais sua posição por causa dos movimentos das taxas de câmbio, que melhoraram suas relações de capital por meio da redução do valor de suas dívidas dos PMD denominadas em dólar. Adicionalmente, muitos bancos fizeram substanciais provisões para perdas sob a forma de aumento de reservas.

Os bancos, conseqüentemente, agora estão numa posição melhor para admitir reduções no valor contábil em suas vendas de dívidas dos PMD com desconto nos mercados secundários. De fato, se os preços das ações dos bancos estão relacionados negativamente ao tamanho de sua exposição aos países devedores problemáticos, eles teriam um incentivo para vender essas dívidas nos mercados secundários antes que seus valores se depreciassem ainda mais. Muitos bancos realmente já começaram a fazê-lo, descontando crescentemente suas dívidas PMD nos mercados secundários. Mas o benefício dessas reduções não é repassado aos devedores. Ao contrário, ele se restringe a seus compradores. Se essas reduções pudessem ser eficientemente organizadas, e se o que os credores estão dispostos a conceder pudesse ser repassado inteiramente aos devedores, isso aumentaria a estabilidade sistêmica por meio da redução da dívida pendente. Isso aliviaria substancialmente as pressões sobre os compromissos do serviço da dívida, permitiria aos países devedores adotarem políticas apropriadas e aumentarem suas taxas de investimento, e conseqüentemente elevarem suas taxas de crescimento. Nesse processo, a classificação de risco da dívida remanescente melhoraria.

Em outras palavras, um ajuste sistemático da dívida para reduzir a dívida existente dos países devedores problemáticos é benéfica não só para eles, mas também para as instituições credoras e o sistema como um todo. O valor presente da capacidade estimada de um país para pagar ou transferir recursos se reflete no valor de mercado da dívida. Se o valor contratual da dívida não for colocado em conformidade com o valor de mercado, o resultado será uma de duas possibilidades alternativas. O país poderia ser forçado a fazer pagamentos que ultrapasassem sua capacidade sustentável, por meio do sacrifício do consumo em um nível politicamente intolerável, ou da redu-

ção do investimento e da taxa de crescimento da renda. A consequência inevitável disso seria uma eventual interrupção dos pagamentos por parte do país devedor. A outra alternativa seria as instituições credoras, junto com as agências multilaterais e possivelmente também os governos credores, organizarem empréstimos concertados para cobrir hiatos entre as obrigações totais de pagamento e a capacidade máxima de pagar. Contudo, se tais empréstimos não forem substancialmente maiores do que esse hiato, de modo que o país fique sem um montante adequado de recursos para investir após cumprir os compromissos de pagamento, para assegurar um aumento em sua capacidade de pagar, esses empréstimos apenas se somarão ao valor existente da dívida. Nesse caso o problema da dívida do país apenas aumentará e o valor de mercado da dívida continuará a cair. Conseqüentemente, é necessário efetivar um arranjo confiável para assegurar um cancelamento que abriria o caminho para uma eventual saída daquele país do endividamento.

Uma Linha de Crédito para Reestruturação da Dívida

O objetivo da Linha de Crédito que estamos propondo é dividir os custos e benefícios da reestruturação da dívida entre credores, devedores, agências multilaterais e governos internacionais, por meio de negociações, tomando as cotações de mercado como um guia, mas não necessariamente um determinante, do resultado final. A proposta é transferir aos devedores, na máxima extensão possível, os descontos no valor das dívidas pendentes que os credores estão dispostos a conceder, sob uma disciplina política elaborada com o FMI, no entendimento de que quanto maior for o alívio concedido aos devedores, maior a melhora nas perspectivas de investimento, crescimento e pagamento. Os bancos concordariam em aceitar o ajuste do valor de uma parte de suas exposições aos PMD, aceitando em seus livros uma perda que o mercado já impôs a seus ativos, mas numa expectativa mais confiante de que a operação subsequente do plano, por meio dessa Linha de Crédito, melhoraria o valor da dívida remanescente.

A Linha de Crédito terá que conduzir três transações simultâneas que precisam ser coordenadas, pelo fato de a natureza

dos acordos e resultados de qualquer uma das transações ter um efeito entre as outras. Mas conceitualmente elas são transações separadas que deveriam ser tratadas individualmente. São, em primeiro lugar, transações entre a Linha de Crédito para Reestruturação de Dívida e as instituições credoras de um país devedor; segundo, entre a Linha de Crédito e o país devedor participante; e terceiro, entre o país devedor e as instituições credoras, assim como as agências multilaterais de desenvolvimento, tais como o Banco Mundial e os bancos regionais de desenvolvimento.

Mesmo antes de as negociações começarem de fato, deverá haver um acordo sobre a escolha do país devedor e das instituições credoras. Como essas transações devem se basear essencialmente em negociação, a escolha dos participantes seria também um tema de negociação. Em outras palavras, nem todos os países devedores deveriam participar desse esquema, embora em geral se um país concordar em aceitar os termos e condições do esquema e estiver inteiramente comprometido com a implementação das políticas econômicas propostas, ele deva ser autorizado a participar do esquema. Mas, em princípio, a LCDR teria uma liberdade de manobra na escolha do país participante. Se ela não tiver confiança suficiente no compromisso político do país, ou se os países credores não se dispuserem a assumir a responsabilidade financeira por obrigações eventuais, ou se a qualidade das dívidas existentes for tal que os ajustes marginais do tipo que estamos propondo provavelmente não diminuirão os problemas sem que haja uma redução por atacado no valor da dívida, ou, ainda, se não for possível um acordo entre os bancos e o Fundo e o país em questão, deveria ser possível que a LCDR excluísse o país de sua cobertura.

Quanto aos bancos credores, o objetivo deveria ser o de trazer a maior parte deles, ou pelo menos os maiores, para o esquema. Há evidentemente a possibilidade de que algumas instituições optem por correr por fora, tentando se beneficiar da eventual melhora na qualidade dos créditos sem aceitar os custos assumidos pelos outros bancos. Para evitar isso, pode ser necessário conceder o *status* de prioridade, nos pagamentos futuros feitos pelo país, às instituições bancárias participantes, cumprindo as obrigações com essas instituições antes das outras.

Nas transações entre os bancos credores e o Fundo, a LCDR emitirá sua própria dívida em troca de um valor estipulado da dívida do país participante detida pelas instituições credoras, a um preço negociado. As dívidas lançadas pela Linha de Crédito terão duas características. Seu principal será restituível após um período, digamos de 15 ou 20 anos, em um único pagamento no ano do vencimento. Em segundo lugar, os pagamentos de juros serão calculados a uma taxa equivalente à taxa dos direitos especiais de saque (DES); por exemplo, se os títulos forem denominados em dólar, a taxa de juros seria calculada segundo a taxa, livre de riscos, de rendimento dos Títulos do Tesouro dos EUA de seis meses de, digamos, 6,5%.

Desse modo, a extensão do desconto e o montante da dívida que os bancos credores descarregariam e que a Linha de Crédito ajustaria seriam determinados por meio de negociações. Os bancos credores estariam reduzindo sua exposição aos países devedores problemáticos, em troca de um título seguro e de alta qualidade lançado pela LCDR, de um modo que será mais atraente do que se tivessem de fazê-lo diretamente no mercado de capitais. Adicionalmente, haverá uma garantia do pagamento de juros sobre esses títulos, pois esses são créditos contra a Linha de Crédito e, por meio desta, o Fundo. Isso poderia ser protegido pela provisão que a Linha de Crédito constituiria nos recursos gerais do Fundo, para o caso de haver escassez de liquidez. O principal desses títulos deve ser assegurado pelos países industrializados, que carregariam essa obrigação eventual em seus próprios livros sem compensação. Eles poderiam fazer isso emitindo títulos sem rendimento contra si próprios, em uma proporção combinada, de modo que não haja nenhuma despesa orçamentária, exceto um compromisso de que, após 15 ou 20 anos, se o país devedor contratante for ainda incapaz de pagar o principal, esses países aceitarão o encargo do pagamento. O valor presente desse encargo seria pequeno e dever-se-ia tentar rolá-lo de novo no caso de esses pagamentos do principal não serem plenamente realizados.

A probabilidade de que os países credores tenham que fazer alguns pagamentos por conta da amortização do principal depois de 15 ou 20 anos é pequena e conseqüentemente não deve ser motivo de muita preocupação. Os compromissos de

pagamentos anuais de juros, entretanto, são mais cruciais e devem ser assegurados, de modo a garantir a qualidade dos papéis que os bancos credores estão concordando em receber em troca de suas dívidas PMD. A responsabilidade eventual por esses pagamentos, se o país devedor não cumprir suas obrigações, é um custo real para a LCRD, que deveria ser levado em conta nas negociações, considerando o montante da dívida que será assumida pela Linha de Crédito. Assim como o valor desses novos títulos LCDR refletiria o desconto de mercado, o montante da dívida depreciada que seria amortizada e assumida pela Linha de Crédito também seria uma fração do total, dependendo da avaliação da situação.

