

## 7. A dívida externa

### Decisão quase unilateral

O Brasil encontra-se, desde julho de 1989, em uma moratória não declarada de sua dívida externa. E agora se prepara para fazer uma proposta aos credores. Uma proposta que, pelo que já foi possível depreender das manifestações do presidente e da ministra da Economia, acabará se constituindo em uma redução da dívida decidida pelo Brasil. Uma redução que faz parte essencial do Plano Collor. Uma redução que deverá representar uma contribuição de 1,5 por cento do PIB no sentido da eliminação do déficit fiscal. Recentemente, os bancos credores, representados no Institute of International Finance, afirmaram que os atrasos — ou seja, as moratórias não declaradas — não são uma solução para a crise da dívida. A tese deste trabalho é exatamente a mesma.

A diferença é que, como consequência, os bancos credores pretendem o impossível ou o absurdo: que os países altamente endividados paguem a dívida. Quando, na verdade, a única alternativa viável para esses países é a decisão de transformar essas moratórias não declaradas em uma decisão tranqüila e firme de reduzir de forma quase unilateral sua dívida em uma proporção semelhante, embora não tão forte, quanto o deságio existente no mercado secundário e de mandar eliminar das contas brasileiras a parte da dívida reduzida. No caso do Brasil, o deságio está em torno de 30 por cento, e o Brasil só deverá concordar em pagar os bancos que concordem com uma redução da dívida para aproximadamente 40 por cento, mais um certo volume de certificados de privatização.

A decisão do governo brasileiro de primeiro fazer um acordo com o FMI, comprometendo-se com essa instituição multilateral em um programa austero de ajuste fiscal — pro-

grama esse que já foi iniciado com o Plano Collor —, fortalecerá a posição do Brasil. Não faz sentido reduzir a dívida sem, ao mesmo tempo, fazer o ajustamento interno necessário. Mas também não faz o menor sentido fazer recair os sacrifícios do ajuste apenas sobre os nacionais, quando os bancos podem e devem compartilhar o ônus.

### *1. A iniciativa cabe agora aos devedores*

Alguns fatos recentes sugerem que, em 1990, poderemos enfrentar uma mudança significativa na crise da dívida dos países altamente endividados da América Latina e do Leste Europeu. Esta mudança, no entanto, não terá origem nos países credores, mas sim nos países devedores. Ao invés de recorrer a moratórias não declaradas ou de depender do Plano Brady, alguns países podem tomar decisões quase unilaterais como parte de seus planos de estabilização. O Brasil, a Argentina e a Polônia são típicos candidatos a essa alternativa. O sucesso dos corajosos planos de estabilização atualmente praticados dependerá simultaneamente — e não após, como inconseqüentemente desejam os credores — da forte redução da dívida pública externa e das obrigações fiscais envolvidas.

A crise da dívida é uma crise permanente desde 1982, mas é também uma crise em constante transformação. Nesse ano, a crise representava uma grande ameaça ao mercado financeiro mundial, mas hoje representa apenas uma terrível obrigação sobre os países altamente endividados. No início era tida como um problema de liquidez; no entanto, já há algum tempo se admite que é uma crise de solvência. Acreditava-se no princípio que uma combinação de ajustamento, reformas estruturais e financiamento adicional resolveria; desde pelo menos 1987 se sabe da necessidade de uma grande redução na dívida.

As estratégias oficiais dos governos credores foram, (1) em 1982, a estratégia De Larosière-Volcker, voltada basicamente para a proteção dos bancos credores, (2) em 1985, o Plano Baker propondo mais financiamento para contrapor a estagnação econômica nos países altamente endividados e, (3) em 1989, o Plano Brady, reconhecendo que a redução da dívida seria crucial para a solução da crise.

Os resultados práticos dessas estratégias, que ficaram conhecidas pela expressão *muddling through* (“empurrar com a barriga”), são, entretanto, sabidamente insuficientes. Os países altamente endividados enfrentam estagnação econômica e altas taxas de inflação. A maior parte dos países endividados encontra-se atualmente em situação de moratória não declarada ou, como os bancos prefeririam eufemisticamente dizer, estão em atraso. Isso é verdade para o Brasil, Argentina, Venezuela, Polônia, Costa Rica, Bolívia, Equador, Iugoslávia, Nigéria, Peru e muitos outros países. Esse fato é obviamente uma consequência da incapacidade de pagar desses países combinada com a recusa totalmente compreensível por parte dos bancos de financiar, ao menos parcialmente, os juros devidos. É também consequência de um fato novo: as elites empresariais nos países altamente endividados estão se tornando cada vez mais favoráveis às moratórias não declaradas, apesar de temerem retaliações, apesar da relação dependente com os países credores, apesar da permanente esperança de obter boa vontade dos credores para pagar o que podem.

Essas moratórias não declaradas não são uma solução para a crise da dívida. Mas o mesmo é verdade em relação ao Plano Brady, cujas deficiências estão se tornando cada vez mais claras. Os bancos credores, no relatório do IIF (Washington, 2.5.90), criticam o Plano Brady porque teria estimulado a “indisciplina” dos devedores. Na verdade o Plano Brady foi apenas realista ao reconhecer a impossibilidade de a dívida ser paga, ao afirmar que uma redução substancial na dívida é parte essencial da solução da crise.

Como, entretanto, alcançar a necessária redução da dívida, dado que o Plano Brady foi realista em reconhecer essa necessidade, mas insistiu em uma solução “voluntária”, de mercado, para essa redução, e não forneceu fundos suficientes ao FMI e ao Banco Mundial para que tais instituições forneçam garantias para os novos títulos? Está hoje muito clara a limitação do Plano Brady como solução para a crise da dívida. Por isso parece hoje claro que a iniciativa cabe agora aos devedores. O Estados Unidos, que é ele próprio um país endividado, foi até onde podia com o Plano Brady. Agora a redução

da dívida provavelmente ocorrerá através de decisões mais ou menos unilaterais tomadas pelos países devedores no contexto de programas de ajustamento. Na Polônia, na Argentina e no Brasil, nos quais corajosos planos de estabilização estão atualmente em vigor, a transformação de suas moratórias não declarada em uma decisão de reduzir a dívida é claramente uma questão em pauta. Esses planos de estabilização têm pouca probabilidade de sucesso efetivo (controlar a inflação e retomar o crescimento) sem uma significativa redução na dívida externa.

