

## Uma estratégia alternativa para negociar a dívida externa\*

Luiz Bresser Pereira\*\*

A negociação da dívida externa brasileira em 1987 partiu de um fato básico — a moratória, decidida no começo do ano — e foi orientada por uma pergunta fundamental: é o pagamento dos juros externos compatível com crescimento e estabilidade de preços?

Para os bancos credores — e também para os nacionais, que nos países devedores tendem a identificar seus interesses com os dos credores — essa questão é impertinente ou ameaçadora. Assim, eles se recusam a fazê-la para si próprios, e assumem que a dívida pode ser paga contanto que o país devedor adote uma combinação adequada de financiamento e ajustamento.

Para o devedor, entretanto, a questão é crucial. Se a resposta for negativa, se não há compatibilidade entre o pagamento dos juros e uma taxa razoável de crescimento, não haverá outra alternativa senão mudar sua estratégia de negociações. Nesta

\* Versão ligeiramente modificada do *paper* apresentado no XIV Congresso Internacional da Latin American Studies Association, Nova Orleans, março de 1988. Traduzido por Martha Jalkauskas.

\*\* Da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

situação, ou o devedor recebe algum tipo de desconto sobre sua dívida ou é vítima de um processo de estagnação econômica que irá deteriorar ainda mais sua capacidade de pagar a dívida.

Neste trabalho discutirei teórica e empiricamente essa questão, examinando o caso do Brasil. Na primeira parte, analisarei em termos gerais a estratégia dominante sobre o problema da dívida — a estratégia de financiamento e ajustamento, mais recentemente chamada de *muddling through approach* (empurrar com a barriga) — e as evidências de seu fracasso em resolver o problema da dívida. Na segunda parte resumirei o desenvolvimento do problema da dívida externa brasileira até o momento em que o país perdeu sua efetiva capacidade de pagar os juros e ao mesmo tempo crescer. Na terceira parte, discutirei as causas econômicas dessa incompatibilidade entre crescimento razoável e o pagamento da dívida. Finalmente, na última parte farei uma breve análise da estratégia brasileira para a negociação de sua dívida nos sete meses e meio em que fui ministro da Fazenda do Brasil.

## 1

A combinação de financiamento e ajustamento é a estratégia adotada por bancos e governos dos países credores. Ela diz que “os juros sobre a dívida podem ser pagos, desde que haja uma combinação adequada de ajustamento e financiamento”. O financiamento pelos bancos é naturalmente muito limitado. Em princípio ele não deveria nunca ultrapassar os 50% dos juros devidos a cada ano. Exige-se que o devedor produza altos superávits comerciais para pagar os juros. Esta estratégia começou a ser chamada de *muddling through approach* (empurrar com a barriga) quando tornou-se evidente que apenas financiamento e ajustamento não resolveriam o problema da dívida, mas, apesar desta evidência, os bancos e os governos não a alteraram. Ficou claro que os credores estavam apenas adiando a solução do problema, “empurrando a dívida com a barriga”.

O financiamento parcial dos juros é fundamental nesta estratégia. É chamado “dinheiro novo” pelos banqueiros (eles são especialistas em semântica), embora não haja dinheiro novo real envolvido. O país devedor não recebe recursos líquidos,

não há provisão de novos investimentos, apenas financiamento de não mais de 50% dos juros.

Há uma lógica em limitar o financiamento dos juros em 50%. Uma vez que a taxa real de juros é de aproximadamente 50% da taxa de juros nominal, a dívida total real mantém-se constante. Por outro lado, os banqueiros tentam limitar ao máximo o financiamento dos juros. Dado o presente desconto de cerca de 50% nos mercados financeiros secundários, toda vez que os banqueiros fazem um novo empréstimo, esse empréstimo perde metade do seu valor real no mesmo momento.

Em 1985, dada a evidência de estagnação e taxas elevadas de inflação e de nenhuma melhoria na capacidade de pagamento nos países devedores, o secretário do Tesouro norte-americano, James Baker, apresentou o Plano Baker. À palavra "ajustamento" acrescentou-se a expressão "com crescimento", e à palavra "financiamento" a expressão "com reformas estruturais". Era um reconhecimento oficial, por parte do maior país credor, do fracasso da estratégia de financiamento e ajustamento.

De fato, o Plano Baker não alterou o princípio básico da estratégia *muddling through*: "não há incompatibilidade entre crescimento, estabilidade de preços e pagamento da dívida". Acrescenta apenas que os países devedores precisam de reformas estruturais, além de programas de austeridade que cortem o déficit público e garantam uma taxa de câmbio realista (ajustamento), e que o financiamento dos juros deveria ser amplo o suficiente para garantir crescimento. Por "reformas estruturais" compreendem-se aquelas reformas que tendem a limitar a intervenção do Estado, eliminando todos os tipos de subsídios e tornando a economia internacionalmente mais competitiva. Nenhuma indicação foi dada sobre como seria possível convencer os bancos a aumentar suas ofertas de crédito.

