

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

Monica Baer**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 ^a
NECESSIDADE DE RECURSOS								
1. Transações correntes ^b	(16.535,5)	(17.749,4)	(22.074,6)	(13.675,4)	(5.548,8)	(9.144,0)	(16.157,9)	(15.305,0)
1.1 Balança comercial	(5.853,2)	(6.252,5)	(3.393,2)	3.305,3	10.549,1	9.709,1	4.979,4	7.952,0
Exportações	(2.839,5)	1.202,4	780,1	6.470,4	13.089,5	12.470,6	8.349,2	11.152,0
Importações	15.244,4	20.132,4	23.293,0	20.175,1	27.005,3	25.638,7	22.393,5	26.213,0
1.2 Balança de serviços	18.083,9	22.955,2	22.090,6	15.428,9	13.915,8	13.168,1	14.044,3	15.061,0
Transportes	(3.013,7)	(3.429,7)	(4.173,3)	(3.165,1)	(2.540,4)	(2.761,5)	(3.369,8)	(3.200,0)
Lucros e dividendos	(1.418,0)	(1.936,0)	(1.456,3)	(912,4)	(760,2)	(370,0)	(432,0)	—
Outros	(635,7)	(309,8)	(585,2)	(757,8)	(798,1)	(1.059,3)	(1.236,7)	—
2. Obrigações financeiras	(960,0)	(1.183,9)	(2.131,8)	(1.494,9)	(984,1)	(1.332,2)	(1.701,1)	—
Juros	(10.570,2)	(11.321,4)	(18.304,9)	(16.418,3)	(16.670,9)	(18.478,4)	(20.683,4)	(23.357,0)
Amortizações	(4.185,5)	(6.311,1)	(9.161,0)	(9.555,4)	(10.202,7)	9.588,7	(9.093,1)	(8.900,0)
3. Transferências unilat. Erros e omissões	(6.384,7)	5.010,3	(6.241,6)	(6.862,9)	(6.468,2)	(8.889,7)	(11.590,3)	(14.457,0)
	(112,1)	(175,5)	(215,2)	(562,4)	573,0	(374,7)	(453,9)	100,0
FINANCIAMENTO DE RECURSOS								
1. Investimentos	16.535,5	17.749,4	22.074,6	13.675,4	5.548,8	9.144,0	16.157,9	15.305,0
2. Empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos	1.490,9	1.120,8	991,0	664,2	1.076,6	710,0	(108,6)	400,0
3. Capitais de curto prazo e outros	11.228,3	10.596,8	12.515,0	6.708,2	10.400,8	7.010,3	11.596,3	14.286,0 ^d
4. Movimento de reservas	601,4	2.561,0	(259,4)	898,5	(5.228,4)	(2.102,1)	815,0	(1.723,0)
	3.214,9	3.471,6	(624,7)	5.404,5	(700,2)	3.525,8	3.855,2	2.340,0

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

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

TABELA 2

Posição das reservas internacionais
(US\$ milhões)

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

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

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

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

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

A partir de 1986 exclui haveres do Banco do Brasil.

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

n.d.: Não disponível.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

8. Aspecto detalhado no item 3.3 deste mesmo trabalho.

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

coerente de médio e longo prazos. O elemento-chave dessa política é a retomada dos investimentos, tanto públicos como privados. Por um lado, eles devem aliviar os estrangulamentos setoriais existentes. Por outro, permitir a modernização do parque industrial para criar melhores condições de oferta. Por mais que essa política possa ser articulada racionalmente com o desenvolvimento do setor de bens de capital no país, deve implicar aumentos no valor das importações que podem não vir a ser, necessariamente, compensados *de imediato* pela expansão das exportações. Assim, apesar da excelente *performance* da balança comercial nos anos de 1984 e 1985, a própria sustentação do crescimento pode exigir — pelo menos temporariamente — uma diminuição no superávit da balança comercial, com o que se reaperresentaria o problema de escassez de divisas diante dos compromissos com o pagamento dos juros da dívida externa.

Nas atuais condições em que se realiza a transferência de recursos ao exterior, além do problema de divisas, enfrenta-se um segundo obstáculo, que é o sério desajuste interno de caráter financeiro, significando uma restrição adicional à sustentação do crescimento.¹⁰ Os recursos gerados pelo superávit da balança comercial concentram-se, por um lado, nas mãos do setor privado, que os mantém líquidos frente às incertezas da política econômica. Por outro lado, os principais estrangulamentos do lado da oferta encontram-se na área de infra-estrutura e no setor de bens intermediários, onde prevalecem as empresas públicas. O setor público, entretanto, também é responsável pela maior parte da dívida externa, carreando, portanto, o ônus de seu serviço. Em função desses encargos, esse setor ou, mais especificamente, suas empresas produtivas encontram-se, na sua grande maioria, financeiramente estranguladas, o que limita sua capacidade de investimento. É, no entanto, especificamente o setor público que deve liderar a retomada do investimento, seja pelo tipo de estrangulamentos existentes, seja porque o investi-

10. Para uma análise detalhada especificamente sobre esta questão, ver Mendonça de Barros, L. C., Kandir, A. e Baer, M., "A Redução Necessária das Transferências de Recursos ao Exterior: Introdução à Polêmica e Agenda para uma Discussão de uma Política de Sustentação do Crescimento", out. 1985, mimeo.

mento privado não será retomado enquanto eles não forem superados e não houver uma clara sinalização de uma política de sustentação do crescimento de mais longo prazo, para o qual o investimento público é um aspecto crucial.

Não existem atualmente mecanismos financeiros adequados, em termos de custo e prazo, para realizar a intermediação entre os agentes superavitários — na sua grande maioria do setor privado — e os agentes deficitários, principalmente do setor público.¹¹ Ou seja, as atuais deficiências e desajustes existentes no sistema financeiro e tributário, e a concentração da dívida em mãos do setor público, que arca com seu serviço mas não gera as divisas para pagá-lo, limita seriamente a capacidade de expandir o investimento e, portanto, de sustentar o crescimento da economia brasileira. Assim, a transferência de recursos ao exterior para o pagamento dos juros da dívida externa acirra um desajuste setorial interno de caráter financeiro, colocando em evidência a premência de reformas estruturais (fiscal e financeira).

No curto prazo, torna-se então necessário pensar em uma redução da transferência de recursos (obtido dinheiro novo e portanto aumentando o estoque da dívida externa) *transitória e condicionada* à implementação das reformas fiscal e financeira. Uma condição necessária (mas não suficiente) para desarmar as intensas pressões especulativas no mercado financeiro — ao qual o setor público está totalmente subjugado (socializando o custo desta disfunção) — é a retomada dos investimentos para que se criem outras alternativas rentáveis de aplicação dos recursos excedentes. Isso, como foi indicado, passa pela expansão

11. Sobre essa situação assimétrica é importante lembrar dois aspectos. Com relação ao setor privado, este não só deixou de endividar-se em moeda estrangeira a partir de 1979, quando houve a maxidesvalorização, como tentou ajustar-se diante da crescente restrição externa, transferindo a dívida em dólares para o Estado. Por outro lado, as empresas públicas foram utilizadas pelas autoridades brasileiras como instrumento de captação de recursos externos para garantir a rolagem da dívida. No entanto, mesmo entre as próprias instituições públicas não existem canais que permitam saldar, *diretamente* entre elas, posições superavitárias e deficitárias. Estas então passam a conectar-se através do mercado financeiro, com todas as distorções e elevações de custos que isso implica.

do investimento do setor público, que não se pode financiar no mercado financeiro privado interno, porque aumentaria sua dependência em relação a este, agravando a atual situação. Portanto, isso teria que se dar através de refinanciamento do passivo em moeda estrangeira das empresas estatais, ou seja, reduzindo a transferência de recursos ao exterior. Além disso, em um contexto de crescimento, em princípio, também deveria ser mais viável realizar uma reforma fiscal e avançar no processo de racionalização da administração pública.

