

DA CRISE FISCAL À REDUÇÃO DA DÍVIDA

Luiz Carlos Bresser-Pereira

In João Paulo dos Reis Velloso, org. *Dívida Externa e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1990: 16-46. Trabalho apresentado ao *Fórum Nacional: Idéias para a Modernização do Brasil*, Rio de Janeiro, novembro 1988.

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

A economia brasileira enfrenta na década de 1980 a mais grave crise de sua história industrial — uma crise definida a longo prazo pela estagnação da renda por habitante nessa década e, a curto prazo, por taxas de inflação que, no momento em que este artigo está sendo escrito (novembro de 1988), aproximam-se perigosamente da hiperinflação. Neste artigo, defenderei a tese segundo a qual o país só terá condições de superar essa crise profunda caso, ao mesmo tempo, faça um forte ajuste fiscal e, unilateralmente, reduza a dívida externa aproximadamente pela metade, de forma a zerar o déficit público e recuperar sua capacidade de poupança e investimento. A redução unilateral da dívida deverá ser seguida de negociações com os bancos credores, ao mesmo tempo que se constituirá num fator importante para pressionar os governos dos países credores a adotarem a solução global de alívio da dívida, sobre a qual já existem hoje propostas e análises detalhadas.

Dado o potencial de exportação do país, se a política econômica pudesse ser reduzida a uma espécie de engenharia econômica, seria possível projetar um modelo macroeconômico no qual houvesse compatibilidade do pagamento do total do serviço da dívida com crescimento e estabilidade de preços. Para isso ‘bastaria’ obter uma significativa redução na propensão média a consumir da população brasileira. Entretanto, se levarmos em conta que o funcionamento da economia de

um país é o resultado de um intrincado processo social e que política econômica, mesmo uma política econômica antipopulista, não se realiza no vácuo, concluiremos que só haverá legitimidade política para as medidas duras de ajustamento interno, que são necessárias, se ao mesmo tempo se exigir algum sacrifício dos credores.

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

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

Na primeira seção, salientarei os sintomas básicos da crise econômica — estagnação e inflação — ao mesmo tempo que situarei o problema no plano histórico. Na segunda seção, examinarei a causa fundamental dessa crise — o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público — e, na terceira, as origens desse desequilíbrio no endividamento externo da década de 1970. Na quarta seção, relacionarei a dívida externa com a redução da taxa de acumulação de capital, com o desequilíbrio fiscal e com a inflação, demonstrando como as tentativas de ajustamento quando a dívida se torna alta demais para ser paga têm um caráter perverso. Na quinta seção, farei uma rápida análise da posição dos credores, que não desejam reconhecer que a dívida tornou-se alta demais e insistem na estratégia de financiamento com endividamento — denominada pelos próprios credores de *muddling through approach* —, cuja última versão foi a do Plano Baker; ficarão então óbvias as razões do fracasso dessa estratégia baseada em novos

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

A CRISE DEFINIDA

A crise que a economia brasileira enfrenta na década de 1980 é provavelmente a mais grave crise da história de seu desenvolvimento capitalista. De fato, salvo pequenas flutuações, a economia do país não parou de crescer desde aproximadamente a década de 1840, quando o desenvolvimento da cultura do café permitiu a superação de uma crise de longo prazo vigente desde meados do século XVII, quando se esgotara o ciclo do ouro. Foram 150 anos de extraordinário crescimento. De acordo com um estudo de Angus Maddison (1988), o Brasil foi o país que apresentou maiores taxas de crescimento do PIB desde 1870 em comparação com um número selecionado de países, entre os quais os EUA, o Japão e a União Soviética. A partir de 1981, porém, a economia brasileira entra num longo período de estagnação que dura até hoje. A renda por habitante, que nos oito anos anteriores (1973-1980) crescera 52,7%, permanece praticamente constante (aumento de cerca de 2,8%) entre 1981 e 1988. E observe-se que não há sinal de mudança neste quadro. A estimativa para 1988 é a de uma redução, da renda de 1% por habitante. Para 1989 as autoridades econômicas prevêem, segundo informação da *Gazeta Mercantil* crescimento zero do PIB, representando uma queda de mais de 2% na renda por habitante (Cláudia Safle, 1988).

Esta redução da taxa de crescimento da economia brasileira para uma média muito próxima do crescimento da população nos últimos oito anos (cerca de 2,6% ao ano de crescimento do PIB), quando sua taxa histórica de crescimento tem sido aproximadamente de 7% ao ano desde a década de 1940, não pode ser considerada acidental ou temporária, já que está diretamente relacionada com a queda na taxa de investimento do país. Esta, que foi em média de 22,9% no decênio de 1970, baixou para 17,4 a partir de 1981. Estamos, na verdade, diante de uma crise estrutural, cujos sintomas básicos são a estagnação da renda por habitante e a drástica redução da capacidade de poupar e investir do país.

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

Neste momento, é necessário introduzir o terceiro sintoma da crise econômica brasileira da década de 1980: a taxa de inflação. Uma relação capital/produto de três pode ser até conservadora em condições de estabilidade de preços ou de uma taxa moderada de inflação. Na década de 1970, por exemplo, o crescimento foi possível com uma taxa de inflação média (IGP) de 32,6% ao ano — uma taxa moderada, portanto. Já em 1980, entretanto, a inflação sobe para cerca de 100%; em 1983 para a casa dos 200% e, finalmente, depois do interregno do Cruzado, vai a quase 400% em 1987, e, em 1988, está próxima de 1.000%. Na verdade, se analisarmos a taxa de inflação de agosto a outubro, teremos uma taxa de inflação hoje no Brasil de 1.200%.

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

Temos, assim, três sintomas básicos da grande crise econômica que o

Brasil enfrenta: estagnação sem precedente da renda por habitante, redução de aproximadamente seis pontos percentuais na taxa de investimento, e taxas de inflação altíssimas.

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

A CRISE FISCAL

A causa fundamental da crise econômica brasileira é a crise fiscal, é o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público, o qual, por sua vez, tem como uma de suas causas fundamentais o tamanho excessivo da dívida externa pública. Afirmei na introdução deste artigo que a crise fiscal seria um pressuposto da presente análise, porque o assunto já foi amplamente discutido (Rogério Werneck, 1983, 1987; Bresser-Pereira, 1987a; Ministério da Fazenda, 1987). É um equívoco, no entanto, imaginar que essa crise resume-se a um elevado déficit público, como é possível depreender da discussão corrente sobre a economia brasileira. Na verdade, a crise fiscal tem três dimensões:

1) Uma dimensão de fluxo: o próprio déficit público.

2) Uma dimensão de estoque: a dívida pública interna e externa.

3) Uma dimensão psicossocial: a falta de crédito do Estado, que pode ser definida em termos objetivos pela incapacidade de financiar seu déficit em prazo maior do que o *overnight*.

