

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

A EXPERIÊNCIA DE RENEGOCIAÇÃO
DA DÍVIDA EXTERNA
BRASILEIRA NA NOVA REPÚBLICA

(1985-1989)

ROGÉRIO PEREIRA DE ANDRADE

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas, sob a orientação
do Prof. Dr. Wilson Suzigan. 1991

CAMPINAS - 1991

UNICAMP

*Este exemplar
corresponde ao original
nao da tese defendida
pelo aluno Rogério Pereira
de Andrade em 02.09.91 e
orientada pelo Prof. Dr.
Wilson Suzigan.
02.09.91.*

Wilson Suzigan

PC 4110184

AGRADECIMENTOS

O que à primeira vista pode parecer o resultado do esforço de uma só pessoa encobre, na verdade, a contribuição de várias outras. Neste sentido, gostaria de agradecer especialmente aos que, de alguma maneira, propiciaram um desfecho favorável para este trabalho. A atitude solidária de todos evoca de minha parte uma gratidão inestimável e ilimitada e um sincero reconhecimento de quão decisivas foram suas opiniões.

Agradeço à Matheus Cotta de Carvalho, Bernardo Gouthier Macedo, Octávio de Barros, André Luiz Cabanelas e Geraldo Biasoto Jr., que comigo discutiram versões prévias em prolífica troca de idéias, as quais resultaram em aproveitamento valioso para a redação deste trabalho. Agradeço em particular ao último, cujas sugestões em etapa mais avançada de elaboração revelaram-se igualmente indispensáveis.

Agradeço também ao apoio intelectual de Frederico Mathias Mazzucchelli e de Antonio Kandir que, como professores e primeiros orientadores, ajudaram a lançar alguma luz sobre o obscuro e confuso sistema de idéias que acompanha o jovem recém-egresso do curso de pós-graduação, frequentemente em estado de ansiedade e angústia.

Gostaria de agradecer ainda ao meu orientador, Wilson Suzigan, pelo desprendimento com que me acolheu compreensivamente em momento tão difícil de elaboração deste trabalho e por compartilhar comigo sua acurácia, rigor e espírito crítico nas diversas etapas de discussões que tivemos.

Por fim, agradeço aos organismos de financiamento à pesquisa - CAPES, CNPq, FAPESP e PNPE - que viabilizaram o suporte financeiro para a conclusão deste trabalho.

DEDICATÓRIA

Para Ly e Dalva,

Juarez e Neusa,

Monique e Glenio,

João Gabriel e Raphael.

Para as amizades em cujo convívio celebra-se a festa da
inteligência, da sensibilidade e da afetividade.

EPÍGRAFE

Tudo o mais que, de outro modo, ele teria amado e admirado, lhe parecia despojado de valor pela transitoriedade que era o destino de tudo.

S. Freud

A incerteza de tudo
na certeza de nada.

C. Drummond de Andrade

A matéria permanente, frequente e incessante dos sentimentos é a história pessoal.

R. Perand

SUMÁRIO

I - Introdução.....	1
II - O Problema da Transferência - Teoria e Evidências.....	15
III - O Biênio 1985-1986 - Primeiros Passos.....	35
IV - O Ano de 1987 - Em Busca de Soluções Alternativas.....	66
V - O Biênio 1988-1989 - Os Limites do Enfoque <i>Muddling Through</i>	94
VI - Conclusão.....	121
Bibliografia.....	129

I. INTRODUÇÃO

No Brasil, um dos principais entraves estruturais ao êxito duradouro dos planos de estabilização e a uma política de desenvolvimento de longo prazo nos anos 80 foi a transferência líquida maciça de capital ao exterior feita ao longo da década, a exemplo do que ocorreu com outros grandes devedores, sem a contrapartida da entrada de novos recursos para atender as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos e do crescimento econômico.

Um cenário recorrente de fragilidade e instabilidade cambiais fixou os limites, no que toca ao *front* externo, para o êxito dos programas, heterodoxos ou não, de combate à inflação.

Esta volatilidade cambial está diretamente relacionada à dívida externa elevada, contraída em bases mais favoráveis ao longo dos anos 70, mas fortemente afetada pelas bruscas e tumultuadas mudanças ocorridas na economia mundial na virada dos anos 80. Tal contexto produziu um processo devastador de inadimplência dos países devedores da periferia capitalista⁴.

A origem da crise da dívida está no caráter do endividamento externo da década de 70 e nas mudanças ocorridas na economia mundial desde o final da mesma década. O padrão de

⁴ Para uma discussão sobre a evolução do sistema financeiro mundial e o endividamento externo dos países periféricos na década de 70, bem como os profundos impactos econômicos observados na virada da década, consultar, por exemplo, Bacha e Diaz Alejandro (1981), Lara Resende (1983), Batista Jr. (1986) e Cardoso e Fishlow (1989).

financiamento externo dos anos 70 caracterizou-se pelo predomínio das fontes privadas de crédito a taxas de juros reais flutuantes em geral baixas. Além disto, na virada da década a economia internacional se via às voltas com o segundo choque do petróleo e o choque dos juros internacionais, este último fruto da combinação de uma política monetária restritiva por parte do Banco Central norte-americano bem como de uma política fiscal expansionista. A combinação destes dois choques de oferta lançou os países centrais na maior recessão até então observada desde o pós-guerra. A consequência foi a forte queda da demanda por exportações dos países periféricos endividados. Este processo atingiu seu clímax com a ruptura do mercado internacional de crédito a partir da moratória mexicana em setembro de 1982.

Com a deflagração explícita da crise do endividamento externo, em setembro de 1982, os bancos comerciais estrangeiros, reunidos sob a forma do cartel que se convencionou chamar Comitê de Assessoramento (*Bank Advisory Committee*), valeram-se de estratégias distintas para lidar com os países endividados ao longo do tempo. No início, com a inadimplência generalizada, os bancos comerciais aceitaram renegociações envolvendo novos financiamentos que tinham como pré-requisito o fechamento prévio de acordos com o Fundo Monetário Internacional (FMI) vinculados à execução de programas de ajuste consistentes com a manutenção do processo de transferência de recursos ao exterior. Nesta etapa, que abrangeu o período 1982-1985, um dos agentes mais ativos na

condução do processo foi o governo dos E.U.A.. é necessário assinalar que tal estratégia foi concebida baseada na crença de que a retomada do crescimento econômico norte-americano a viabilizaria e que a crise que então se manifestava era devida a problemas de liquidez e não de solvabilidade, a qual seria solucionada por uma acomodação comandada pelo mercado.

Do ponto de vista operacional, bastava aos devedores adotar programas ortodoxos de ajustamento macroeconômico voltados para o esforço exportador (*export drive*). Isto possibilitaria a geração de superávits comerciais elevados o suficiente para remunerar o estoque de dívida acumulado, trazendo de volta, em tese, os recursos adicionais dos bancos comerciais em direção às economias endividadas.

A partir daí, as economias endividadas mergulharam em ciclos recessivos decorrentes das políticas adotadas, ao passo que os bancos comerciais resistiam em conceder aportes realistas de dinheiro novo. Com o tempo, as vicissitudes encontradas nas sucessivas renegociações acabaram por atestar a impraticabilidade daquele modelo concebido inicialmente no sentido de solucionar o problema no longo prazo. Isto é, tal estratégia mostrou-se limitada, em grande medida, devido às dificuldades de superar as restrições políticas e econômicas que se sobrepuseram às terapias ortodoxas do FMI, mesmo naqueles casos em que havia uma postura cooperativa maior por parte dos devedores, e aos baixos volumes de recursos, *vis-à-vis* à dimensão real do problema, oferecidos pelos credores.

Com o fracasso desta abordagem inicial, os bancos comerciais se negaram a injetar novos recursos nas economias endividadas ao mesmo tempo em que exigiam o cumprimento dos compromissos relativos à remessa de juros, vinculando a entrada de supostos novos empréstimos a entendimentos e acordos frequentes com o FMI. Além disso, defendiam a idéia de que o governo dos Estados Unidos e as instituições internacionais oficiais se engajassem mais no processo de renegociação das dívidas.

Uma nova fase foi inaugurada com o lançamento do Plano Baker, na reunião conjunta do FMI/BIRD em setembro de 1985, um programa que posteriormente também revelou-se insuficiente para resolver definitivamente a questão do endividamento externo. Com o Plano Baker, tentava-se promover o deslocamento da estratégia de financiamento e ajustamento da fase anterior para uma estratégia de ajustamento com crescimento e financiamento com reformas estruturais⁽²⁾.

Da parte dos bancos comerciais, observou-se nova atitude de resistência para com os objetivos do Plano, o que levou as instituições internacionais, principalmente o Banco Mundial (BIRD) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), a concederem empréstimos adicionais aos países com dificuldades de balanço de pagamentos. Paradoxalmente, como aos poucos estas instituições recuaram na concessão de novos

² Para uma avaliação do Plano Baker ver Baer *et alii* (1986) e Devlin (1988).

financiamentos, num determinado momento os fluxos de pagamentos feitos pelos devedores superaram o aporte de recursos novos vindo delas. Em outras palavras, as agências multilaterais de crédito (FMI, BIRD, BID) absorveram renda gerada pelos países endividados.