Em 1987, durante o encontro anual do Fundo Monetário Internacional, ficou claro para todo mundo, inclusive as autoridades americanas (veja o discurso de James Baker e o comunicado do Comitê Interino) que a estratégia *muddling through* havia fracassado, que o problema da dívida era mais sério do que se pensou inicialmente, e que eram necessárias novas idéias.

O fracasso da *muddling through* ou da estratégia de financiamento e ajustamento pode ser visto por vários ângulos:

1. a renda *per capita* dos países devedores não cresceu desde 1980, quando o problema da dívida realmente apareceu e os bancos começaram a exigir ajustamento da parte dos devedores: nos quatro primeiros anos a renda *per capita* caiu acentuadamente devido aos severos programas de ajustamento; a partir de 1984 algum crescimento começou de fato a ocorrer em função do desempenho das exportações aos países credores nesse ano e também em função do abandono parcial dos programas de ajustamento: mas as taxas de crescimento estavam claramente insatisfatórias; desde 1980 a estagnação e a inflação prevalecem em todos os países devedores, mesmo que em graus diferentes; a renda *per capita* da América Latina caiu 7,6% entre 1981 e 1986, enquanto a do Brasil aumentou somente 4%; no Brasil, após um crescimento artificial em 1985-1986, o país estava às voltas com a inflação e a estagnação em 1987 e 1988;

2. a capacidade de pagamento dos países devedores não melhorou, ao contrário, deteriorou-se; o objetivo básico dos programas de ajustamento era aumentar essa capacidade através do aumento de exportações e redução de importações, porém estas foram reduzidas não somente em detrimento do consumo, mas principalmente devido à redução de investimentos, de modo que a capacidade de exportação dos países devedores, que depende da manutenção da taxa de investimentos, não melhorou; pelo contrário, piorou;

3. a deterioração da capacidade de pagamento dos países devedores torna-se evidente quando se analisam os índices da dívida, especialmente o índice dívida/exportações; economistas e banqueiros concordaram, durante os anos 70, que tal índice não deveria ultrapassar o valor 2; em 1982 foi 2,6 para os dez maiores devedores, em 1987, 3,8 (ver *World Financial Markets*, junho-julho 1987); no Brasil esse índice variou de 3,4 em 1982 para 4,7 em 1987; uma deterioração de 46 por cento para todos os países devedores e de 38 por cento para o Brasil;

4. um número crescente de países começou a recorrer a moratórias parciais ou totais dos juros; somente na América Latina, em 1987, nove países encontravam-se nesta situação; nenhum país deu o segundo passo unilateral: definir um desconto e/ou dizer como pagaria os juros; mas esta é uma possibilidade visível, um próximo avanço bastante provável;

5. em 1986 um desconto surgiu nos mercados financeiros internacionais; esse desconto elevou-se em 1987, atingindo uma média de 50%; dizia-se corretamente que este mercado era pequeno, e incorretamente, que não era significativo; se não é significativo por que os grandes credores não compram os créditos que se encontram à venda?

6. como Sachs e Huizinga (1987) demonstraram, as perdas no valor das ações dos bancos credores estão estritamente relacionadas aos seus créditos contra os países devedores; e, como lembraram os autores, este não é um mercado pequeno;

7. seguindo o movimento do CITIBANK, os bancos americanos e ingleses começaram a fazer em 1987 o que os bancos europeus vêm fazendo desde 1983: criar reservas contra risco soberano.

Enquanto o desconto no mercado secundário e as perdas dos acionistas dos bancos eram reconhecimentos informais pelo mercado de que a estratégia *muddling through* havia fracassado e que a dívida não poderia ser paga integralmente, a criação de reservas era um reconhecimento formal. Assim, estava ficando claro para todo mundo, em meados de 1987, que novas idéias eram necessárias para enfrentar o problema da dívida. Novas idéias e novas estratégias baseadas no desconto existente no mercado financeiro secundário.

Nesse momento tornou-se claro para mim que os países credores poderiam e deveriam criar uma *debt facility* (agência internacional para a dívida) controlada pelo Fundo e pelo Banco Mundial, que asseguraria o alívio da dívida para os devedores, atuando como intermediária entre os bancos — que receberiam novos títulos com um desconto concedido por essa agência em troca dos seus créditos atuais — e os países devedores, que se beneficiariam do desconto numa base caso a caso. O Brasil fez esta proposta em Viena, em setembro de 1987 (ver Bresser Pereira, 1987). No começo de 1988, depois das propostas detalhadas de James Robinson III (1988), presidente do American Express, de Arjun Sengupta (1988), representante da Índia na diretoria do FMI, e depois do apoio dos governos do Japão, França, Itália, e do Congresso americano, a solução da securitização global parece a alternativa óbvia.