A dimensão de fluxo da crise fiscal é a mais usualmente analisada. Pode ser medida de duas maneiras, que aparecem na Tabela 1: através do déficit público operacional e através da capacidade de poupança do setor público. A primeira inclui as empresas estatais e corresponde ao aumento do endividamento ou das necessidades de financiamento do setor público como um todo. Além de medir o desequilíbrio financeiro do Estado, seria também uma indicação de excesso de demanda. Na verdade, como o déficit público tem um substancial componente financeiro, e como pode ocorrer ao mesmo tempo em que o setor privado reduz seus investimentos ao preferir financiar o setor público, ele pode ocorrer em condições de clara insuficiência de demanda global (ver Dall'Acqua e Bresser-Pereira, 1987). O déficit público no Brasil é muito alto. Foi reduzido, a partir de 1983, graças a um severo corte no investimento público e nas despesas sociais. Em 1988, a expectativa foi de que ficasse ligeiramente abaixo de 4% do PIB, mas, se considerarmos muito conservadoramente as necessidades mínimas de aumento de investimento e de despesa social do Estado, seria razoável afirmar que o déficit público *potencial* no Brasil é consideravelmente maior.

A segunda medida de fluxo do desequilíbrio financeiro do Estado está na sua capacidade de poupança. Esta medida não pode ser comparada diretamente com a de déficit público porque as contas nacionais no Brasil excluem do setor público as empresas estatais. Mas as duas medidas estão relacionadas. A poupança pública, que estava em torno de 5% do PIB em meados da década de 1970, já havia sido reduzida para 3,8 em 1979 e transformou-se numa poupança negativa de 1,2% do PIB em 1987. Isto significa que no decênio de 1970 o setor público era capaz de recolher poupança forçada e investi-la — ou seja, de realizar o papel por excelência do Estado no processo de desenvolvimento —, enquanto que na década de 1980, embora continuasse obrigado a investir, já que continua responsável por boa parte da infra-estrutura produtiva do país, passava a despoupar e portanto a aumentar seu financiamento junto ao setor privado (déficit público) para manter minimamente seu nível de investimentos.

TABELA 1 -
CONTAS DO SETOR PÚBLICO
(% do PIB)

Ano	Carga Tribut.	Despesa Pessoal	Juros Dív. Int.	Juros Dív. Ext.	Poupança Pública	Déficit Público
1979	24,3	6,9	0,55	0,29	3,8	8,3
1980	24,2	6,2	0,74	0,36	2,2	6,7
1981	24,6	6,5	1,08	0,29	2,3	6,0
1982	26,2	7,3	1,21	1,18	1,8	7,3
1983	24,7	6,5	1,65	1,57	0,6	4,4
1984	21,6	5,6	2,05	1,83	0,8	2,7
1985	22,0	6,8	2,24	1,51	0,3	4,3
1986	24,3	7,0	1,14	1,35	1,9	3,6
1987	22,6	7,7	1,15	1,44	(1,2)	5,5
1988*	22,1	7,8	1,48	1,85	(1,9)	4,0

* Estimado.

FONTE: primeiras quatro colunas, IPEA; última, Banco Central.

Obs.: as cinco primeiras colunas referem-se ao setor público estrito senso; na última, inclui as empresas estatais.

Estes dois desequilíbrios de fluxo têm como consequência um crescente desequilíbrio de estoque do Estado: a dívida pública. Esta, na década de 1970, começou sendo fundamentalmente externa. Na década de 1970, a partir do momento em que os bancos internacionais começam a reduzir (1979-80) para, finalmente, suspender definitivamente (1982) a rolagem da dívida externa, a dívida interna passa a crescer explosivamente. A própria dívida externa pública, entretanto, continua a crescer, na medida em que o setor público vai pagando ou pré-pagando em cruzados seus compromissos externos, que passam a ser dívida pública externa. Hoje, para um PIB de cerca de 320 bilhões de dólares, temos uma dívida pública externa de aproximadamente 100 bilhões de dólares (quase 85% da dívida externa total), que, somada a uma dívida externa mobiliária de 41 bilhões de dólares e de aproximadamente 30 bilhões de dólares de dívida interna não mobiliária, nos dá um total de cerca de 170 bilhões de dólares de dívida pública, correspondente a algo mais do que 50% do PIB.

Tanto o desequilíbrio de fluxo como o desequilíbrio de estoque são muito altos em relação ao PIB. Não implicam, entretanto, necessariamente uma crise

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

ORIGENS DA CRISE FISCAL

O desequilíbrio financeiro estrutural do setor público originou-se na política de crescimento com endividamento da década de 1970. Entretanto, conforme observei num trabalho anterior (1988), esta estratégia podia-se justificar até 1978, quando o índice dívida/exportação do Brasil aproximava-se do limite de dois. Torna-se, entretanto, totalmente injustificável nos dois anos seguintes (1979-1980), não apenas porque a dívida já era então muito alta, mas também porque quatro choques externos que afetavam diretamente a economia brasileira exigiam que o Brasil iniciasse imediatamente o ajuste de sua economia:

- 1) O segundo choque do petróleo, que aumentava nossas exportações.
- 2) A recessão nos EUA, que reduzia nossas exportações.
- 3) A elevação da taxa nominal, devido à inflação nos EUA.
- 4) Da taxa real de juros, devido à política monetarista de ajuste naquele país, ambas as elevações provocando aumento dos pagamentos de juros do Brasil aos credores.

Entretanto, ao invés de ajustar-se, o Brasil engajou-se em 1979 e 1980 numa política populista irresponsável de expansão econômica, que elevou a taxa de inflação de 50 para 100% ao ano, e que, ao aumentar o volume da dívida de

aproximadamente 40 para 60 bilhões de dólares em dois anos, enquanto as exportações permaneciam em torno de vinte bilhões de dólares, elevou o índice de endividamento externo do Brasil (dívida/exportação) para três. Dessa forma, quando, no final de 1980, o Brasil iniciou seu primeiro esforço de ajustamento, já era tarde demais. A dívida externa já se tornara alta demais para ser paga. De fato, o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público agravara-se muito; a dimensão de estoque (a dívida interna e principalmente a dívida externa pública) desse desequilíbrio assumira tais proporções que simples medidas de ajustamento macroeconômico não tinham mais condições de resolver o problema, a não ser que as condições internacionais se tornassem extraordinariamente favoráveis.

Não obstante, a partir de 1981 e até 1983 o país entrou num profundo processo de ajustamento que, através da desvalorização cambial real e da redução do déficit público (via cortes profundos no consumo e no investimento público), logrou reequilibrar a conta corrente externa do país. O ajustamento, entretanto, não conseguiu reduzir a inflação que, pelo contrário, continuou a crescer, nem garantiu a retomada do crescimento econômico, porque o ajustamento trazia embutidos nele próprio os fatores do seu fracasso: 1) havia sido realizado à custa da redução da taxa de investimentos; e 2) não foi suficiente para lograr a eliminação do déficit público que a dívida externa cada vez maior só tendia a agravar.

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

No início de 1986, o governo lança o Plano Cruzado, que irá se transformar na grande oportunidade da Nova República e dos economistas que tanto haviam

TABELA 2
VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS INTERNAS
(%)

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

* Estimado.