O Plano Baker fracassou ao atribuir às instituições internacionais (governos e agências de crédito) o papel principal para o equacionamento da crise da dívida, a partir de uma expectativa de que aquelas juntariam-se aos bancos comerciais na provisão adequada e satisfatória dos recursos necessários aos países endividados. O Plano Baker não conseguiu atingir os objetivos a que se propôs justamente devido à ausência de suporte financeiro efetivo por parte da banca internacional privada.

Concomitantemente, desde o início da crise da dívida os bancos comerciais iniciavam uma transferência contábil cada vez maior de recursos para a rubrica de constituição de reservas para devedores duvidosos, substituindo de seus balanços empréstimos a países do Terceiro Mundo⁹. Como, além disso, continuavam as pressões por parte dos bancos comerciais para que se pagassem em dia os juros das operações contratadas, a grande maioria dos países endividados passou a atrasar crescentemente o pagamento dos encargos sobre a dívida. Antes de tentar soluções mais realistas negociadas com os devedores,

⁹ No início, foram os bancos europeus que aumentaram suas reservas. Posteriormente, o conjunto dos bancos foi pelo mesmo caminho. Tal atitude ocorreu basicamente em resposta às declarações de moratória de vários países devedores, como Brasil e Peru.

que contribuíssem para um acerto de longo prazo para a questão, mais uma vez os bancos comerciais tentavam impor suas regras e reforçavam suas provisões, o que contribuía para agravar e generalizar a adoção de "moratórias brancas", isto é, moratórias não declaradas.

A intransigência dos bancos comerciais e dos demais credores em participarem mais ativamente de processos de renegociação que incluíssem soluções de longo prazo para a crise da dívida possuía, obviamente, limites bastante definidos, que, cedo ou tarde, se materializariam⁴). Como a geração de mega-superávits comerciais possui uma contrapartida perversa de ajustamento interno e como mesmo atitudes mais cooperativas por parte dos devedores não lograram retornos favoráveis no que toca a novos recursos e a entendimento construtivo e duradouro com os credores, detonou-se um processo cada vez mais amplo de moratórias não declaradas (moratórias brancas), cuja tônica consistia em, no máximo, saldar as obrigações com as instituições internacionais não privadas e manter em dia os pagamentos de juros relativos às linhas de curto prazo (financiamentos comerciais e interbancário). Com este esquema de moratória branca, estancavam-se os fluxos de recursos para o exterior atrelados aos encargos da dívida, sem representar uma ruptura declarada com os credores.

⁴ Na verdade, houve desde cedo uma interpretação equivocada do fenômeno. Confundia-se um desequilíbrio estrutural com um conjuntural; um problema associado a estoque (elevado endividamento externo) com um de fluxo (déficit no balanço de pagamento).

A generalização dos processos de moratória branca em 1989 deu-se *pari passu* ao lançamento do Plano Brady em março de 1989. O Plano Brady significou um avanço conceitual importante, ao aceitar a inclusão de parâmetros políticos nas discussões da dívida, e ao adotar o princípio da incorporação do deságio (*capturing the discount*) para reduzir parcialmente o estoque de dívida acumulado. Contudo, deixava em aberto os parâmetros relativos à fixação dos mecanismos pelos quais sua proposta se implementaria.

O Plano Brady partiu da avaliação de que o cenário internacional havia mudado de tal forma que existiam condições potenciais para diminuir o estoque acumulado de dívida, baseado em uma leitura dos sinais emitidos no mercado secundário dos títulos da dívida externa dos países do Terceiro Mundo. Contudo, sem o efetivo engajamento dos bancos comerciais, seu destino estava fadado ao mesmo do fracassado Plano Baker⁽⁵⁾.

Assim, passada quase uma década da eclosão da crise da dívida externa, deflagrada com a interrupção do fluxo de empréstimos dos bancos comerciais em setembro de 1982, registraram-se poucos avanços significativos nas tentativas de equacionar os macroproblemas advindos das pesadas transferências líquidas de recursos ao exterior. Apesar de reconhecer alguns pontos importantes que sempre foram levantados pelos negociadores dos países endividados ao longo do processo de discussão dos termos da dívida, o Plano Brady

⁵ Para uma avaliação pormenorizada do Plano Brady, consultar Devlin (1990) e CEPAL (1990).

tornou-se uma verdadeira incógnita quanto a sua real capacidade de encaminhar de forma duradoura uma solução para a crise do endividamento externo.

Portanto, o que se observou foi que a abordagem do *muddling through*⁴ prevaleceu e, conseqüentemente, as economias endividadas ficaram condenadas à ação recorrente dos vetores hiperinflacionários e recessivos, num contexto em que a restrição externa de divisas manietava a condução da política econômica.

Este processo foi marcado por mudanças qualitativas e pela introdução de novas situações antes desconhecidas.

A crise do endividamento externo levou ao desenvolvimento de sucessivos mecanismos de inovação financeira como forma de ajuste defensivo dos credores privados. Desde 1982, os bancos comerciais aumentaram seus índices de capital, criaram reservas sobre a dívida e procuraram reduzir suas *exposures*. Desde 1987, por exemplo, observou-se o aprofundamento do processo de formação de grandes reservas pelos bancos comerciais para débitos duvidosos e o desenvolvimento de sistemas de conversão de dívidas em investimento de risco.

⁴ De acordo com Cardoso e Dornbusch (1988) o termo *muddling through* ("empurrar com a barriga") "é uma expressão coloquial frequentemente utilizada na descrição da política de temporização adotada face ao choque da dívida dos anos 80" (p. 211). Segundo Bresser Pereira (1989) é 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)" (p. 220).

O comportamento defensivo do sistema bancário, bastante racional em épocas de instabilidade aguda e crescente, levou a uma maior demanda por *hedges* no encaminhamento das operações financeiras com os países devedores. Os bancos comerciais fortaleceram seus balanços, diminuíram suas *exposures* e ampliaram suas provisões de reservas para devedores duvidosos. Com isto, tornaram-se mais capacitados a absorver eventuais perdas definitivas com a venda de títulos da dívida com deságio no mercado secundário internacional.

Estes eventos de tipo novo apontavam para a viabilidade cada vez maior de se procurar inverter os sinais até então característicos dos padrões de reciclagem da dívida. O reconhecimento de que os ajustes recessivos fracassaram no que toca ao equacionamento do problema e que os bancos estavam mais robustos para arcar com os ônus que o próprio mercado sinalizava, implicava que a dívida externa dos países da periferia, elevada e impagável, ao mesmo tempo que inibidora do seu desenvolvimento econômico, impunha ser renegociada à luz destas alterações qualitativas observadas no cenário mundial. O caminho mais adequado parecia ser o do princípio da politização dos termos da dívida.

A justificativa mais forte para a defesa de uma postura mais politizada dos termos da discussão sobre a dívida é a contrapartida do reconhecimento de que a condução deste processo por parte da comunidade financeira internacional - bancos comerciais, governos e agências multilaterais de crédito

- deu-se pelo mesmo caminho. A crise da dívida gestou uma politização jamais vista nos processos de renegociação⁷.

A intervenção articulada pelo governo norte-americano a partir de 1982 deveu-se a uma avaliação baseada na necessidade de sustentar a cartelização do crédito bancário aos devedores latinos. Este "protecionismo financeiro" criou os comitês de renegociação orientados pelas grandes corporações financeiras dos EUA, atuando sob a forma de cartel. Isto possibilitou o não reconhecimento dos prejuízos e a obtenção de lucros que em épocas de crises semelhantes (anos 30, por exemplo) historicamente não se verificaram. Além disso, propiciou a redução das *exposures* destes bancos em relação aos créditos concedidos aos países endividados⁸.

Com a irrupção da crise da dívida, as negociações entre os países endividados e a banca privada internacional desenvolveram-se ao largo das chamadas "regras de mercado". Na verdade, os resultados obtidos estiveram relacionados diretamente muito mais ao poder de barganha específico de cada credor e devedor do que propriamente à dinâmica do mercado⁹.

O *write-off*, o mecanismo contábil de desvalorização das dívidas impagáveis que os bancos são obrigados a utilizar quando defrontados com casos de insolvência, foi ignorado. Ao invés de reconhecer os sinais de mercado, expressos nos altos

⁷ Conforme Portella Filho (1988a).

⁸ *Idem, ibidem*.

⁹ Conforme Devlin (1988).

deságios do mercado secundário, apontando a fadiga do processo convencional de reciclagem do débito, os acordos de tipo tradicional rolavam a dívida em vez de desvalorizá-la.

O que se conclui de todo este processo é que o comportamento da comunidade financeira internacional sempre esteve voltado para soluções convencionais e imediatistas de curto prazo. Raros foram os momentos e os agentes preocupados em encontrar soluções alternativas de longo prazo que procurassem resolver definitivamente o problema. Antes, o forte apego a ganhos transitórios impediu que as iniciativas isoladas e inovadoras rendessem frutos mais adequados ao reequilíbrio duradouro dos problemas crônicos de balanço de pagamentos dos países endividados da periferia capitalista.

Neste processo todo, a renegociação da dívida externa brasileira teve um papel de destaque. Não só pelo elevado peso específico do endividamento brasileiro na dívida externa global dos países envolvidos, mas também pelas posturas ora antagônicas, e de firmeza crítica, ora de cooperação e de moderação por parte dos negociadores brasileiros.