Terão as elites nos países devedores a coragem necessária para tomar decisões quase unilaterais? E, em caso afirmativo, qual será a reação dos países credores — das elites e do governo desses países — se a Polônia ou o Brasil decidirem por uma forma quase unilateral de reduzir sua dívida em um terço? Serão eles compreensivos, sabendo que em termos práticos não há outra alternativa, ou responderão agressivamente a tal atitude? De qualquer forma, por que a necessidade de decisões quase unilaterais? Por que não ser prudente e aderir ao Plano Brady? Tentarei a seguir responder a essas questões.

## *2. A posição em mudança das elites*

Ao longo dos sete anos desta crise da dívida, a posição dos governos dos países altamente endividados da América Latina tem sido uma mistura de retórica contra o pagamento da dívida e condescendência com relação às exigências dos credores. A moratória do Brasil, no início de 1987, foi uma das poucas exceções. Mas essa decisão foi prejudicada pela retórica nacionalista que a envolveu e pela falta de uma proposta real por parte do governo brasileiro no momento em que a decisão foi tomada. As propostas geralmente consideradas inovadoras provenientes do Brasil, no segundo semestre daquele ano, no entanto, só foram possíveis devido à existência dessa moratória.

A razão básica pela qual os governos latino-americanos têm sido tão submissos às exigências dos credores sempre foi a posição de suas elites empresariais, que estão permanentemente tentando pagar a dívida. Chamam de “calote” uma si-

tuação de concordata. Sempre desaprovam qualquer atitude mais firme dos governos. E, ao se darem conta de que a dívida não pode ser paga, sua única reação é esperar pela boa vontade dos credores.

Esse tipo de atitude por parte das elites dos países devedores não é naturalmente monolítico. Há um número crescente de empresários, políticos e economistas que entendem que a dívida não pode ser paga. A consciência de que o Brasil assinou um péssimo acordo em 1988 e que não pode mais repetir semelhante erro é hoje generalizada. Entretanto, não obstante a crescente evidência da impossibilidade de pagamento integral da dívida, a maioria das elites nos países devedores continua desejando pagar a dívida por uma série de razões.

A primeira razão, que é econômica, é o medo de retaliação. Os credores estão sempre ameaçando cortar os créditos de curto prazo ou tomar outras atitudes mais drásticas contra os países que tomarem medidas unilaterais, e as elites capitalistas nos países credores, por sua vez, acreditam nessas ameaças. Não importa que a evidência histórica recente esteja fortemente em contradição com essa teoria. No caso da moratória do Brasil, por exemplo, a retaliação foi insignificante. Na verdade, os bancos não têm nem poder nem interesse de retaliar. Os bancos não têm nenhuma vocação policial. Cortar os créditos de curto prazo não é um bom negócio para eles por duas razões: porque não receberiam mais os excelentes lucros desses empréstimos com *spreads* muito altos e porque o único resultado a que chegariam seria ver seus empréstimos de curto prazo, que hoje quase não têm desconto no mercado secundário, ficarem sujeitos ao mesmo desconto que os créditos de médio e longo prazo. Sua perda seria imensa.

A segunda razão é o fato de não serem as elites dos países devedores quem mais sofre com a crise da dívida. Os trabalhadores e as classes médias são muito mais afetados. Na verdade, para determinados setores da classe capitalista, como observou muito acertadamente Susan George (*Global economic security and the political implications of the debt*, III World Foundation, 1988), a dívida é uma oportunidade para a

especulação e o lucro. A elevação da taxa de juros interna como resultado da dívida obviamente interessa aos aplicadores e às instituições financeiras no Brasil. As conversões formais e informais (ilegais) da dívida em investimentos possibilitam extraordinários ganhos para alguns através da especulação.

A terceira razão, de natureza ideológica, é fundamental. Os capitalistas nos países devedores desejam fazer parte do Primeiro Mundo para ver suas economias integradas com as dos países capitalistas avançados. Essa integração não deveria significar somente mais desenvolvimento para o país, mas também mais segurança política para os capitalistas locais, que acreditam que qualquer tipo de confronto com os bancos, qualquer tipo de ação unilateral por parte do Brasil para aumentar a pressão sobre os credores, ameaçará a desejada integração. Temos aqui dois erros de avaliação: primeiro, uma confusão do interesse do Primeiro Mundo com o dos banqueiros e, segundo, a não-percepção de que a integração com o Primeiro Mundo não se consuma através de bons modos mas através do crescimento econômico e da estabilidade de preços — exatamente os dois objetivos que a dívida inviabiliza.

Essa motivação das elites nos países devedores para tentar pagar a dívida fundamenta-se também num fator ideológico mais genérico: a subordinação cultural aos países centrais. Essa subordinação, essa crença de que a verdade se encontra sempre nos países centrais, é por excelência uma característica do subdesenvolvimento, e expressa-se de várias formas. Um exemplo disso é chamar de “calote” uma medida para reduzir unilateralmente a dívida, quando, de fato, possui todas as características de um estatuto jurídico universal (o Chapter 11, na lei norte-americana).

A quarta razão, estritamente política, é que os capitalistas nos países devedores tendem a acreditar que aqueles que exigem uma posição firme em relação à solução da dívida sejam esquerdistas e nacionalistas. Imaginam que somente esses setores, que falam em “auditoria da dívida”, mas na verdade querem pura e simplesmente o repúdio à dívida, são a favor das medidas unilaterais. Não percebem que o alívio da

dívida (*debt relief*) foi uma idéia desenvolvida nos países credores e é aceita por boa parte das elites dos países credores.