O segundo conjunto de transações seria entre a LCRD e o país devedor contratante. A Linha de Crédito repassará os descontos que recebeu na dívida do país devedor contratante, adquirida das instituições credoras, e convertê-la-á em uma nova dívida com a mesma programação de pagamento do principal e dos juros (incluindo uma pequena despesa de serviço para cobrir os custos administrativos) estipulada para os títulos que emitiu para os bancos credores. Embora o país contratante não receba nenhum dinheiro novo nessa transação, ele se sentirá aliviado de um montante substancial de sua dívida pendente, com um alívio correspondente em suas obrigações de pagamento de juros.

Em troca desse alívio, os países concordarão em seguir um conjunto de políticas econômicas elaboradas pelo Fundo sob a forma de um programa. A condicionalidade do programa do Fundo não deveria ser considerada exatamente como um custo nem deveria ser formulada com esse espírito. O propósito é persuadir e capacitar o país devedor contratante a adotar fortes medidas de política econômica em seu próprio interesse, e no das instituições credoras que ainda detêm uma parte residual considerável de suas dívidas com aquele país. Essas políticas não deveriam, contudo, durar além de 3 ou 4 anos do tipo de arranjo EEF* existente. O que é necessário é colocar o país num padrão adequado de ajuste, e não mantê-lo sob controle estrito por um período indefinido. Em última análise, se um

* EEF: Extended Fund Facility (Linha de Crédito Aplicada do FMI, de alta condicionalidade).

país for política e financeiramente capaz de implementar um forte programa de ajuste, a única condição que deveria persuadi-lo a continuar com esse programa é seu próprio bem-estar, as perspectivas do balanço de pagamentos e seu conceito de crédito, de modo que empréstimos novos voluntários e fluxos de poupança externa possam retornar a esse país do sistema bancário.

O terceiro conjunto de transações seria entre os bancos credores e os países devedores. Elas são tão importantes para o sucesso de todo o programa quanto as transações anteriores, porque o que é necessário para a viabilidade a longo prazo desses ajustes de balanço de pagamentos e a solução do problema da dívida é que a transferência de recursos do país devedor envolvido no cumprimento de seus compromissos de pagamento seja reduzida a um nível sustentável em relação ao produto nacional bruto do país. Isso exigiria um aumento na taxa de crescimento do produto e das exportações do país devedor, devido a um acréscimo no investimento decorrente de uma maior disponibilidade de recursos, o que, por sua vez, exigiria mais empréstimos novos. O terceiro conjunto de transações deveria conseqüentemente assegurar que os bancos credores agora aumentariam seus empréstimos a esse país. Pode ser útil ter esses empréstimos concertados como parte do acerto como um todo. Mas a lógica do esquema é que se ele for bem-sucedido haverá razões suficientes para que os bancos credores aumentem seus empréstimos voluntários a esse país por sua própria iniciativa.

Existirão duas razões para que isso ocorra. Primeiro, como resultado desses ajustes, a exposição dos bancos credores a esse país devedor contratante terá diminuído muito significativamente. Admitindo que não haja falta de liquidez com as instituições, isso por si só seria um incentivo para que elas aumentassem seus empréstimos a esse país. Em segundo lugar, mesmo se não houver uma melhora imediata na capacidade de pagamento do país em questão, se, de acordo com a avaliação dos bancos credores, não houvesse redução na capacidade total do país de pagar, ou no montante da transferência de recursos que o país pode gerar e sustentar, o valor de mercado da dívida remanescente que essas instituições ainda possuiriam contra aquele país seria agora significativamente maior que antes.

Isso pode ser ilustrado com um exemplo simples. Suponhamos que o país contraiu um empréstimo de US\$ 10 bilhões a juros de 10% e admitamos que esse empréstimo é por um período suficientemente longo, de modo que nossa preocupação é principalmente com o pagamento anual dos juros de US\$ 1 bilhão. Suponhamos também que todos os interessados chegaram a uma avaliação de que a capacidade total de pagar juros do país é apenas de US\$ 500 milhões por ano. O valor de mercado do empréstimo do país seria então igual a US\$ 5 bilhões, metade do valor contratado. Suponhamos agora que 50% desse empréstimo sejam ajustados, com 25% completamente cancelados e outros 25% convertidos em um título emitido pela LCRD, pagando uma taxa de juros livre de risco de 6%. Os bancos receberiam, sobre esses US\$ 2,5 bilhões, um montante de US\$ 150 milhões da Linha de Crédito, a qual, por sua vez, receberia esse montante do país devedor. Mas os bancos ainda receberiam US\$ 350 milhões dos créditos remanescentes contra o país devedor de US\$ 5 bilhões, que teriam um preço de mercado de 70% do valor contratual. Embora nesse exemplo o montante total recebido pelos bancos credores permaneça o mesmo, por meio de um ajuste dos empréstimos pendentes ao país devedor problemático, cancelando-se uma parte e convertendo-se outra em um empréstimo seguro, mas de menor valor, da LCRD, o valor de mercado do empréstimo pendente realmente melhora. Conseqüentemente, isso deveria aumentar a atratividade para que as instituições credoras fizessem novos empréstimos a esse país.

A idéia, entretanto, é que a situação do país devedor contratante melhoraria e sua capacidade de pagar aumentaria ao longo do tempo. Isso deveria ocorrer porque o ajuste da dívida pendente de acordo com nosso esquema permitiria ao país ter um controle sobre recursos maiores, que poderiam então ser investidos no aumento de sua capacidade produtiva, o que levaria a um crescimento do produto e das exportações. Consideremos nosso exemplo de que o país tem uma capacidade máxima de pagar de US\$ 500 milhões, ao passo que seus compromissos de pagar montam a US\$ 1 bilhão. Se o país ainda não deixou de pagar, isso se deve ao fato de os bancos credores e a comunidade internacional terem dado um jeito, por meio de capitali-

zação de juros, reescalonamento ou empréstimos concertados, de colocar à disposição desse país US\$ 500 milhões adicionais por ano, de modo que ele possa cumprir seus compromissos de pagamento. Se, após a reestruturação da dívida do modo que propusemos, uma parte desses US\$ 500 milhões continuar a fluir para esse país como empréstimo novo, ela estaria agora disponível inteiramente para que o país investisse e aumentasse seu produto durante um período, e não mais fosse gasta em pagamento de juros sobre empréstimos pendentes. Como resultado, o valor da dívida pendente mantida pelos bancos credores melhoraria ainda mais, o que, por sua vez, atrairia empréstimos novos voluntariamente dessas instituições.

A terceira rodada de transações pode ser significativamente fortalecida se for acompanhada de financiamentos adicionais das agências de desenvolvimento multilaterais. É aqui que o Banco Mundial pode desempenhar um papel importante, suplementando a operação da LCRD. Quanto maiores os montantes que o Banco Mundial e outras instituições puderem conseguir para serem transferidos aos países devedores problemáticos, após a reestruturação da dívida de acordo com nosso esquema, melhores serão as perspectivas desse país em relação ao crescimento da renda e das receitas de exportação, o que por sua vez atrairia mais empréstimos voluntários das instituições credoras. Para facilitar a participação de agências multilaterais como o Banco Mundial, elas poderiam se tornar parceiras das operações de reestruturação dessa Linha de Crédito, incluindo seu total envolvimento na preparação das políticas econômicas. De fato, as agências multilaterais podem assumir um papel de liderança no fornecimento de recursos adicionais a esses países devedores, da maneira que foi imaginada pelo Plano Baker, com uma grande possibilidade de que, depois de nossos programas de reestruturação de dívida terem sido implementados, os bancos comerciais possam também estar dispostos em grande medida a aumentar sua exposição a esses países.

O custo do esquema

Deve-se notar que até agora não há nenhuma transação financeira real nesse esquema. Apenas a LCRD do Fundo aceitou uma obrigação eventual de fazer pagamentos se o país con-

tratante deixar de fazer seus pagamentos à Linha de Crédito, e o país contratante assumiu o compromisso de fazer pagamentos sobre sua dívida, mas a uma taxa substancialmente mais baixa do que ele havia efetivamente contratado com os bancos credores, e também adotou um programa de políticas econômicas que o colocará sob uma disciplina estrita para realizar ajustes viáveis do balanço de pagamentos. Os bancos credores também aceitaram uma alteração em seus livros, uma redução no valor de seus ativos na forma de exposição ao país devedor contratante, a qual já havia sido registrada no mercado e que se espera que seja refletida, se isso já não ocorreu, no valor de suas ações. Em certo sentido, o custo real coube ao Fundo e, por meio dele, à comunidade internacional. Ele aceitou um passivo eventual, sem nenhum ganho palpável para si próprio, exceto a promessa de uma melhora no funcionamento do sistema monetário internacional. Mas esse é precisamente o papel que se espera que o Fundo cumpra, no verdadeiro espírito das cláusulas de seu Acordo de Constituição.