FONTE: IBGE, *Conjuntura Econômica*, nº 42, set. de 1988:

criticado a ortodoxia do período 1981-1984. Embora muito bem delineado, porque baseado provavelmente na mais importante contribuição dos economistas latino-americanos à teoria econômica — a teoria da inflação inercial —, o plano fracassa. As causas imediatas do seu fracasso foram: 1) a incapacidade do governo de conter a demanda agregada, na medida em que não reduziu o déficit público; nem praticou uma política monetária rígida que garantisse taxas de juros positivas, e 2) a recusa em corrigir os preços relativos necessariamente distorcidos no momento do choque. Mas a causa imediata da crise foi a continuidade de uma dívida externa já muito alta e que só se elevava, conforme se verifica na Tabela 3. No momento em que o Plano Cruzado foi decidido, não havia ainda a consciência clara, por parte dos economistas brasileiros que desenvolveram a teoria da inflação inercial, da incompatibilidade entre a dimensão da dívida externa brasileira e a estabilidade de preços, de forma que muito naturalmente não se pensou então em moratória. A declaração da moratória só veio a ocorrer um ano depois, em fevereiro de 1987, quando o Plano Cruzado já havia fracassado.

Embora tenha sido em parte uma contingência da perda de reservas que o país estava sofrendo devido ao desequilíbrio macroeconômico provocado pelo

TABELA 3
CONTAS EXTERNAS DO BRASIL
(US\$ milhões)

Ano	Superávit Trans. Reais	Conta Corrente	Dívida Externa Registr.	Dívida/ Export. %
1979	(5.199,4)	(10.741,6)	49.904	327,4
1980	(5.774,9)	(12.807,0)	53.848	267,5
1981	(2.863,2)	(11.734,3)	61.411	263,6
1982	(2.816,1)	(16.310,5)	69.654	374,6
1983	4.170,6	(6.837,4)	81.319	371,3
1984	11.515,7	44,8	91.091	337,3
1985	11.017,2	(241,5)	95.857	373,9
1986	6.302,4	(4.476,9)	101.759	454,4
1987	8.889,0	(812,0)	107.514	409,9
1988*	15.170,0	3.570,0	106.052	320,6

* Estimado. (Saldo comercial de US\$ 18 bilhões em 1988.)

FONTE: Banco Central.

Plano Cruzado, a moratória brasileira constituiu-se em um ato de coragem do então ministro da Fazenda,¹ que serviu de base não apenas para a estratégia

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

brasileira de redução da dívida via securitização, que teve lugar no segundo semestre de 1987 (ver Fernão Bracher, 1988; Bresser-Pereira 1988b), mas também constitui-se num fator importante para levar setores significativos das elites dirigentes nos países credores a reverem sua posição sobre a dívida externa e a considerarem mais seriamente esquemas de alívio ou redução da dívida dos países altamente endividados. A afirmação do ministro da Fazenda do Brasil, em fevereiro de 1988, de que a moratória do Brasil havia trazido mais prejuízos do que vantagens ao país, na medida em que o ganho de reservas obtido pela suspensão de pagamentos dos juros teria sido mais do que compensado pela perda decorrente de várias formas de retaliação (redução dos créditos a curto prazo, redução dos desembolsos do Banco Mundial, aumento de repatriamento de capitais), é totalmente infundada. Explica-se apenas pelo interesse do ministro em justificar sua decisão de suspender a moratória e fazer um acordo convencional com os bancos. Essa afirmação, entretanto, teve repercussão mundial, foi difundida por toda a grande imprensa dos países credores, e confundiu as elites desses países.²

DÍVIDA E DESEQUILÍBRIO INTERNO

Na verdade, a dívida externa é o pano de fundo da crise econômica brasileira. A redução da taxa de crescimento da economia brasileira na década de 1980 para uma média muito próxima ao crescimento da população explica-se, em termos de causalidade direta, por um lado, pela redução da taxa de investimentos e, por outro, pela aceleração da inflação, que desorganiza ou torna mais ineficiente o investimento. O desequilíbrio financeiro estrutural do setor público e a dívida externa, interligados, são, por sua vez, a causa da redução dos investimentos e da inflação. Poderíamos encontrar outras razões para o aumento da relação capital/produto, especialmente a redução dos subsídios aos investimentos, que no passado rebaixavam artificialmente essa relação. Mas, no presente trabalho, quero concentrar minha atenção nas causas da redução dos investimentos e do aumento da taxa de inflação, e verificar se de fato é a dívida externa um fator fundamental (embora obviamente não exclusivo, já que o populismo interno é também um componente essencial) por trás da crise.

A queda na taxa de investimentos está óbvia e diretamente relacionada com a dívida externa. Mais precisamente, com o aumento da transferência real de

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

recursos (ver Nogueira Batista, 1987; Dornbusch, 1988; Bacha, 1988a).³ Não apenas no Brasil, mas em toda a América Latina, à medida que aumentava a transferência real de recursos, diminuía a taxa de investimentos. Ao invés de investir (ou de consumir internamente), o país passa a alcançar elevados superávits em transações reais (superávit comercial menos serviços reais ou não fatores). Em relação ao Brasil, esse fenômeno pode ser observado claramente na Tabela 2.

De uma forma menos direta, não menos importante, a dívida externa está relacionada com a queda na taxa de investimentos através do desequilíbrio financeiro estrutural do setor público. Esse desequilíbrio, que pode ser medido (Tabela 1), seja pela redução da poupança pública, seja através do déficit público operacional, corresponde ao aumento das necessidades de financiamento do setor público como um todo. A queda na taxa de investimentos está naturalmente mais diretamente relacionada com a queda da poupança pública, já que o aumento do investimento público aumenta o déficit público, mas não diminui a poupança pública. Quando a poupança pública passa de fortemente positiva para negativa, ou o governo reduz seus investimentos (e seu consumo), ou aumenta o déficit público. Mas pode ser também relacionada com a redução do déficit público, que ocorre principalmente em 1983 e 1984, exatamente os anos em que mais cai a taxa de investimento.

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

O desequilíbrio das finanças públicas em função da dívida externa ocorre de duas maneiras, ambas levando à diminuição da capacidade de poupança

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

pública e, por consequência, ao aumento do déficit público. Por um lado, temos o volume sempre crescente de juros a serem pagos sobre a dívida externa pública. Na Tabela 1, temos os juros da dívida externa do setor público estrito senso. Seu crescimento é constante, alcançando 1,85% do PIB em 1988. Se incluirmos as empresas estatais, as estimativas do Banco Central são de que essa dívida dobra. Em 1988, os juros totais da dívida externa pública deverão ser de aproximadamente 2,7% do PIB. Dada a estimativa de um déficit público de 4% do PIB, isto significa que os juros da dívida externa corresponderão a cerca de 70% do déficit público de 1988. Foi esse fato que levou Jeffrey Sacks a afirmar que o problema da dívida externa é eminentemente um problema fiscal e a observar que: “Por não associar a crise da dívida com a crise fiscal, muitos observadores ficaram perplexos ao verificarem que a crise não se resolveu, a despeito dos grandes saldos comerciais em muitos dos países devedores” (1987: 35).