Isso nos leva à quinta razão: as elites nos países devedores são muito parcamente informadas sobre os problemas relacionados com a dívida, embora lhes seja muito importante permanecer bem informadas. Simplesmente ignoram, ou apenas muito recentemente tomaram conhecimento de que as elites nos países centrais estão divididas a respeito desse assunto e que uma parcela crescente dessas elites já é favorável a uma solução global para alívio da dívida.

Desde 1987, entretanto, estamos vendo uma mudança progressiva na atitude das elites nos países altamente endividados no tocante à dívida. Esse fenômeno é muito claro no Brasil. Os sucessivos fracassos das estratégias dos credores, associados ao aprofundamento da crise em seus países — uma crise da dívida que se tornou uma crise fiscal —, levaram as elites empresariais a mudar de atitude com relação à questão. De um comportamento passivo e receoso, pronto para transigir com as demandas dos credores, o que vemos hoje é uma nítida mudança para uma posição na qual uma decisão unilateral para reduzir a dívida como ponto de partida para um novo ciclo de negociações não deve ser descartada. Pelo contrário, as evidentes limitações do Plano Brady e, por outro lado, as sangrentas reações populares ao ajustamento na Venezuela e a hiperinflação argentina levaram ao reconhecimento no Brasil de que a redução da dívida externa é uma parte essencial da estratégia para alcançar a estabilização. Mais que isso, ficou claro recentemente para as elites empresariais no Brasil que a solução para a crise fiscal irá necessariamente incluir uma redução na dívida pública. Esta dívida, originalmente externa, é hoje cada vez mais interna. Assim, uma moratória sobre a dívida externa é uma alternativa ou um complemento para a moratória sobre a dívida interna — uma alternativa que as elites empresariais estão entendendo cada dia melhor como uma boa solução. As atitudes que o governo Collor vem tomando em relação ao problema são uma excelente confirmação desse fato.

O curioso é que nos países credores está se desenvolvendo uma posição semelhante. Ao serem realistas, os governos desses países não vêem outra alternativa senão a moratória não declarada. Em alguns casos eles até “administram” a moratória. Foi o caso da Argentina em 1988. Ao perceber que a Argentina não tinha possibilidades de pagar os juros, o Tesouro norte-americano orientou as autoridades argentinas com relação a seus atrasos. “Agora vocês não pagam... agora vocês pagam alguma coisa”, costumavam dizer as autoridades norte-americanas. Sabemos dos resultados. Em março de 1988, iniciou-se a moratória não declarada na Argentina; um ano depois, o país estava às voltas com a hiperinflação.

### *3. Entre moratórias não declaradas e decisões unilaterais*

As moratórias não declaradas, como é o caso do Brasil desde julho de 1989, constituem uma forma muito negativa de responder à crise da dívida, uma vez que na realidade nada se resolve. A teoria econômica diz que os agentes econômicos se comportam de acordo com suas expectativas. Como é possível esperar que os agentes econômicos reduzam suas expectativas em relação à inflação nos países altamente endividados, visto que vêem que uma parte considerável do déficit público origina-se nos juros pagos pelo Estado sobre a dívida externa? Como é possível esperar que decidam investir nesses países quando vêem o enorme volume da dívida?

Por outro lado, estou convencido de que o Plano Brady representou um grande avanço em direção à análise correta da crise da dívida, porque reconheceu oficialmente a redução da dívida como uma parte crucial para a solução do problema. No entanto não é realista esperar que esse plano resolva a crise, uma vez que foi adotada uma estratégia voluntária para a redução da dívida e que o plano não conta com recursos suficientes: o Banco Mundial e o Fundo não dispõem do capital necessário para fazer o plano funcionar. Também não é realista esperar que os governos credores farão muito mais no sentido de solucionar a crise da dívida da América Latina. Na verdade, dadas as suas limitações políticas e econômicas, o go-

verno americano foi provavelmente tão longe quanto seria possível com o Plano Brady.

Neste momento o Brasil se depara com três estratégias para negociar sua dívida. A primeira é aderir ao Plano Brady, ao mesmo tempo em que tentar pagar parcialmente os juros. A segunda é aderir ao Plano Brady, mas não pagar um centavo de juros enquanto não for encontrada uma solução. A terceira é aderir aos princípios do Plano Brady com exceção do seu caráter voluntário e tomar a iniciativa de reduzir a dívida quase unilateralmente. A primeira estratégia é a proposta pelos bancos, a terceira, a que estou propondo aqui. A segunda, uma alternativa intermediária que não levará a muita coisa. Será também uma estratégia muito custosa porque os bancos continuarão insistindo na necessidade de um acordo provisório ou de pagamentos parciais para prosseguir com as negociações. O resultado final será insatisfatório, como se pode ver pelos acordos do Plano Brady já firmados.

Em suma, se as moratórias não declaradas não constituem uma boa solução, se a redução da dívida é essencial, se a redução gradual, voluntária e controlada pelo mercado não é compatível com a solução da crise, se as deficiências do Plano Brady são claras o bastante e se não podemos esperar por iniciativas mais arrojadas por parte dos países credores, fica claro que a redução da dívida só será possível através de reduções unilaterais ou quase unilaterais decididas pelos países devedores, como parte de programas de estabilização mais amplos.

Digo quase unilateral porque a decisão não precisa ser totalmente unilateral. Assim como os contratos de trabalho coletivos, as primeiras iniciativas serão tomadas pelo país devedor, que irá suspender o pagamento dos juros — ou manter a suspensão — e dirá o quanto irá pagar aos bancos que aceitarem assinar novos contratos reduzindo a dívida. As negociações prosseguirão necessariamente entre os bancos credores e os devedores.

É desejável que a redução da dívida seja antecedida por um plano de estabilização sob a supervisão do FMI. As refor-

mas estruturais deveriam ter a orientação ou a participação do Banco Mundial.