Em 1987, quando essa idéia foi lançada pela primeira vez, obteve uma recepção fria por parte dos bancos, especialmente dos americanos. Hoje é uma idéia amplamente discutida, mas, se os países devedores realmente não exercerem pressão sobre os credores, essa solução global não irá se concretizar. E, como veremos, a única pressão efetiva que os países devedores podem recorrer é a decisão por medidas unilaterais. O Brasil, em 1987, tinha uma moratória, e estava preparando um segundo passo para o início de 1988: a securitização forçada da dívida, dada a evidente indisposição dos bancos de assinar um acordo razoável, apesar das concessões que já havíamos feito.

De fato, o conflito de interesses é tão grande que é um contra-senso enfatizar apenas os interesses comuns. Nos países credores, entre os intelectuais, os empresários e as elites políticas, há um consenso cada vez maior em direção ao alívio da dívida. Foi a percepção deste fato que estimulou a estratégia do Brasil em 1987. Mas os interesses conflitantes ainda se sobrepõem, tanto nos países credores quanto nos devedores. Antes de examinarmos a estratégia do Brasil em 1987, entretanto, examinemos mais cuidadosamente o caso do Brasil.

## 2

O Brasil, no começo dos anos 80, era considerado uma das maravilhas do mundo. O crescimento foi rápido dos anos 30 aos anos 70. Uma sólida base industrial foi estabelecida. Mais de 50% das exportações brasileiras eram agora de produtos industrializados, demonstrando o desenvolvimento tecnológico e a competitividade internacional do setor industrial. Uma classe trabalhadora grande, uma classe média ou tecnoburocrática forte e uma classe empresarial competente foram estabelecidas.

Mas durante os anos 70 o crescimento foi artificial. Enquanto os países centrais, depois da crise do petróleo de 1973, engajaram-se num processo de ajustamento, o Brasil decidiu completar seu processo de substituição de importações. De acordo com o II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), o Estado responderia pelas indústrias básicas (aço, petróleo, energia elétrica), o setor privado pela indústria de bens de capital e pela produção de celulose, e uma combinação de setor público

e privado responderia pela indústria de metais não-ferrosos e petroquímicos.

O custo desta estratégia estava muito claro: déficit público através de endividamento externo. As justificativas para essa estratégia eram convincentes: 1. a nova liquidez do mercado financeiro internacional tornou possível aos bancos comerciais emprestar grandes somas de dinheiro para os países em desenvolvimento; 2. o custo dos empréstimos era baixo (taxas reais de juros abaixo de 2%), e com certeza consideravelmente mais baixo que a taxa média de retorno sobre investimento no Brasil, que podia ser particularmente alta, dada a alta concentração de renda; 3. o Brasil tinha um projeto de desenvolvimento nacional — o II PND — que legitimava grandes investimentos; 4. as exportações brasileiras cresceram rapidamente durante os anos 70, sugerindo que a estratégia de endividamento e déficit público estava correta — que o país estaria apto a pagar seus empréstimos de volta.

Em 1979 esse quadro muda dramaticamente devido a três fatos novos que ocorreram nos países credores, particularmente nos Estados Unidos: 1. segundo choque do petróleo; 2. uma elevação acentuada nas taxas de juros reais e nominais; 3. recessão. As causas por trás destes fatos novos eram, entre outras, a exaustão de uma política econômica keynesiana voltada para o déficit e a adoção de políticas monetaristas de acordo com a onda conservadora que tomava conta dos países centrais.

Nesse momento, em 1979, não havia outra alternativa para o Brasil senão o ajustamento. O novo ministro da Fazenda, entretanto, decidiu que o país deveria continuar a crescer, tentando repetir em 1979 a política econômica bem-sucedida de 1968. Era um engano terrível. As condições econômicas eram completamente diferentes. As taxas de crescimento do Brasil em 1979 e 1980 são o resultado de um endividamento irresponsável. O Brasil só começaria seu ajustamento ao final de 1980. Mas todas as indicações são de que, então, já era muito tarde. De fato, apesar do forte ajustamento em 1981 e 1983, apesar da estagnação da renda *per capita* entre 1981 e 1987, a capacidade de pagamento do Brasil apenas se deteriorou a partir do início do processo de ajustamento. Na verdade o país havia se tornado incapaz de pagar sua dívida.

A razão para isso é muito simples: no segundo semestre de 1980 a dívida externa brasileira já estava alta demais para ser paga. Dada uma dívida externa em torno de 60 bilhões e exportações de 20 bilhões de dólares, a compatibilidade de crescimento, estabilidade de preços e pagamento de juros sobre a dívida não mais prevalecia. O índice dívida/exportações estava muito acima do índice máximo normalmente aceito: 2.