Em suma, na atual situação, uma redução das transferências de recursos ao exterior faz-se necessária, antes de mais nada, como uma das condições necessárias para viabilizar a implementação das reformas financeira e fiscal, não devendo ser subestimadas as *resistências internas* a elas. Somente depois da implantação destas reformas ficaria claro qual a verdadeira dimensão e natureza do constrangimento que a transferência de recursos ao exterior implica para o financiamento do desenvolvimento da economia brasileira a médio prazo. Caberia então um balizamento entre as implicações desse constrangimento e as da ampliação do processo de endividamento externo nas atuais condições de instabilidade do mercado financeiro internacional.

A gestão do problema da dívida externa na Nova República (1985-1987)

Desde que se instalou a Nova República, em 15 de março de 1985, podem distinguir-se basicamente *quatro fases* no relacionamento das autoridades econômicas brasileiras com os credores externos, embora este relacionamento muitas vezes não se consubstanciasse numa estratégia clara de negociação. A boa *performance* da balança comercial e a recomposição das reservas, propiciaram, até meados de 1986, maior margem de manobra às autoridades na negociação, que, entretanto, não foi explorada da mesma forma pelos diversos responsáveis pela área econômica.

Enquanto o Brasil não chegava a nenhum acordo com os credores privados, as negociações se mantinham em *stand-still* por períodos de 90 a 150 dias, o que significa manutenção das condições acordadas na fase anterior de renegociação da dívida

e renovação, por esse prazo, das linhas de crédito comercial e interbancário. É em torno da renovação dessas linhas de crédito de curto prazo, que envolvem aproximadamente US\$ 15 bilhões, que se criaram reiteradamente as maiores tensões. Em primeiro lugar, porque a linha de crédito comercial (US\$ 10 bilhões — Projeto 3) é fundamental para sustentar o patamar das exportações e também é necessária para manter a continuidade da importação de petróleo. Em segundo lugar, porque o crédito interbancário (US\$ 5 bilhões — Projeto 4) se refere aos depósitos nos bancos brasileiros no exterior. Qualquer retirada maciça implicaria uma cobertura dos saldos descobertos destes bancos por parte do governo brasileiro. Uma condição importante para a sustentação desse processo com “relativa tranqüilidade” (até fevereiro de 1987) foi o pagamento em dia dos juros aos credores privados, tanto os referentes à dívida de médio e longo prazos como os que dizem respeito às linhas de crédito assinaladas.

No comportamento das autoridades brasileiras prevaleceram, em momentos cruciais, dois tipos de princípios (implícitos) que parecem importantes para se entender por que não se explorou mais o poder de barganha frente aos credores externos. Primeiro, dados os inúmeros problemas econômicos internos e as dificuldades para resolvê-los, parece haver predominado a idéia de se evitarem passos mais ousados na área externa, que, embora não resolvida, estava sob relativo controle. O segundo princípio refere-se à ordem na qual se solucionariam os problemas. Supunha-se que, uma vez encaminhados os problemas internos, teria maior viabilidade uma negociação externa em termos mais favoráveis ao Brasil. É importante destacar que estes princípios, mais que avaliações propriamente econômicas e de estratégia de negociação, eram permeados fortemente por posturas e pressões políticas de distintos setores, dentro e fora do governo. •

O período do ministro da Fazenda Francisco Dornelles (março-agosto de 1985)

A partir dos primeiros passos de Francisco Dornelles no Ministério da Fazenda (MINFAZ), observava-se que seu objetivo era fechar, o mais rápido possível, a negociação iniciada na gestão econômica passada, mas não concluída. Poder-se-ia dizer

que não havia, por parte desse ministro, qualquer resistência ao padrão convencional de negociação nos moldes do FMI. Isso de certa forma significava um retrocesso em relação às propostas que foram defendidas no período da COPAG, sob pedido do então candidato à presidência Tancredo Neves. Este, embora fosse contra uma postura de confronto com os credores, não se dispôs a dar o aval à proposta de reestruturação da dívida encaminhada por Affonso Celso Pastore.

O projeto de política econômica que o ministro Dornelles tentou implantar era de caráter nitidamente ortodoxo e, em tese, a maior parte de suas medidas viria ao encontro de uma política de ajuste recomendada pelo FMI. No entanto, as incoerências na sua implementação frustraram o avanço das negociações de um reescalamento multianual da dívida externa.

A essência de sua estratégia consistia na redução do déficit público, que pretendia combater com o corte nos gastos. Logo nos primeiros dias de sua gestão, entre um conjunto de medidas, decretou um corte de 10% no orçamento fiscal (além da contração de 15% estabelecida pelo governo anterior) e suspendeu por 90 dias os empréstimos de fomento do Banco Central. Por outro lado, ao mudar o critério de cálculo do reajuste da correção monetária,¹² simultaneamente ao represamento dos reajustes de preços, aumentou a remuneração real das aplicações financeiras, o que ampliou o espaço para a colocação de títulos da dívida pública, permitindo realizar uma política monetária mais restritiva. Na lógica do ministro, a conseqüente elevação dos juros, por sua vez, contribuiria para conter a demanda privada. Como o reajuste da taxa de câmbio passou a seguir o mesmo critério de cálculo da correção monetária, a mudança também

12. A correção monetária deixou de corresponder à variação do IGP mensal, para ser calculada pela média geométrica das variações mensais dos últimos três meses. Como num primeiro momento se conteve a inflação, aumentou-se o ganho real dos aplicadores financeiros. No entanto, quando a inflação voltasse a acelerar-se, a correção monetária ficaria abaixo da inflação com esse método de cálculo, o que implicaria uma remuneração real negativa aos aplicadores financeiros, criando o risco de uma fuga de capitais do sistema. Em função deste perigo, a medida foi suspensa logo que o ministro Funaro assumiu, quando os preços já haviam disparado.

ampliou a remuneração dos exportadores. Ou seja, esperava-se conter a demanda interna (principalmente via contenção do gasto público), reduzir o patamar inflacionário e promover as exportações, com o que se realizaria, simultaneamente, o necessário ajuste interno e externo.

Apesar do “êxito temporário” de baixar a inflação (único trunfo da política de Dornelles), as contradições desta estratégia se evidenciaram rapidamente. Em primeiro lugar, o represamento dos preços públicos em um contexto de escalada da taxa de juros e ajustes cambiais maiores agravou dramaticamente a situação de várias empresas públicas importantes, aumentando os seus déficits e criando pressões diretas dessas empresas, e indiretamente via Secretaria do Planejamento (que controla a SEST), contra o MINFAZ. Simultaneamente, outras áreas da administração pública, afetadas pelos cortes dos gastos, começaram a rebelar-se contra as medidas impostas. Em consequência, rapidamente foi-se perdendo o controle do déficit público e as medidas tornaram-se politicamente insustentáveis. No bojo deste descontrole abriu-se uma polêmica pública entre o Ministério da Fazenda e a Secretaria do Planejamento em torno da natureza do déficit, defendendo este último a interpretação do caráter financeiro do déficit e, conseqüentemente, opondo-se frontalmente à estratégia perseguida pelo MINFAZ, onde se concentraram todos os poderes para o desenho da política econômica.