Mas a redução da dívida terá um caráter basicamente quase unilateral, considerando que o governo do país devedor irá informar os bancos credores — incluindo os bancos do Clube de Paris — que pagaria somente os bancos que concordarem em reduzir a dívida e estendê-la por mais ou menos trinta anos. No caso do Brasil, em que as autoridades têm falado na inclusão de conversão de dívida em investimento na solução do problema, o pagamento aos bancos poderia ser dividido em duas parcelas: 40 por cento seria pago em trinta anos, a juros de mercado, e 10 por cento seria pago imediatamente, na forma de certificados de privatização. Os demais 50 por cento seriam, naturalmente, eliminados da dívida, como ocorre nas concordatas.

Nesse sentido, o governo deverá orientar os funcionários encarregados de calcular os números do balanço de pagamentos e do orçamento público de que uma determinada parte da dívida (50 por cento, no caso do Brasil) e os juros correspondentes foram reduzidos e deverão ser eliminados dos registros contábeis. Dessa forma, as expectativas dos agentes econômicos não serão mais influenciadas por uma enorme dívida externa que sabem que não pode ser paga, nem influenciadas por altos juros devidos e não pagos.

A mudança de moratórias não declaradas para uma redução quase unilateral da dívida dependerá muito, por um lado, da coragem dos governos dos países devedores e, de outro, da atitude dos países credores — e das agências multilaterais — em relação à decisão. Pessoalmente acredito que essa atitude não será agressiva. As elites nos países credores sabem que a dívida não pode ser paga e que o Plano Brady não é uma solução realista para o problema. Sabem que o interesse nacional de seus países em relação aos países devedores mudou. Que no início da estratégia *muddling through* era necessário proteger os bancos, mas hoje não é mais. As reduções unilaterais da dívida estão sendo esperadas nos países credores à medida que fica claro que não resta outra alternativa para os devedores. Dessa forma, a questão de como enfrentar essas

decisões unilaterais deve começar a ser amplamente discutida nos países credores. O que não é razoável é insistir na estratégia *muddling through*, pretendendo que uma solução totalmente negociada seja alcançada. (Trabalho apresentado ao seminário sobre finanças internacionais patrocinado pela Fundação Desenvolvimento e Paz, Bonn, março, 1990, e atualizado em maio para *Folha de S. Paulo*, 03/06/90. Tradução de Martha Jalkauskas.)

## A coragem de ser o primeiro

A pressão dos credores para que o Brasil faça um pagamento simbólico e principalmente que comece a negociar tem aumentado todos os dias. Os banqueiros privados visitam-nos com insistência, dão-nos conselhos, repetem a gasta ameaça de que cortarão as linhas de curto prazo e as reduzem muito limitadamente. Nos dois próximos meses essas pressões vão certamente aumentar, culminando no final de setembro, na reunião do FMI/Banco Mundial em Washington, quando todos os banqueiros se reúnem. Mas essas pressões parecem não estar comovendo o governo brasileiro, que sabe que a dívida não pode ser paga e não se apressa em negociar algo que a rigor é tão inegociável quanto inevitável: a redução em cerca de 60 por cento da dívida de médio e longo prazo para com os bancos comerciais e os bancos do Clube de Paris. São muito significativas, nesse sentido, as recentes declarações do presidente Collor na Escola Superior de Guerra, de que o Brasil, sem adotar atitude de confrontação, condicionará o pagamento da dívida ao crescimento econômico. Parece estar claro para ele que a redução da dívida é parte essencial da estabilização e da retomada do crescimento brasileiro.

A classificação dos créditos contra o Brasil feita recentemente pelo Icerc — Interagency Country Exposure Review Committee foi uma excelente demonstração da nova atitude do governo brasileiro. Enquanto algumas pessoas no Brasil, ecoando as advertências dos banqueiros internacionais, aler-

tavam o governo contra “o risco do rebaixamento do Brasil”, que levaria os bancos “a não mais nos emprestar” e, depois da classificação, diziam que esta tinha sido “um dos maiores vexames da história econômica recente do país”, o governo brasileiro adotava uma posição inteiramente diferente. Não se deixou chantagear pela “ameaça” de rebaixamento, e quando este ocorreu, a ministra da Economia, muito corretamente, limitou-se a observar que o fato não tinha importância, já que não temos perspectivas de receber novos empréstimos dos bancos internacionais.

Na verdade, nesse caso, muito diferentemente do que ocorreu em outubro de 1987, o governo dos Estados Unidos não se envolveu diretamente no assunto. A decisão do Icerc — ou seja, de três agências desse governo — foi tomada rotineiramente, sem que o secretário do Tesouro se preocupasse em pressionar o governo brasileiro para fazer um pagamento simbólico, de forma a evitar aquela classificação. Esta significou o reconhecimento de um fato hoje óbvio para o Tesouro e para grande parte das autoridades em Washington (e, mais amplamente, para as elites econômicas nos países credores): o Brasil não pode e já não pretende pagar toda a dívida. Só os dirigentes dos principais bancos credores não querem reconhecer esse fato.

Agora o Brasil procurará um acordo com o FMI. Esse acordo é independente da negociação com os bancos. Essa desvinculação foi demandada pelo Brasil em 1987 e admitida pelo Plano Brady no início de 1989. O México e a Venezuela já fizeram acordos com o FMI nesses termos, não obstante a discordância dos bancos. Na recente viagem de Antônio Kandir a Washington, Michael Camdessus assegurou o mesmo tratamento. Feito ou não o acordo com o FMI, entretanto, o Brasil — desde que continue firme em sua política de ajustamento e para que possa consolidá-la — precisará esclarecer sua posição em relação aos credores. Sem confrontação, de forma amável mas firme. E qual é a posição que é consistente com a estabilidade dos preços e a retomada do crescimento brasileiro? Ou, em outras palavras,

qual a posição coerente com o programa de governo de Collor, que estabelecia um limite de 5 bilhões de dólares para todos os pagamentos de juros e amortizações aos credores externos?