Essa é a razão básica por que os credores decidiram recusar novos créditos ao Brasil nesse ano. A elevação contínua da dívida brasileira a uma taxa mais alta que a taxa de elevação das exportações fez com que novos empréstimos para o Brasil se tornassem altamente arriscados. Eles só mudaram de idéia quando o governo brasileiro admitiu modificar sua política econômica interna e começou um processo de ajustamento no final de 1980. Em 1981 e até agosto de 1982 eles continuaram fazendo empréstimos voluntários para o Brasil, mas somente para financiar parcialmente os juros. Dinheiro novo propriamente dito para financiar novos investimentos o Brasil não recebia desde 1979. Em 1982, com a moratória do México, os empréstimos voluntários são definitivamente fechados para o Brasil.

Apesar da suspensão dos empréstimos voluntários para o Brasil, nem os credores nem os devedores admitiam que a dívida fosse tão alta e que dessa forma os juros não pudessem ser pagos. Os credores propuseram e as autoridades brasileiras aceitaram a estratégia de financiamento e ajustamento, esperando que assim a capacidade de pagamento do país pudesse ser restabelecida. De fato, eles confundiram um desequilíbrio estrutural com um conjuntural, confundiram um problema de estoque (uma dívida externa muito alta) com um problema de fluxo (um déficit no balanço de pagamentos). Em consequência, a capacidade de pagamento do Brasil não se elevou desde 1980 até agora; pelo contrário, deteriorou-se, enquanto o índice dívida-exportações crescia acima do índice 4 e a renda *per capita* estagnava.

### 3

Não há dúvida de que a estratégia de financiamento e ajustamento fracassou. Isso aconteceu e continua acontecendo porque a dívida externa brasileira é muito alta para ser paga,

porque a excessiva dimensão da dívida torna incompatível o pagamento dos juros com crescimento no Brasil. A experiência tem demonstrado que isto é verdade, mas esta proposição requer mais discussão no plano teórico. A simples afirmação de que o índice dívida/exportações não deveria ficar acima de 2 não é suficiente.

A dívida externa de um país torna-se “muito alta”, isto é, incompatível com crescimento e estabilidade de preços, quando o pagamento dos respectivos juros, considerando-se que uma parte “razoável” deles será financiada, requer um determinado nível de superávit comercial e assim uma determinada elevação de exportações que o país é incapaz de atingir. O superávit comercial exigido poderá também ser alcançado através de redução nas importações, mas neste caso a capacidade de investimento — e assim, a capacidade do país de crescer e exportar — será reduzida, frustrando os objetivos finais do processo de ajustamento: a elevação da capacidade de pagamento do país e a retomada de seu crescimento econômico através do aumento da capacidade de investimento e poupança. No caso do Brasil, a dívida externa tornou-se muito alta para ser paga mais ou menos em 1981 — ano em que o país finalmente começou seu processo de ajustamento. O sucesso da estratégia de financiamento deve ser medido pela taxa de crescimento alcançada pelo país depois do processo de ajustamento e pelo declínio do índice dívida/exportações. Para calcular o superávit comercial exigido para pagar o serviço da dívida é necessário fazer algumas suposições simplificadoras: 1. as reservas internacionais serão mantidas constantes; 2. o “balanço de investimentos” entre investimento direto e pagamento líquido de lucros e dividendos será negativo; 3. os credores, inclusive agências multilaterais e bancos oficiais de exportação, limitarão, em média, o financiamento a 50% dos juros totais devidos pelo país a cada ano; 4. o nível de investimento interno é compatível com a taxa de crescimento desejada.

As conseqüências diretas desses objetivos e suposições são: 1. que o país precisará de um superávit em transações reais (superávit comercial menos serviços reais) igual a 50% dos juros a serem pagos mais o valor do balanço de investimentos diretos negativos; 2. que as exportações terão de aumentar a uma taxa

igual a 50% da taxa de juros prevalecente inclusive *spreads*. Por exemplo, se a dívida é de 100 bilhões de dólares, a taxa de juros, 10%, e o balanço de investimentos diretos negativo, 2 bilhões de dólares, o superávit de transações reais deve ser 7 (ou o superávit comercial deve ser 10, dados serviços reais líquidos de 3) bilhões de dólares para ser consistente com 50% do financiamento dos juros, e as exportações devem elevar-se a uma taxa de 5% a fim de que o índice dívida/exportações seja mantido constante.

Esses números correspondem aproximadamente ao caso brasileiro no final dos anos 80. A questão, então, é saber, primeiro, se um superávit comercial de 10 milhões de dólares pode ser obtido e sustentando enquanto o país continua a crescer; segundo, se as exportações e importações podem aumentar a uma taxa de 5% depois que o superávit comercial foi atingido; e terceiro, se o nível atual de investimentos é compatível com uma taxa de crescimento do PIB de aproximadamente 6% ao ano.

Observe-se que o volume do superávit comercial depende crucialmente do volume da dívida, enquanto a taxa exigida de exportações depende da taxa de juros. Se a dívida fosse de 50 bilhões em vez de 100 bilhões de dólares, e se a taxa de juros fosse 5 — isto é, semelhante às taxas de juros históricas antes de 1979 — em vez de 10%, o superávit comercial exigido e a taxa mínima de crescimento das exportações seriam muito menores.