Entretanto é possível propor certos métodos pelos quais mesmo essas obrigações eventuais pudessem ser minimizadas. Em primeiro lugar, podem ser feitos acertos para caucionar os pagamentos de juros com algum tipo de anuidade. Como observamos antes, em transações de dívida relativas a períodos tão longos, o valor do principal é menos preocupante do que os pagamentos anuais de juros, e pode ser rolando indefinidamente se os pagamentos de juros estiverem realmente protegidos. Assim, em vez de os países industrializados investirem em títulos sem rendimento para proteger o principal, poderiam investir em anuidades, adequadamente construídas, que poderiam ser usadas como caução para os pagamentos de juros. Supondo que os pagamentos de juros serão realmente feitos pelo país devedor, não haveria nenhuma despesa financeira e os investidores estariam incorrendo apenas em obrigações eventuais. Mas, no caso do Fundo ou da LCRD, eles deveriam fornecer uma segurança que afetaria favoravelmente sua flexibilidade operacional. Isso ocorreria se essas anuidades fossem usadas para caucionar não o pagamento total de juros, mas só uma parte deles.

Uma variante dessa proposta seria imaginar que o próprio país devedor bloqueasse uma parte de suas reservas na com-

pra dessas anuidades e as transferisse, como suas reservas, ao Fundo. Isso é um exato paralelo do caso recente do México, que usou uma parte de suas reservas para comprar títulos sem rendimento para caucionar os pagamentos do principal. O que o México tentou fazer, de acordo com o que foi divulgado na imprensa, foi comprar, do Tesouro dos EUA, títulos sem rendimento no valor de US\$ 10 bilhões com amortização de uma só vez no final de 20 anos, por meio do investimento de US\$ 2,17 bilhões de suas reservas à LIBOR corrente. Se em vez disso ele comprasse com suas reservas anuidades de 20 anos à LIBOR, digamos, de 7,5%, elas garantiriam cerca de US\$ 200 milhões de pagamentos anuais durante 20 anos. Esse dinheiro poderia ter sido usado para pagar à LCRD os juros sobre seus empréstimos ajustados, o que teria reduzido significativamente a obrigação eventual assumida pelo Fundo. Isso teria também dado uma evidência confiável do desejo do México de retribuir os esforços internacionais, o que teria aumentado a confiança das instituições credoras no mecanismo como um todo.

Alternativamente, essas transações podem ser adotadas separadamente. O México poderia comprar as anuidades para caucionar uma parte dos pagamentos de juros por todo o prazo de 20 anos, ou o tempo que durasse a dívida. Se cumprisse suas obrigações de pagar juros sobre os empréstimos ajustados, as receitas das anuidades voltariam ao México em acréscimo a suas reservas, sem alterar os arranjos de nenhuma outra maneira. A vantagem de manter essas transações separadas é que outros países podem participar desse processo de caucionamento. Por exemplo, suponhamos que os empréstimos ajustados ao México fornecidos pela LCRD tenham um valor de face de US\$ 10 bilhões, a serem pagos de uma vez só no prazo de 20 anos — mas possam ser rolados se os pagamentos de juros nos anos intervenientes forem feitos integralmente — e com uma obrigação anual de pagar juros de US\$ 650 milhões, à taxa de 6,5% ao ano, equivalente às taxas de seis meses dos Títulos do Tesouro dos EUA (eles formam uma parte do DES). É possível assegurar o montante total desses pagamentos de juros por meio de uma anuidade de US\$ 6,626 bilhões a 7,5%, supondo que esta seja a LIBOR. Se o México tiver contribuído com US\$ 2,21 bilhões para esse total, os países industrializados poderiam

contribuir com cerca de US\$ 4,5 bilhões, o que caucionaria completamente os pagamentos de juros por 20 anos.

É claro que não é necessário caucionar inteiramente o montante dos pagamentos de juros, e o próprio Fundo pode assumir uma parte das obrigações eventuais. O que é importante observar aqui é que é possível sustentar que o caucionamento dos pagamentos anuais de juros seria uma maneira de tornar o esquema atrativo melhor do que o caucionamento do pagamento do principal após 20 anos, e que a implementação de um esquema como esse é perfeitamente exequível. Deve-se notar também que quando os países industrializados comprarem as anuidades, eles poderão fazê-lo só com um ajuste contábil, sem nenhuma despesa efetiva, mas apenas assumindo uma obrigação eventual de pagar as receitas anuais dessas anuidades à LCRD, no caso de o país devedor contratante ser incapaz de cumprir seus compromissos de pagamento de juros.

O esquema pode comportar outras variantes desses arranjos para tornar-se mais atraente. Observe-se que o país devedor contratante se beneficia de duas maneiras desse esquema. Ele pode eliminar uma parte de sua dívida pendente, e tem que pagar juros sobre o empréstimo assumido pela Linha de Crédito que são mais baixos do que a taxa à qual a dívida original foi contraída com os bancos credores. Prosseguindo com nosso exemplo, o país concorda em pagar agora uma taxa de 6,5% à Linha de Crédito sobre a parte ajustada do empréstimo, ao passo que estava pagando a LIBOR mais um *spread* aos bancos comerciais sobre aquele montante. Suponhamos que a Linha de Crédito dá agora ao país a opção de, ao invés de pagar 6,5% de juros, pagar uma taxa de 7,5%, que é exatamente a LIBOR sem *spread*, mas na forma contratual de uma parte fixa das receitas de exportação do país. Para ilustrar, suponhamos que o empréstimo é ajustado para um título de longo prazo de US\$ 10 bilhões, envolvendo uma despesa anual de pagamento de juros de US\$ 750 milhões. A LCRD faz então uma projeção das possíveis receitas de exportação desse país, como uma extrapolação conservadora da *performance* passada, e conclui que isso constituiria, digamos, 10% de suas receitas de exportação. Ela pode agora assinar o contrato com o país, que terá de pagar, em troca dos empréstimos que foram ajustados, 10% de suas

receitas de exportação durante os próximos 20 anos. O país deve achar esse acerto ainda muito atraente, não só pelo fato de cancelar uma parte de sua dívida e de a taxa ainda economizar o *spread* sobre a LIBOR, mas também porque ele tem a possibilidade de que, se as exportações reais ficarem abaixo das projetadas em um ano particular, as obrigações de pagamentos de juros sejam também menores naquele ano. Para a Linha de Crédito isso também seria atraente porque é improvável que, na média de um período suficientemente longo, as receitas de exportação fiquem abaixo das projeções baseadas na *performance* passada, caso em que uma receita de juros de US\$ 750 milhões por ano seria consideravelmente mais alta do que o que ela teria que pagar aos bancos credores, ou seja, US\$ 650 milhões. De fato, a Linha de Crédito poderia esperar uma receita até maior porque, se o mecanismo produzisse os resultados de acordo com as suposições que foram feitas, a situação melhoraria consideravelmente para o país, com um aumento no crescimento do produto e das receitas de exportação. O resultado é que a Linha de Crédito poderia acabar tendo um lucro considerável. Ela poderia manter esses lucros para seu próprio uso ou devolvê-los, de acordo com uma fórmula previamente combinada, tanto às instituições credoras quanto ao país devedor. No último caso, obviamente, a atividade do esquema aumentaria ainda mais.

Conclusões

Nossa proposta de LCRD, como foi esboçada acima, é não apenas exequível mas também a maneira mais efetiva de tentar resolver os problemas da dívida nas atuais circunstâncias. Uma parte da dívida pendente dos países devedores problemáticos, criada por erros passados, seja quem for o responsável por isso, poderia ser removida agora dos livros dos bancos comerciais, quando a maioria deles estaria em uma posição contábil muito melhor para aceitar esse ajuste. Os bancos credores poderiam trocar uma parte de seus créditos pendentes, mas depreciados, contra os países devedores por títulos mais seguros e de alta qualidade, embora de valor mais baixo, emitidos pela LCRD e continuar a deter a parte remanescente dos créditos pendentes

com um melhor valor de mercado. A Linha de Crédito, por sua vez, assumiria obrigações com os bancos credores que teria que cumprir com certeza. Ela teria direitos contra os países devedores por meio de empréstimos reajustados adquiridos dos bancos credores. Se os países devedores cumprissem suas obrigações, o que agora estariam em melhores condições de fazer, não haveria perda para a Linha de Crédito. Há, é claro, um custo associado a todo esse esquema, e esse custo reside na natureza das obrigações eventuais com as quais a Linha de Crédito e os países industrializados, que são em última instância os responsáveis pelo capital da Linha de Crédito, terão que arcar. Nós sugerimos métodos pelos quais esse custo pode ser reduzido, e dependendo das circunstâncias a Linha de Crédito pode realmente acabar com alguns lucros significativos. Mas, ao lançar o esquema, a comunidade internacional deve aceitar o custo e preparar-se para ele com provisões financeiras adequadas.