Essa posição, que deve ser informada ao “Comitê Assessor” e negociada banco a banco — jamais com o comitê, que não passa do cartel dos bancos —, deve ser a da redução e cancelamento quase unilateral da dívida de médio e longo prazo contraída anteriormente a 1983 (e os respectivos reescalonamentos) para com os bancos comerciais e os bancos oficiais do Clube de Paris. Serão excluídos da redução os créditos de curto prazo e os créditos das agências multilaterais: FMI, Banco Mundial, BID.

Como é possível fazer essa redução? Pela simples informação aos credores, ao mesmo tempo que se processa o cancelamento da parte da dívida reduzida em nossos livros (livros do Orçamento da União e do Banco Central). Esse cancelamento é essencial porque sabemos que os agentes econômicos tomam suas decisões de preço e investimento de acordo com expectativas. Que expectativas poderão ter enquanto pende sobre a cabeça do Brasil uma enorme dívida que todos sabem não poder ser paga?

O que se oferece aos bancos? O pagamento trimestral de juros e principal da dívida, em trinta anos, para aqueles que concordarem com a redução de 60 por cento. Entregar-se-ão ainda títulos de privatização no valor de cerca de 10 por cento da dívida, de forma que a redução será de apenas 50 por cento. Garantir-se-á, por outro lado, uma “cláusula de recaptura”, segundo a qual aumentaremos esse pagamento caso a economia brasileira se recupere como esperado. Enquanto cada banco não concordar e assinar novo contrato, o Brasil pagará, de qualquer forma, a metade desse valor por conta do total reduzido. Suspenderá esse pagamento no caso de qualquer retaliação.

Qual a probabilidade de retaliações? Muito pequena. Os bancos não têm vocação para polícia. Os banqueiros são executivos competentes que querem fazer bons negócios. Retaliação é algo com que se ameaça, não se pratica. Porque é um péssimo negócio. Além disso, não há nos países credores cli-

ma para retaliação. O Plano Brady não resolveu os problemas da dívida, mas assinalou a mudança definitiva de posição dos governos dos países credores, que não mais se identificam com seus bancos.

E a idéia de que a solução terá que ser unilateral ou quase unilateral está se firmando naqueles países. Recentemente David Knox, ex-vice-presidente do Banco Mundial e hoje na Universidade de Oxford, escreveu um trabalho (*Facing the facts: the Latin American debt*), que Washington inteiro leu, onde diz, textual e insistentemente, (1) que a América Latina precisa de uma redução de 60 a 70 por cento em sua dívida, (2) que essa redução é inviável a partir da iniciativa dos governos dos países credores e (3) que, portanto, a única solução é a redução unilateral da dívida.

Por enquanto não houve coragem, entre os países devedores, para tomar essa atitude — uma atitude para a qual os credores estão preparados. Algum país devedor, entretanto, terá de ser o primeiro a ter coragem. Há boas indicações de que esse país será o Brasil. (*Folha de S. Paulo*, 01.08.90, e *Jornal do Brasil*, 01.08.90.)

## Dívida: uma proposta irrecusável

A proposta do Brasil de renegociação de sua dívida externa é realista, inovadora e, embora já esteja sendo recusada pelos bancos, é, em última análise, irrecusável. Parte da idéia já assente de que o Brasil limitará o pagamento de juros a sua capacidade de pagar. E combina a idéia de securitização (ou titularização) da dívida, que o Brasil já havia proposto em 1987, com a idéia, que pela primeira vez um país devedor apresenta oficialmente, dos leilões de recompra. Por outro lado, a proposta inova ao dar total ênfase à restrição fiscal, a ponto de liberar o pagamento dos débitos privados, que são inferiores a 10 por cento da dívida para com os bancos. A proposta inova finalmente ao liberar os bancos de compromissos de curto prazo (projetos 3 e 4).

Apesar de seu caráter inovador, a proposta brasileira é realista, porque compatível com a capacidade de pagar do Brasil, e não constitui surpresa nem interna nem externamente. Na carta de intenções acordada com a missão do FMI, o Brasil logrou que se adotasse nas projeções fiscais e cambiais o pressuposto de que o pagamento se limitaria a cerca de 50 por cento dos juros.

A proposta pode ser resumida em dois mecanismos: o da securitização e o dos leilões de recompra.

Em relação à securitização, ficam três alternativas para os credores: (1) títulos de 45 anos, com *libor* mais um *spread*, e limite de taxa de juros de 10 por cento; (2) títulos de 25 anos com juros abaixo da *libor*; e (3) títulos de quinze anos com juros ainda mais baixos. Em todos os três casos, inclusive no primeiro, a securitização, ou seja, a transformação dos atuais créditos em novos títulos (*securities*), implica a redução da dívida, através da redução dos juros. No primeiro caso (45 anos) não há aparentemente redução, desde que a *libor* não supere os 10 por cento. Na verdade há uma redução, já que o Brasil se dispõe a pagar o juro de mercado para empréstimos de médio prazo e não da taxa de juros de mercado para 45 anos, que em princípio é mais alta.

A grande novidade é a adoção da proposta do economista inglês Mike Faber de realizar leilões de recompra para quem queira receber mais rapidamente seu crédito. É um mecanismo de mercado muito inteligente. Esse mecanismo, entretanto, só poderá ser utilizado se os recursos fiscais que o Brasil reservou para o pagamento dos juros não forem inteiramente comprometidos com os três sistemas de securitização.

Como é provável que muitos dos bancos não optem por nenhum dos três sistemas em um primeiro momento, haverá recursos disponíveis para os leilões. Estes funcionarão de uma maneira muito simples: o banco que oferecer o maior desconto ganha o leilão, tem seu crédito recomprado. Caso ninguém se habilite, o governo brasileiro poderá sortear o beneficiado, a partir de um deságio mínimo estabelecido. Como esse deságio será maior que o deságio do mercado secundário, ficará

difícil para o credor manter-se fiel às regras do cartel (à *sharing clause*) e recusar o benefício.

