

3

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 Garcia 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 perdoando 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 delineeii acima. Como já defendi em detalhes em outras ocasiões (ver Sachs and Huizinga, "U.S. Commercial Banks and the Developing County 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.