Embora os métodos precisos para estimar esse custo dependam de circunstâncias específicas, pode ser interessante ter uma idéia grosseira do custo possível do esquema. De acordo com o Banco Mundial e a Salomon Brothers, a dívida total com as instituições financeiras dos 29 países devedores problemáticos somava, no final de 1986, cerca de US\$ 195 bilhões. (Essa lista de países inclui, além dos países latino-americanos, mais endividados, países africanos como Gabão, Costa do Marfim, Libéria, Maláui, Marrocos, Nigéria, Senegal, Sudão, Zaire e Zâmbia, mais Iugoslávia, Romênia e Filipinas.) O preço no mercado secundário dessas dívidas, no final de julho de 1987, de acordo com a Salomon Brothers, somava cerca de US\$ 106 bilhões. Há portanto um desconto de 46% sobre essas dívidas no mercado, implicando que um crédito de US\$ 100 contra esses países é cotado a cerca de US\$ 54 apenas. Mas suponhamos que no começo nos concentremos nos países mais difíceis, digamos os sete países mais difíceis da América Latina mais a Nigéria e as Filipinas, como está na Tabela 3. Sua dívida total com as instituições financeiras, no final de 1986, somava US\$ 169,7 bilhões e a média ponderada dos preços de compra relevantes no mercado secundário resultava em 0,437 por dólar. Suponhamos agora que seja feita uma reestruturação de 50% da dívida total, isto é, US\$ 84,9 bilhões. Suponhamos ainda

TABELA 3

Dados básicos de devedores problemáticos

País	Dívida: US\$ milhões (final de 1986)	Preço de compra (por dólar)
Argentina	20.395,3	0,34
Brasil	49.624,7	0,38
México	58.757,3	0,47
Filipinas	4.206,6	0,55
Nigéria	6.515,2	0,28*
Equador	4.972,5	0,30
Peru	3.224,6	0,11*
Chile	12.084,8	0,67*
Venezuela	9.968,2	0,67*
Total	169.749,2	

* Os preços de compra referem-se ao final de julho de 1987. Os demais, ao final de outubro de 1987.

que 40% desse valor sejam cancelados e 60% sejam convertidos em títulos lançados pela LCRD, o que totalizaria US\$ 50,9 bilhões, deixando um total de US\$ 84,9 bilhões de créditos pendentes contra esses países mantidos pelas instituições financeiras. Qual é a obrigação eventual que foi aceita pela LCRD? Se os países devedores agora deixarem de cumprir inteiramente seus compromissos, seria o próprio total de US\$ 50,9 bilhões. Se, por outro lado, eles cumprirem integralmente seus compromissos, a Linha de Crédito não incorreria em nenhum custo. A obrigação eventual estaria em algum ponto intermediário, e supondo que toda a operação aumentaria a capacidade de pagar dos países, e conseqüentemente melhoraria o preço de mercado de suas dívidas, deve-se esperar que a obrigação eventual diminua ao longo do tempo. Mas suponhamos que o preço de mercado não melhore e a situação também não se deteriore. Nesse caso pode-se aplicar o mesmo preço de mercado de US\$ 43 por US\$ 100 dessa dívida para a dívida detida pela Linha de Crédito, o que significaria que os US\$ 50,9 bilhões de dívida detidos pela Linha de Crédito teriam um valor de mercado de US\$ 22,2 bilhões, implicando uma perda de US\$ 28,7 bilhões.

Esse montante, é, para todos os efeitos práticos, a perda máxima para essa instituição, dados os pressupostos segundo os quais ela deve funcionar. Deve-se notar que essa perda eventual, na média, cairia se a cobertura do esquema fosse ampliada para incluir não apenas países com um preço tão baixo para suas dívidas no mercado secundário. Por exemplo, se tivéssemos tomado todos os 29 países mencionados acima com sua média de preço de compra de 0,54 por dólar, uma perda eventual máxima de US\$ 26,7 bilhões teria ajudado a ajustar US\$ 97,5 bilhões. A obrigação eventual real seria contudo muito menor que a máxima, porque, mesmo que não ocorra nenhuma melhora nas perspectivas econômicas do país após o ajuste, o fato de que uma parte de sua dívida seja cancelada significaria que o preço de mercado da dívida restante aumentaria. Por exemplo, se o preço de mercado da dívida dos nove países mais difíceis aumentasse de 0,437 para 0,5 por dólar, a obrigação eventual cairia para US\$ 25,5 bilhões. Se o preço subisse a 0,6 por dólar, a obrigação seria apenas de US\$ 20,4 bilhões.¹²

É claro que vale a pena a comunidade internacional pagar o preço dessa obrigação eventual como uma medida positiva em direção à solução do problema da dívida. Deveria haver um método de dividir esse custo entre diferentes países. Nós oferecemos algumas propostas sobre como alguns dos próprios países devedores poderiam assumir uma parte dessa obrigação eventual. Tem havido algumas propostas de que os países industrializados arquem com os custos das obrigações proporcionalmente à exposição de seus bancos nacionais a esses países devedores problemáticos. Essa não é necessariamente a melhor maneira de alocar os custos, especialmente quando se supõe que os benefícios atingirão a comunidade internacional como um todo. Um

12. Esses cálculos seguem as linhas sugeridas por Sachs e Huizinga, *op. cit.*, e supõem que os países devedores têm uma dada capacidade de pagar. Se o valor esperado das dívidas for calculado com base em valores prováveis de acordo com uma distribuição probabilística, podem-se estimar valores semelhantes de perdas eventuais. Alguns desses cálculos sugeririam claramente um aumento significativo no preço da dívida remanescente depois que uma tal reestruturação de uma parte do estoque de dívida fosse feita. Ver Michael Dooley, "Buy-backs and the Market Valuation of External Debt", *IMF Working Paper*, 87/58, 10.9.1987.

critério muito melhor de repartição dos custos seria a capacidade de pagar. Segundo esse critério, os países com recursos superavitários deveriam assumir uma parte maior dos custos. De fato, essa poderia ser uma das maneiras pelas quais os países superavitários poderiam preencher suas obrigações internacionais em direção a uma supervisão simétrica como contrapartida dos esforços dos países deficitários. Os montantes envolvidos pareceriam muito pequenos comparados aos montantes totais disponíveis para os países superavitários, tais como o Japão. É muito legítimo que a comunidade internacional espere que o Japão fique com a maior parte das obrigações eventuais e permita que o mecanismo seja implementado. Também para o Japão, devido a sua posição predominante como proprietário de bancos internacionais, assumir essas obrigações não contrariará seus próprios interesses, já que a responsabilidade é repartida internacionalmente, e não envolve nenhuma despesa orçamentária real, a menos que os esforços de ajuste falhem e seus compromissos sejam invocados.

O problema da dívida: e agora?*

Dragoslav Avramovic**

SITUAÇÃO ATUAL

Cinco trabalhos recentes resumiram a situação atual da seguinte forma:

1. "O crescimento... diminuiu substancialmente o seu ritmo nos países em desenvolvimento. Alguns países africanos e altamente endividados de renda média sofreram quedas significativas na renda *per capita*. Seus investimentos caíram a níveis nos quais até mesmo as necessidades mínimas de reposição poderão não mais ser atendidas em importantes setores de suas economias. Suas dívidas estão aumentando, mas eles ainda enfrentam transferências negativas de recursos líquidos porque as obrigações do serviço da dívida excedem as quantias limitadas do novo financiamento. Em alguns países em desenvolvimento, a gravidade desse colapso econômico prolongado já supera a

* Este documento é uma versão revisada do *paper* discutido na *Conferência Sobre a Dívida Internacional*, realizada em Brasília, de 2 a 5.5.1988. Traduzido por Marisa Kazue Shirasuna e revisado por Gilberto Tadeu Lima.

** Do Bank of Credit and Commerce International, EUA.

da Grande Depressão nos países industrializados. Em muitos países, a pobreza está em alta”.

(Banco Mundial, *World Development Report 1988*, minuta, abr. 1988, p. 2)

2. “Os ministros (dos países em desenvolvimento) chamaram a atenção para o fato de que a situação geral da dívida ainda é crítica. As taxas de serviço da dívida permanecem altas e insustentáveis, enquanto as grandes transferências negativas de recursos forçaram um número cada vez maior de países a suspender os pagamentos dos juros. Os ministros reiteraram que a experiência de seis anos de expectativas fracassadas mostrou que não há saída para o problema da dívida sem uma reversão na transferência negativa de recursos e uma redução na dívida pendente; o serviço da dívida deve ser adaptado à capacidade dos devedores de pagar, levando-se em consideração sua necessidade e ajustamento com o crescimento.”