Diante dos resultados pouco efetivos alcançados, o ministro Dornelles tentou reforçar, em meados do ano, sua estratégia de redução do déficit público através de um corte adicional de despesas de investimento e custeio das empresas públicas, eliminação de subsídios, recomposição paulatina das tarifas públicas e aumento da arrecadação tributária, sendo que esta última basicamente pela diminuição do prazo de recolhimento dos impostos e pela elevação de algumas alíquotas. Se por um lado o conjunto de medidas ficou aquém do esperado pelo FMI, por outro acirrou as pressões internas contra Francisco Dornelles.

Neste contexto de forte resistência interna à política econômica implementada e de crescente perda de legitimidade de seu principal responsável, um acordo com o FMI era inviável, levando à suspensão das negociações em agosto. O impasse

interno foi de tal magnitude que nas últimas semanas Luís Paulo Rosemberg, assessor especial da Presidência da República, acabou sendo o interlocutor do governo brasileiro junto aos credores externos, devido à total falta de legitimidade de Francisco Dornelles para tal tarefa.

Esses impasses impediram que a equipe de Francisco Dornelles fechasse a fase 3 de renegociação da dívida externa, com o que o Brasil entrou em um novo período de *stand-still*, que se estendeu por cinco meses (até o final de janeiro de 1986). Para conseguir esta prorrogação de prazo relativamente extensa, Francisco Dornelles havia assinado um *shadow-agreement* com o FMI, que autorizava os seus técnicos a acompanharem mensalmente os principais agregados macroeconômicos do Brasil.

Em suma, o fracasso das negociações com o FMI nesta primeira etapa da Nova República explica-se, antes de mais nada, pela *falta de apoio interno* à estratégia de política econômica implementada por Francisco Dornelles. Uma grande parte do conteúdo das medidas condizia com a estratégia defendida pelo Fundo, mas era evidente que esse tipo de ajuste era politicamente insustentável. Diante desse quadro mais geral de resistência política ao ajuste recessivo, as divergências em torno de metas específicas e alterações que o ministro Dornelles queria fazer ao projeto de negociação elaborado por Affonso Celso Pastore passam a ser conflitos de menor importância entre o FMI e o governo brasileiro.

A primeira fase da gestão do ministro Dilson Funaro (setembro de 1985-meados de 1986)

A primeira preocupação que Dilson Funaro teve, ao substituir Francisco Dornelles no Ministério da Fazenda, foi tranquilizar os credores externos de que os termos do *shadow-agreement* fechado pelo ex-ministro seriam respeitados na sua íntegra. No entanto, ao mesmo tempo que mantinha uma atitude de cautela no relacionamento direto com a comunidade financeira internacional, o ministro revelou rapidamente sua postura crítica com relação à maneira como se vinha tratando a questão da dívida externa. Logo nas primeiras semanas de sua gestão, na Reunião Anual do FMI e Banco Mundial, em Seul (outubro de 1985),

Funaro assumiu uma posição de liderança no grupo dos países endividados, defendendo o esgotamento dos processos de ajuste recessivos. A partir da posição de crítica às tradicionais estratégias de ajuste, o ministro adotou como palavra de ordem a *sustentação do crescimento*. E, quando as pressões externas começaram a aumentar, reafirmou essa atitude, defendendo a autodeterminação da política econômica. Essa postura mais dura, liderada por Dilson Funaro, ganhou algum respaldo político interno, principalmente por setores progressistas no âmbito político parlamentar.

É importante ressaltar que o ministro Funaro foi, em princípio, muito cauteloso no tratamento com o FMI, não fazendo uma crítica aberta e direta à sua supervisão. No entanto, no "processo de politização" da questão da dívida externa esta instituição tornou-se alvo de ataque imediato. Depois de dois meses no cargo, as expectativas em torno da gestão do ministro Funaro se concentravam em dois aspectos básicos: reformas estruturais e institucionais internas e a renegociação da dívida externa. Houve então uma associação imediata entre o pacote tributário divulgado no final de novembro e a negociação da dívida externa, interpretando-se que a natureza das mudanças fiscais estaria alinhada com um programa de ajuste do FMI. Essa interpretação fez que o ministro Funaro saísse com veemência em defesa da autodeterminação da política econômica, agora *explicitando a não sujeição da economia brasileira à supervisão do FMI*.

Ao que parece, nessa fase não havia uma estratégia de negociação muito elaborada. No entanto, um princípio básico orientava as autoridades econômicas: para sustentar o crescimento era imprescindível garantir maior grau de autonomia na formulação da política econômica. Com a implementação de uma estratégia de política econômica coerente, os principais problemas internos da economia brasileira seriam encaminhados, abrindo espaço para uma negociação em melhores termos com os credores externos.

Para viabilizar essa proposta inicial, que foi relativamente bem-sucedida, o Brasil contava com dois trunfos que lhe davam certo poder de barganha: não precisava de dinheiro novo para 1986, restringindo a negociação ao reescalonamento dos débitos

de 1985 e 1986; e uma certa politização interna em torno da questão da dívida externa, que lhe dava algum respaldo frente aos credores.

Do lado dos credores, por sua vez, também houve certa "tolerância" para dar ao novo ministro chances para retomar o controle sobre a gestão da política econômica, já que as medidas tributárias, a separação do Banco do Brasil do Banco Central e a criação da Secretaria do Tesouro eram sinalizações concretas neste sentido. Além disso, não se deve esquecer que se havia passado por uma experiência dura e muito desmoralizante no caso argentino, alguns meses antes, e o México estava enfrentando sérias dificuldades na sua negociação. Ou seja, não era o momento adequado para pressionar o Brasil.

Assim, no início de janeiro de 1986 chegou-se a um entendimento preliminar com os banqueiros privados e logo depois da implantação do Plano Cruzado I retomaram-se as negociações, fechando um acordo definitivo de reescalonamento dos débitos com os credores privados (fase 3) em junho, sem a supervisão do FMI.

Como se pode observar na Tabela 3, em relação à proposta de Affonso Celso Pastore, as condições foram piores no que se refere a prazos (carência e pagamento), o que se explica pela exclusão da supervisão do FMI. Os aspectos mais onerosos da exclusão desse órgão foram, entretanto, dois outros: uma parte das condições referentes ao reescalonamento do débito vincendo em 1986 ficou em aberto para ser definida mais próximo do final do ano; e o Clube de Paris não aceitou discutir um acordo, o que criou sérios constrangimentos no relacionamento com os credores oficiais e levou à suspensão do pagamento dos juros devidos a eles em março.