Desde a origem da crise do endividamento externo, a economia brasileira tem sido profundamente afetada pelo expressivo volume de transferências de recursos ao exterior¹⁰.

¹⁰ Por exemplo, Cardoso e Dornbusch (1988, p. 222) estimam que entre 1978 e 1982, um total acumulado de US\$ 35 bilhões - 75% da acumulação total líquida da dívida externa brasileira - pode ser atribuído aos choques externos relativos à queda das exportações ao aumento real da taxa de juros e ao aumento do preço do petróleo. Tais cifras desconsideram o impacto da queda das cotações reais das commodities e os gastos relativos a juros sobre dívida contraída para compensar os choques. Entre 1985 e 1989, o período foco de atenção deste trabalho, o país remeteu ao exterior, apenas sob a

Ao mesmo tempo, tentou-se as mais variadas fórmulas e procedimentos para tentar lidar com o problema¹¹.

Em vista destas considerações, o objetivo deste trabalho é avaliar em retrospectiva as diversas etapas da experiência brasileira de renegociação da dívida externa ao longo do governo da Nova República (março de 1985 até março de 1990), enfatizando os limites do enfoque *muddling through* para a solução de longo prazo do problema. Para tanto, fez-se uma divisão em 6 capítulos.

Após esta introdução (capítulo I), segue-se o capítulo II com uma discussão sobre os impactos macroeconômicos das transferências de recursos para o exterior. Além disto, por meio de uma breve revisão da literatura relevante aponta-se, baseado em algumas experiências bem sucedidas de estabilização, para a importância que assume o equacionamento da restrição externa para o êxito de programas antiinflacionários e para a conquista da estabilidade interna duradoura.

forma de gastos líquidos com juros, um montante equivalente a US\$ 47,24 bilhões, uma média anual de US\$ 9,45 bilhões, conforme estatísticas do Banco Central do Brasil.

¹¹ Para uma análise de evolução das negociações brasileiras com seus credores externos, em suas diversas fases, desde dezembro de 1982 até a suspensão unilateral do pagamento dos juros da dívida externa de médio e longo prazos com os credores privados em fevereiro de 1987, ver Bacha (1988). Para uma discussão das negociações do Brasil com o FMI desde o início de 1983, quando da assinatura da 1ª Carta de Intenções, até a posse do governo da Nova República em março de 1985, ver Marques (1987). Por seu turno, Batista Jr. (1988a) fornece um bom quadro comparativo dos itens mais importantes dos acordos de renegociação da dívida externa brasileira com os credores privados e o FMI desde as Fases 1 e 2 (1983-1984) até o acordo de 1985/86. Ainda sobre as negociações externas brasileiras entre 1983 e 1987, mas com especial ênfase para o período 1985-1987, consultar Baer (1989). Para uma avaliação das negociações no biênio 1983-1984 e dos conceitos e arcabouço teórico dos programas de ajustamento macroeconômico do FMI, ver Sampaio Jr. (1988). Para um histórico da dívida externa brasileira desde a época do Império até os dias de hoje ver Cardoso e Reis (1986) e Cardoso e Dornbusch (1988). Em relação às características específicas do processo de endividamento brasileiro desde o final dos anos 60, ao longo da década de 70 e até meados dos anos 80, consultar Pereira (1974), Davidoff Cruz (1984), Cardoso e Dornbusch (1988), Biasoto Jr. (1988) e Cavalcanti (1988).

O capítulo III discute as primeiras iniciativas do governo brasileiro frente aos seus credores no período 1985/86.

O capítulo IV trata do ano de 1987, em que a decretação unilateral de uma moratória por tempo indeterminado sobre o endividamento privado de médio e longo prazos, bem como a apresentação de uma proposta de securitização com incorporação parcial de deságio surgem como fatos novos relevantes que iriam marcar definitivamente os rumos do processo de renegociação das dívidas dos países periféricos.

O capítulo V mostra como se processou a uma mudança radical nos critérios de renegociação e na postura até então crítica frente aos credores externos, consubstanciada na assinatura do acordo de setembro de 1988. Posteriormente, discute-se os limites da abordagem convencional contida neste acordo, que acabou por levar ao abandono de seus principais pontos no momento em que mostrou-se irrealista e inconsistente com as metas de estabilização interna.

A conclusão deste trabalho (capítulo VI) salienta as primeiras lições a serem extraídas da experiência brasileira recente de renegociação, apontando para o fato de que as mudanças qualitativas observadas no âmbito do processo de renegociação das dívidas externas dos países periféricos guardam estreita relação com as posturas não convencionais assumidas pelos negociadores brasileiros. Defende a tese também

de que um combate eficaz e de efeitos duradouros contra a inflação passa imprescindivelmente por um equacionamento em bases permanentes da crise crônica de balanço de pagamentos que o país atravessa já há algum tempo. O que só se conseguirá com significativo alívio do peso representado pelo maciço volume de transferências líquidas de recursos ao exterior.

II. O PROBLEMA DA TRANSFERÊNCIA: TEORIA E EVIDÊNCIAS

O objetivo deste capítulo é mostrar como a crise da dívida externa, que impõe um elevado volume de transferências líquidas de recursos ao exterior, engendra forte instabilidade macroeconômica e dificuldades de condução eficaz das políticas de estabilização.

O chamado problema de transferência salienta os elevados custos envolvidos na busca do equilíbrio do orçamento do setor público e do balanço de pagamentos, na condução das políticas monetária, fiscal e cambial e nas dificuldades de estabilização. Os custos assumem a forma de deterioração da qualidade de vida da população, queda dos salários reais, hiperinflação, recessão, redução de investimentos público e privado e, portanto, perspectivas adversas de estabilização, crescimento e distribuição no longo prazo.

Uma das características marcantes da economia brasileira é o elevado estoque de dívida externa em mãos do governo, que se vê subitamente privado de novos influxos de capital do exterior. Adotou-se, como regra geral, a extração de recursos cambiais do setor privado para o pagamento do serviço da dívida externa. Para isto, são necessárias maciças emissões de moeda e/ou de títulos públicos (aumento

do nível de endividamento público interno). Em simultâneo, para induzir o setor privado a gerar superávits comerciais e os recursos cambiais necessários, a taxa de câmbio deve ser regulada de maneira adequada, isto é, ser frequentemente desvalorizada para manter a paridade real desejada. Uma política cambial agressiva, por seu turno, eleva o custo do serviço da dívida em termos da moeda local, tornando, destarte, ainda maiores os gastos públicos e a expansão monetária. Como o peso específico do pagamento em divisas no orçamento público é elevado devido ao processo de estatização da dívida externa, estas circunstâncias tornam o resultado das contas fiscais severamente *dependente* da evolução das contas externas.(12'

Durante o período em discussão, a economia brasileira se via às voltas com o fenômeno da restrição externa. A seguir apresenta-se uma discussão do efeito sobre as contas externas da adoção de restrições quantitativas da oferta de crédito nos mercados financeiros internacionais a partir de 1982(13'.

Seja a seguinte expressão a forma como se representa em termos contábeis a situação do balanço de pagamentos em dado período:

- 12 Sobre o processo de estatização da dívida externa e sua transformação em dívida interna, consultar Davidoff Cruz (1984), Bontempo (1988), Biasoto Jr. (1988) e Cavalcanti (1988).
- 13 Esta discussão segue as sugestões contidas em Frenkel *et alii* (1988, p. 323-325), Batista Jr. (1987) e Batista Jr. (1988b, p. 217-221 e p. 289-296). Ver também Cavalcanti (1988).

$$(1) R=B-Z+F$$

onde R = variação das reservas no período

B = saldo da balança comercial

Z = gastos líquidos com serviços financeiros

F = oferta líquida de crédito externo

As características institucionais e econômicas, tanto externas quanto internas, que passaram a vigorar após 1982, geraram o seguinte contexto para a economia brasileira: a) o racionamento do financiamento externo é o determinante exógeno do saldo da conta de capital; b) como o Banco Central é o único agente com garantias legais para a acumulação de reservas cambiais, a variação destas torna-se uma variável de política econômica; e c) a taxa de câmbio torna-se um preço administrado pelas autoridades econômicas.

Neste contexto, se são conhecidos os saldos da conta de capitais e os gastos líquidos com serviços financeiros que, para simplificar, são iguais aos juros da dívida externa, o equilíbrio do balanço de pagamentos se dá por duas opções de política. De um lado, atrelar o desempenho do saldo da balança comercial a determinados objetivos internos de produção, emprego e distribuição de renda, com ajuste passivo para as reservas. De outro, estabelecendo metas rígidas para a variação das reservas e

monitorando a economia de forma a gerar o saldo comercial que se adeque à identidade (1).

Neste último caso, que interessa mais de perto às questões aqui levantadas, se a variação das reservas é nula ($R=0$) - hipótese simplificadora - o saldo da balança comercial requerido para ajustar a identidade será igual à diferença entre os gastos com juros e o novo crédito externo (*new money*):

$$(2) B = Z - F$$

A expressão (2) afirma que, na situação em que os gastos líquidos totais com juros estão acima do fluxo de novos recursos externos, deve ser feito um ajuste macroeconômico que propicie a geração de superávits comerciais em magnitude semelhante à diferença encontrada. Esta foi justamente a situação que, de modo permanente, a economia brasileira enfrentou a partir de 1982 e que, durante o período 1985/89, continuou existindo.