(Comunicado oficial do Grupo Intergovernamental dos Vinte e Quatro sobre Assuntos Monetários Internacionais, 13.4.1988, p. 2)

3. “A reversão da situação atual caracterizada por uma transferência líquida dos recursos reais dos países em desenvolvimento para os desenvolvidos deve ser uma prioridade máxima para a comunidade internacional. A capacidade e vontade dos países devedores em servir a sua dívida estão essencialmente ligados ao fato de conseguirem um crescimento sustentável de suas rendas *per capita*.”

(South Commission, *Statement on External Debt*, Segunda Reunião, Kuala Lumpur, 3.3.1988, parágrafos 10a e 10b.)

4. “Desenvolvimentos recentes afetando o problema da dívida dos países em desenvolvimento têm sido misturados. No lado favorável, as taxas de juros estão novamente abaixo dos

níveis atingidos em outubro do ano passado...¹ os *spreads* caíram... e muitos preços de produtos primários aumentaram.² Onde políticas adequadas de taxa cambial estão em vigor, as exportações de manufaturas dos países em desenvolvimento produziram acentuados aumentos nas balanças comerciais. Alguns dos países em reestruturação aperfeiçoaram suas políticas de ajustes... As opiniões predominantes sobre o controle da dívida, porém, são de falta de liderança e crescentes tensões no processo. Os governos credores não fizeram o suficiente nas relações bilaterais para proporcionar mais financiamentos oficiais, para abrir suas economias, ou para melhorar os regimes reguladores e de impostos para os emprestadores e investidores privados. Além disso, eles não conseguiram usar as instituições financeiras internacionais de modo eficiente... O lado oficial deveria conduzir, não ficar atrás na solução do problema da dívida.”

(Carta escrita pelo Dr. Horst Schulmann, diretor-gerente, The Institute of International Finance, Inc., Washington D.C., aos presidentes dos Comitês Interino e de Desenvolvimento do FMI e do Banco Mundial, 18.3.1988.)

5. “O encontro de Antalya apóia as conclusões da Mesa-Redonda de Bergen de que os homens de decisão do Norte deveriam receber bem uma proposta específica feita pelos países em desenvolvimento como medidas a serem tomadas para solucionar o problema da dívida.”

(Resultado da Mesa-Redonda de Antalya, Turquia, sobre as Interligações de Comércio, Finanças e Desenvolvimento, Preliminar, 18.3.1988, Campanha Europeia Pública sobre a Interdependência e Solidariedade Norte-Sul, Conselho Europeu, p. 3)

1. Esse já não é mais o caso. As taxas de juros vêm aumentando desde o segundo trimestre de 1988, e no dia 16 de agosto a LIBOR (em dólares americanos) de seis meses era de 9 1/8% a.a., próximo ao nível da crise financeira de outubro de 1987.

2. Alguns, entretanto, notavelmente o petróleo e o café, caíram nos últimos meses.

UMA ABORDAGEM POSSÍVEL

Objetivos

Qualquer proposta específica que os países devedores em desenvolvimento possam fazer deve ter três objetivos:

1. O resultado deve ser uma redução substancial do afluxo líquido de recursos do país num futuro próximo e possivelmente na sua reversão, *ou seja*, influxo líquido de recursos para o país.

2. Essa mudança no fluxo de recursos deve ser acompanhada de uma expansão no investimento produtivo, que servirá de base ao crescimento do PIB necessário para atender às reivindicações da demanda interna e servir o capital estrangeiro.

3. Em muitos países devedores, será necessária uma redução simultânea da inflação e reconstrução dos sistemas fiscais e monetários internos. Essas medidas serão facilitadas pela mudança nos fluxos de recursos, mas serão necessárias medidas internas adicionais.

Esses objetivos são resultados de uma teoria da dívida e refletem as exigências da situação. Com relação a essa teoria, a capacidade de servir a dívida não pode ser dissociada do problema geral do crescimento econômico. Enquanto a incidência do serviço da dívida recair sobre uma parte do aumento da renda *per capita*, é possível conciliar os direitos concorrentes sobre os recursos do serviço da dívida, consumo e investimento sem causar qualquer dificuldade financeira demasiada. Se a taxa de aumento na renda e poupança reais, permanecendo disponíveis depois que as reivindicações de capital estrangeiro forem atendidas, for razoavelmente alta, se o crescimento ocorrer de modo contínuo e se os seus benefícios forem difundidos, pode-se argumentar plausivelmente que os pagamentos do serviço da dívida também serão feitos de modo suave. Neste caso, o custo da oportunidade de cumprir as obrigações externas é menos óbvio e menos oneroso do que numa economia estagnada. O crescimento contínuo na produção *per capita* e o processo subjacente de rápido acúmulo de capital produtivo são as condições básicas de longo prazo da capacidade de servir a dívida. Esse processo está interrompido desde 1980. A renda *per capita* dos países de renda média afetados pela dívida caiu 1,4% por ano e 3,4% na África subsaariana. O investimento foi reduzido

entre cerca de um quarto a um terço. As condições de crescimento não podem ser cumpridas sem uma mudança acentuada nos fluxos de recursos.

Apesar da queda dos investimentos nos últimos anos, a inflação nos países em desenvolvimento acelerou-se, refletindo a pressão de maiores pagamentos do serviço da dívida sobre as dívidas internas e externas, que foram sobrepostas às finanças de governos tradicionalmente fracos. Numa base média ponderada, a inflação está alcançando agora 50% ao ano, o triplo da taxa observada nas décadas de 60 e 70. Na América Latina, após uma queda temporária na taxa de inflação durante 1986, está atingindo agora 210% ao ano, *ou seja*, mais alto do que a taxa máxima registrada em 1985. Muitos programas de estabilização dos últimos anos fracassaram, em parte por causa da multiplicidade de objetivos: redução da inflação, correção de distorções nos preços dos produtos e de fatores e rápida mudança nas contas comerciais a fim de gerar superávits externos. A correção das distorções de preços geralmente exige aumentos de preços. A geração de superávits externos tira produtos do mercado interno. Conseqüentemente, as duas medidas atuam contra a estabilização de preços. O segundo exige um influxo líquido temporário de recursos, paralelamente à restauração da integridade do sistema fiscal e estabilização da taxa cambial. O trabalho de reconstrução dos sistemas monetários ainda está por ser feito em muitos países em desenvolvimento.

Restrições

A reorganização da dívida enfrenta duas restrições principais:

1. Os recursos orçamentários e as garantias governamentais dos principais países desenvolvidos não estarão disponíveis para uma solução do problema da dívida de forma semelhante para todos. Esses países têm outras prioridades para os seus fundos orçamentários, e alguns governos também têm objeções em princípio. Essa posição foi reiterada pelo Grupo dos 7 em abril de 1988:

“Os ministros e chefes de Estado reafirmaram o seu apoio total à estratégia atual de dívida caso a caso como o único

caminho viável e sensato para superar os problemas de dívidas internacionais. Eles receberam bem o progresso feito por alguns países devedores que conseguiram um crescimento cada vez maior e déficits de pagamentos reduzidos através da implementação de sólidas políticas macroeconômicas e estruturais. Eles observaram que uma grande contribuição ao financiamento dos países em desenvolvimento endividados foi a reprogramação do crédito público feita pelo Clube de Paris. Eles enfatizaram o importante papel tido pelos bancos comerciais no apoio a tais esforços através de opções de financiamento satisfatórios e apropriados sob as abordagens alternativas. Os ministros e chefes de Estado reiteraram sua forte oposição às propostas globais de perdão da dívida que transferem os riscos do setor privado às instituições internacionais ou governos credores”.

(Declaração de 13 de abril de 1988. O Grupo dos 7 é constituído pelos Estados Unidos, Japão, República Federal da Alemanha, Inglaterra, França, Itália e Canadá.)

Na Conferência de Cúpula de Toronto realizada em junho de 1988, o Grupo dos 7 concordou com as concessões de dívida para os “países mais pobres”, a maioria deles na África, referentes aos empréstimos oficiais bilaterais, que reduzirão o seu serviço da dívida conjunto em aproximadamente US\$ 500 milhões por ano.³ Enquanto essa redução é importante para os países beneficiários, ela não representará quase nada à essência do problema da dívida: ela equivale a 1% do serviço conjunto da dívida de 17 países (conforme denominação do Banco Mundial, “países altamente endividados”), que chegou a US\$ 51 bilhões em 1987.⁴ Para esses países, o Grupo dos 7 ratificou

3. Estimativa do chanceler Nigel Lawson feita no Parlamento britânico em 14.7.1988, como publicado no *The Wall Street Journal*, 15.7.1988.

4. Extraído do *World Bank Operational Strategy in the Heavily-Indebted Middle Income Countries*, 9.3.1988, Tabelas C18, C19 e C21. Os 17 países são: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa do Marfim, Costa Rica, Equador, Filipinas, Iugoslávia, Jamaica, Marrocos, México, Nigéria, Peru, Uruguai e Venezuela.

em Toronto a sua posição de abril de 1988 de que “a estratégia de crescimento voltado ao mercado baseada na abordagem de caso por caso continua sendo o único caminho viável para superar os problemas de dívida externa”. A atitude do Grupo dos 7 pode mudar, há um movimento na posição do Japão, mas até o momento e num futuro previsível há pouca probabilidade de um uso em larga escala dos fundos públicos nos países desenvolvidos para solucionar o problema da dívida internacional, ou de criar uma nova instituição, ou de usar as instituições existentes para posse ou garantia das dívidas dos países em desenvolvimento.