Nessa postura dos credores destacam-se duas características, que se evidenciaram ainda mais nos meses seguintes. Primeiro, evitava-se criar qualquer tipo de precedente. Nesse sentido, para o Clube de Paris era inaceitável um acordo sem algum entendimento prévio com o FMI. Segundo, diante das dificuldades de enquadrar o Brasil, a tática dos credores privados passou a ser a de compasso de espera. Deixaram-se em aberto as condições dos débitos referentes a 1986 para defini-las num momento futuro, quando talvez a postura de resistência das autoridades

TABELA 3
Quadro comparativo das condições das três fases de negociação da dívida externa

Itens	1.ª Fase/1983	2.ª Fase/1984	3.ª Fase/1985a	Acordo/março 1986
Projeto I Entrada de novos recursos	US\$ 4,4 bilhões	US\$ 6,5 bilhões	Não inclui dinheiro novo	Não inclui dinheiro novo
Projeto II Reestruturação da dívida a médio e longo prazos				
• Prazo de pagamento (anos)	8	9	16	1985-7/1986 A ser negociado 1985-5/1986
• Carência	2.5	5	7	A ser negociado LIBOR + 1 1/8 ^b
• Taxa de juros + spread (%)	LIBOR + 2 1/8 Prime + 1 7/8 1 1/2	LIBOR + 2 Prime + 1 3/4 1	LIBOR + 1 1/8	Eliminação 1985 - US\$ 6,1 bilhões 1986 - US\$ 9,5 bilhões
• Comissão (%)			Eliminação 85/91	Eliminação
• Período de consolidação e recursos envolvidos	1983 - US\$ 4,3 bilhões	1984 - US\$ 5,4 bilhões	US\$ 45 bilhões	1985 - US\$ 6,1 bilhões 1986 - US\$ 9,5 bilhões
Projeto III Linhas de crédito comercial de curto prazo	US\$ 10,4 bilhões	US\$ 9,8 bilhões	US\$ 10 bilhões	US\$ 10 bilhões
Projeto IV Linhas de dep. interbancário	US\$ 6 bilhões	US\$ 5,4 bilhões	Eliminação gradual de US\$ 5,5 bilhões do crédito interbancário e sua transformação no prazo de 4 anos em créditos comerciais (Projeto 3).	US\$ 5,4 bilhões. Transformação até março de 1987 de US\$ 600 milhões para linhas de crédito comercial.

Fonte: SEP-SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, n.º 20, maio 1986.

a Proposta Pastore.

b Para o setor público a taxa caiu de 2% para 1,125%. Para os empréstimos do setor privado a redução foi de 2,125% para 1,25%.

econômicas já estivesse mais enfraquecida. Assim, não houve condições para forçar o Brasil, porque este não estava pressionado por uma situação premente de escassez de divisas. No entanto, por parte do país tampouco houve espaço para avançar no sentido de uma estratégia de negociação em termos não convencionais.

Uma pergunta básica referente a esse último aspecto é por que a atitude de “resistência” às imposições dos credores não chegou a concretizar-se numa política externa mais ofensiva por parte das autoridades econômicas brasileiras. Seria de se esperar que o governo, junto com a implementação do Plano Cruzado, em março de 1986, ou logo depois — quando aparentemente tinha total apoio para sua estratégia de política econômica — tivesse aproveitar para dar um salto qualitativo no encaminhamento do problema da restrição externa. *A título de hipótese*, duas podem ser as razões por que não se tenha avançado neste sentido. Em primeiro lugar, não creio que houvesse, na equipe econômica, consenso em torno da necessidade de mudar as condições básicas do padrão de negociação. Em segundo, diante das incertezas quanto às reações e aos resultados internos do Plano Cruzado, seria um risco muito grande criar mais um “*front de combate*”, dado que dificilmente os credores aceitariam essa proposta muito pacificamente. As dificuldades na área externa poderiam, então, até enfraquecer a equipe econômica para enfrentar os possíveis desdobramentos internos do Plano Cruzado. Portanto, no momento em que o Brasil apresentava as melhores condições econômicas — detinha reservas, havia retomado as rédeas da política econômica e contava com popularidade — não se deram as condições de um salto qualitativo na negociação externa.

A segunda fase: a deterioração do desempenho da balança comercial e a declaração da moratória (meados de 1986-abril de 1987)

Como em todas as áreas da política econômica brasileira, em meados de 1986, depois de passados alguns meses desde a implementação do Plano Cruzado, era necessário tomar algumas medidas de caráter estrutural para evitar que se voltasse a uma

situação de descontrole da gestão econômica. Na área externa, dois fatos sinalizavam que se estava tentando caminhar neste sentido. Em primeiro lugar, avançou-se mais um passo no *discurso* frente aos credores externos: a sustentação do crescimento exigia a redução das transferências ao exterior. Voltou-se a defender que a sustentação, não só do crescimento interno, mas também da própria *performance* das exportações, exigia um nível de investimento incompatível com o nível de pagamento dos juros da dívida externa prevaiente. Em segundo lugar, o governo brasileiro tentou reaproximar-se dos credores oficiais junto ao Clube de Paris, retomando unilateralmente em junho o pagamento dos juros atrasados. Nesta atitude estava implícita a tentativa de ganhar o apoio dos credores oficiais, que seria fundamental para qualquer pedido de dinheiro novo.

As duas sinalizações anteriores emanavam de um esboço de proposta alternativa de negociação da dívida externa, elaborada por uma parte da equipe econômica, que entretanto não chegou a consubstanciar-se numa estratégia do governo brasileiro. Esta proposta tinha dois objetivos básicos: 1. o reescalonamento do total do principal por um prazo mais longo, em torno de 30 anos, para dar uma solução definitiva ao problema; 2. a redução do custo da dívida. Além de mudanças convencionais (*spread* menor e mudança na taxa de juros de referência), deveriam englobar-se no acordo cláusulas de salvaguarda que implicassem capitalização automática do diferencial de juros que ficasse acima de um teto estabelecido.

Contava-se no âmbito externo, para viabilizar esta proposta, com a heterogeneidade entre os credores (europeus, pequenos e grandes americanos), dado que suas condições de *exposure* e reservas são muito diferenciadas. Esperava-se que, com algumas medidas liberalizantes na política de importações e no tratamento ao capital estrangeiro, de caráter muito seletivo, a divisão entre os credores se ampliasse em função de interesses específicos e conseguia-se realizar uma renegociação da dívida em moldes não convencionais.

As razões pelas quais essa proposta não avançou estão pouco claras, podendo-se levantar novamente, a título de *hipóteses*, dois aspectos que chamam a atenção de como evoluiu o processo. No âmbito externo, creio que houve uma subestimação

da coesão entre os credores, apesar de suas divergências.¹³ No âmbito interno, além de divergências ao nível da equipe econômica, não houve uma articulação do apoio político em torno da proposta, o que impediu que ela se transformasse numa verdadeira estratégia, mesmo que sua implementação implicasse alterações e ajustes específicos durante o processo de negociação. Assim, essa proposta não chegou a deslanchar como estratégia, e o que se observa ao longo dos meses seguintes são tentativas de sustentar posições de uma proposta alternativa, que entretanto se combinam, de maneira *ad hoc*, com medidas de caráter convencional.

Em meados de 1986 já havia indícios de que dificilmente o país continuaria sustentando um superávit na balança comercial da ordem de US\$ 11 a US\$ 12 bilhões (ver Tabela 4). A deterioração de sua *performance* deveu-se fundamentalmente à queda das exportações: uma baixa de preço e volume exportado de café e soja; pior desempenho dos produtos semi-manufaturados, basicamente em função de preços, e, principalmente, uma redução nas exportações de produtos manufaturados, que se explica em parte por questões de preço e volume (como, por exemplo, no caso dos derivados de petróleo e do óleo de soja), em parte pelo aumento da demanda interna e problemas de desabastecimento na cadeia de produção e, por último, não menos importante, por especulação com a taxa de câmbio. Este último fator foi determinante a partir de setembro, quando, em função de claros sinais de retomada das pressões inflacionárias e do menor saldo mensal da balança comercial, se começou a especular com o câmbio, levando os exportadores a postergarem ao máximo suas vendas. A partir desse mês, houve uma queda generalizada e intensa das exportações de produtos manufaturados,¹⁴ o que levou o governo a realizar uma primeira desvalorização do cruzado, em 15.10.1986.

