

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 conseqüências 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 frequentemente 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. Dioniísio 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.