Para responder à primeira pergunta temos que acrescentar suposições sobre o volume inicial das exportações e do superávit comercial. Vamos tomar como base 1980, uma vez que o ajustamento começou no Brasil em 1981, e que a taxa de investimentos era então ainda satisfatória. Assumamos para esse ano, a título de simplificação, exportações de 20 (na verdade, 20,1 bilhões de dólares) e superávit comercial zero (na verdade, déficit de 2,8 bilhões de dólares).

Nesse ano, a dívida estava em torno de 60 bilhões de dólares. Assim o superávit comercial exigido em 1981 era de 8 bilhões de dólares aproximadamente (3 para cobrir 50% dos juros, 2 para o balanço negativo de investimentos diretos e 3 para os serviços reais). Finalmente, assumamos que o período de ajustamento seria de três anos, e que a redução das importa-

ções acima de 2 bilhões de dólares teria de ser feita às custas de investimentos, os 2 bilhões correspondendo a uma redução de consumo viável.

Dadas estas suposições, as exportações brasileiras teriam de ser elevadas em 30% (9% ao ano) e as importações reduzidas em 10% em três anos de ajustamento (1981-1983), a fim de se alcançar o superávit inicial exigido de 8 bilhões.

A redução necessária das importações era realista, não a elevação das exportações. O único fato novo a contribuir para o aumento permanente das exportações seria uma desvalorização real da moeda nacional, mas tal desvalorização, que efetivamente foi levada a cabo, dificilmente produziria o grande aumento das exportações necessário. De fato, o que aconteceu no Brasil foi uma elevação das exportações de somente 9% entre 1980 e 1983, enquanto as importações declinaram 33%.

A grande redução das importações, que é típica de todos os processos de ajustamento monitorados pelo FMI e pelos bancos credores, foi realizada não somente às custas de consumo mas também de investimento, como pode ser visto pela redução da taxa de investimento. Era de 22,4% em 1980, e em 1983-1984 estava abaixo de 16%. No mesmo período, a transferência de recursos reais para os credores (identificada com o superávit de transações reais), foi de 2,5% negativos em 1980 para 5,4 positivos do PIB em 1984. Nos últimos anos essa transferência ficou em média em 3% do PIB.

Se a transferência de recursos reais for explicada pela elevação das exportações, não há prejuízo para o investimento, mas se sua causa fundamental for a redução de importações, a correlação entre esta transferência e a redução da taxa de investimento é direta. Foi o que aconteceu no Brasil e mais genericamente na América Latina. Em 1983 a meta de 8 bilhões de dólares de superávit comercial prevista foi quase atingida, mas às custas de uma redução da taxa de investimento, e com sacrifício da taxa de crescimento. Desde 1984, superávits comerciais do Brasil ficaram em média em 11 bilhões de dólares; em 1988, será provavelmente superior a 14 bilhões de dólares, mas é bastante claro que isto só foi possível com a redução da taxa de crescimento do PIB. Sua consequência foi a redução da taxa de investimentos.

O aumento das exportações pode ser explicado pela desvalorização real do cruzado e pela utilização da capacidade ociosa. Entretanto, dado o declínio da taxa de investimentos, a taxa de elevação da capacidade produtiva foi reduzida. Além disso, dada uma modesta mas efetiva taxa de elevação da demanda interna, a capacidade de exportação do país também foi reduzida. Em 1986, com a grande elevação da demanda interna, a capacidade ociosa estava esgotada. Em 1987 isso ficou muito claro: as exportações aumentaram em 4 milhões de dólares, mas isto só foi possível devido à desaceleração da economia.

Quando Castro e Souza (1985) enfatizaram a importância do II PND, eles estavam corretos, mas quando concluíram que os investimentos dos anos 70 produziram um superávit comercial estrutural que permitiria ao Brasil pagar sua dívida, estavam claramente influenciados pelo crescimento das exportações de 1984, que se tornou possível devido ao fato de esse ano ter sido particularmente bom para as economias dos países centrais e pela possibilidade de o Brasil usar sua capacidade ociosa. Não consideraram também a redução na poupança e nos investimentos, e a elevação no déficit fiscal envolvidas na transferência de recursos reais.

Na verdade, para pagar os juros sobre sua dívida de acordo com a estratégia de financiamento e ajustamento e dado o fato de que seu superávit comercial seria, em princípio, compatível com o financiamento de 50% dos juros, o Brasil precisaria somente elevar suas exportações a uma taxa de 5% ao ano. Isso parece perfeitamente viável. Dada a taxa de inflação nos dólares americanos, a elevação exigida das exportações seria em torno de 2%. Entretanto, o que a análise que acabo de fazer sugere é que um superávit comercial em torno de 14 bilhões de dólares é incompatível com um crescimento de 6% para a economia brasileira. Este superávit não é saudável. Este ou um superávit ainda maior pode ser alcançado, mas se não o for através da elevação das exportações mas sim através da diminuição das importações, a capacidade de investir e exportar do país irá necessariamente se deteriorar. O problema não é a taxa de crescimento das exportações exigida; é o nível atual de superávit comercial, que não é consistente com crescimento e estabilidade de preços no Brasil.