Como enfatizado, ao longo da crise do endividamento externo o setor público assumia uma parcela cada vez maior da dívida externa total e dos gastos com os juros a ela correspondentes. Tendo isto em vista, considere-se a seguinte expressão representativa do desequilíbrio fiscal a que o setor público se vê submetido:

$$(3) (I_g - F_g) - S_g = S_p - (I_p - F_p)$$

onde: F_g = crédito externo ao setor público

F_p = crédito externo ao setor privado

$F = F_g + F_p$ = financiamento externo (hiato de recursos) da economia se, por suposição, as reservas são constantes ($R = 0$)

I_g = investimento público

I_p = investimento privado

S_g = poupança do setor público

S_p = poupança do setor privado

e onde $(I_g - F_g)$ corresponde à parcela do investimento público não financiado com recursos externos, e $(I_p - F_p)$ à parcela do investimento privado não financiado com recursos externos.

Considere-se também que:

$$(4) NFSP = (I_g - F_g) - S_g$$

$$(5) SFSP = S_p - (I_p - F_p)$$

onde: $NFSP$ = necessidades de financiamento do setor público

$SFSP$ = superávit financeiro do setor privado

Se o déficit fiscal gerado internamente (DFi) é determinado pela diferença entre gastos e receitas domésticos:

$$(6) \text{ DFi} = \text{Ig} + \text{Cg} - \text{T}$$

onde: Cg = gastos correntes operacionais

T = renda disponível do setor público

então:

$$(7) \text{ NFSP} = \text{DFi} + \text{Zg} - \text{Fg}$$

A expressão (7) salienta que o setor público se vê obrigado a recorrer aos mercados financeiros domésticos para ajustar a parcela do desequilíbrio fiscal global não financiada com créditos externos.

Supondo que o setor público tenha a mesma participação nos gastos totais com juros e na aquisição de novos financiamentos externos (coeficiente a), as necessidades de financiamento interno do governo (NFSP), levando em conta (2), são determinadas por:

$$(8) \text{ NFSP} = \text{DFi} + aB$$

Supondo ainda que, com o racionamento de crédito externo observado desde 1982, os novos recursos externos não sejam suficientes para o refinanciamento integral dos juros vencidos e que as reservas são constantes [$R = 0$] na expressão (2)], então há necessidade de se gerar saldos positivos na balança comercial, com transferência de recursos para o exterior. Este fenômeno é conhecido na literatura como a *dimensão real* do problema da transferência.

A expressão (8) esclarece também que o superávit comercial requerido para cobrir o encolhimento do fluxo de crédito internacional aumenta as necessidades de financiamento interno do governo na proporção de sua participação nos gastos líquidos com juros devidos ao sistema financeiro mundial. Mesmo o equilíbrio fiscal interno ou a obtenção de um superávit fiscal não impedirá que as necessidades de financiamento doméstico do setor público continuem sendo positivas, a não ser que o superávit fiscal seja amplo o suficiente para cobrir a parcela não financiada dos pagamentos externos. Este outro fenômeno ficou conhecido como a *dimensão financeira* do problema da transferência.

Esta dupla dimensão do problema da transferência, em virtude da estatização de parcela considerável do elevado estoque global de dívida externa, num contexto de retração

de oferta voluntária de crédito externo, trouxe obstáculos praticamente intransponíveis a uma condução eficaz da política econômica, impondo novos parâmetros de consistência interna. De fato, foi a dificuldade de lidar com as novas exigências que engendrou os ajustes macroeconômicos erráticos realizados ao longo da Nova República.

O objetivo de gerar mega-superávits comerciais como forma de obter os recursos cambiais para a cobertura dos encargos do endividamento externo aprofunda ainda mais o desequilíbrio financeiro do setor público. Dado que o segmento exportador do setor privado é o grande gerador das divisas necessárias ao pagamento dos juros devidos pelo setor público, a obtenção de maiores superávits comerciais tem como contrapartida fortes pressões sobre as contas das autoridades monetárias, em virtude da necessidade de se enxugar a liquidez gerada pelo setor externo. O objetivo de garantir um controle monetário mais severo e a dificuldade de gerar superávits orçamentários em magnitude semelhante às transferências de recursos ao exterior trazem, portanto, o descontrole monetário e o crescimento do endividamento interno governamental.

No processo de substituição de dívida externa por dívida interna para obter os recursos que financiem o déficit orçamentário, o principal instrumento para garantir a atratividade dos títulos governamentais é a manutenção de

taxas de juros elevadas. A consequência mais nefasta deste procedimento é o inevitável rebate sobre os custos das empresas e sobre as expectativas dos agentes privados, o que realimenta a inflação e desestimula o investimento em capital fixo.

O financiamento do déficit público nestas bases gera um círculo vicioso de difícil equacionamento. Do ponto de vista das políticas monetária e fiscal, pelo menos três aspectos devem ser ressaltados. Em primeiro lugar, se há atraso na correção das tarifas e preços dos serviços públicos e se as receitas com impostos demoram um certo lapso de tempo para chegar ao caixa do governo (efeito Olivera-Tanzi), a própria aceleração inflacionária aumenta o déficit orçamentário, levando a mais emissões (*latu sensu*). Um contexto de tarifas públicas frequentemente defasadas (combate à inflação) e arrecadação corroída (efeito Tanzi) foram a regra durante o período¹⁴.

Em segundo lugar, o financiamento do déficit por meio da emissão de títulos traz também dificuldades de gestão fiscal, particularmente quando as taxas de juros reais são elevadas. Os encargos de um estoque crescente de

14 Em um regime de alta inflação e em aceleração, mesmo a indexação dos impostos não consegue neutralizar a erosão real sofrida pelas receitas públicas (efeito Tanzi), devido ao fato de que o indexador escolhido, qualquer que seja, possui limites técnicos de aferição da taxa de inflação corrente, o que o torna cada vez mais imperfeito. Recorde-se também que as políticas de ajustamento externo, ao provocarem recessão e aceleração inflacionária, contribuem para a queda da receita real do setor público.

dívida revelam-se um item importante dos gastos públicos e dificulta a contenção do déficit ao longo do tempo.

Por último, a utilização de uma política cambial mais agressiva aumenta ainda mais o custo do serviço da dívida em moeda local, expandindo adicionalmente os gastos do setor público e a criação de moeda (indexada e/ou convencional).

Do lado real, os impactos são igualmente nefastos. A crise das contas externas vem acompanhada também de contração dos gastos do segmento produtivo do setor público, o que contribui para deprimir a formação bruta de capital fixo da economia como um todo, uma vez que as decisões privadas de investimento na órbita produtiva são diretamente afetadas pelo deslanche de programas de investimentos públicos. Além disto, os pesados fluxos de recursos reais para o exterior limitam a capacidade de importar da economia, dificultando a modernização do parque industrial e o crescimento econômico.

Mais ainda, reduzem os recursos necessários ao investimento público e privado, restringindo o potencial de crescimento econômico no médio e no longo prazos, e reduzem também as chances de conciliar crescimento econômico e combate à inflação, pois a forte pressão para a geração de excedentes exportáveis diminui a capacidade de abastecer o

mercado interno (contração recorrente da absorção doméstica). Por fim, dificultam as políticas de combate à inflação, em virtude do fato de que a política cambial é conduzida de forma agressiva visando dar competitividade às exportações, o que contribui para a rigidez inflacionária à baixa, via indexação, e para a aceleração da inflação, via choque de custos cambiais e expectativas.

Uma gestão agressiva da política cambial significa ajustar a taxa de câmbio de maneira a se garantir os níveis desejados de superávit comercial. O objetivo de gerar expressivos superávits na balança comercial pode ser conquistado através de uma mudança na estrutura de preços relativos da economia, de modo que a lucratividade dos setores produtores de bens comerciáveis (*tradable goods*), cujo preço é dado no mercado internacional¹⁵, aumente *vis-à-vis* a dos produtores dos bens domésticos não comerciáveis (*nontradable-goods*). Como a taxa de câmbio é considerada o indicador ou relação relevante para tal objetivo, deve ser cuidadosamente monitorada e eventualmente ajustada de maneira a impedir que o preço dos bens comerciáveis torne-se "defasado" ou "irreal" em virtude do comportamento da inflação doméstica. Portanto, para a política econômica impõe-se correções cambiais nominais em linha com a taxa de inflação interna. No caso brasileiro, o sistema de minidesvalorizações cambiais diárias e os choques de oferta

15 Isto é, o país é *price-taker* no mercado mundial.

de natureza cambial (maxi e mididesvalorização) contribuíram para que tais objetivos fossem alcançados. A contrapartida foi uma taxa de inflação rígida à baixa, em virtude da indexação cambial, e sujeita a fortes pressões aceleracionistas.

Tal conjunção de fatores possui um custo bastante elevado. é difícil imaginar que os agentes econômicos mantêm constantes suas avaliações sobre a manutenção futura da política cambial. Os agentes sabem que a oferta de crédito externa não é infinitamente elástica, qualquer que seja o grau de endividamento externo da economia (mais especificamente, do setor público) e, como a dívida externa permanece como um problema não resolvido, a incerteza sobre a trajetória futura da política cambial e da taxa de câmbio será tanto maior quanto mais adversos forem os resultados observados no setor externo da economia e quanto menores forem as reservas cambiais disponíveis ou mais pessimistas forem as expectativas sobre seu estado futuro provável (16).