13. Para mais detalhes sobre as divergências entre os credores, ver SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, n.º 25, mar.-abr./1987, item 7.3, nota 9.

14. Ver SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, n.º 23, 1986, item 4 — "Contas Externas".

TABELA 4

Balança comercial
(US\$ mil)

Período	Exportação mensal	Importação mensal	Saldo mensal	Varição saldo ano anterior (%)	Exportação acumulada	Importação acumulada	Saldo acumulado	Varição saldo acumulado ano anterior (%)
Jan. 1986	1910030	1208621	701409	33,46	1910030	1208621	701409	33,46
Fev.	1750988	1122983	628005	29,62	3661018	2331604	1329414	31,61
Mar.	2157596	1021140	1136456	27,31	5818614	3352744	2465870	29,59
Abr.	2172005	880429	1291576	19,76	7990619	4233173	3757446	26,04
Mai.	2290829	951268	1339561	8,67	10281448	5184441	5097007	20,96
Jun.	2000702	928658	1072044	-12,83	12282150	6113099	6169051	13,33
Jul.	2209255	1198851	1010404	-17,69	14491405	7311950	7179455	7,62
Ago.	2098984	1149009	949975	-13,40	16590339	8460959	8129430	4,65
Set.	1856941	1312748	544193	-58,20	18447330	9773707	8673623	-4,37
Out.	1341013	1419812	-78799	—	19788343	11193519	8594824	-15,60
Nov.	1276089	1308124	-32035	—	21064432	12501643	8562789	-23,97
Dez.	1329065	1542661	-213596	—	22393497	14044304	8349193	-33,13
Jan. 1987	1258775	1299386	-40511	—	1258775	1299386	-40611	—
Fev.	1452476	1131715	320761	-48,92	2711251	2431101	280150	-78,93
Mar.	1436857	1133229	303028	-73,34	4148208	3565030	583178	-76,35
Abr.	1672827	1170918	501909	-61,14	5821035	4735948	1085087	-71,12
Mai.	2186799	1226878	959921	-28,34	8007834	5962826	2045008	-59,88
Jun.	2642952	1430067	1430067	33,40	10650786	7175711	3475075	-43,67
Jul.	2923502	1466025	1457477	44,25	13574288	8641736	4932552	-31,30
Ago.	2755095	1326566	1428529	50,38	16329383	9968302	6361081	-21,75
Set.	2694000	1200000	1494000	174,53	19023383	11168302	7855081	-9,44
Out.	1310000	1310000	0	—	21533383	12478302	9055081	5,36
Nov.	2590000	1040000	1550000	—	23823383	13724302	10099081	17,94
Dez.	2437000	1340000	1097000	—	26260383	15064302	11196081	34,10

Fonte: BACEN, Boletim Mensal; FUNCEX, Balança Comercial e Outros Indicadores Conjunturais.
Dados sujeitos a retificação.

Do lado das importações, embora se tenham observado variações específicas importantes, basicamente pela necessidade de importar alguns alimentos (carne) e pela retomada dos investimentos (bens de capital), no total seu valor ficou somente US\$ 876 milhões acima do nível de 1985 (ver Tabela 1).

Além da redução das reservas por conta do menor valor das exportações, o Brasil enfrentou em 1986 outro fator agravante: um desinvestimento líquido de capitais estrangeiros da ordem de US\$ 100 milhões, quando se esperava uma entrada de US\$ 800 milhões. Ou seja, a diferença de US\$ 5 bilhões no saldo do balanço de pagamentos entre a projeção de fevereiro de 1986 e o valor efetivamente realizado se explica essencialmente pelo menor nível das exportações (3/4) e pelo desinvestimento do capital estrangeiro no país.

A experiência de 1986 reflete, portanto, que apesar de toda *performance* exportadora que o país realizou desde 1984, a situação externa continua extremamente vulnerável. Essa vulnerabilidade é agravada pelas expectativas que eventualmente se criam em torno de alterações na política cambial, fazendo com que a perda de reservas possa ser um processo extremamente rápido, apesar do controle de câmbio, que no mínimo dificulta a fuga de capitais.

As projeções do Banco Central realizadas em novembro, apresentadas no *Programa Econômico do Brasil*, embora já trabalhassem com um superávit para 1986 abaixo de US\$ 11 bilhões e perdas de reservas da ordem de US\$ 2,8 bilhões, eram muito otimistas para 1987, não apontando a necessidade de dinheiro novo dos bancos privados. Essa subestimação oficial da provável restrição externa em 1987 só pode ser interpretada como um recurso utilizado pelas autoridades brasileiras no processo de negociação. A explicitação desta necessidade teria impedido que a discussão com o FMI se restringisse a um simples parecer (artigo IV do Acordo do FMI) e teria implicado um acordo formal de *stand-by*, por exigência dos credores privados.

Tudo indica que a tática prevalecente na negociação continuava consistindo em manter-se afastado de um acordo formal com o Fundo, vencendo a resistência dos credores em etapas paulatinas, numa tentativa de dividi-los. Neste sentido, a primeira etapa era conseguir um acordo mínimo com o Clube de

Paris, que cumpriria dois objetivos básicos. Primeiro, regularizar-se-ia a situação com uma parte dos credores, o que permitiria também a retomada dos financiamentos das importações. No entanto, mais importante, esperava-se que os credores oficiais pudessem ter alguma influência positiva sobre os bancos privados, principalmente entre os japoneses e europeus, aumentando suas divergências com os grandes americanos e, portanto, ampliando o raio de manobra do Brasil na negociação.

Para avançar na negociação com o Clube de Paris era imprescindível um parecer favorável do FMI sobre o andamento da economia brasileira, o que o Brasil conseguiu no início de dezembro de 1986, ainda que no memorando da equipe técnica se advertisse para a piora na *performance* das exportações e para a necessidade de uma política fiscal mais restritiva. Assim, em 20 de janeiro de 1987 as autoridades brasileiras chegaram enfim a um acordo com o Clube de Paris, após árduas negociações em que interveio o presidente da Reserva Federal, Paul Volcker.¹⁵

Embora esse acordo tenha sido celebrado como grande vitória pelas autoridades do país, três fatos tendem a indicar que, ao contrário do que se esperava, houve estreitamento do raio de manobra do governo brasileiro:

1. conseguiu-se somente reescalonar os débitos vincendos no primeiro semestre de 1987. Como já houve uma perda de reservas significativa no último trimestre de 1986 e como nos primeiros três meses do ano o desempenho da balança comercial é costumeiramente fraco (devido a fatores sazonais), o Brasil retornaria às negociações com o Clube de Paris, em meados de 1987, em uma situação de extrema fragilidade;

2. a não supervisão *formal* do FMI exigiu a intervenção direta do governo norte-americano na negociação, o que implicou sérias críticas de parceiros europeus e do Japão;

3. o Brasil aceitou estabelecer contatos ampliados (*enhanced contacts*) e uma visita adicional, ainda que informal, com o Fundo. Entretanto, se não houve um acordo formal explícito, tam-

15. Para detalhes de como se desenrolaram os passos da negociação, ver revistas *Veja*, 28.1.1987, e *Isto É*, 28.1.1987.

pouco ficaram claros a abrangência e o grau de compromisso que este tipo de contatos significavam.