Com toda certeza, uma grande elevação nas exportações brasileiras resolveria esse problema, mas é um contra-senso esperar que um aumento substancial nas taxas de crescimento dos países centrais ou um declínio acentuado da taxa de juros viabilizará a exigência de grande aumento das exportações, ou permitirá que se evite a diminuição das importações. Mesmo os analistas mais otimistas da economia mundial não subscreveriam tal perspectiva para os próximos anos.

Mas se o problema básico for a redução da capacidade de investimento provocada pela diminuição das importações, ou — o que dá no mesmo — pela transferência de recursos reais para os países credores, não seria possível elevar compensatoriamente a capacidade de poupança interna do país? Teoricamente isto é possível. É a estratégia proposta no Plano de Controle Macroeconômico de julho de 1987. Mas não devemos misturar Economia Política — nossa ciência — com algum tipo de engenharia social ou um tipo de economia mecânica. Para compensar o excesso de transferência de recursos reais causado pela excessiva dimensão da dívida, seria necessário reduzir substancialmente o consumo interno, bem abaixo dos níveis históricos da propensão média brasileira a consumir. Não resta dúvida de que um grande esforço interno precisaria ser feito nessa direção. A prioridade do Plano de Controle Macroeconômico era a redução do déficit público e, desta forma, a recuperação da capacidade de poupança do setor público. Mas as limitações desta estratégia são bastante óbvias. O desequilíbrio do setor público não é somente um desequilíbrio de fluxo, é também um desequilíbrio de estoque. O problema não é somente o déficit público, mas também a dívida pública, especialmente a dívida pública externa. A dívida pública total representa mais de 50% do PIB, e seus respectivos juros custam 3,5% do PIB; só a dívida pública externa representa mais de 30% do PIB, e seus juros, 2,3% do PIB. Portanto, há uma dimensão estrutural ou de estoque no desequilíbrio do setor público que só será solucionada através de uma redução na dívida pública, particularmente a dívida pública externa. Tentar compensar inteiramente essa lacuna, essa insuficiência de poupança interna, através da redução do consumo interno não é realista.

Por outro lado, é conveniente lembrar que uma redução no consumo, se não for corretamente administrada, pode levar a resultados perversos: ao invés de aumentar a capacidade de poupança, pode reduzi-la. Se a redução no consumo for abrupta, como em 1983, a contração da demanda interna levará à diminuição dos investimentos e, conseqüentemente, da poupança. Para evitar tal distorção, seria necessário compensar a redução do consumo interno com um aumento das exportações e dos investimentos voltados para as exportações. Mas esta não é uma mudança que possa ser realizada facilmente.

Em conclusão, a dívida externa brasileira já estava muito alta ao final de 1980, quando a estratégia de financiamento e ajustamento começou a ser implementada; em 1988 ela é, em termos absolutos e relativos, ainda mais alta; nesse intervalo de tempo, a capacidade de exportação do país foi relativamente reduzida, a taxa de transferência de recursos reais para os credores foi significativamente elevada, e a taxa de investimentos, reduzida. Se no começo da década já enfrentávamos uma incompatibilidade básica entre crescimento e pagamento de juros sobre a dívida externa, atualmente essa inconsistência é ainda mais evidente.

#### 4

Devo admitir que eu não estava totalmente consciente desta incoerência quando, como ministro da Fazenda do Brasil, apresentei o Plano de Controle Macroeconômico. Em maio pedi à minha equipe que preparasse um plano com dois objetivos básicos: um crescimento de 6% do PIB após um processo de ajustamento durante o ano de 1987 e um superávit comercial coerente com um financiamento de 50% dos juros pelos credores externos. Minhas pressuposições implícitas eram de que esses dois objetivos eram coerentes. Que era possível para o Brasil crescer a uma taxa de 6% e negociar sua dívida em termos convencionais, de acordo com a estratégia de financiamento e ajustamento.

Entretanto, em julho de 1987, praticamente no momento em que o plano estava completo e publicado, percebi que era irrealista. Durante a elaboração do plano, duas coisas ficaram claras: primeiro, que financiamento de 50% dos juros era insuficiente,

de forma que mudamos para 60%, coerente com superávits comerciais nos anos seguintes entre 10 e 11 milhões de dólares; segundo, e mais importante, que a redução do consumo interno exigida para elevar a capacidade de poupança do setor público em 5% em quatro anos seria muito grande; somente uma política econômica heróica, totalmente apoiada pela sociedade, permitiria que tal resultado fosse alcançado.