Fundamental na proposta é o volume de recursos fiscais a ser transformado em dólares que o governo brasileiro destinará ao pagamento das dívidas de médio e longo prazo para com os bancos privados. Esse volume de recursos, conjuntamente com a taxa de juros dos títulos securitizados, dará a dimensão da redução da dívida implícita na proposta. Nos primeiros quatro anos (1990/1993), o limite de pagamento de juros será necessariamente baixo. Nos anos seguintes, entretanto, a porcentagem dos juros que poderá ser paga aumentará. No final calculo que a redução dos juros -- e portanto da dívida -- deverá ser de 50 a 60 por cento. Todos os estudos demonstram que esse, superior ao existente no mercado secundário, é o desconto compatível com o equilíbrio fiscal, a estabilidade de preços e a retomada do desenvolvimento do país.

Uma redução um pouco inferior a isso já aparecia nas simulações macroeconômicas que realizamos no final de 1987. O modelo de Décio Kadota, devidamente adaptado, foi agora novamente rodado muitas vezes no computador. Dada a deterioração da economia brasileira nestes últimos dois anos e meio, é perfeitamente compreensível que a redução da dívida necessária tenha aumentado. A limitação do pagamento dos juros a 10 por cento até 1993 explica-se porque, em 1990 e 1991, a prioridade será o ajuste fiscal em curso; nos dois anos seguintes será necessário retomar os investimentos públicos.

Com essa proposta o Brasil dá um passo decisivo e corajoso no caminho de solucionar definitivamente o problema da dívida externa. A proposta foi, obviamente, mal recebida pelos banqueiros. Isso já era esperado. Os governos e as elites esclarecidas dos países credores estão muito mais dispostos a entender uma proposta como esta que os bancos. A novidade, entretanto, é que a proposta foi bem recebida no Brasil pela grande imprensa e pelos empresários. É claro que alguns jornalistas -- especialmente correspondentes brasileiros no exterior -- deixaram-se influenciar pela reação dos banqueiros. Mas, de um modo geral, os editoriais e as declarações de empresários mostraram que as elites brasileiras começam a

compreender qual é o interesse nacional do Brasil em relação à dívida. Agora é contar com a firmeza de nosso governo, e o sucesso estará garantido.

Por outro lado, a parte reduzida já pode ser colocada em uma “reserva contábil de contingência”, de forma a não poluir o cálculo do déficit público, o orçamento fiscal e os números do balanço de pagamentos do Brasil. Manter nas demonstrações econômico-financeiras do país valores que não correspondem à realidade, valores que, por não poderem ser pagos, já foram de fato cancelados, significa perturbar negativamente as expectativas dos agentes econômicos, dificultando o equilíbrio da taxa de câmbio, a estabilidade mais geral da economia e a retomada dos investimentos.

Em síntese, se entendermos que o sucesso da negociação depende do acordo dos credores, é quase certo que esta não terá êxito. O sucesso da negociação, entretanto, não depende desse acordo, mas da decisão que tomaremos de quanto pagar, que afinal terá que ser quase unilateral. Ao fazer uma proposta realista, compatível com a capacidade de pagar do Brasil, ao ter nos preparado criteriosamente para ela, ao recusar uma retórica agressiva, ao ser firmes mas polidos, ao ter obtido o acordo em princípio do FMI para nosso plano de estabilização (ninguém imagine que a carta de intenções que assinamos não foi previamente acordada), estamos demonstrando, de um lado, que estamos realizando nossa parte do sacrifício, de outro, que nos dispomos a negociar com boa fé e franqueza. O resultado final dessa negociação será provavelmente colocar em uma reserva de contingência, praticamente cancelando, a parte da dívida externa que não pode ser paga. Essa medida é essencial para o êxito do plano de estabilização em marcha. E representará a efetiva solução para a crise da dívida. (*Economia em Perspectiva*, nº 74, outubro, 1990, Conselho Regional de Economia de São Paulo.)

## Dívida externa e crise do governo

Fui chamado a esta comissão do Senado para dar meu depoimento sobre a recente negociação dos juros atrasados da

dívida externa brasileira. Darei minha visão sobre este assunto específico e sobre o problema mais geral da negociação do principal da dívida externa. Aproveitarei, entretanto, a oportunidade para relacionar essa negociação da dívida externa com a dramática perda de apoio que o governo brasileiro vem sofrendo a nível internacional e, internamente, junto à sociedade civil do país. Essa perda de apoio, que na verdade se constitui em uma crise de credibilidade e de legitimidade, dificulta a negociação da dívida externa, cuja orientação vem sendo essencialmente correta, ao mesmo tempo em que deixa a Nação perplexa em relação a seu futuro.

### *A estratégia geral sobre a dívida*

O governo brasileiro vem adotando uma estratégia fundamentalmente correta em relação à dívida. A tese do Brasil é a de que o país não tem condições de pagar toda a sua dívida de longo prazo a não ser com um desconto de 40 a 50 por cento no que diz respeito à sua dívida para com os bancos comerciais e o Clube de Paris. Nesses termos, apenas a dívida de longo prazo para com as agências multilaterais não sofreria redução.

A necessidade dessa redução deriva, de um lado, da restrição cambial, e de outro, da restrição fiscal.

Restrição fiscal. Cerca de 90 por cento da dívida externa é pública. Os juros sobre essa dívida significam déficit público. Dada a profunda crise fiscal em que está imersa a economia do país, não é razoável exigir que o governo pague ou mesmo continue a ser debitado por todos esses juros. Uma redução pela metade da dívida de longo prazo para com os bancos comerciais e o Clube de Paris poderia representar uma economia em dólares anual de cerca de 4,5 bilhões de dólares, correspondendo a uma redução do déficit público de cerca de 1,5 por cento do PIB. Dado o imenso sacrifício, representando pelo ajuste fiscal, que é necessário realizar internamente, parece razoável que os credores externos partilhem conosco esse sacrifício.