Diante destes resultados da negociação com o Clube de Paris e da continuidade do processo de queda do nível de reservas, era evidente a crescente perda de poder de barganha das autoridades econômicas brasileiras frente aos credores. Com o agravamento da situação externa, as divergências ao nível da equipe econômica — que já vinham aumentando ao longo de todo o segundo semestre de 1986 — levaram a uma colisão frontal: por um lado a posição do Ministério da Fazenda, que defendia um endurecimento com os credores externos; por outro, o presidente do Banco Central, Fernão Bracher, que advogava uma posição mais moderada e pragmática, que não ferisse as regras básicas de relacionamento com a comunidade financeira internacional. Isso implicou a saída de Bracher em meados de fevereiro e, alguns dias depois, a moratória foi decretada, suspendendo-se o pagamento dos juros aos bancos privados e, em seguida, o pagamento dos créditos comerciais e interbancários (Projetos 3 e 4) que fossem vencendo.

Os condicionantes desta decisão — considerando a trajetória dos acontecimentos pós-Plano Cruzado e o momento no qual ela se deu — são tanto de ordem econômica como política. Com relação aos primeiros, a moratória cumpria dois objetivos: por um lado, as reservas haviam alcançado um nível baixo e pareceria importante evitar uma situação de total iliquidez; por outro, a moratória serviria de instrumento de negociação, na tentativa de reconquistar algum raio de manobra. Embora estas sejam razões econômicas importantes em si, não se pode desvincular a medida do agravamento do impasse político interno. O adiamento das mínimas correções ao Plano Cruzado em função do *timing* político (eleições de 15 de novembro de 1986), o fracasso do Cruzado II e sua péssima aceitação pelo conjunto da sociedade levaram a um total descrédito da equipe econômica (cada vez menos coesa) e agravaram a perda de controle sobre a política econômica. Esse contexto se viu ainda mais deteriorado pelo quadro político, no qual brotavam crescentes pressões por parte dos governadores que assumiriam seus cargos em 15 de março de 1987 e pelas negociações entre o Congresso Constituinte e o Executivo. Neste sentido, é evidente que o maior

endurecimento no *front* externo também tinha o objetivo imediato de ampliar a base de sustentação política do governo.

Com a suspensão do pagamento dos juros por prazo indeterminado, o governo tentou revelar uma postura *dura* diante dos credores, mas, simultaneamente, *cautelosa* e *responsável*. Determinou-se que os pagamentos em cruzados se mantivessem e fossem depositados em contas abertas para os respectivos bancos no Banco Central. Além de reafirmar que estas resoluções não significavam um confronto e que pretendia continuar negociando para honrar seus compromissos, o governo anunciou uma série de medidas de contenção dos gastos públicos, condizentes com as expectativas dos credores em termos de ajustes mínimos na política econômica: 1. durante seis meses o Tesouro não gastaria recursos além de sua arrecadação; 2. os investimentos das empresas estatais teriam que limitar-se a recursos próprios ou já efetivamente disponíveis; 3. haveria uma revisão global dos subsídios, a ser submetida ao Congresso. Nada, no entanto, garantia que essas medidas pudessem ser efetivamente implementadas. Também se acenou com a possibilidade de encaminhar uma solução para os problemas dos bancos estaduais, o que realmente aconteceu alguns dias depois.

Todo o cuidado na divulgação da notícia e na comunicação aos credores externos, especialmente às autoridades norte-americanas, não impediu que estas reagissem com violência, principalmente ao nível do discurso. A reação de Paul Volcker mostrou o repúdio à atitude do Brasil, sobretudo pelo fato de a decisão ter sido tomada sem prévia negociação com o FMI e/ou com o próprio governo norte-americano e pela sua conotação política de descumprimento das “regras do jogo”. Além disso, o governo dos EUA também tomou providências imediatas para dificultar possíveis articulações entre os países devedores. Na mesma semana da moratória pressionou seus bancos para que reduzissem as exigências feitas ao México, às Filipinas e ao Chile, países com os quais haviam tido atritos que tinham impedido a concretização de acordos de renegociação de suas dívidas.

Depois da primeira reação de repúdio agressivo e isolamento do Brasil, a postura dos governos e credores em geral tornou-se mais cautelosa. Noticiou-se que James Baker chegara inclusive a criticar John Reed, dirigente máximo do CITICORP,

pela sua postura rígida, politicamente insensível e perigosa.¹⁶ Além disso, as represálias foram muito menores do que se esperava. Embora no final de março as autoridades norte-americanas tenham rebaixado os créditos ao Brasil na sua classificação de risco para *substandard*, não houve uma retirada maciça de recursos dos Projetos 3 e 4. Perderam-se somente os créditos voluntários (aqueles não incorporados ao acordo da fase 3) e houve uma redução nos prazos, que no entanto voltaram a ser estendidos poucos meses depois.

Fazendo um balanço preliminar, conclui-se que a moratória, sem dúvida, evitou que o país caísse numa situação de iliquidez, que o deixaria totalmente subordinado às imposições dos credores. No entanto, não conseguiu ser transformada em um instrumento efetivo de negociação em função de dois aspectos que fragilizam muito a posição brasileira. Em primeiro lugar, não se conseguiu implementar uma política econômica interna minimamente coerente e articulada, o que tende a desestimular os banqueiros a assumir qualquer compromisso de mais longo prazo e que envolva recursos novos. Diante deste quadro, as pressões para que o Brasil aceitasse a supervisão do FMI persistiram. Em segundo lugar, era pouco provável que a equipe econômica conseguisse a base de apoio político interno imprescindível para sustentar uma postura mais dura diante dos credores externos. Ou seja, se a "ameaça externa" serviu, num primeiro momento, para aglutinar minimamente os setores políticos divergentes em torno de um projeto específico comum, esta aglutinação esteve longe de constituir-se numa base de apoio sólida para concretizar um avanço importante no relacionamento com os credores externos. A suspensão do pagamento dos juros foi uma primeira medida que só se transformaria em avanço concreto se fosse complementada por uma estratégia de política econômica coerente e que avançasse na solução dos problemas estruturais da economia brasileira.

A incapacidade de implantar uma estratégia de política econômica, além das repercussões na área externa indicadas anteriormente, também levou a um crescente desgaste do minis-

16. *Gazeta Mercantil*, 20.2.1987.

tro Dilson Funaro no âmbito interno. Isso fez com que a partir de março ele sofresse um crescente isolamento e uma perda total de apoio político, levando-o a renunciar na última semana de abril.

Breves observações sobre a nova tentativa de regularizar a situação externa (maio-dezembro de 1987)

O novo ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira — nome que em princípio foi bem aceito pela comunidade financeira internacional — iniciou sua gestão com uma postura ambígua em relação à questão da dívida externa.