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

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

Poder-se-ia argumentar que apenas a emissão de moeda seria inflacionária, enquanto que o aumento da dívida interna, embora agravando a médio prazo a situação financeira do setor público, estaria compensatoriamente reduzindo a

quantidade de moeda em poder do setor privado. Esse raciocínio, entretanto, não se sustenta quando toda a dívida interna passa a ser financiada no *overnight*, ou seja, o setor privado ‘empresta’ para o Estado por uma noite, através das Letras do Banco Central (LBCs). Nessas circunstâncias, a liquidez das LBCs é tal que, na verdade, pouco se diferencia da pura e simples emissão de moeda. De forma que o efeito sancionador da inflação do aumento da quantidade de LBCs é praticamente o mesmo do aumento da base monetária e dos meios de pagamento (M_1).

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

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

Elevadas taxas de inflação, por sua vez, têm como conseqüência:

1) O aumento da relação capital/produto, na medida em que desorganiza a economia, distorcendo a alocação de recursos.

2) A redução do estímulo a investir do setor privado nacional e multinacional.

3) O aumento do déficit público através do efeito Oliveira-Tanzi, ou seja, através da perda de receita fiscal real devido à defasagem entre o aumento em que se incorre no imposto e o momento em que este é recolhido aos cofres do Tesouro.

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

⁴ Jeffrey Sacks foi um dos primeiros economistas a chamar a atenção para as conseqüências fiscais perversas (*self-defeating*) de uma dívida externa excessivamente alta. Dionísio Carneiro e Rogério Werneck desenvolveram um modelo formal para demonstrar esse ponto e assinalar os benefícios da redução da dívida nesses casos (1988). Pierre Salama (1988) acaba de terminar um livro em que analisa os efeitos perversos do ajustamento em países altamente endividados.

no Brasil desde 1981, quando começou seu processo de ajustamento. De um modo geral, é o que vem ocorrendo em toda a América Latina durante a década de 1980.

A SOLUÇÃO CONVENCIONAL

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

É claro que a primeira tendência dos credores será não reconhecer a inviabilidade do pagamento pleno da dívida. Primeiro, se diagnosticará o problema como transitório, de liquidez, de forma que uma combinação de financiamento e ajustamento, com ênfase para o ajustamento, resolveria o problema. Esta foi a primeira fase da estratégia dos credores em relação à dívida, a partir de 1982. Segundo William Cline, que escreveu o trabalho que serviu de base teórica (ideológica) para essa estratégia, o problema da dívida tenderia a desaparecer desde que administrado como um problema de liquidez e não de insolvência (1984). Mas, ao verificarem que os índices de endividamento só tendiam a aumentar ao invés de reduzir-se, como seria de se esperar, caso se tratasse de uma simples crise de liquidez (ver Tabela 4), os credores perceberam a inviabilidade dessa estratégia, e o governo dos EUA, a quem cabe a liderança do problema, procurou dar mais ênfase ao financiamento e a ‘reformas estruturais’ que promoveriam o desenvolvimento econômico (Plano Baker, 1985). Ocorre, entretanto, que, de um lado, o aumento do financiamento não se concretizará porque os bancos não concordam em fazer novos empréstimos, e, de outro lado, se o ajustamento é *self-defeating*, o que dizer de tentar implantar reformas estruturais quando a dívida é excessiva?

Na verdade, já há algum tempo os bancos credores compreenderam que muito provavelmente não conseguirão cobrar a dívida (só isto explica os amplos e crescentes descontos no mercado secundário), mas ainda não estão dispostos a reconhecê-lo oficialmente; preferem adiar o problema, enquanto se fortalecem em seus próprios países. A partir desse reconhecimento, a estratégia dos credores deixou de se chamar ‘financiamento e ajustamento’ para receber o nome, hoje corrente entre os credores, de ‘*muddling through*’, cuja melhor tradução para o português é ‘empurrar com a barriga’. Do ponto de vista dos devedores, porém,

TABELA 4
ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO DOS
15 PRINCIPAIS DEVEDORES

Ano	Dívida/ Export.	Juros/ Export.	Dívida PIB
1980	1,7	0,16	0,33
1981	2,0	0,23	0,38
1982	2,7	0,31	0,42
1983	2,9	0,29	0,46
1984	2,7	0,29	0,46
1985	2,9	0,29	0,45
1986	3,4	0,28	0,47
1987	3,3	0,28	0,48
1988	3,2	0,27	0,47

FONTE: *World Economic Outlook*, FMI, abril de 1988.

essa estratégia deveria merecer um nome diferente. Talvez algo como ‘estratégia escravista de cobrança’, porque lembra muito as formas arcaicas de cobrança de créditos: quando o devedor não tinha condições de pagar era reduzido à escravidão. Estagnação e altas taxas de inflação são a forma moderna assumida pelos países escravizados pela dívida.

A estratégia de aumentar o financiamento, que teria a vantagem de reduzir a transferência real de recursos, obviamente não se concretizará simplesmente porque os bancos não estão dispostos a fazer empréstimos adicionais a maus pagadores. Este fato tem-se comprovado na prática de forma absolutamente irretorquível em relação a todos os países altamente endividados. No caso do Brasil, em sua negociação de 1988, tivemos novamente a repetição dramática do fato: o Brasil solicitava financiamento de 60% dos juros a serem pagos aos bancos comerciais em 1988, relativos aos empréstimos de médio prazo, e afinal recebeu cerca de 8,5%, já que quase todos os US\$ 5,2 bilhões de dólares concedidos como ‘dinheiro novo’ destinaram-se a pagar os atrasados de 1987. Esta falta de disposição dos banqueiros em conceder novos financiamentos foi expressa com toda clareza em um relatório do Economic Policy Council da United Nations Association of the USA (1988), no qual os bancos credores estão amplamente representados. Nesse mesmo relatório, foi reconhecida a incompatibilidade para a

maioria dos países devedores entre servir a dívida e crescer com estabilidade de preços, e que a única alternativa para a falta de disposição dos bancos de fornecer novos empréstimos é a redução da dívida.

Uma alternativa à redução da dívida seria forçar os bancos credores a fornecer novos financiamentos através da capitalização unilateral dos juros. Esta proposta foi feita ainda em 1983, de forma pioneira, por Paulo Lyra — presidente do Banco Central entre 1974 e o início de 1979 — que sugeria que o Brasil decidisse por um ‘desengajamento temporário’ do sistema financeiro internacional. Mais recentemente, um dos mais competentes especialistas no assunto, Rudiger Dornbusch (1987, 1988), propôs a capitalização unilateral da dívida combinada com o seu pagamento parcial em moeda local indexada. Mas o pagamento em moeda local, além de inflacionário, corresponde, a médio prazo, ao pagamento em divisas fortes. A capitalização forçada dos juros, por sua vez, importa em um aumento da dívida a longo prazo, criando, na verdade, um problema explosivo para o futuro. E a curto prazo, embora resolva a questão da transferência de recursos, deixa sem solução o problema tão ou mais grave das conseqüências fiscais da dívida. Na verdade, conforme veremos mais adiante, se o país tiver a coragem de tornar medidas unilaterais, é melhor que promova de vez a redução de sua dívida. Assim, estará agindo no sentido de solucionar os dois problemas que emergem de uma dívida excessiva: a transferência de recursos reais e a crise fiscal.