Considere-se agora o caso em que, neste contexto de restrição de divisas, a política econômica é direcionada para o objetivo prioritário de combate à inflação e de tentativa de sustentação da estabilidade dos preços no longo prazo. Do ponto de vista da política cambial, deve ser

16 Esta hipótese, discutida por Frenkel *et alii* (1988) para o caso argentino, parece bastante plausível para a economia brasileira no período em questão, levando-se em conta a recorrência das crises externas e o comportamento errático da taxa de câmbio.

assegurada uma taxa de câmbio estável (17). O desafio maior é sustentar a estabilização da taxa de câmbio, via fixação ou o congelamento, quando a inflação residual observada durante a execução do plano de estabilização mostra-se elevada ou cria expectativas desfavoráveis em relação à posição efetiva da paridade cambial.

Se da parte dos agentes econômicos há um comportamento contrário aos objetivos de estabilização (18) e se os gestores de política não detém um poder suficiente para disciplinar tais atitudes, a resultante é o ataque especulativo no mercado cambial pressionando as cotações da divisa estrangeira no mercado paralelo e impondo novas correções reais do câmbio. Como a especulação cambial se traduz também em postergação das exportações e antecipação das importações, isto é, em queda paulatina ou abrupta do saldo comercial, a política econômica, então à mercê deste comportamento e da meta de reprodução contínua de elevados superávits comerciais, se vê obrigada a uma reorientação que corrija e controle as distorções existentes. Este fenômeno é

17. No Plano Cruzado, em fevereiro de 1986, houve a fixação da taxa de câmbio. No Plano Bresser, em junho de 1987, após duas medidas de desvalorizações, manteve-se a política de desvalorizações cambiais. No Plano Verão, em janeiro de 1989, após uma desvalorização de cerca de 18%, houve outra fixação da taxa de câmbio.

18. Na verdade, o que existe é uma incompatibilidade entre os objetivos de geração de vultosos superávits comerciais para sustentar o elevado fluxo de transferências líquidas de recursos ao exterior e os de estabilização de longo prazo das expectativas em torno das decisões internas de formação de preços e, portanto, de uma taxa de inflação baixa e com estabilidade percebida como duradoura.

também chamado de natureza especulativa da profecia autocumprida (19).

Assim, a percepção de sobrevalorização cambial real afeta as contas de capital e de comércio: embora a política cambial seja um instrumento importante para o controle da inflação, pelo menos no curto prazo, a sobrevalorização resultante pode tornar-se um custo excessivamente elevado se houver fuga de capitais e importações crescentes, como forma de antecipação ao fracasso do programa executado.

A estabilização cambial só sustenta uma estabilização de preços se vier acompanhada de um significativo suporte financeiro externo. Como exemplo, é difícil imaginar que a estabilização posterior à hiperinflação alemã em 1923 se sustentasse sem o amplo programa de apoio baseado em empréstimos do governo norte-americano contido no Plano Dawes de 1924 (20). A experiência posterior à hiperinflação alemã, bem como de outros exemplos conhecidos, como o governo Poincaré da França de 1926, a experiência do Plano Austral, do Plano Cruzado e do Plano Verão, mostram que é praticamente inevitável uma valorização real da taxa de câmbio após as medidas de ajuste em virtude da inflação residual (21). Tal valorização só pode ser

19 Para uma análise acurada do processo interagente entre especulação cambial e profecia autocumprida, ver Arida (1984, p.28-31) e Rozenwurcel (1986, p. 56-57).

20 Conforme Fraga Neto (1985) e Dornbusch (1986b).

21 Ver Dornbusch (1986b, p. 334).

combatida com sucesso se os formuladores de política tiverem o respaldo de um volume adequado de divisas. Isto é, mesmo taxas de inflação mais baixas no período pós-estabilização podem erodir o ganho inicial de competitividade externa e isto, em economias que se veem obrigadas a transferir ao exterior expressivo montante de recursos cambiais sem disponibilidade líquida de financiamento externo, é o caminho mais seguro para o desastre.

Assim, a estabilização da taxa de câmbio é um ingrediente importante de um programa de estabilização, pois ajuda a coordenar e estabilizar expectativas de curto prazo e possibilita uma desinflação rápida (22). Mas, como visto, se a política cambial pode ser um importante fator de estabilização, pode também levar a desvios desestabilizadores da paridade do poder de compra, com fortes impactos adversos.

A lição aprendida com o caso brasileiro é a de que a condução da política cambial para efeitos de desinflação e estabilização deve considerar uma série de fatores. Em primeiro lugar, as políticas monetária e fiscal, isto é, as políticas convencionais de administração de demanda, devem ser consistentes com os objetivos de estabilização cambial. Em segundo lugar, confiar excessivamente na capacidade da

22 Para uma discussão do papel da taxa de câmbio dentro do leque de instrumentos de políticas de combate à inflação baseada em algumas experiências de estabilização, ver Dornbusch (1986b). Ver também Dornbusch (1986a), sobre a importância da estabilidade cambial permanente e do aporte líquido de recursos cambiais para o sucesso da estabilização alemã nos anos 20.

taxa de câmbio de influenciar a taxa de inflação pode vir a ser um erro grave se a política cambial não vier acompanhada de uma política de rendas compatível com a taxa de câmbio. Em terceiro lugar, é imprescindível a imposição de perdas cambiais à especulação com ativos cotados na divisa estrangeira, o que só se torna viável no longo prazo com um volume adequado de reservas.

Nos processos hiperinflacionários em que a transferência líquida de recursos ao exterior foi causa determinante de sua dinâmica, observa-se que, posteriormente, as experiências bem sucedidas de estabilização tiveram em sua retaguarda um equacionamento duradouro dos problemas de balanço de pagamentos. Neste contexto, a questão relevante é indagar quais circunstâncias devem ser atingidas, do ponto de vista do balanço de pagamentos, para o sucesso de um programa de estabilização. São elas: a estabilização da taxa de câmbio, fruto de aportes realistas de empréstimos externos *cum* alívio da remessa líquida de recursos. Em vista disto, apresenta-se a seguir uma discussão dos fatores ligados ao balanço de pagamentos que propiciaram o êxito de algumas experiências de estabilização: a Alemanha nos anos 20, a Hungria nos anos 40 e a Bolívia nos anos 80.

O caso da hiperinflação na Alemanha dos anos 20 já se tornou um paradigma para se entender a dinâmica dos

processos hiperinflacionários e os instrumentos necessários posteriormente para estabilizar os preços. Em Dornbusch (1986a) encontra-se uma argumentação que segue pela linha de considerar a crise no balanço de pagamentos como causa direta e indireta do processo hiperinflacionário. Avalia também as causas da estabilização posterior, atribuindo papel importante, mas não exclusivo, à estabilização da taxa de câmbio via diminuição sensível do volume de transferências líquidas para o exterior que os pagamentos das reparações de guerra impunham. Segundo o próprio autor, "uma comparação feita entre alguns programas de estabilização salienta este aspecto crítico do processo de estabilização da taxa de câmbio, que invariavelmente aparece como a principal fase do programa. Ela não é por si só suficiente, o que é mostrado através da tentativa de estabilização ocorrida nos meses de fevereiro e março de 1923. É, porém, fator crítico que coordena as expectativas, ao menos temporariamente, em torno de um nível de preços, propiciando desta forma condições favoráveis para a estabilização fiscal, através de seus efeitos sobre a receita fiscal" (p. 75) (23).

Visconti (1985) também põe em relêvo a importância das conexões entre o balanço de pagamentos e a hiperinflação, apontando a causalidade entre câmbio, preços,

23 Para uma comparação entre a dívida externa brasileira e as reparações de guerra na Alemanha dos anos 20, enquanto fenômenos semelhantes no que toca ao problema da transferência, consultar Fraga Neto (1985) e Dornbusch (1986a).

déficit orçamentário e emissão monetária na hiperinflação alemã da década de 20. Considera-se aí a importância do Plano Dawes - um programa de reestruturação do endividamento externo alemão articulado pelo governo dos EUA - para o sucesso da estabilização, que possibilitou a redução pela metade do montante líquido de transferência de recursos ao exterior em virtude do pagamento das reparações de guerra aos países credores. De acordo com o autor, o Plano Dawes "reconhecia a necessidade de um período de recuperação para o país e tornava mais realista o montante exigido como Pagamento de Reparação" (p. 252)(24).

O caso da Hungria nos anos 40 também é ilustrativo. Segundo Bomberger e Makinen (1983), os pagamentos das reparações e o custo da ocupação no pós-guerra pressionavam em quase 40% os gastos orçamentários mensais do governo durante o período 1946/47. Posteriormente, no período 1947/48 esta participação caiu para 27% do total. Por seu turno, como afirmam os mesmos autores, a estabilização posterior teve em sua retaguarda uma maior disponibilidade de doações, perdões de dívida e empréstimos externos, além de um programa de reescalonamento dos pagamentos das reparações de guerra (25).