Restrição cambial. O Brasil não pode realizar superávits comerciais às custas da recessão interna permanente. Necessitamos importar mais para exportar mais ainda. Um superávit

comercial de cerca de 12 bilhões de dólares (3 por cento do PIB) deveria ser suficiente para o pagamento dos serviços, inclusive os juros, e garantir um superávit em conta corrente. Nos últimos dois anos, porém, os serviços totalizaram cerca de 15 bilhões de dólares, dos quais cerca de 9 foram de juros, 3 de serviços reais e 3 de dividendos, repatriações e outros serviços.

É preciso observar, entretanto, que a restrição cambial é menos grave que a fiscal. A redução da dívida poderia ser menor se fosse compensada por maiores investimentos diretos externos. Ou, mais genericamente, se as empresas multinacionais voltassem a ter um balanço positivo com o Brasil. Hoje esse balanço é negativo, na medida em que os dividendos e repatriações superam em cerca de 2 bilhões de dólares os investimentos anuais.

Uma demonstração significativa de que, do ponto de vista cambial, dado o reduzido volume de investimentos que vêm sendo realizados no Brasil, necessitamos de uma redução de 50 por cento na dívida nos é dada pelo comportamento de nossas reservas internacionais. Nos últimos vinte meses o Brasil não vem pagando juros aos bancos comerciais. Acumulou nesse período atrasados de 8 bilhões de dólares, enquanto suas reservas cresciam de 5 para 9 bilhões de dólares. Se houvéssimos tentado pagar todos os juros, nossas reservas teriam há muito desaparecido. Não pagando 8 bilhões, nossas reservas aumentaram em apenas 4 bilhões de dólares. Nesses termos, para não ter atrasados e manter o nível de nossas reservas, precisaríamos de uma redução dos juros e portanto da dívida, próxima a 50 por cento. Isso é duplamente verdade se lembrarmos que, para estabilizar a moeda, deveríamos estar aumentando nossas reservas internacionais, de forma a constituir um lastro crescente para o cruzeiro.

### *O acordo sobre os juros*

A partir, basicamente, dessa análise, o Brasil fez, em outubro passado, sua proposta aos bancos comerciais. Ofereceu três alternativas em relação ao principal: pagamento em 45 anos sem desconto nominal, e em 25 ou 15 anos, com desconto. Na verdade, o desconto existe também na proposta de 45

anos, na medida em que o Brasil se propõe a pagar a taxa de juros para empréstimos com prazo normal (*libor*). Não é possível calcular com precisão quanto foi o desconto embutido nas propostas brasileiras, mas pode-se admitir que tenha sido entre 40 e 50 por cento do principal. A proposta brasileira é, portanto, perfeitamente coerente com as possibilidades de pagamento do país.

Os bancos comerciais, entretanto, apoiados por seus governos e pelas agências multilaterais, recusaram-se a negociar o principal enquanto não fosse resolvido o problema dos atrasados. Depois de uma competente negociação, o Brasil concordou, afinal, em pagar no máximo 2 bilhões de dólares, que serão tirados de suas reservas, enquanto os demais 6 bilhões são transformados em bônus a serem pagos a longo prazo, depois da negociação do principal.

Uma pergunta que surge imediatamente é: por que o Brasil está concordando em fazer mais esse acordo provisório? Por que, para pagar qualquer coisa, não exige que o acordo sobre o principal seja firmado?

Minha resposta mais geral para essa pergunta é simples: porque, dado o apoio que os bancos comerciais obtiveram dos seus governos e particularmente do governo dos Estados Unidos, a alternativa que mais consulta os interesses nacionais é fazer esse acordo. O Brasil tem interesse em assinar um acordo *stand by* com o FMI. Precisa recuperar minimamente a confiança internacional. O acordo com os bancos comerciais é, neste momento, um fato positivo nessa direção. Em certos momentos é preciso defender o interesse nacional confrontando-se com os interesses dos demais países. Em outros momentos, é preciso conciliar, fazer concessões. Estamos tipicamente em um destes momentos.

Trata-se, portanto, de um recuo, de uma concessão? Sem dúvida. Mas às vezes recuos estratégicos são fundamentais, especialmente se os adversários, no caso os bancos comerciais, forem capazes, naquele momento, de reunir forças extraordinárias.

Mas por que lograram os bancos esse apoio tão forte de seus governos? Por que o FMI se recusou em 1990 a assinar

um acordo com o Brasil apesar de ter aprovado a carta de intenção brasileira? Por que o G-7 tomou a decisão, em sua última reunião, de pressionar o Brasil, através das agências multilaterais, a ceder aos bancos? Por que o BID, a partir do voto do representante dos Estados Unidos, recusou um empréstimo ao Brasil?

A razão fundamental está na perda de credibilidade do governo brasileiro. Essa perda de credibilidade, que vem ocorrendo de forma dramática no plano interno, ocorreu também em nível internacional. No primeiro semestre de 1990, a posição do Primeiro Mundo era muito mais favorável ao Brasil. Estive em Washington em julho de 1990 e em abril de 1991. A mudança de atitude dos dirigentes das agências multilaterais e mais amplamente do Primeiro Mundo em relação ao Brasil foi enorme. Por quê?

Em 1990 havia grandes esperanças em relação ao novo governo brasileiro. O discurso moderno. As reformas liberalizantes. A coragem e a firmeza do ajuste fiscal falavam a favor do governo. E esse apoio tornou-se completo quando, em maio, o governo brasileiro adotou uma estratégia monetarista, rigorosamente ortodoxa, em relação à inflação. Esse equívoco das autoridades brasileiras foi também um equívoco das autoridades de Washington. O FMI, em setembro de 1990, aprovou a estratégia brasileira de combate à inflação praticamente *in totum*.