A SOLUÇÃO VOLUNTÁRIA E A NEGOCIADA

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

Os credores naturalmente receiam que, ao invés de uma combinação de ajustamento e redução da dívida, esta sirva de substituta para o ajustamento. As práticas populistas nos países devedores são bem conhecidas (ver Canitrot, 1975; Diaz Alejandro, 1979; Bresser-Pereira, 1988a; Sacks, 1988c), de forma que o risco de que as políticas de ajustamento não sejam tomadas é real. Mas esse tipo de receio, embora justificável, existe também no caso da combinação de ajustamento

com financiamento, ou seja, do *muddling through* approach, que os credores oficialmente continuam a adotar. Por outro lado, conforme observou Jeffrey Sacks, quando uma dívida torna-se muito alta, esta pode atuar como um incentivo importante contra os ajustes no país devedor, já que esses ajustes servirão principalmente para pagar os credores e não para promover o aumento do investimento e do consumo no país devedor (1988a).

Na verdade, a discussão real que hoje existe entre as elites dos países credores já não é mais sobre se a dívida pode ou não ser paga (as manifestações afirmativas nesse sentido são meramente formais), mas sobre qual a forma que deve assumir a redução da dívida. Temos, para simplificar, quatro possibilidades, todas soluções de ‘securitização’ da dívida, ou seja, de transformação da atual dívida em novos títulos de crédito com base no desconto existente no mercado secundário: 1) redução voluntária, via mercado; 2) redução negociada; 3) redução unilateral; e 4) solução global, via criação de uma Agência Internacional para a Dívida (International Debt Facility). A Tabela 5 mostra a evolução desse desconto em alguns países selecionados.

TABELA 5
DESCONTO NO MERCADO SECUNDÁRIO
(%)

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

Fonte: Shearson Lehman.

A redução voluntária da dívida via mercado pode tomar a forma de conversão da dívida em investimentos, compra da dívida com desconto e, principalmente, conversão da dívida em novos títulos (securitização voluntária). Trata-se de uma forma de redução da dívida limitada. A conversão da dívida em investimentos tem inclusive sérias limitações de ordem inflacionária, na medida em que implica aumento da quantidade de moeda ou em substituição de dívida externa por

investimentos mais dívida interna. A recompra da dívida exige amplas reservas incompatíveis com uma dívida excessivamente alta. A conversão da dívida em títulos, da mesma forma que as duas outras formas de redução voluntária da dívida via mercado, contém uma limitação embutida nela própria, já que, à medida que a conversão vai-se realizando, o desconto deve ir diminuindo. Sabendo disso, os bancos, principalmente os maiores credores, no caso da conversão em títulos, tendem a querer ‘ficar por último’, quando o desconto já houver desaparecido no mercado secundário e, assim, receber plenamente o valor do seu crédito. Dessa forma, o ‘mercado’ para a solução voluntária é pequeno e tende a diminuir, ainda que os bancos saibam que todos, em conjunto, não têm a menor condição de receber seus créditos na totalidade.

Por outro lado, os bancos não acreditam na afirmação do país devedor de que os novos títulos terão preferência sobre a dívida antiga. Acreditariam, se os títulos tivessem uma garantia firme de juros e principal dada pelo FMI ou o Banco Mundial, mas, quando estas instituições resolverem dar esse tipo de garantia, será mais lógico que optem diretamente pela solução global. A garantia só do principal proporcionada por um *zero coupon bond*, solução adotada pelo México, é claramente insuficiente do ponto de vista dos bancos. Os negociadores brasileiros tinham a clara consciência das limitações da securitização voluntária, mas insistiram nela como um passo gradual na direção da redução da dívida, na medida em que o governo norte-americano, na pessoa do Secretário do Tesouro, James Baker, recusou a solução negociada.

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

Só é possível alcançar esse tipo de solução se o país decidir usar plenamente o seu único poder de barganha: a decisão unilateral de suspender o pagamento de juros. A redução negociada pode ser uma boa forma de testar a boa vontade dos bancos em negociar. Pode ser também uma forma através da qual o país devedor começa a avançar no sentido da simples decisão unilateral de reduzir, não apenas uma parte da dívida, mas toda ela. Mas, obviamente, não representa uma solução

definitiva, na medida em que a redução da dívida é obtida apenas parcialmente. Os bancos e os governos que os representam provavelmente resistirão fortemente a esse tipo de solução negociada, como aconteceu no caso do Brasil. Recusada a proposta, o país devedor que estiver firmemente decidido a reduzir sua dívida poderá então recorrer à solução unilateral de reduzir toda a dívida com a força moral de ter antes tentado uma solução negociada.

A solução unilateral de redução de toda a dívida pode ser entendida como um fim em si mesma ou como um meio para pressionar os credores no sentido de adotarem a quarta possibilidade: a solução global. É melhor, portanto, que primeiro esclareçamos esta solução.

A SOLUÇÃO GLOBAL

A solução global de redução da dívida hoje mais geralmente aceita foi proposta pelo Brasil, de forma sintética, em 4 de setembro de 1987 (ver Bresser-Pereira, 1987b). Não fazia sentido uma proposta detalhada porque não é uma proposta que possa ser negociada por um país devedor. No início de 1988, entretanto, apareceram duas propostas completas no mesmo sentido: a proposta do presidente do American Express Bank, James Robinson III (1988), e a proposta do diretor da Índia — um país em desenvolvimento com dívida pequena — no FMI, Arjun Sengupta (1988).⁵ A primeira proposta sugere a criação de uma nova instituição ligada mas independente do Banco Mundial e do FMI para administrar a dívida e a segunda atribui esse papel diretamente ao FMI, que teria vantagens fiscais na captação de recursos no mercado financeiro internacional.

Em todas as propostas, o mecanismo básico para transferir o desconto existente no mercado secundário para os países devedores é o mesmo. Uma vez criada ou autorizada pelos países credores, basicamente pelo G-7, a Agência Internacional para a Dívida compraria a dívida de cada país altamente endividado, trocando os atuais créditos dos bancos por títulos emitidos por ela, de longo prazo, com um desconto. Esse desconto seria, em seguida, transferido para o país devedor com uma pequena margem para a agência fazer face a seus custos e riscos. A Agência Internacional para a Dívida não usaria dinheiro, portanto, mas apenas crédito. O desconto seria dado pelos bancos que, em troca, passariam a ter total garantia de receber seu novo crédito. O risco ficaria por conta da agência e,

⁵ Ver também a proposta do presidente do Banco da Nova Escócia (Richtie, 1988) e as análises de Bacha (1988b) e Shafiqul Islam (1988).

portanto, por conta dos países credores que, diretamente ou através do FMI e do Banco Mundial — dos quais são principais acionistas —, garantiriam a liquidez da operação.