2. A reorganização da dívida precisa ser realizada com a cooperação dos credores e governos dos países credores. Especificamente:

a) Os bancos comerciais continuarão sendo uma fonte de crédito para “financiamentos transacionais e de investimento” num futuro próximo;⁵ e mais tarde eles poderão se tornar novamente uma fonte de financiamentos gerais.

b) As instituições financeiras internacionais continuarão a emprestar apesar das dificuldades gerais que os países endividados enfrentam.

c) A cooperação dos governos dos países credores é necessária não apenas no que se refere à reorganização do serviço sobre os seus próprios empréstimos, mas também pela sua capacidade como reguladores de crédito privado. As exigências governamentais obrigatórias referentes às cláusulas de perda de empréstimos bancários precisam ser alteradas, já que tornam muito difíceis agora os empréstimos dos bancos privados aos países geralmente classificados como um risco, mesmo se esses mesmos bancos não tiveram qualquer experiência desfavorável com esses países e estejam dispostos a emprestar. A cooperação dos reguladores dos governos dos países credores também é necessária na classificação de *performance* dos empréstimos que são servidos em parte em moeda local — um elemento essencial da abordagem elaborada abaixo.

A necessidade de cooperação não diminui a liberdade de ação dos países devedores para fazer propostas e executá-las.

Contudo, significa que os países devedores devem lutar por uma solução negociada, começando da premissa de que todas as partes estão interessadas num "volume maior de fluxos financeiros para os países em desenvolvimento (que deve) satisfazer as necessidades de crescimento econômico, alívio da pobreza, conservação do meio ambiente, ajuste estrutural e a solução das dificuldades da dívida", como ficou recentemente acertado no Comitê de Desenvolvimento.⁶ "O esforço por uma reversão prematura da atual transferência negativa de recursos dos países devedores para os industrializados encontrou a compreensão do *Observer* suíço no Comitê de Desenvolvimento", disse um jornal suíço de prestígio.⁷

Fases

A reorganização da dívida proposta consiste de duas fases: uma fase interina com duração de seis anos, na qual a transferência do serviço da dívida em moeda estrangeira é substancialmente reduzida e tomam-se as devidas providências para o balanço do serviço da dívida devida; e a fase de *follow-up*, na qual a transferência total em moeda estrangeira é restaurada em termos de comum acordo.

Fase 1: um plano interino de seis anos

A fase 1 envolveria:

a) adiamento dos pagamentos de amortização. (Isto estenderia a todos a prática já aplicada pelos bancos comerciais e governos em relação a muitos devedores em dificuldades.)

b) Pagamento parcial dos juros em moeda estrangeira na média, digamos, de 2% ao ano sobre a dívida pendente.

c) Pagamento parcial dos juros em moeda local na média, digamos, de 3% ao ano sobre a dívida pendente. (As transa-

6. Comitê de Desenvolvimento (Comitê Ministerial Conjunto do Banco Mundial e do FMI sobre as Transferências de Recursos Reais para os Países em Desenvolvimento), *Press Communique*, 15.4.1988, parágrafo 4.

7. *Neue Zürcher Zeitung*, 19.4.1988. "Compreensão" também pode ser lido com o significado de "apoio".

ções em moeda local relacionadas aos empréstimos estrangeiros já estão se tornando comuns nas trocas dívida-patrimônio líquido, mas são irregulares na maior parte e apresentam um êxito confuso, em parte por causa dos seus efeitos monetários expansionistas internamente — reaquisição de empréstimo — que vêm em primeiro lugar nos efeitos monetários de pagamentos totais de juros. A proposta para o pagamento parcial dos juros em moeda local regularizaria e aumentaria a aquisição de moeda local pelos credores estrangeiros, porém reduziria os efeitos monetários adversos, da mesma forma que os pagamentos conjuntos dos juros seriam reduzidos. Os descontos excessivos nos quais o ativo interno é agora freqüentemente adquirido provavelmente também diminuiriam. As questões de uso da moeda local são discutidas mais adiante.

d) A balança de juros, na média, digamos, de $3\frac{1}{2}\%$ ao ano sobre a dívida pendente seria suspensa e convertida em novos empréstimos pagáveis em moeda estrangeira sob condições a serem acertadas — ver mais adiante.

(O total dos pagamentos dos juros em *b*, *c*, e *d* é feito de modo que resulte em $8,5\%$ ao ano sobre a dívida pendente. Isso quase iguala a LIBOR média de janeiro-julho de 1988 para empréstimos por seis meses em dólares americanos de $7,6\%$, mais uma diferença média estimada de 1% . Os verdadeiros pagamentos de juros médios dos 17 países afetados pela dívida em 1987 constituem cerca de $6,8\%$ da dívida pendente, segundo o Banco Mundial.⁸ A diferença para o nosso número fictício de $8,5\%$ pode ser parcialmente devida a algum empréstimo feito governo a governo a juros mais baixos e, em parte, a juros realmente não pagos em 1987, ou seja, juros atrasados. Se superestimei as exigências de juros futuros, as porcentagens em *b*, *c* e *d* de 2, 3 e $3\frac{1}{2}$ respectivamente deveriam ser fracionalmente mais baixas.)

e) A proposta é concebida como uma base possível de negociação que os devedores possam querer oferecer aos seus credores. As proporções propostas da divisão dos juros em *b*,

8. Extraído do World Bank Operational Strategy, *op. cit.*, Tabelas C15 e C18.

c e *d* são sugeridas como valores centrais de orientação. As proporções específicas variariam de país para país, dependendo das circunstâncias de cada caso.

f) A proposta se aplicaria a todas as dívidas não-concessionárias,⁹ com duas exceções:

i) os créditos comerciais estariam isentos;

ii) também estariam isentos os credores cujos pagamentos excederem o serviço da dívida de um país. Os ajustes adequados seriam feitos em casos de cobertura parcial do serviço da dívida pelos desembolsos.

Fase 2

As condições para o serviço da dívida na fase seguinte seriam parcialmente determinadas por medidas adotadas na fase 1 visando aumentar a credibilidade do país devedor. Sugere-se que os países que se beneficiarem do programa interino (fase 1) estabeleçam um fundo de segurança coletiva para garantir os futuros pagamentos de juros totalmente pagáveis em moeda estrangeira. O fundo seria estabelecido imediatamente, *ou seja*, no início da fase 1, e continuaria a existir na fase 2. Como a existência do fundo elevaria o nível de qualidade dos empréstimos, *isto é*, aumentaria o valor das dívidas devido à maior segurança, seria possível negociar uma melhora nas condições de empréstimo, incluindo uma redução na taxa de juros, uma vez que o fundo seria desenvolvido de acordo com o tamanho necessário: o princípio básico da teoria de reorganização da dívida — uma troca entre razoáveis equivalentes — teria sido cumprido.

São necessários mais trabalhos sobre as quantidades e modalidades de fundo de segurança. Presumirei provisoriamente que o prêmio chegaria a 0,5% por ano da dívida pendente, pagável em moeda estrangeira.¹⁰ No período interino (fase 1), isto elevaria os pagamentos conjuntos dos devedores em moeda

9. Aqui definido como dívidas a taxas de juros e emolumentos totalizando 2,0% ou menos por ano.

10. Essa era a taxa paga num caso conhecido de seguro de dívidas de país em desenvolvimento em 1985.

estrangeira para 2,5% da dívida pendente. Também poderia ser possível negociar tal segurança via mercado ou talvez obtê-la do ou através do recém-estabelecido Multi-lateral Investment Guarantee Agency (MIGA), um afiliado do Grupo do Banco Mundial. O governo japonês propôs que o MIGA desenvolvesse o seguro de empréstimo, mas as perspectivas não são claras diante do quadro limitado do MIGA.

Uso da moeda local

Para que os pagamentos parciais de juros em moeda local sejam eficazes e úteis, é necessário cumprir duas condições:

1. Os bancos credores devem ter permissão para usá-las em suas operações bancárias gerais e em empréstimo direto e investimentos para projetos específicos. Se houver restrições com relação aos campos de operação, prioridades e procedimentos a serem seguidos, estas não devem ser de natureza prejudicial à utilidade da moeda local adquirida.