24 Sobre a experiência hiperinflacionária alemã, consultar também Dornbusch e Fischer (1986).

25 A título de observação, note-se que a experiência brasileira possui uma peculiaridade comportamental e institucional bastante semelhante com a húngara de 1945/46, além daquela ligada ao problema da transferência. As duas experiências são também parecidas no sentido de que os agentes migraram espontaneamente de uma moeda convencional persistentemente corroída pela inflação em direção a uma moeda substituta que garantisse seu poder de compra ou sua função de reserva de valor. No caso brasileiro, a demanda por moeda indexada aparecia sob a forma de aumento nos *portfólios* privados da participação relativa dos títulos governamentais

Também a experiência hiperinflacionária boliviana de 1984/85 teve como um dos principais determinantes as significativas transferências líquidas de recursos ao exterior sem o colchão protetor de novos aportes externos de capital. Dentre os vários componentes do programa de estabilização deslançado em agosto de 1985 o ligado ao balanço de pagamentos não poderia faltar: assinatura de um acordo *stand by* com o FMI (junho de 1986), seguido de um reescalonamento da dívida governamental com os credores oficiais do Clube de Paris e manutenção da moratória total (deflagrada ao longo do primeiro semestre de 1985) sobre os pagamentos de juros e amortizações do principal devidos ao credores privados, a despeito da insistência do FMI na retomada dos pagamentos. A experiência boliviana está bem documentada em Sachs (1987), onde se afirma que foi mantido "o princípio do não pagamento do serviço da dívida aos bancos comerciais até que se concluísse um acordo básico em torno do problema da dívida envolvendo alguma forma de perdão da dívida" (p. 282) (26).

(DTN, LBC, LFT, BTN) ou dos depósitos de poupança. No caso húngaro, instituiu-se o pengo fiscal, um ativo financeiro - um título público - indexado à inflação passada. Para uma avaliação da experiência húngara ver Bomberger e Makinen (1980 e 1983) e Lopes (1989).
 26 Ver também Sachs (1989), para quem a estabilização bem sucedida na Bolívia deveu-se, entre outros fatores, à "suspensão completa feita pela Bolívia de todos os serviços da dívida junto aos bancos comerciais, juntamente com um programa de recompra da dívida que deverá virtualmente eliminar a dívida bancária, ao preço de 11 centavos por dólar... O Tesouro norte-americano aceitou a moratória do serviço da dívida, deu grande apoio perante as instituições financeiras internacionais e apoiou o programa de recompra da dívida" (p. 82-83).

Nos capítulos subsequentes, discute-se como foi a experiência brasileira de renegociação da dívida externa ao longo do governo da Nova República (1985/1989). As tentativas de se encaminhar uma solução permanente para a questão das transferências provocou, como se verá, um série de idas e vindas nas atitudes dos negociadores brasileiros e profundas mudanças qualitativas no cenário do endividamento externo dos países periféricos.

III. O BIÊNIO 1985/1986 - PRIMEIROS PASSOS

Durante quase todo o biênio 1985/86, as questões relativas ao endividamento externo e ao balanço de pagamentos ficaram em segundo plano em relação às políticas adotadas pelo novo governo. À recuperação do crescimento econômico em 1984 seguiram-se mais dois anos de forte crescimento interno, ao mesmo tempo em que a inflação se reacelerava. O superávit comercial continuou elevado e relativamente ajustado ao pagamento dos juros da dívida até meados de 1986. A queda nas taxas de juros internacionais e nos preços do petróleo, além de uma - significativa melhoria nas relações de troca e a continuação do processo de desvaloriação real do dólar à escala internacional, propiciaram condições externas bastante favoráveis à época da implantação do Plano Cruzado em 1986. Contudo, como o mesmo não veio acompanhado de medidas efetivas na área do endividamento externo, no sentido de disciplinar o fluxo líquido de remessas de recursos ao exterior, seu fracasso posterior, ao final de 1986, deu-se simultaneamente a uma dramática crise de asfixia cambial. O desequilíbrio estrutural gerado pela crise de dívida externa contribuiu para o insucesso da política econômica do Plano Cruzado, trazendo consigo a queda abrupta do superávit comercial no último trimestre de 1986, forte especulação cambial, erosão das reservas e, como se observaria posteriormente, incapacidade de manter os gastos normais com os juros.

As negociações em torno da dívida externa mostraram-se difíceis desde o início. A indefinição quanto aos rumos políticos que seriam tomados após o fim do ciclo militar fez com que a equipe econômica do governo Figueiredo chegasse a um acordo preliminar com os credores privados somente no início de fevereiro de 1985. Este novo acordo, correspondente à terceira fase de renegociação da dívida externa, apresentou duas inovações relativamente às duas fases anteriores: a não inclusão de novos empréstimos e o reescalonamento plurianual das amortizações.

O descarte de *new money* contido neste acordo baseou-se na previsão de que o hiato de recursos do balanço de pagamentos em 1985, de aproximadamente US\$ 4,7 bilhões, seria coberto, sem dificuldades, pelo influxo de recursos derivado de investimentos diretos, créditos de fornecedores e empréstimos das instituições financeiras internacionais.

O acordo com os credores privados, bastante semelhante ao obtido à época pelo México, possuía as seguintes características:

- reescalonamento de US\$ 45,3 bilhões da dívida com vencimento no período 1985-1991, com 16 anos de pagamento de amortizações e 7 de carência;
- substituição da *prime* pela *libor* como juro de referência;

- redução do *spread* médio da dívida para 1,25% a.a. (2% a.a. em 1984) e eliminação dos gastos com comissões;
- garantia de atendimento voluntário, por parte da comunidade financeira internacional, para as necessidades de *new money* do período 1985-1991;
- adoção de um programa de ajustamento, monitorado pelo FMI, ao longo do período de vigência do acordo.

A justificativa para a conclusão do acordo da Fase III baseou-se em três premissas básicas. A primeira era que a programação do setor externo para o período 1985-1991 indicava que os eventuais desequilíbrios do balanço de pagamentos seriam financiados por investimentos diretos, créditos de fornecedores e empréstimos das organizações financeiras internacionais. Na programação então construída, as autoridades econômicas previam que a partir de 1989 haveria um hiato de recursos não financiado pela entrada de investimento direto e de empréstimos tradicionais da ordem de US\$ 1,7 bilhão em 1989, US\$ 2,4 bilhões em 1990 e US\$ 3,6 bilhões em 1991. A projeção envolvia também a crença de que tais necessidades de recursos seriam financiadas por meio de empréstimos voluntários do setor privado.

A segunda baseou-se na crença de que a redução do custo da dívida e do volume das amortizações para os anos seguintes tornariam as obrigações externas do país compatíveis

com sua capacidade de pagamento, abrindo, deste modo, espaço adicional para o crescimento econômico.

Por fim, o reescalonamento multianual das amortizações tornaria mais estável o horizonte de médio e longo prazos para o setor externo e ajudaria a melhorar a credibilidade externa do país, neutralizando os desgastes e incertezas inerentes a processos anuais de renegociação. Todos estes fatores contribuiriam, conseqüentemente, para o retorno voluntário de capital estrangeiro (direto e empréstimos) ao país.

A estratégia de negociação da equipe econômica que deixava o governo possuía alguns pontos problemáticos. Em primeiro lugar, o acordo preliminar com os credores privados não reduzia a taxa de juros incidente sobre a dívida e não estava atrelado à entrada de dinheiro novo. Além disto, fixava pagamentos crescentes de amortizações ao longo do tempo, o que significava um retrocesso em relação às negociações anteriores, aumentando o volume de transferências líquidas de recursos para o exterior. Tais critérios eram incompatíveis com uma política econômica que se dizia voltada para a retomada do crescimento econômico.

Em segundo lugar, embora a reestruturação plurianual tenha melhorado o cronograma de pagamento da dívida no período 1985/91, diminuindo o volume médio anual das amortizações de US\$ 13 bilhões para US\$ 5 bilhões, no período seguinte as

amortizações retornariam a um nível bastante elevado, acima de US\$ 10 bilhões.

Por fim, prorrogava até 1991 o monitoramento do FMI sobre a política econômica do país, como também mantinha as reservas cambiais sensivelmente vulneráveis às flutuações da taxa de juros e das relações de troca.

Este acerto preliminar com a equipe econômica do governo Figueiredo obteve a aceitação e a anuência da nova equipe econômica comandada pelo ministro Dornelles. Apesar disto, a não aprovação da 7a. Carta de Intenções ao FMI, em meados de fevereiro, não possibilitou a celebração final do acordo.

A suspensão das negociações decorrente da não aprovação da 7a. Carta de Intenções não trouxe implicações técnicas de grande monta, uma vez que as condições de reescalonamento das amortizações e dos Projetos 3 e 4 (linhas de crédito comercial e interbancário - *interbank and trade facilities*) da Fase II foram prorrogadas até 31/5/85. Contudo, obrigou a suspensão da primeira parcela de US\$ 400 milhões do empréstimo ampliado (*extended fund facility*) do FMI ao Brasil em 1985. As maiores implicações do adiamento do acordo com os credores privados foram as de natureza política, como se verá adiante.