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

Neste momento, alguns leitores estarão se perguntando: mas por que o Brasil se sujeitaria a condicionalidades do FMI e do Banco Mundial? Essa pergunta poderia merecer uma longa resposta (ver, sobre condicionalidades, Bacha, 1988a; Sacks, 1988a), mas, no presente contexto, limitar-me-ei a fazer três observações. Primeiro, já ficou claro neste artigo que a eliminação do déficit público, que recebe prioridade do FMI, é hoje essencial para o Brasil, e que as reformas de caráter desregulador, especialmente a liberação do comércio internacional, que é prioridade para o Banco Mundial, é, no momento, indicada para o Brasil, desde que feita com o devido cuidado. Segundo, que as experiências dos programas de ajustamento do FMI demonstram que eles falham quando estabelecem metas excessivamente ambiciosas ou quando não consideram um estoque de dívida externa excessivo; ora, a redução da dívida visa, exatamente, tornar mais realistas, não intrinsecamente *self-defeating*, os programas de ajustamento. E terceiro, é claro que o Brasil só deverá aceitar condicionalidades que sejam basicamente razoáveis e realistas.

O mecanismo financeiro previsto pela solução global é, portanto, bastante simples. Está baseado na solução proposta por Felix Rohatyn para a quase falência da cidade de Nova York na década de 1970. Os bancos têm, portanto, experiência

no assunto. Não existe para eles a possibilidade de receber toda a dívida. Caso concedam um desconto, poderão afinal, provavelmente, receber mais do que receberão se continuarem a levar os países devedores à estagnação e à inflação. E, certamente, receberão com maior segurança, ficando livres desse interminável e desgastante processo de negociação, visando meramente adiar o problema. Por outro lado, para os países credores, as vantagens econômicas de restabelecer o crescimento nos países altamente endividados são muito claras. Esses países estão perdendo cerca de 20 bilhões de dólares anuais de exportação para os países devedores. Segundo cálculos, que se completam mutuamente, do Banco Mundial e do FMI, para cada um milhão de dólares de serviço da dívida recebido dos países devedores, os países credores perdem 25 empregos (ver O' Connell, 1988). Não é por outra razão que o Congresso dos EUA, a partir da contribuição pioneira do senador Bill Bradley de perdão parcial ou alívio da dívida (1986), aprovou resolução recomendando que o Poder Executivo crie uma *debt facility* ou então justifique claramente, em um relatório circunstanciado, por que não o faz.⁶ O relatório do Economic Policy Council salientou com muita inteligência que a crise da dívida só não está trazendo mais prejuízos para a economia mundial porque os altos déficits comerciais dos EUA amortecem a curto prazo esses prejuízos, ao compensarem a perda de exportações dos demais países credores com maiores exportações para os EUA (1988). Finalmente, a dívida representa um risco para a democracia nos países altamente endividados que não interessa aos países credores.

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

⁶ Para um relato sobre a pressão do Congresso dos EUA, no sentido de assegurar-se o alívio da dívida para os países altamente endividados e sobre a relação dessa pressão com os interesses de trabalhadores e exportadores daquele país, ver Riordan Roett (1988b).

A RESISTÊNCIA DOS CREDORES

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

O governo dos EUA tem sido sistematicamente contrário à solução global. Ainda na reunião do FMI em Berlim, em setembro de 1988, o novo secretário do Tesouro, Brady, foi enfático nessa oposição, contrariando a atitude tomada pelos governos do Japão, através de seu ministro das Finanças Myiasawa, do presidente da França, François Mitterrand, e dos governos da Itália e da Espanha que, durante o ano de 1988, a começar pela reunião de cúpula do G-7, em Toronto, têm-se manifestado claramente a favor de esquemas globais de alívio da dívida.

A razão por que alguns países do G-7 são contra e outros a favor do alívio da dívida está relacionada com a situação dos seus bancos. Apenas no que diz respeito à Alemanha não existe essa relação, já que seus bancos estão em perfeitas condições de concordar com o desconto, mas o governo, por solidariedade política e provavelmente ideológica com o governo norte-americano, opõe-se, ainda que discretamente, à solução global.

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

O motivo oficial que o governo dos EUA dá para não apoiar o alívio da dívida é o de que não concorda em *bail out* (proteger) os bancos à custa dos contribuintes, que seriam obrigados a arcar com os custos de garantir a dívida. Na verdade, o motivo real é certamente o oposto: o governo norte-americano sente-se na obrigação de proteger seus bancos, embora hoje já exista o consenso de que, com algumas dificuldades, eles sobreviveriam perfeitamente, estando completamente afastada a ameaça de uma crise financeira internacional. O indício mais claro da real motivação das autoridades norte-americanas está no fato de que elas têm-se oposto firmemente e dificultado de forma legal o estabelecimento dessas reservas. Elas não querem que os bancos mais sólidos financeiramente

façam reservas, praticamente obrigando os menos sólidos a seguir o exemplo, sem terem, porém, condições para isso. Quando o Citibank, em maio de 1987, decidiu criar reservas, o desagrado do governo norte-americano foi evidente.

Por outro lado, o argumento de que os contribuintes terão que pagar pela garantia dada pela IDF é insubsistente, já que os custos dessa garantia seriam muito pequenos. A dívida de longo e médio prazos dos países altamente endividados para os bancos comerciais (a dívida relevante para desconto) é de aproximadamente US\$260 bilhões. Uma dívida, portanto, muito menor do que os números geralmente divulgados pela imprensa (em torno de um trilhão de dólares), que incluem todos os tipos de dívida, de países altamente endividados ou não. Se o desconto médio obtido for de 50%, a IDF teria que garantir US\$ 130 bilhões. Para garantir esse valor seria suficiente um capital pago de 20% (o dobro do previsto na proposta do American Express US\$26 bilhões). Supondo-se que esse capital seria subscrito em dez anos (a metade do prazo dos títulos que seriam emitidos pela IDF), teríamos que os países credores deveriam pagar, nos próximos cinco anos, US\$ 2,6 bilhões anuais. Ora, considerando-se que o PIB dos países industriais, segundo a classificação do Banco Mundial, era de US\$ 12,224 bilhões em 1987 (1988: 188), e considerando que os países industriais podem ser identificados com os países credores, sua contribuição anual durante dez anos seria de 0,2% de seu PIB. Uma quantia extremamente pequena, portanto, que, provavelmente, seria recuperada pelo maior nível de emprego e pelo maior crescimento das economias centrais. Jeffrey Sacks, usando critérios ligeiramente diferentes, chegou a conclusões muito próximas das que acabo de apresentar (1988b).