2. Os juros recebidos em moeda local não devem ser convertíveis em moeda estrangeira por um período suficientemente longo para proporcionar um alívio significativo à balança de pagamentos do país, digamos, durante 15 anos. Entretanto, os ganhos provenientes dos investimentos em tais moedas devem ser convertíveis totalmente ou numa proporção considerável. O Professor Urquidí, do Colégio de México, que esteve discutindo sobre um pagamento parcial dos juros em moeda local, sugeriu que “os empréstimos e investimentos em moeda local constituídos pelas contas especiais mantidas por bancos estrangeiros ganhariam um lucro a ser tratado e pagável numa determinada, talvez considerável, proporção na moeda estrangeira na qual os empréstimos mais antigos foram originalmente expressos. Seria necessário entrar num acordo sobre qual a proporção desses empréstimos, oriundos de novos juros recebidos ou de retorno sobre novos investimentos, seriam pagáveis em moeda estrangeira, sob que condições e vencimentos, etc.”.¹¹

11. Victor L. Urquidí, *A Proposal to Create a System for Part-payment in Local Currency of Interest on External Debt*. Fev. 1986, pp. 6-7, mimeo.

Foram levantadas duas questões sobre o pagamento parcial dos juros em moeda local:

1. Os credores considerariam essa modalidade aceitável? Um notável banqueiro alemão, Helmut Guthardt, presidente do German Cooperative Bank, um dos principais bancos da República Federal da Alemanha, disse numa entrevista a *Die Welt*, publicada no dia 25 de maio de 1988, que "a maior parte dos países endividados do Terceiro Mundo deveriam pagar parte de suas obrigações em moeda local. Guthardt diz que as instituições financeiras devem exigir somente parte dos juros devidos em moeda forte para evitar descontrolar o desenvolvimento das economias do Terceiro Mundo. O restante dos juros poderia ser aceito em moeda nacional do país em questão, mesmo se esses recursos não forem convertíveis. Desta forma, o desenvolvimento nacional poderia ser co-financiado".¹² O aparente sucesso da atual oferta brasileira de *exit bonds* (comercializáveis a juros de 6% ao ano e com vencimento em 25 anos), a serem emitidos para os credores que desejam rolar o ativo brasileiro, mas sem subscreverem dinheiro novo, é parcialmente explicado pelo fato de que eles são permutáveis a par em novas emissões de obrigações indexadas do Tesouro brasileiro denominadas em cruzado e utilizáveis pelas trocas dívida/patrimônio líquido.¹³

2. Os pagamentos em moeda local seriam mais inflacionários para o país devedor do que o pagamento em moeda estrangeira? Não. Para adquirir moeda estrangeira para pagar os juros, o país devedor precisa gerar um superávit de exportações. É esse superávit que é inflacionário, a menos que seja compensado por um aumento na poupança interna. Quando os juros são pagos em moeda local, não há necessidade de um superávit de exportações; porém haverá investimentos extras dentro do país que exigirão poupança adicional. Não há diferença entre o pagamen-

12. Um relatório do IPS, reproduzido no Banco Mundial, *Development News-Daily Summary*, 26.5.1988.

13. Declaração de William R. Rhodes, presidente do comitê de bancos negociando com o Brasil, como publicado no *The Wall Street Journal*, 9.8.1988.

to em moeda local e o pagamento em moeda estrangeira no que se refere à necessidade de poupança adicional se a inflação tiver que ser evitada. Contudo, no caso do pagamento em moeda local, há os investimentos internos extras que aumentarão a capacidade de produção e, conseqüentemente, expandirão o suprimento futuro, enquanto o pagamento em moeda estrangeira não faz tal contribuição.

A maioria dos países em desenvolvimento tem hoje uma política declarada de promoção de investimento estrangeiro e provavelmente achará atraente a proposta de pagamento parcial em moeda local. Porém, haverá alguns que não considerarão isso do seu interesse nacional. A alternativa é aumentar a proporção de juros pagáveis em moeda estrangeira. Pode ser também possível aumentar a proporção de juros cujo pagamento é adiado, mas para isso seria necessária a autorização dos credores.

Liquidação dos juros adiados

A parte de pagamentos dos juros adiados durante a fase 1 precisará ser paga na fase 2. Nesse meio tempo, os próprios juros adiados terão juros de acordo com as taxas de mercado, a menos que os credores considerem possível cobrar taxas mais baixas através da absorção própria desses custos ou pela obtenção de compensação em algum outro lugar — talvez dos governos dos países desenvolvidos?

A probabilidade de concessões nas taxas de juros é desprezível no momento, exceto no caso dos países afligidos brutalmente pela dívida e de baixa renda. Deve-se contar com a composição dos juros suspensos a taxas de mercado ao longo do tempo. Isto porque, enquanto a fração de juros adiados for da ordem de importância indicada anteriormente — 3,5% da dívida pendente — o problema não é sério. O crescimento do PIB dos países devedores deve se recuperar para chegar à sua histórica taxa anual de 6%, ou quase, uma vez estando aliviada a crise atual no balanço de pagamentos — e esse é o objetivo de toda esta proposta. Não é provável que a armadilha da dívida — dívida aumentando mais rápido do que o PNB por

períodos prolongados — seja um resultado do adiamento temporário dos juros proposto.

Com relação ao pagamento dos juros adiados, existem duas possibilidades. Pode ser pago com uma acentuada melhora na situação econômica em ganhos de exportações devido a um *boom* de produtos básicos, contanto que o “compromisso negativo de garantia” (o direito de todos os credores de serem tratados igualmente) não seja um obstáculo ou colocado de lado. A outra alternativa é a possibilidade de distribuir o pagamento no tempo.

O Dr. Franz Lutolf, gerente-geral do Swiss Bank Corporation, tem constantemente defendido o adiamento temporário dos juros. De acordo com a sua última declaração em público: “O problema da dívida requer uma nova abordagem. Como sugeri várias vezes, há um método com o qual os bancos estão inteiramente familiarizados e é por eles utilizado exatamente para procurar soluções para seus próprios problemas de empréstimos corporativos. Estou me referindo ao adiamento temporário dos juros. Os países devedores afetados pelo que podem ser chamados de dificuldades temporárias de conta corrente devem ter autorização para adiar os pagamentos dos juros total ou parcialmente até que a sua capacidade de servir a sua dívida externa tenha sido restaurada. Esta abordagem supõe o reconhecimento de uma noção da capacidade de servir a dívida, da mesma forma como acontece quando os bancos fazem concessões temporárias de pagamentos para seus clientes corporativos. É óbvio que este conceito não é fácil de definir. Mas não é impossível”.¹⁴

Um caso de suspensão dos juros já acertada pode estar em formação agora. A Argentina está negociando novos empréstimos de bancos comerciais e agências financeiras multilaterais para cobrir seu déficit fiscal para 1988 e os pagamentos dos

14. Franz Lutolf, *How the Commercial Banks See New Debt Initiatives*, declaração na Conferência sobre a América Latina — Towards Renewed Growth, London, 11.12.1988.

juros para este e o próximo ano.¹⁵ Foi mostrado que a contribuição dos bancos comerciais para esse pacote, estimado em US\$ 2 bilhões, pode incluir, pela primeira vez em qualquer pacote de dívida, uma capitalização parcial dos juros em vez de dinheiro novo.¹⁶

Benefícios e custos

A proposta percorreria um longo caminho para eliminar a transferência negativa de recursos dos países em desenvolvimento durante a fase interina de seis anos. Não é possível um cálculo preciso, mas os seguintes dados são sugestivos. Os pagamentos dos juros dos 17 países afetados pela dívida chegaram a US\$ 32,1 bilhões, e a amortização, a US\$ 19 bilhões em 1987, segundo as estimativas do Banco Mundial.¹⁷ Se a redução da transferência proposta tivesse que afetar todas as dívidas, as poupanças conjuntas para esses países seriam de US\$ 39,2 bilhões por ano (20,2 bilhões de juros *mais* 19 bilhões de amortização).¹⁸ Isto se compara à transferência negativa de todos os países em desenvolvimento de US\$ 29 bilhões em 1987, como estimado pelo Banco Mundial.¹⁹ No entanto, as poupanças reais serão inferiores a US\$ 39 bilhões, já que uma parte do pagamento do serviço da dívida continuará intacta por ser devida

15. *Financial Times*, 20.7.1988.

16. *Financial Times*, 9.6.1988; ver também *Financial Times*, 30.6.1988.

17. Extraído do World Bank Operational Strategy, *op. cit.*, Tabelas C18, C19 e C21.

18. As poupanças sobre a transferência dos juros são calculadas da seguinte forma: a dívida conjunta dos 17 países estava estimada em US\$ 476,5 bilhões no fim de 1987. Esses países continuarão a transferir 2% ao ano por causa dos juros e 0,5% por ano pelo prêmio de seguro, ou um total de US\$ 11,9 bilhões. Como os pagamentos dos juros de 1987 chegavam a US\$ 32,1 bilhões, as poupanças atingem US\$ 20,2 bilhões (32,1 menos 11,9).

19. Banco Mundial, *World Debt Tables*, edição 1987-1988, p. xii. As estimativas da Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL) sugerem uma transferência negativa um tanto mais baixa. Ver CEPAL, *Preliminary Overview of the Latin American Economy 1987*, Tabela 15.

a credores cujos pagamentos excedem o serviço da dívida ou requerem uma grande proporção. A minha opinião é de que as poupanças reais excederão US\$ 20 bilhões por ano.