Por outro lado, discutindo quase que todos os dias com banqueiros, economistas e políticos, eu estava naquele momento aprendendo muito sobre o problema da dívida. O desconto nos mercados financeiros secundários era uma indicação de que os banqueiros também haviam se dado conta do irrealismo da estratégia de financiamento e ajustamento; que era na verdade uma estratégia de "empurrar com a barriga", uma estratégia para os bancos e autoridades econômicas dos países credores adiarem a solução do problema. Seu único resultado positivo fora dar tempo aos bancos para que fortalecessem sua posição financeira, melhorar seu índice de capital, e assim minimizar o impacto negativo que mais cedo ou mais tarde irá ocorrer quando o *default* parcial dos países devedores tornar-se um fato definitivo e tiver que ser incluído em seus balanços e demonstrações de lucros e perdas.

Aprendi também que não havia outra alternativa para os países devedores além da decisão unilateral de reduzir parcialmente a dívida. Que nos países credores muitas idéias estavam sendo discutidas neste sentido mas que não havia qualquer conclusão. Que sistemas para atenuar a dívida baseados na conversão da dívida em títulos com desconto e uma garantia por parte dos governos credores estavam sendo pensados. Que o Congresso dos Estados Unidos já havia aprovado duas recomendações de redução da dívida (*debt relief*) de acordo com essas linhas, mas que esse fato não mudaria a posição conservadora do governo (Poder Executivo) norte-americano.

Aprendi ainda, depois da decisão do CITIBANK de criar grandes reservas para cobrir seu crédito soberano, que os bancos norte-americanos e ingleses estavam seguindo o exemplo dos bancos europeus e assumindo uma abordagem mais realista para o problema da dívida. Que as ameaças de retaliação dos bancos provavelmente nunca se efetivariam. Que, como me contou um

banqueiro japonês em agosto de 1987, havia algumas conclusões básicas sobre o problema da dívida cinco anos depois da crise de 1982: 1. a estratégia de *muddling through* havia fracassado; 2. o desconto sobre a dívida era inevitável; 3. bancos e contribuintes nos países credores teriam que dividir o encargo desse desconto; 4. os países credores estavam chegando a um consenso sobre essas idéias, com exceção única do governo norte-americano.

Ficou claro para mim que o momento havia chegado para o Brasil denunciar a estratégia de financiamento e ajustamento (*muddling through*) e propor uma solução alternativa para o problema da dívida — uma solução em que os encargos envolvidos fossem divididos entre devedores e credores. O Brasil havia declarado moratória dos juros devidos aos bancos comerciais sobre empréstimos de médio e longo prazo em fevereiro. A melhor forma para suspender a moratória era substituí-la por um acordo inovador com os credores. Eu tinha muito claro para mim qual deveria ser a solução global para o problema da dívida, uma solução necessariamente patrocinada pelos países credores: a criação de uma autoridade da dívida controlada pelo FMI e pelo Banco Mundial, que compraria os créditos atuais dos bancos comerciais para com os países altamente endividados com um desconto, trocando-os por seus próprios títulos; esse desconto seria então transferido para os países devedores numa base caso a caso. Fiz essa proposta em Viena no *US Congressional Summit: an Agenda for the 90s* (1987).

Mas eu não poderia esperar pela maturação dessa solução de securitização global nos países credores. Estava claro para mim que o Brasil deveria tomar alguma iniciativa nessa direção, ajudando a pressionar pelo esquema de redução da dívida global descrito. Minha primeira idéia foi propor aos bancos uma “securitização” parcial e negociada da dívida: a conversão da dívida atual em novos títulos (*securities*) com o mesmo valor de face, mas com taxas de juros inferiores às taxas de juros de mercado. Essa securitização teria necessariamente que ser parcial, porque a principal garantia dos novos títulos seria a prioridade (*seigniority*) que seria estipulada para eles. O ideal seria uma garantia dada pelos governos dos países credores ou pelo Banco Mundial, mas eles não estavam prontos para aceitar essa alter-

nativa. A conversão dívida-títulos deveria ser “negociada”, no sentido de que o Brasil faria uma proposta e a discutiria com seu *advisory committee*, definindo na negociação o percentual da dívida — digamos, 20 por cento — que seria obrigatoriamente securitizado.

A reação dos bancos a essa idéia e especialmente a do governo norte-americano foi muito negativa. Era a primeira vez que um ministro da Fazenda de um país credor falava abertamente sobre a necessidade de um desconto sobre a dívida e oferecia uma alternativa baseada no comportamento do mercado para obter esse desconto. Os credores se sentiram ameaçados; o governo norte-americano, desafiado. A iniciativa sobre o problema da dívida havia sido sempre dos credores e do governo norte-americano.