A FALTA DE PRESSÃO DOS DEVEDORES

Mas há uma segunda razão para que a solução global de redução da dívida não tenha sido até agora adotada: a falta de pressão por parte dos países devedores, resultante da disposição de suas elites dirigentes — e da grande imprensa e dos governos que as representam — de tentar pagar a dívida, embora não tenham condições objetivas para fazê-lo. Este fenômeno ficou patente no Brasil quando os capitalistas se opuseram à decisão da moratória, no início de 1987, e durante o ano de 1988, e quando a suspensão da moratória e o acordo convencional firmado pelo Brasil com os bancos, que em nada resolveram os problemas do país (ironicamente os bancos credores eram os primeiros a reconhecer esse fato, como indica o aumento do desconto no mercado secundário de 49% para 52% nas

semanas em que estava sendo concluído o acordo), ao invés de serem criticados pelo claro recuo que representavam foram entendidos pelas elites e pela grande imprensa brasileira como um fato positivo, como “a normalização das relações financeiras do Brasil com os países credores”.

Esta atitude das elites dirigentes dos países devedores não é, naturalmente, monolítica. Existe um número crescente de empresários e de economistas — e um número maior de políticos, estes por razões muitas vezes populistas — que compreendem que a dívida não pode ser paga. Mas a maioria das elites dirigentes nos países devedores continua disposta a tentar pagar a totalidade da dívida por uma série de razões.

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

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

Uma terceira razão, de ordem mais econômica do que política, está no fato de que não são as elites capitalistas dos países devedores que mais sofrem com a crise da dívida. Os trabalhadores e as classes médias são muito mais atingidos. Para certos setores da classe capitalista, conforme observou Susan George (1988) muito corretamente, a dívida é uma oportunidade para especulação e para lucros. A

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

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

Mas aqui já entramos na quinta razão: as elites dirigentes nos países devedores são muito mal informadas a respeito da dívida. Muito menos informadas do que as elites nos países credores, embora tivessem interesse muito maior em estar bem informadas. Simplesmente não sabem ou só muito recentemente começaram a saber que as elites dirigentes nos países centrais estão divididas sobre o assunto e que já existem soluções globais de alívio da dívida amplamente discutidas.

A REDUÇÃO UNILATERAL DA DÍVIDA

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

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

A reação dos bancos seria, inicialmente, indignada. Ninguém aderiria. Mas também provavelmente não teríamos maiores retaliações porque estas só prejudicariam seus autores. E depois de um certo prazo, ou começaríamos a ter negociações isoladas com determinados bancos, ou a pressão representada pela medida levaria à adoção de uma forma de solução global semelhante à que expusemos, à qual o Brasil aderiria prazerosamente. No telex enviado aos bancos este fato seria, inclusive, deixado explícito.

Esta medida pode parecer radical, mas está longe de sê-lo. A história de crises da dívida no passado está cheia de casos semelhantes (ver Gonzalo Biggs, 1987; Abreu, 1988; Unctad, 1988: 95). Os bancos credores estão esperando uma medida dessa natureza. Enquanto negociadores em nome de seus respectivos bancos, os banqueiros são administradores profissionais obrigados perante seus acionistas e conselhos de administração a defenderem cada centavo, a lutarem por cada centésimo de *spread*. Mas no momento em que um país devedor, além de entrar em moratória — que deve ser sempre decidida em *low profile*, sem se procurar ganhos políticos internos demagógicos com ela nem agredir os credores —, decidir de aproximadamente quanto é a redução que fará em sua dívida, os banqueiros — seus governos e sua opinião pública — compreenderão as razões que levaram a essa decisão. Estão preparados para isto.

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

Em novembro de 1987, depois de ter assinado o acordo provisório com os bancos, de forma a evitar a classificação da dívida brasileira pelo governo norte-americano e demonstrar assim a boa-fé do Brasil em negociar, os responsáveis pela negociação ficaram convencidos da total falta de disposição dos bancos em chegar a um acordo minimamente razoável para o Brasil. Em vista disto, propus ao presidente Sarney, que concordou, a dispensa do Comitê Assessor e a negociação individual com cada banco com base no princípio da securitização da dívida, aproveitando o desconto no mercado secundário. Entretanto, embora o presidente permanecesse firme em sua disposição, um mês depois, em 20 de dezembro de 1987, solicitei de forma definitiva minha demissão diante da recusa do mesmo presidente em aceitar as medidas que eu estava propondo de ajustamento fiscal, aumentando a receita e diminuindo a despesa.

Espero ter deixado claro, neste artigo, que da crise fiscal, que tem a dívida externa excessiva como uma de suas causas básicas, emerge a necessidade

da redução da dívida. Mas, ao invés de financiamento com ajustamento, como propõem os bancos credores (mas não fazem a sua parte: o financiamento), o de que o Brasil necessita é reduzir a dívida com ajustamento. Redução da dívida sem ajustamento é populismo que nada resolverá.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abreu, Marcelo Paiva, "On the memory of bankers: Brazilian foreign debt, 1924- 1943". Rio de Janeiro, PUC, Texto para Discussão nº 194, maio de 1988.
- Arida, Pérsio. "Déficit, dívida e ajustamento; uma nota sobre o caso brasileiro", em *Revista de Economia Política*, vol. 5, nº 4, out. de 1985.
- Bacha, Edmar L. "Latin America's debt crisis and structural adjustment: the role of the World Bank". Rio de Janeiro, PUC, Texto para Discussão nº 198, jul. de 1988.
- Bacha, Edmar L. "Capturing the discount: towards a debt facility at the Bank and the Fund". Rio de Janeiro, PUC, Texto para Discussão nº 197, jul. de 1988.
- Banco Mundial. *World Development Report 1988*. Washington, 1988.
- Biggs, Gonzalo, *A crise da dívida latino-americana e alguns precedentes Históricos*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1987.
- Boitempo, Hélio César. "Transferências externas e financiamento do Governo Federal e autoridades monetárias", em *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 18, nº 1, abr. de 1988.
- Bracher, Fernão Carlos Botelho. "Relatório reservado". Relatório apresentado ao novo ministro da Fazenda do Brasil, em 3 de janeiro de 1988, no momento em que deixava o cargo de negociador especial da Dívida Externa Brasileira. Em *Revista de Economia Política*, vol. 8, nº 4, out. de 1988 (Seção "Documentos").
- Bradley, Bill. "A proposal for Third World debt management". Discurso em Zurique, 29 de jun. de 1986 (cópia).
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos, "Mudanças no padrão de financiamento dos investimentos no Brasil", em *Revista de Economia Política*, vol. 7, nº 4, out. de 1987.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos. "The debt problem: postpone it or solve it?". Depoimento apresentado pelo ministro da Fazenda do Brasil ao *US Congressional Summit on the Economic Agenda for the Nineties*, Viena, 4 de setembro, 1987 (cópia). Publicado em português em *Revista de Economia Política*, vol. 8, nº 4, out. de 1988 (Seção "Documentos").
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos. "Os limites da política econômica", em *Revista de Economia Política*, vol. 8, nº 2, abr. de 1988.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos. "Uma estratégia alternativa para negociar a dívida externa", em *Senhor*, nº 380, 4 jul. de 1988 (Seção "Documentos").
- Canitrot, Adolfo. "La experiencia populista de redistribución de ingreso", em *Desarrollo Económico*, nº 15, out. de 1975.
- Cardoso, Eliana. "O processo inflacionário no Brasil e suas relações com o déficit e a dívida do setor público", em *Revista de Economia Política*, vol. 8, nº 2, abr. de 1988.
- Cardoso, Eliana. "Seignorage and repression: monetary rhythms of Latin America". Trabalho apresentado ao XIV International Congress of the Latin American Studies Association, Nova Orleans, mar. de 1988.
- Carneiro, Dionísio e Werneck, Rogério. "External debt, economic growth and fiscal adjustment". Rio de Janeiro, PUC, Texto para Discussão nº 202, ago. de 1988.