O custo, num certo sentido, seria zero na medida em que o patrimônio líquido dos credores permaneceria intacto e não haveria envolvimento de nenhum subsídio atual. Solicita-se aos credores que aceitem parte do pagamento dos juros de forma diferente da sua própria moeda e que transformem a outra parte em patrimônio líquido extra de empréstimos. Geralmente, este último estaria vinculado a riscos adicionais e, assim, um certo prejuízo do valor; mas sendo introduzido um esquema de seguro, esses riscos adicionais seriam absorvidos a um grau satisfatório. Entretanto, continuaria o risco com relação à porção de juros em moeda local, e isso também seria resultado do adiamento da amortização. Se a redução proposta da transferência negativa acabar numa retomada do crescimento econômico e o fortalecimento correspondente da capacidade de serviço da dívida, esses riscos seriam recompensados. Mas os riscos estão lá.

SUPOSIÇÕES ECONÔMICAS

Três pensamentos gerais subjazem a proposta feita acima. Primeiro, o que é essencial para os países em desenvolvimento hoje é ganhar espaço para a recuperação do crescimento, investimentos e consumo, depois dos sete áridos anos de 1982-1988; e esse espaço deveria durar por um período suficientemente longo para garantir um horizonte de planejamento satisfatório. Por isso a proposta para um programa interino de seis anos no qual a transferência do serviço da dívida é reduzida ao mínimo. Segundo, o risco a longo prazo de fracasso da dívida é limitado: os mais importantes países devedores de grandes dimensões provaram que eles podem absorver moderna tecnologia, organizar uma produção eficiente e penetrar no mercado internacional numa velocidade extraordinária, e que eles conferem grande prioridade ao cumprimento de suas obrigações de servir a dívida. Não há razão para duvidar de sua capacidade de continuar com o esforço econômico e sua vontade de pagar, desde que a crise atual seja controlada rápida e satisfatoriamente. Ter-

ceiro, as circunstâncias extraordinárias da última década não se repetirão. Elas incluíram o enorme aumento na taxa internacional de juros, a explosão do preço do petróleo e seu colapso subsequente, o colapso dos preços de produtos não derivados do petróleo e empréstimos descuidados freqüentemente sem controle central. Especificamente, suponho que:

1. as taxas de juros internacionais daqui a dez anos serão apenas uma fração dos níveis atuais, depois de quaisquer rotações e colapsos financeiros que possam estar à sua espera nesse meio tempo. Como um indício, a atual taxa de juros sobre os empréstimos-ouro — concedidos em barras de ouro e pagáveis da mesma forma, eliminando assim o risco da moeda circulante e reduzindo o risco de inflação — está agora entre 2 e 3% por ano, como de costume;²⁰

2. os países em desenvolvimento e a comunidade internacional serão capazes de controlar a instabilidade dos preços dos produtos básicos e seus prolongados níveis em baixa melhor do que no passado. A ratificação dos Artigos de Acordo do Fundo Comum para Produtos Básicos, completada em julho de 1988, deve possibilitar novas iniciativas nessa área.

Na média, os 17 países afetados pela dívida ("países altamente endividados", na terminologia do Banco Mundial)²¹ carregam agora dívidas equivalentes a 56% do PNB. A uma taxa real de juros de longo prazo de 2%-3% por ano, seus ônus com juros atingiriam 1,4% do PNB. Com este segundo aumentando à taxa anual de 5,8%, realmente alcançada em 1960-1980, o serviço da dívida deve ser compatível com um crescimento satisfatório do consumo e investimentos internos. A situação varia inevitavelmente de país para país. Será geralmente desfavorável se as taxas de juros do mercado internacional permanecerem onde estão e os preços de exportação dos produtos básicos dos países em desenvolvimento estiverem em baixa. Uma redução proporcional das taxas de juros para os países devedores se tornaria então virtualmente inevitável na fase 2. Porém, isso pode significar se adiantar demais ao tempo.

20. *Financial Times*, 28.7.1988.

21. Ver neste artigo nota 4, para verificar a lista de países.

TABELA 1

Indicadores da dívida nos países em desenvolvimento,
1975 a 1987
(%)

Grupo do país e indicador da dívida	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987*
Todos os países em desenvolvimento									
Índice do serviço da dívida	13,7	16,2	17,9	21,0	19,7	19,5	21,8	22,6	21,0
Índice dívida-PNB	15,7	20,7	22,4	26,3	31,4	33,0	35,9	38,5	37,6
Países altamente endividados									
Índice do serviço da dívida	24,0	27,1	30,7	38,8	34,7	33,4	33,9	37,7	32,7
Índice dívida-PNB	18,1	23,3	25,6	32,4	45,4	47,5	49,5	54,1	55,9
África de baixa renda									
Índice do serviço da dívida	10,2	13,6	14,6	14,2	14,2	15,1	17,9	19,9	34,7
Índice dívida-PNB	25,2	39,8	44,2	48,0	55,1	62,0	68,9	72,1	76,2

Fonte: Banco Mundial, *World Development Report*, 1988, p. 31.

Obs.: Os dados são baseados numa amostra de noventa países em desenvolvimento. O índice do serviço da dívida é definido como o valor em dólares dos pagamentos da dívida externa (juros e amortização) sobre empréstimos de médio e longo prazo mostrados como uma porcentagem do valor em dólares das exportações de mercadorias e serviços. O índice dívida-PNB é definido como o valor em dólares da dívida pendente de médio e longo prazo expresso como uma porcentagem PNB expresso em dólares.

* Os índices estimados não presumem outros acúmulos de pagamentos atrasados. Isto explica o repentino aumento no índice do serviço da dívida para a África de baixa renda em 1987.

Os países de baixa renda afligidos pela dívida, na África e em outros continentes, estão numa posição mais difícil, já que suas dívidas em relação ao produto total são geralmente maiores e sua vulnerabilidade às quedas dos preços dos produtos básicos é particularmente marcante.

SUMÁRIO

A situação atual da dívida é desfavorável. Continua uma grande transferência de recursos dos países em desenvolvimento, a renda *per capita* está caindo em muitos países e os investimentos estão em baixa, prejudicando o crescimento futuro da produção e a capacidade associada de servir a dívida. No encontro do Comitê de Desenvolvimento (Comitê Ministerial Conjunto do Banco Mundial e do FMI sobre a Transferência de Recursos Reais aos Países em Desenvolvimento) de abril de 1988, concordou-se que “era necessário um maior volume de fluxos financeiros para os países em desenvolvimento para atender às necessidades de crescimento econômico, alívio da pobreza, conservação do meio ambiente, ajuste estrutural e a solução das dificuldades da dívida”. Enquanto os principais países desenvolvidos (Grupo dos Sete) declaravam sua contínua oposição ao uso dos seus recursos orçamentários para a solução do problema da dívida através de uma posse em larga escala das dívidas, há um crescente consenso internacional de que é preciso encontrar maneiras para reduzir e, se possível, reverter a transferência de recursos dos países em desenvolvimento.

Visando a atingir esse objetivo, propõe-se a instituição de um programa temporário de seis anos (fase 1), que incluiria para os países afetados pela dívida:

1. adiamento da amortização;
2. pagamento parcial dos juros em moeda estrangeira;
3. pagamento parcial dos juros em moeda local;
4. suspensão de uma parte dos juros e sua conversão num novo empréstimo pagável em moeda estrangeira.

As proporções específicas da divisão dos juros variaria de país para país, dependendo das circunstâncias de cada caso. O programa se aplicaria a todas as dívidas não concessionárias,

com duas exceções. Os créditos comerciais estariam isentos. Também estariam na mesma condição os credores cujos pagamentos contínuos excederem o serviço da dívida de um país, com ajustes apropriados em casos de cobertura parcial. O serviço da dívida seria totalmente retomado em moeda estrangeira com o término da fase 1.

As condições de serviço da dívida na fase 2 (*follow-up*) seriam parcialmente determinadas por medidas tomadas na fase 1 para aumentar a credibilidade do país devedor. Sugere-se que os países que se beneficiam do programa interino (fase 1) estabeleçam um fundo de seguro coletivo para assegurar os pagamentos futuros dos juros totalmente pagáveis em moeda estrangeira. O fundo seria estabelecido de imediato, *ou seja*, no início da fase 1, com prêmios sendo pagos pelos países devedores beneficiários, continuando a existir na fase 2. Como a existência do fundo elevaria o valor das dívidas devido à maior segurança, deveria ser possível negociar uma melhora nas condições de empréstimo, incluindo uma redução na taxa de juros, uma vez que o fundo foi desenvolvido de acordo com o tamanho necessário. Contudo, ainda há necessidade de mais estudos com relação às modalidades de seguro passíveis de utilização.