Uma vez que eu estava incumbido de tentar uma solução negociada para a moratória, decidi mudar minha proposta, tornando a securitização totalmente voluntária. Nesse sentido, a proposta que o Brasil apresentou formalmente aos bancos em 25 de setembro de 1987 estava claramente dividida em duas partes: uma parte convencional baseada no “dinheiro novo”, na estratégia de ajustamento e financiamento, e uma solução de longo prazo para a dívida baseada na estratégia de securitização, isto é, na redução da dívida. Dois mecanismos deveriam ser utilizados para a redução da dívida: a conversão da dívida em capital de risco, muito favorecida pelos bancos (que o Conselho Monetário Nacional regulamentou em novembro), e a da dívida em títulos (securitização). Contar somente com a conversão da dívida em capital de risco para reduzir a dívida é irrealista, dadas as limitações monetárias do mecanismo.

Nesta proposta formal o Brasil demonstrava o fracasso da estratégia de *muddling through* e dizia claramente que a negociação deveria ser um nítido avanço em relação ao último modelo de negociação — o modelo mexicano e argentino — que não representou uma solução para o problema da dívida para esses países. Para demonstrar sua disposição em acabar com a moratória através de um processo de negociação, o governo brasileiro cedeu às instâncias do governo norte-americano e assinou um acordo provisório em novembro, que tornou possível estender as negociações até o final de janeiro.

Estava clara para mim, entretanto, a pouca disposição dos bancos em negociar um acordo ligeiramente em contradição com a estratégia de *muddling through*. Por outro lado, todas as demonstrações de boa vontade do Brasil em negociar em boa-fé haviam sido dadas. Assim, antes de deixar o Ministério da Fazenda, em dezembro de 1987, eu já havia decidido juntamente com o presidente do Brasil que, se o acordo não fosse feito até o prazo estabelecido no acordo interino — 29 de janeiro de 1988 —, o Brasil iria: 1. dispensar seu *advisory committee*; 2. começar negociações individualmente com cada banco, de acordo com a estratégia de securitização; dispensando *dinheiro novo* o Brasil pagaria sua dívida em mais ou menos 25 anos, conforme a sua capacidade de pagar, isto é, com um desconto de 40 a 50%. Em outras palavras, o Brasil daria um passo adiante da moratória. A moratória significou somente a suspensão do pagamento dos juros; o próximo passo seria dizer quando e quanto o Brasil iria pagar.

Estava bastante claro para mim que essa decisão não estava livre de riscos. Os credores diriam que o Brasil estava tomando uma posição unilateral, e eventualmente tentariam retaliar. Mas suas medidas de retaliação seriam de menor importância. E desta forma estaríamos pressionando os países credores a dar passos em direção à securitização global da dívida dos países altamente endividados. O acordo que estabeleci com o ministro da Economia da Argentina, Juan Sorrouille, no dia 29 de novembro, durante a reunião dos oito presidentes latino-americanos em Acapulco, fortaleceria a posição do Brasil. Nos termos desse acordo, no mesmo dia em que o Brasil dispensasse o Comitê Assessor e reduzisse unilateralmente sua dívida, a Argentina declararia moratória.

Eu estava convencido então, e ainda estou, de que essa é a única alternativa que tornará compatível crescimento com pagamento da dívida. E que deverá ser tomada em conjunto com a Argentina ou independentemente. O Brasil irá pagar sua dívida, mas de acordo com suas possibilidades reais. Irá pagar sua dívida, mas com um desconto, uma vez que teoria e experiência mostraram que tentar pagar integralmente os juros sobre a dívida brasileira é condenar o país à situação atual de estagnação e inflação.

Estava também convencido de que, para se chegar a uma solução para a crise econômica brasileira, exigir-se sacrifícios somente dos credores não era nem razoável nem suficiente. Uma maneira básica para solucionar o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público é conseguir uma redução da dívida externa, mas outra forma necessária é prosseguir com o processo de ajustamento, combater severamente o déficit público, exigir sacrifícios reais dos trabalhadores e empresas. Quando definitivamente percebi que isso não era possível no Brasil no momento, que o governo não estava pronto para adotar efetivamente essa linha de ação, apresentei minha demissão. Não faria sentido adotar medidas fortes em relação à dívida externa e não fazer nada ou muito pouco em relação aos problemas internos.

## Referências

Bresser Pereira, Luiz

1987 — “The Debt Problem: Pospone it or Solve it?”, relatório anterior ao *US Congressional Summit: an Agenda for the 90s*, Viena, 4.9.1987, publicado na *Revista de Economia Política*, vol. 8, n.º 4, out. 1988.

Castro, Antonio Barros de e F. E. de Souza

1984 — *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*, Rio de Janeiro, Paz e Terra.

Morgan Guaranty

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

Robinson III, James D.

1988 — “A Comprehensive Agenda for an Institute of International Debt and Development”, in *AMEX Bank Review*, n.º 13, mar. 1988.

Sachs, Jeffrey e Huizinga, Harry.

1987 — “U.S. Commercial Banks and the Developing Countries Debt Crisis”, mimeo.

Sengupta, Arjun K.

1988 — “A Proposal for a Debt Adjustment Facility”, Washington, mimeo.