No nível da tática de negociação e no relacionamento com os credores, o novo ministro mostrou uma clara mudança em relação ao seu antecessor, tentando “cicatrizsar a ferida” deixada pela moratória e formulando um discurso apazível aos credores. Com a intenção de restabelecer um relacionamento mais ameno, logo nas suas primeiras declarações reafirmou que o problema da dívida era uma questão eminentemente técnica e que estava disposto a entrar em entendimentos com o FMI se seu programa fosse “aceitável”. Nesse mesmo sentido chegou a acenar, ainda que veladamente, com a retomada do pagamento de juros, o que foi reiterado em um telex ao comitê dos bancos, no final de maio, no qual o Brasil pedia a prorrogação do acordo em torno das linhas de crédito de curto prazo (Projetos 3 e 4).¹⁷

Essa postura também se traduziu em medidas concretas, que tiveram boa aceitação pela comunidade financeira internacional. Internamente, a nova equipe econômica tentou “desmitificar” as possíveis conseqüências de uma ingerência do FMI na política econômica interna, mostrando-se disposta a utilizar as “tecnicidades do Fundo” — como eles próprios chegaram a definir — na formulação de seu plano de política econômica. Inclusive pediram à equipe deste organismo, que deveria apresentar um novo parecer sobre a economia brasileira em meados do ano, que o adiasse por algumas semanas para incorporar o Plano Macroeconômico em elaboração, no que foram atendidos.

17. *Gazeta Mercantil*, 25.5.1987.

Por último, não se deve esquecer que, logo que a nova equipe entrou, desvalorizou o cruzado em 7,5% e, em meados de junho, com a divulgação do novo plano antiinflacionário, decretou-se mais uma mididesvalorização, de 9,5%.

Por outro lado, a nova equipe manteve o princípio básico defendido pelo ex-ministro Dilson Funaro, de que era necessário manter o crescimento da economia brasileira e, por conseguinte, da incapacidade de continuar transferindo recursos ao exterior nos níveis exigidos pelos credores. Embora a nova política cambial, em combinação com o desaquecimento da demanda interna — em função do profundo arrocho salarial provocado pela reacceleração inflacionária¹⁸ —, tenha permitido rapidamente recuperar o desempenho da balança comercial (ver Tabela 4), isso não levou a equipe do ministro Bresser Pereira a abrir mão da reivindicação de dinheiro novo.

A ambigüidade refletiu-se no próprio *Plano de Controle Macroeconômico*, divulgado pelo Ministério da Fazenda no final de julho. Na parte específica do “ajustamento externo”, deu-se clara prioridade à sustentação de uma taxa de crescimento mínima, a partir da qual definir-se-ia o montante de financiamento necessário, mudando portanto a concepção de negociação prevalecente entre os credores externos. No entanto, quando se analisa o cerne do cenário macroeconômico, volta-se a uma postura mais convencional: “O Governo está consciente de que, no curto prazo, existe um *trade off*, ou seja, uma permuta entre crescimento e superávit comercial. Por isso, embora considere as metas previstas nos itens *a* (crescimento) e *b* (saldo da balança comercial) compatíveis, sabe que na prática poderá ser obrigado a sacrificar um objetivo em favor do outro. Como os dois são considerados objetivos finais, será sempre procurado um equilíbrio entre ambos”.¹⁹

A postura ambígua pode-se explicar basicamente pela seguinte situação. Por um lado, na atuação da equipe econômica, apesar de seu esforço de negociar “duro” com os credores exter-

18. MBE-Associados S/C Ltda., *Carta Econômica*, set. 1987, Tabela 1, p. 6.

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

nos tendeu a predominar a idéia de que a negociação não passava por uma ruptura das regras de comportamento estabelecidas no mercado financeiro internacional. Por outro lado, no âmbito do Congresso e do principal partido do país, o PMDB, continuava havendo sérias resistências a qualquer retrocesso na posição avançada pelo ex-ministro Dilson Funaro. E, por último, no nível do Poder Executivo, persistia a indefinição e tendeu-se a privilegiar uma postura mais ou menos dura, conforme conveniências políticas internas.

Nesse contexto, as "boas intenções" reveladas pelo ministro Bresser Pereira dificilmente podiam dar resultados concretos na negociação com os credores. Estes, apesar de declarações favoráveis ao ministro, estavam conscientes da situação de indefinição e, conseqüentemente, mantinham-se em compasso de espera para definir qualquer tipo de acordo. Tudo indica que, de sua parte, qualquer acerto mais definitivo implicaria uma clareza maior quanto aos rumos políticos do país (encerramento dos trabalhos da Constituinte) e resultados mais concretos da política econômica.

Nesse ínterim, embora os credores tenham tentado evitar que se criasse um problema a mais para o ministro da Fazenda, persistiram suas pressões sobre dois pontos:

1. que o Brasil retomasse o pagamento dos juros, ainda que parcialmente, o que podia significar a suspensão da moratória;

2. que houvesse um acordo com o FMI. As pressões neste sentido nem sempre foram explícitas, devido às suas repercussões políticas internas. No entanto, ficaram evidentes em um telex enviado pelo Comitê dos bancos em setembro, no qual ele assegurava aos credores privados que qualquer acordo que envolvesse desembolso de dinheiro novo deveria contar com recursos de *todos os credores*, o que incluía os organismos internacionais e as fontes oficiais (Clube de Paris).

A insistência nesses dois aspectos aumentou com a proximidade de uma data considerada crítica, 6 de novembro de 1987, na qual os créditos dos bancos norte-americanos ao Brasil poderiam vir a ser reclassificados pelas autoridades deste país para *value impared*, devido ao não pagamento dos juros.

Do lado do Brasil, e mais especificamente da parte do ministro Bresser Pereira, observou-se, a partir de julho, a defesa

de uma proposta de negociação mais dura com os credores, que chegaria a considerar até medidas unilaterais — como se soube apenas *a posteriori*.²⁰ Essa “guinada” na postura do ministro deveu-se à mudança de sua opinião quanto à viabilidade de sustentar simultaneamente o crescimento e o serviço da dívida. Assim, em agosto já havia informações de que a proposta brasileira de negociação — que seria apresentada aos credores externos em setembro — incorporaria aspectos não convencionais, através dos quais o país apoderar-se-ia de uma parte do deságio com que os créditos dos bancos internacionais ao Brasil são negociados no mercado secundário.

Antes da própria apresentação formal da proposta aos credores, o ministro da Fazenda chegou a defender publicamente — em Viena e posteriormente em Washington, junto ao secretário do Tesouro norte-americano — a efetivação do desconto da dívida em favor do Brasil. Esse fato foi extremamente importante de dois pontos de vista. Externamente, pelas reações que desencadeou, colocou em evidência o intenso grau de resistência que ainda existe entre os grandes credores privados, e mesmo governos dos países centrais, a avançar no sentido de uma negociação que onere menos os países devedores e imponha parte

20. “Se no começo da década nós já enfrentávamos uma incompatibilidade básica entre crescimento e pagamento de juros sobre a dívida externa, atualmente esta inconsistência é ainda mais evidente [...]. Devo admitir que eu não estava totalmente consciente desta incoerência quando [...] apresentei o Plano de Controle Macroeconômico [...]. Entretanto, em julho de 1987, praticamente no momento em que o Plano estava completo e publicado, eu percebi que era irrealista [...] [aprendi que] o desconto nos mercados financeiros secundários era uma indicação de que os banqueiros também se haviam dado conta do irrealismo da estratégia de financiamento e ajustamento [...]. Aprendi também que não havia outra alternativa para os países devedores além da decisão unilateral de reduzir parcialmente a dívida [...]. Que as ameaças de retaliação dos bancos provavelmente nunca se efetivariam [...]. Ficou claro para mim que o momento havia chegado para o Brasil denunciar a estratégia de financiamento e ajustamento (*muddling through*) e propor uma solução em que os encargos envolvidos fossem divididos entre devedores e credores [...]. A melhor forma para suspender a moratória era substituí-la por um acordo inovador com os credores.” L. C. Bresser Pereira, “Uma Estratégia Alternativa para Negociar a Dívida”, revista *Senhor*, n.º 380, 4.7.1988, pp. 46-47.

da perda a eles. Por sua vez, no âmbito interno, a nova postura do então ministro da Fazenda foi recebida com surpresa e parecia totalmente fora do contexto da estratégia por ele mesmo traçada até então. Isto revelava que, se se estava gestando uma nova proposta na área econômica do governo, esta não parecia articulada a uma base de sustentação política mais ampla, apesar de o ministro, na véspera de sua apresentação oficial, tê-la levado à Comissão da Dívida do Senado.