Passados cerca de dois meses de gestão da nova equipe econômica, em meados de maio foram oficialmente retomados os entendimentos com o FMI. Os novos entendimentos com o FMI trouxeram também uma postura inflexível daquela instituição em relação a alterações nos termos da 7a Carta de Intenções. As autoridades econômicas, temerosas de um impasse desgastante, optaram pelo cancelamento do programa de financiamento ampliado (*extended fund facility*) do FMI e, ao invés, pediram um crédito do tipo *stand by*, de duração de 12 a 18 meses, em que as condicionalidades desconsiderariam a *performance* macroeconômica do primeiro trimestre do ano⁽²⁷⁾.

A adoção de um novo programa de ajuste redefinia a meta de expansão anual da inflação de 120 para 200% e de crescimento da base monetária de 60 para 150%. No entanto, o principal obstáculo nas negociações com o FMI relacionava-se ao conceito mais apropriado de déficit público, se de acordo com o critério de fluxo de caixa, como queria o governo, ou se segundo o de Necessidades de Financiamento do Setor Público, como queria o FMI.

O conceito NFSP utilizado pelo FMI baseava-se nas necessidades globais de financiamento do setor público, medidas por meio do crescimento da dívida pública interna e externa. Incluam-se neste critério os empréstimos do sistema financeiro

²⁷ A diferença entre um acordo do tipo *stand-by* e o do tipo *extended fund facility* está na periodicidade e no montante de recursos. O primeiro é um acordo de até 18 meses e recursos de cerca de US\$ 1,5 bilhão. O segundo tem uma periodicidade maior, de 36 meses, com recursos acima de US\$ 3,0 bilhões. Ambos possuem as mesmas condicionalidades e metas trimestrais para o cumprimento dos critérios de desempenho.

a todas as instâncias de governo (federal, estadual e municipal) além da dívida das empresas estatais e dos aumentos dos saldos relativos às correções monetária e cambial da dívida do setor público.

Por sua vez, o conceito de déficit público baseado no fluxo de caixa utilizado pelo governo incluía apenas a parcela do déficit público financiada pelo Tesouro e autoridades monetárias, tanto por intermédio da emissão de moeda como de títulos da dívida pública (28).

A substituição do programa de financiamento ampliado pelo de tipo *stand-by* reduziria o volume de empréstimos do FMI de US\$ 1,5 bilhão para US\$ 1,2 bilhão.

Abstraído os acidentes de percurso, os recursos liberados em 1985 reduziriam-se de US\$ 1,2 bilhão para US\$ 400 milhões. Este novo programa, além de diminuir o montante de financiamentos, envolveria a redução de 10 para 5 anos no prazo de pagamento e de 4 para 3 anos no período de carência. Além

²⁸ O critério NFSP era mais amplo, pois incorporava o segmento do déficit financiado pelo setor privado (bancos, fornecedores e empreiteiras de obras públicas) e pelo setor externo. Em virtude das dificuldades em cumprir as metas baseadas em tal conceito um outro critério de desempenho já vinha sendo utilizado desde o final de 1983 a partir da 4ª Carta de Intenções: o déficit operacional, em que são descontadas as correções monetária e cambial. Para uma discussão destes conceitos e avaliação dos diagnósticos acerca da relação déficit público e inflação no interior da equipe econômica, consultar Análise de Conjuntura Econômica - SEP/SP, nº 15, abril-maio de 1985, p. 41-45. Observe-se também que a adoção do resultado operacional do setor público não financeiro como critério de desempenho no lugar do conceito de necessidades de financiamento foi feita tendo em vista a inadequação deste último como critério de desempenho fiscal em uma economia amplamente indexada e em regime de alta inflação e em aceleração. Recorde-se ainda que, além destes dois conceitos citados acima, os critérios de desempenho, ou condicionalidades, incluídos nos programas de ajustamento do FMI são: crédito doméstico líquido e indicadores externos (saldo global do balanço de pagamentos ou variação no estoque de reservas internacionais líquidas, variação da dívida externa líquida e desvalorização cambial). Para uma discussão destes conceitos e seu desempenho nas Fases I e II (1983 e 1984), consultar Marques (1987).

disso, a retomada dos entendimentos com o FMI possibilitava o retorno de novas conversações com os credores privados.

Apesar do esforço do governo em definir o mais rapidamente possível os termos de uma nova carta de intenções, o acordo com o FMI continuava difícil, uma vez que as medidas de ajuste fiscal implementadas pela nova equipe econômica, destinadas a reduzir o déficit público, ficaram aquém do exigido pelos técnicos daquela instituição. Assim, não se chegou a um prazo definido para o fechamento do programa *stand-by* e para a retomada de entendimentos formais com os credores privados em torno da terceira fase de negociação da dívida externa e, apesar do bom desempenho do balanço de pagamentos, o horizonte futuro para o setor externo era cada vez mais incerto. O atraso no acordo com o Fundo era tanto mais problemático na medida em que, se não fosse fechado antes de 31 de agosto, o governo enfrentaria maiores obstáculos para conseguir dos credores privados - especialmente dos pequenos bancos - uma terceira prorrogação do estado de *stand still*, que estabelecia as condições vigentes em 1984 na Fase II para reescalonamento das amortizações e refinanciamento dos créditos interbancários e comerciais. A despeito de tal impasse com o FMI, a fim de agilizar os entendimentos com os credores privados, o governo brasileiro retomou conversações informais com o Comitê de Assessoramento (*Bank Advisory Committee*) dos bancos comerciais estrangeiros encarregado de negociar a dívida externa brasileira.

A equipe econômica comandada por Dornelles procurou fechar um acordo que mantivesse a estrutura básica do esboçado pelo governo anterior. Seus principais pontos eram:

- não inclusão de *new money* para financiamento dos juros da dívida;
- pagamento integral dos juros, o que representaria cerca de US\$ 77,6 bilhões durante o período de consolidação do acordo (1985-1991).
- reescalonamento de aproximadamente US\$ 45 bilhões do principal da dívida de médio e longo prazos a vencer no período 1985-1991, com um cronograma de pagamento em 16 anos;
- eliminação gradual dos créditos interbancários (Projeto 4) e sua transformação, no prazo de 4 anos, em créditos comerciais (Projeto 3);
- substituição da *prime* pela *libor* como taxa de juro de referência incidente sobre a dívida reescalorada;
- redução do *spread* médio da dívida de 1,77% para 1,31%. Ao contrário do caso mexicano, os novos *spreads* só entrariam em vigor à medida em que vencessem os prazos originais das amortizações, e não imediatamente sobre todo o estoque da dívida, conforme o esquema *serial pick-up DFA(29)*.

** O método *serial* significa, do ponto de vista legal, que os contratos originais permanecem inalterados e são objeto de reestruturação apenas aquelas parcelas depositadas no Banco Central devido à quitação, pelos mutuários, de suas obrigações, passando as novas condições financeiras a vigir, sobre a parcela reestruturada, somente a partir do momento de cada depósito. O outro método,

Apesar da manutenção da estrutura básica do acordo que havia sido preliminarmente estabelecido pelo governo anterior com o Comitê de Assessoramento dos credores privados, a nova proposta do governo brasileiro apresentava uma série de reivindicações que dificilmente seria aceita pelos banqueiros. A discordância entre o governo e os credores privados decorria da disposição da nova administração de introduzir modificações no acordo original que tornassem, por um lado, a programação do setor externo mais folgada, e, por outro, o acordo mais flexível, tanto no que diz respeito à possibilidade de o país voltar a reivindicar novos recursos junto aos bancos internacionais quanto ao grau de comprometimento da política econômica às condicionalidades do FMI.

Foram várias as modificações propostas. Em primeiro lugar, havia a disposição do governo brasileiro em pleitear sete anos de carência para pagamento das amortizações. De acordo com o acordo inicial, o Brasil deveria iniciar o pagamento gradual das amortizações a partir de 1985, sendo que durante o período de consolidação (1985-1991), teria de saldar US\$ 9 bilhões do principal.

Em segundo lugar, propunha-se a alteração da cláusula de *convenant*, segundo a qual o Brasil explicitamente se comprometeria a cobrir as necessidades de dinheiro novo no

denominado *interest carve-out*, possibilita a modificação dos contratos originais. Isto é, a imediata vigência das novas condições financeiras acertadas com os credores sobre o todo da dívida reestruturada. Para uma discussão mais detalhada deste ponto, ver Bacha (1988, p. 60).

período 1985-1991 através de empréstimos de instituições oficiais, crédito de fornecedores ou empréstimos voluntários dos bancos comerciais. Em seu lugar, o governo reivindicava que os credores privados se comprometessem explicitamente a fornecer novos recursos em caso de necessidade decorrente de deterioração no comércio mundial e/ou de elevação da taxa de juros internacional.

Em terceiro lugar, o governo decidiu alterar o esquema de supervisão (*monitoring*) do FMI durante o período de vigência do acordo. Segundo a cláusula de *monitoring* do acerto preliminar, o desempenho da economia deveria sofrer duas auditorias do FMI por ano, até o ano 2.000. Além disso, caberia ao Fundo realizar relatórios aos credores '30'. O acordo também incluía uma cláusula de rompimento, segundo a qual os banqueiros poderiam cancelar o acerto, caso o comportamento da economia fosse considerado inadequado e o governo brasileiro não adotasse nenhuma providência convincente no sentido de eliminar as distorções existentes. Para mudar os termos do esquema de supervisão do Fundo, o governo propôs a substituição do termo *monitoring*, considerado politicamente inoportuno, pelo termo *consultations*, a redução das auditorias do FMI de duas ao ano para apenas uma (a possibilidade de uma segunda visita seria inserida no texto do acordo, mas só ocorreria com pedido explícito dos bancos), e a redução do período de duração da supervisão do ano 2.000 para 1.991.

