

# A ESTRATÉGIA DE 1987 PARA A NEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Tradução de trabalho apresentado ao XIV Congresso da Latin American Studies Association International, Nova Orleans, março 1988, publicado no *LASA Forum* 19(4) Winter 1989.

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 credores - e também para os nacionais, que em cada país devedor tendem a identificar seus interesses com os dos credores - esta 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, esta 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 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 esta 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 sobre a dívida e ao mesmo tempo crescer. Na terceira parte, discutirei as causas econômicas desta incompatibilidade entre crescimento razoável e o pagamento da dívida. Finalmente, na última parte eu 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 por cento 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 por cento dos juros.

Há uma lógica em limitar o financiamento dos juros em 50 por cento. Uma vez que a taxa real de juros é de aproximadamente 50 por cento 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 por cento nos mercados financeiros secundários, toda vez que os banqueiros fazem um novo empréstimo, este 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 aumentarem 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:

**a)** 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 por cento entre 1981 e 1986, enquanto a do Brasil aumentou somente 4 por cento; no Brasil, após um crescimento artificial em 1985/86, o país estava às voltas com a inflação e a estagnação em 1987 e 1988.

*b)* a capacidade de pagamento dos países devedores não melhorou, ao contrário, deteriorou-se; o objetivo básico dos programas de ajustamento era o de aumentar essa capacidade através do aumento de exportações e redução de importações, mas 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;

*c)* 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 (Veja *World Financial Markets*, junho-julho/1987); no Brasil este 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.

*d)* 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.

*e)* em 1986 um desconto surgiu nos mercados financeiros internacionais; este desconto elevou-se em 1987, atingindo uma média de 50 por cento; 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?

*f)* 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.

**g)** seguindo o movimento do Citibank, os bancos americanos e ingleses começaram a fazer em 1987 os 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. Como o conflito de interesses é muito profundo, é um contra-senso salientar os interesses comuns. Eles existem, mas são superados pelos interesses conflitantes. Antes de examinar algumas idéias e estratégias para enfrentar o problema da dívida, 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 por cento 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 este 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 esta estratégia eram convincentes: (a) a nova liquidez do

mercado financeiro internacional tornou possível aos bancos comerciais emprestar grandes somas de dinheiro para os países em desenvolvimento; (b) o custo destes empréstimos era baixo (taxas reais de juros abaixo de 2 por cento), 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; (c) o Brasil tinha um projeto de desenvolvimento nacional - o II PND - que legitimava grandes investimentos; (d) 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 este quadro muda dramaticamente devido a três fatos novos que ocorreram nos países credores, particularmente nos Estados Unidos: (a) segundo choque do petróleo; (b) uma elevação acentuada nas taxas de juros reais e nominais; (c) 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.

Neste 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 e 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 isto 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.

Esta é a razão básica porque 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 esta dívida fosse tão alta e que desta forma os juros não pudessem ser pagos. Os credores propuseram e as autoridades brasileiras aceitaram a estratégia de financiamento e ajustamento, esperando que dessa forma 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 que a estratégia de financiamento e ajustamento fracassou. Isto 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" dos mesmos 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.

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 por cento em 1980, e em 1983-84 estava abaixo de 16 por cento. No mesmo período, a transferência de recursos reais para os credores (identificada com o superávit de transações reais), foi de 2.5 por cento negativos em 1980 para 5.4 positivos do PIB em 1984. Nos últimos anos esta transferência ficou em média em 3 por cento 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 isto ficou muito claro: as exportações aumentaram em 4 milhões de dólares, mas isto só foi possível devido à desaceleração da economia.

Quando Antonio Barros de Castro (1984) enfatizou a importância do II PND, ele estava correto, mas quando ele concluiu que os investimentos dos anos 70 produziram um superávit comercial estrutural que permitiria ao Brasil pagar sua dívida, ele estava claramente influenciado pelo crescimento das exportações de 1984 que se tornou possível por um ano particularmente bom para as economias dos países centrais e pela possibilidade do Brasil usar sua capacidade ociosa.

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 que um grande esforço interno precisaria ser feito nesta 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 por cento do PIB e seus respectivos juros custam 3.5 por cento do PIB; só a dívida pública externa representa mais de 30 por cento do PIB e seus juros, 2.3 por cento 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 esta 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 nós já enfrentávamos uma incompatibilidade básica entre crescimento e pagamento de juros sobre a dívida externa, atualmente esta 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 eu pedi à minha equipe que preparasse um plano com dois objetivos básicos: um crescimento de 6 por cento do PIB após um processo de ajustamento durante o ano de 1987 e um superávit comercial coerente com um financiamento de 50 por cento 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 por cento 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, eu percebi que era irrealista. Durante a elaboração do plano, duas coisas ficaram claras: primeiro, que financiamento de 50 por cento dos juros era insuficiente, de forma que mudamos para 60 por cento, 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 por

cento 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. Se 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.

Apreendi 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 este fato não mudara a posição conservadora do governo (Poder Executivo) norte-americano.

Apreendi 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, haviam 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 deste desconto; e (4) os países credores estavam chegando a um consenso sobre estas 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.

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. Esta 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 esta alternativa. 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 esta 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 este 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 estava incumbido de tentar uma solução negociada para a moratória, eu 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 deste 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. 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 esta decisão não estava livre de riscos. Os credores diriam que o Brasil estava tomando uma posição unilateral, e eventualmente tentariam retaliar. Eu estava convencido, no entanto, e ainda estou, que esta é a única alternativa que tornará compatível crescimento com pagamento da dívida. 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 eu definitivamente percebi que isto não era possível no Brasil nesse momento, que o governo não estava pronto para adotar efetivamente esta linha de ação, eu 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**

- CASTRO, Antonio Barros de e F.E.de SOUZA (1984). *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*, Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- SACHS, Jeffrey e Harry HUIZINGA (1987) "U.S.Commercial Banks and the Developing Countries Debt Crisis", mimeo.