- Castro, Antônio Barros de e Souza, F. E. Pires de. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985.
- . “O saldo e a dívida”, em *Revista de Economia Política*, vol. 8, nº 2, abr. de 1988.
- Dall’Acqua, Fernando M. e Bresser-Pereira, Luiz Carlos. “O componente financeiro do déficit público”, 1987.
- Dornbusch, Rudiger. “The world debt problem: anatomy and solutions”. Estudo preparado para o 20th Century Fund, ago. de 1987 (cópia).
- Dornbusch, Rudiger. “As dívidas dos países em desenvolvimento”, em *Revista de Economia Política*, vol. 8, nº 1, jan. de 1988.
- Cline, William. *International debt: system risk and policy response*. Washington, Institute for International Economics, 1984.
- Cline, William. “Dívida internacional: progresso e estratégia”, em *Finanças & Desenvolvimento*. Washington, FMI e Banco Mundial, vol. 8, nº 2, jun. de 1988.
- Economic Policy Council, “Third World debt: a reexamination of long-term management”. Relatório do Economic Policy Council da United Nations Association of the USA. Nova York, 23 ago. de 1988 (cópia).
- Fraga Neto, Armínio e Resende, André Lara. “O déficit público: um modelo simples”, em *Revista de Economia Política*, vol. 5, nº 4, out. de 1985.
- George, Susan, “Global economic security and the political implications of the debt”. Paper presented to the Seminar on International Security, *Sowth Magazine*, ago. de 1988 (mimeo).
- Islam, Shafiqul. “Overcoming the debt overhang — on a case-by-case basis”. Depoimento perante o Banking, Housing and Urban Affairs Committee do Senado dos Estados Unidos, 4 de ago. de 1988.
- Keynes, John Maynard. *The economic consequences of peace*. Londres, Macmillan, *The collected papers*, vol. II, 1971 (1a. ed.1919).
- Lyra, Paulo H. Pereira. “A crise internacional da dívida externa: um tratamento orientado para o crescimento”. Trabalho apresentado à conferência sobre a dívida externa na The City University. Londres, 5 de out. de 1983 (cópia).
- Lundberg, Eduardo Luiz. “O desequilíbrio financeiro do setor público — Restrição externa, restrição orçamentária e restrição monetária — uma nota”, em *Estudos Econômicos*, vol. 16, nº 2, maio de 1986.
- Maddison, Angus. “Brasil tem o crescimento mais rápido do PIB desde 1870”, em *Folha de S. Paulo*, 27 de out. de 1988, p. B-6.
- Ministério da Fazenda. *Plano de Controle Macroeconômico*. Brasília, Ministério da Fazenda, jul. de 1987.
- Morgan Guaranty. “LDC Debt realities”, em *World Financial Markets*, jun-jul. de 1987.
- Moura da Silva, Adroaldo e outros. “FMI x Brasil: a armadilha da recessão”. São Paulo, *Gazeta Mercantil*, 1988.
- Nogueira Batista Jr., Paulo. “Formação de capital e transferência de recursos ao exterior”, em *Revista de Economia Política*, vol. 7, nº 1, jan-mar. de 1987.
- Nogueira Batista Jr., Paulo. A transformação da dívida externa em títulos de longo prazo, em *Revista de Economia Política*, vol. 8, nº 3, jul. de 1988.
- Nogueira Batista Jr., Paulo. *Da crise internacional à moratória brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988.
- O’Connell, Arturo. “External debt and world economic recovery”, em Miguel Urrutia, 1988.

- Okita, Saburo, Jaywardena, Lal, e Sengupta, Arjun. "Mobilizing international surpluses to world development: a WIDER plan for a Japanese initiative". Helsink, WIDER Study Group Series, nº 2, 1987.
- Richtie, C. E. "Developing country debt". Proposta do presidente do Scotiabank (Banco da Nova Escócia). Toronto, fev. de 1988 (cópia).
- Robison III, James D. "A comprehensive agenda for an Institute of International Debt and Development' em *The AMEX Bank Review*, nº 13, mar, de 1988. Publicada em português na *Revista de Economia Política*, vol. 8, nº 4, out. de 1988 (Seção "Documentos").
- Roett, Riordan, "Latin America's debt: problems and prospects", Washington, abr. de 1988 (cópia). A ser publicado em *International Journal*, versão, 1988.
- Roett, Riordan "How the 'haves' manage the 'havenots': Latin America and the debt crisis". Washington (cópia). A ser publicado em *Debt and democracy in Latin America*, organizado por Barbara Stallings e Robert Kaufman. Boulder, Westview Press, 1988.
- Rossi, José W. "A dívida pública no Brasil e a aritmética da instabilidade", em *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 17, nº 2, ago. de 1987.
- Sacks, Jeffrey. "Política comercial e cambial em programas de ajustamento voltados para o crescimento", em *Revista de Economia Política*, vol. 8, nº 2, abr, de 1988 (versão original em inglês, 1987).
- Sacks, Jeffrey. "Conditionality, debt relief and the debt crisis of the developing countries". Boston, jan. de 1988.
- Sacks, Jeffrey. "New approaches to the Latin American debt crisis" Trabalho preparado para o simpósio *New approaches to the Latin America debt crisi*, Cambridge, Kennedy School of Government, Harvard University, set. de 1988.
- Sacks, Jeffrey. "The political cycle in Latin America" (cópia), 1988.
- Safatle, Cláudia. "Crescimento zero em 1989", em *Gazeta Mercantil*, 11 de nov. de 1988 (reportagem baseada em informações obtidas junto à equipe técnica da área econômica do governo que está elaborando o programa macroeconômico para 1989).
- Salama, Pierre. *Dollarisation et désindustrialisation? Les effets pervers des politiques d'ajustement*. Livro a ser publicado em Paris no início de 1989.
- Sengupta, Arjun K. "A proposal for a debt adjustment facility". Washington, Fundo Monetário Internacional, Executive Board Seminar 88/3, 9 de fev. de 1988.
- UNCTAD. *Trade and development report, 1988*. Genebra, United Nations Conference on Trade and Development, 1988.
- Urrutia, Miguel e outros. *Latin America: towards renewed growth*. Londres, Banco Interamericano de Desenvolvimento e International Herald Tribune (conferência realizada em 11 e 12 de fevereiro de 1988).
- Werneck, Rogério Furquim. "A armadilha financeira do setor público e as empresas estatais", em SILVA, Adroaldo Moura da, e outros, 1983.
- Werneck, Rogério Furquim. *Empresas estatais e política macroeconômica*. Rio de Janeiro, Campus, 1987.