O conteúdo da proposta de renegociação apresentada aos credores em 25 de setembro, sem lugar a dúvida, continha importantes aspectos inovadores. Com relação à parte não convencional, o objetivo era converter créditos da dívida em títulos de longo prazo e nesse processo realizar uma parte do deságio em favor do país. Um aspecto importante para viabilizar essa operação consistia no fato de o processo de conversão de crédito em capital de risco realizar-se obrigatoriamente através desses papéis. Ou seja, embora a participação dos credores no processo de securitização fosse voluntária, o seu atrelamento à conversão criaria um mercado cativo para esse tipo de título, permitindo, assim, ao Brasil abocanhar uma parte do deságio. Mesmo na parte convencional do acordo referente ao refinanciamento parcial dos juros, a proposta também avançava em relação a acordos anteriores, na medida em que tentava incluir cláusulas de salvaguarda, tanto para um teto da taxa de juros internacionais como para um financiamento compensatório em caso de deterioração das relações de troca.

Essa proposta, embora contivesse uma parte convencional, não era do interesse dos credores. Além de um maior ônus para eles, a aprovação de algum item inovador criaria um precedente grave diante de reivindicações semelhantes de outros países devedores. Ainda que o Brasil se dispusesse a ir ao FMI e pagar parte dos juros atrasados, as cláusulas de salvaguarda e a securitização com apropriação do deságio criariam sérios riscos de pressões mais amplas. Se por um lado os credores não podiam ceder a esta proposta brasileira, por outro parecia fundamental conseguir enquadrar definitivamente este devedor, seja para evitar a reclassificação dos créditos norte-americanos, seja para impedir a coincidência de duas negociações difíceis (Brasil e Argentina). Tampouco convinha aos credores assumir uma ati-

tude de total intransigência, dados o andamento dos trabalhos da Constituinte e possíveis dificuldades internas para o ministro diante de maior pressão externa. Assim, a melhor opção para os credores parecia ser a de evitar qualquer tipo de acordo de prazo mais longo e conseguir avançar no reenquadramento do Brasil nas regras do mercado financeiro internacional.

A assinatura do *entendimento preliminar*, em 6 de novembro, cumpriu este objetivo dos credores, pois através deste pré-acordo o país retomou o pagamento dos juros — ainda que parcialmente e através de financiamento complementar — e evitaram-se as conseqüências da reclassificação dos créditos nos EUA. As autoridades brasileiras, por sua vez, justificaram o entendimento preliminar, além da questão da reclassificação, como condição para *manter em andamento o processo de negociação* diante das exigências dos credores. Nesse entendimento, apesar da utilização de reservas para cobrir parte do pagamento dos juros, houve dois aspectos positivos que contribuíram para preservar algum espaço de negociação às autoridades brasileiras. Em primeiro lugar, o pagamento dos juros atrasados de 1987, na medida em que se fazia parcelado, abarcando exclusivamente a parte que incorresse num atraso superior a seis meses, permitia restabelecer automaticamente a moratória diante de qualquer dificuldade ou interrupção das negociações. Em segundo lugar, manteve-se a regularização definitiva do pagamento dos juros atrelada a um acordo de refinanciamento de *médio prazo*.

Portanto, observou-se na atuação da equipe negociadora do ministro Bresser Pereira o objetivo de *preservar o processo de negociação com os credores*, sem ter que abdicar de três princípios fundamentais:

1. fechar um acordo definitivo de longo prazo, que abrangesse não só o refinanciamento parcial (50%-75%) dos juros devidos aos bancos privados no período 1987-1989, mas que também garantisse o início do processo de "securitização" da dívida de médio e longo prazos;

2. introduzir cláusulas de salvaguarda diante de qualquer deterioração da situação econômica internacional;

3. assinar um acordo com o FMI somente depois que o acordo com os bancos privados tivesse sido fechado. A proposta de deixar o FMI para o fim se baseava, por um lado, no fato

de que qualquer acordo imediato teria um custo político interno muito elevado e não traria vantagens imediatas significativas do ponto de vista de recursos ainda para 1987; por outro lado, tentava aproveitar a experiência mexicana, que mostrou que o processo de negociação com os bancos pode ser extremamente prolongado e desgastante.

Da experiência de negociação sob a gestão do ministro Bresser Pereira, em princípio, dois outros aspectos parecem importantes. Avançou-se significativamente na elaboração das técnicas de negociação para tentar explorar as vantagens de divergências entre credores e sinalizações de desvalorização da dívida no mercado secundário de crédito. Apesar de essas divergências e sinalizações serem claras, o que também ficou evidente foram as dificuldades concretas para explorá-las. Essas dificuldades nos levam à segunda questão. Comparando com a gestão anterior, houve neste período um esforço de despolitização do processo de negociação. No âmbito externo, procurou-se restringir a negociação, ainda que de maneira dura, ao âmbito técnico.²¹ Internamente, a proposta, embora com aspectos inovadores conceitualmente, não foi acompanhada de uma articulação política que permitisse que realmente se transformasse em estratégia de negociação. Essa articulação política não seria só uma condição para enfrentar melhor as resistências dos credores, mas também imprescindível para enfrentar pressões internas que impedem o desenho de ajustes na política econômica indispensáveis para sustentar uma postura mais firme no âmbito externo.

* * *

Em suma, pode-se concluir, das tentativas mais recentes de mudar o padrão de negociação da dívida externa, que os obstáculos não consistem somente nas fortes resistências dos credores, mas também na grande dificuldade de conseguir transformar,

21. Somente depois da saída do ex-ministro Bresser Pereira ele manifestou que tinha intenções de dispensar unilateralmente o comitê assessor dos bancos e negociar banco a banco a securitização da dívida, caso não se fechasse o acordo de médio prazo no final de janeiro de 1988. No entanto, por razões ainda desconhecidas, esta intenção não se concretizou.

no âmbito interno, a proposta numa verdadeira estratégia. Essa dificuldade decorre tanto da defesa de interesses que potencialmente serão afetados por uma política econômica interna mais coerente, quanto, muitas vezes, de aspectos ideológicos que obstaculizam a articulação de apoio político para propostas mais complexas e avançadas do ponto de vista dos interesses do país devedor. Assim, fica cada vez mais claro que a mudança do padrão de negociação é, além das technicalidades, um processo extremamente complexo na sua articulação no âmbito político interno e externo, e que ainda carece de um entendimento satisfatório.