Previsivelmente a estratégia fracassou, porque era uma estratégia equivocada. Entretanto, quando ocorreu o fracasso, quando ficou claro que a inflação estava de volta, a culpa coube exclusivamente ao governo brasileiro. Ao invés de admitir que a estratégia estava equivocada, que não se combate inflação inercial, indexação informal da economia, com metas monetárias, passou-se a dizer em Washington que o governo brasileiro fracassou porque foi populista, porque não teve suficiente firmeza no controle monetário, porque não quebrou maior número de empresas e bancos (em setembro houve um pequeno afrouxamento da política monetária em função da quebra de bancos). As taxas de juros altíssimas de 1991, causa fundamental da recessão atual, foram esquecidas.

Os norte-americanos têm um provérbio: *Nothing succeeds like success*. O inverso é verdadeiro. O fracasso tem um efeito multiplicador. E o culpado é sempre quem fracassou. Nunca quem apoiou as estratégias equivocadas.

### *A dificuldade de dialogar*

Por outro lado, em suas relações internacionais, o Brasil revelou neste último ano uma estranha inabilidade, uma enorme dificuldade de dialogar, que conflita com o discurso moderno, tão ao agrado do Primeiro Mundo. A reação à iniciativa Bush, de junho de 1990, foi de cautela e desconfiança. Em um momento histórico, em que o presidente dos Estados Unidos oferecia a oportunidade da criação de uma zona de livre comércio com a América Latina, o Brasil, ao invés de apoiar com firmeza a iniciativa, concluiu que “faltava conteúdo” à sugestão norte-americana, que era preciso esperar. A visita do presidente Bush, alguns meses depois, ao Brasil foi um fracasso. Não soubemos aproveitar a Guerra do Golfo para melhorar nossas relações com os Estados Unidos. Não precisávamos chegar ao ponto da Argentina, mas é claro que uma atitude de apoio mais firme só nos teria fortalecido. Nossa proposta em relação à dívida externa, embora absolutamente correta, pareceu ao Primeiro Mundo excessivamente ousada, se não arrogante. Os bancos internacionais, a partir dessa proposta e da continuidade da moratória, conseguiram inclusive convencer as autoridades de Washington de uma óbvia inverdade: que o Brasil não pretendia pagar nada de sua dívida externa.

Dessa forma, ao mesmo tempo em que fracassava internamente a política de estabilização, desgastava-se a imagem moderna do novo governo, na medida em que suas relações internacionais lembravam muito o velho nacionalismo revestido de modernismo que marcou o regime militar brasileiro.

Por outro lado, está claro que o desgaste do governo internamente afeta a credibilidade externa e vice-versa. A perda de apoio da sociedade civil ao governo, nestes últimos meses, vem ocorrendo de forma acelerada e preocupante. A profunda recessão e a retomada da inflação estão na base des-

se fenômeno, mas da mesma forma que ocorre em nível internacional, em que a deterioração das relações e o enfraquecimento do governo decorreu também de sua inabilidade, em nível interno a crise do governo, sua perda de apoio junto à sociedade civil, está diretamente relacionada com a incapacidade desse governo de ouvir e dialogar.

O governo parece disposto a entrar em conflito com todos os setores. E, quando sofre críticas, responde com agressões.

Imagina dessa forma afirmar sua autoridade, mas, na verdade, a enfraquece. Afasta empresários, intelectuais, jornalistas, líderes sindicais, líderes políticos do governo. Em consequência, o governo perde credibilidade. A crise assume caráter cada vez mais político. O governo sente-se perseguido e fala em conspiração, quando não há qualquer conspiração, há apenas perplexidade.

É neste quadro que os negociadores da dívida externa brasileira, enfraquecidos pela perda de credibilidade do governo em nível nacional e internacional, fecharam este acordo provisório. Trata-se de um bom acordo. Do acordo possível neste momento.

Em seguida teremos a negociação do principal. A decisão do Brasil de passar a pagar 30 por cento dos juros é acertada. Podemos pagar pouco mais do que isso. Pagando essa quantia, estamos dando uma indicação clara de que estamos decididos a pagar o máximo que é razoável, uma vez feito o acordo sobre o principal. É fundamental que essa posição fique clara para os governos dos bancos credores. Devemos esperar uma negociação demorada. Mas, enquanto estivermos pagando os 30 por cento, estaremos demonstrando nossa disposição de ser um membro responsável da comunidade internacional.

Vivemos hoje momentos difíceis no país. Foram cometidos erros na política de estabilização, erros partilhados por muitos que hoje criticam as autoridades monetárias. Foram cometidos erros no relacionamento com a comunidade internacional e com a sociedade civil brasileira. Esses erros levaram o país não apenas a uma crise econômica que promete se agra-

var nos próximos meses, com a aceleração da inflação, mas também no plano político, com a paralisação do diálogo entre a sociedade e o governo.

Neste momento de crise, as esperanças depositadas no Judiciário e no Congresso vêm aumentando dia a dia. Temo que essas esperanças sejam infundadas. O Judiciário é, por definição, um poder limitado. O Congresso, em um regime presidencialista, pode muito pouco. Muito menos do que se espera deles.

De qualquer forma estou convencido de que o momento é de negociação, é de intermediação. Não apenas em nível internacional mas também em nível nacional. E tenho a convicção de que o Senado poderá representar um papel importante nesse sentido. As orientações básicas do Executivo estão na linha certa, como o Projeto deixou muito claro. Como a negociação da dívida externa vem demonstrando. Existe, entretanto, uma enorme crise entre a sociedade e o governo, uma crise que poderá ter conseqüências muito graves para a Nação se não houver ação imediata para restabelecer o diálogo e a confiança. (Depoimento perante a Comissão de Finanças do Senado. Brasília, 7 de maio, 1991.)