** Ao contrário do esquema de supervisão que se fazia na época, no entanto, as metas não seriam negociadas com os técnicos do Fundo, mas unilateralmente definidas pelas autoridades locais.

Em quarto, reivindicavam-se normas mais rígidas para o esquema de repasse (*relending*) interno dos recursos reescalados. Segundo o esquema originalmente negociado, seria permitida a realização de repasses por períodos muito curtos, o que aumentaria o montante de recursos que o país teria de pagar aos credores na forma de comissões.

Por último, pleiteava-se que o acordo fosse sancionado por uma corte arbitral internacional ao invés da corte de Nova Iorque, como os credores vinham historicamente obrigando os devedores a aceitar.

Se fosse fechado o acordo da terceira fase de negociação, o governo brasileiro acreditava na possibilidade de reabrir as conversações com os credores privados e reinvidicar dinheiro novo. Embora as autoridades monetárias não previssem dificuldades para fechar o balanço de pagamentos, as autoridades econômicas, especialmente a equipe da SEPLAN, consideravam que o país deveria pedir um montante de dinheiro novo suficiente para manter o valor real da dívida externa constante. No caso de 1985, supondo uma inflação externa de 4%, e dado que o estoque da dívida externa era cerca de US\$ 100 bilhões, estimava-se que o pedido de novos recursos junto aos credores privados deveria ser de aproximadamente US\$ 4 bilhões⁽³¹⁾.

³¹ Ver I Plano Nacional de Desenvolvimento da Nova República, p. 144-145.

A divisão da negociação em duas etapas deveu-se à avaliação de que, como era muito difícil esperar um aporte de dinheiro novo dos pequenos bancos internacionais, e como havia interesse em eliminar o alto grau de vulnerabilidade das reservas internacionais a uma possível suspensão do reescalonamento dos créditos comerciais e interbancários (32), fazia-se necessário fechar o acordo proposto pelos banqueiros internacionais o mais rapidamente possível. Encerrada a primeira etapa de negociação, e, portanto, eliminando o risco de que os credores suspendessem seus créditos de curto prazo, o país estaria em melhores condições para pleitear novos recursos junto aos credores privados, especialmente junto aos grandes bancos, que *supostamente* teriam uma postura mais flexível em relação à concessão de novos empréstimos.

Na hipótese de dificuldades para fechar o acordo com os credores privados, seja pelas dificuldades em acertar uma nova Carta de Intenções ao FMI, seja pelos obstáculos da própria negociação com os credores, o governo admitia a possibilidade de conseguir sucessivas prorrogações por noventa dias do acordo de *stand still* então em vigência(33).

³² De acordo com o Banco Central, as linhas de crédito no interbancário somavam US\$ 5.593 milhões e as linhas de crédito comercial US\$ 9.974 milhões em maio de 1985.

³³ Enquanto os negociadores brasileiros não chegavam a um acordo com os credores privados as negociações se mantinham em estado de *stand still* por períodos de 90 a 150 dias, isto é, a manutenção das condições acordadas na Fase II anterior da renegociação da dívida e renovação, por este prazo, das linhas de crédito comercial e interbancário.

No caso de impasse nas negociações, a SEPLAN admitia a possibilidade de que o entendimento com os credores privados convergisse para um acordo transitório, envolvendo basicamente a obtenção de US\$ 4 bilhões de dinheiro novo dos bancos comerciais, montante que manteria estabilizado o valor real da dívida junto aos credores privados, o reescalonamento das amortizações de médio e longo prazos com vencimentos em 1985 e 1986 e a prorrogação das linhas de crédito comercial e interbancários (Projetos 3 e 4) até o final de 1986.

Uma abordagem crítica com relação à proposta Dornelles de renegociação com os credores privados deve levar em consideração as observações a seguir. Em primeiro lugar, ao conduzir as negociações como uma questão eminentemente técnica, o governo reduzia sua capacidade de reivindicar dinheiro novo com os grandes bancos e consolidava a estratégia de negociação dos credores privados, a qual consistia em reduzir ao mínimo, o mais rapidamente possível, seu grau de *exposure* dos empréstimos aos países endividados.

Como a proposta do governo brasileiro não reduzia a taxa de juros incidente sobre a dívida, e se o país não conseguisse, em uma segunda etapa, dinheiro novo, não haveria alívio no volume de transferências líquidas de recursos para o exterior. No caso de não se conseguir um prazo maior de carência para o pagamento das amortizações, haveria um retrocesso em relação às negociações anteriores na medida em

que aumentaria o volume de transferências líquidas de recursos para o exterior.

Em segundo lugar, a forma de negociação plurianual proposta não significaria uma solução adequada para o problema da dívida pois, embora o reescalonamento plurianual das amortizações melhorasse a estrutura de pagamento da dívida no período 1985-1991, como o prazo de reescalonamento era muito curto, no período subsequente (1992-2000), as amortizações voltariam a ficar em um patamar extremamente elevado⁽³⁴⁾.

Em terceiro lugar, na melhor das hipóteses, os termos da terceira fase prorrogaria até 1991 a ingerência do FMI sobre a política econômica, sendo que as mudanças propostas pela equipe Dornelles alteravam apenas a forma mas não o conteúdo de tal supervisão.

Em quarto, a programação do setor externo durante o período de vigência do acordo mantinha as reservas internacionais extremamente vulneráveis às oscilações da taxa de juros externa e do comércio internacional.

Em quinto, a não inclusão de dinheiro novo no acordo com os credores dificultaria a política de redução do déficit público na medida em que manteria os elevados compromissos financeiros atrelados ao estoque de dívida pública externa.

³⁴ Como observado, de acordo com a proposta encaminhada pelo governo anterior, no período 1985-1991 o volume médio de amortização deveria reduzir-se de US\$ 13 bilhões para US\$ 5 bilhões, enquanto que no período 1992-2000, as amortizações passariam para mais de US\$ 10 bilhões.

A sexta observação diz respeito a que, embora as mudanças propostas no acordo com os credores não significassem alterações qualitativas na forma de negociação, dificilmente elas seriam aceitas, pois os credores tinham como norma firmar acordos mais ou menos padronizados com os devedores de modo a impedir que as conquistas de um país passassem a se constituir em patamar mínimo de reivindicação dos outros. Assim, dificilmente o Brasil conseguiria modificar substancialmente a cláusula de *monitoring* e a referente ao prazo de carência das amortizações. Em relação à eliminação de cláusula de *covenant* e à negociação de um dispositivo que garantisse o financiamento automático dos credores privados em caso de dificuldades para fechar o balanço de pagamentos, oriundas de fatores exógenos, a situação era ainda mais complicada pois, na prática, significava um *hedge* automático para o desequilíbrio do setor externo que dificilmente seria aceito pelos credores sem uma pressão política mais forte por parte do governo brasileiro e sem uma articulação mais estreita com os credores oficiais, principalmente o governo norteamericano.

Por fim, no que se refere à tese de negociação em duas etapas, novamente esbarrava no modo como os credores concebiam as negociações. Com efeito, de acordo com os critérios que orientavam as ações dos credores, existia um acordo tácito para que nenhum credor aceitasse um acordo diferente do estabelecido com os demais bancos. Logo, se os grandes credores fechassem um acordo envolvendo dinheiro novo

eles estariam rompendo a norma básica de comportamento que orientava a sua atuação. Tal modificação implicava, na prática, o rompimento do *leitmotiv* que naquele momento servia de base para a reciclagem da dívida externa.

Como apontado anteriormente, os entendimentos entre o governo brasileiro e o Comitê de Assessoramento dos bancos comerciais em torno da terceira fase de negociação da dívida externa estavam suspensos em razão das dificuldades encontradas para fechar uma Carta de Intenções com o FMI. As principais divergências entre a posição do Brasil e a do Fundo diziam respeito à abrangência da Carta e ao grau de ajuste sobre as contas públicas.

Em relação à abrangência do acordo, o governo brasileiro procurou definir as metas de desempenho apenas para 1985, enquanto que o FMI insistia em incluir parâmetros referentes a 1986. Quanto à intensidade do ajuste, o governo brasileiro estimou inicialmente um déficit operacional de Cr\$ 50,7 trilhões e o impacto de um ajuste fiscal e de um plano de recomposição tarifária e de preços públicos como sendo capaz de gerar um superávit de Cr\$ 5,3 trilhões, equivalentes a 0,4% do PIB.

De acordo com a avaliação do Fundo, no entanto, as projeções do governo subestimavam o déficit, pois não computavam o valor do financiamento do setor privado ao setor público (na forma de atrasos de pagamento das empresas públicas

a fornecedores). Além disto, alegava-se também que superestimavam o impacto das medidas fiscais, na medida em que incorriam em erro de dupla contagem, considerando a antecipação de recolhimento de recursos do Tesouro nos bancos como elevação de receita quando, segundo a metodologia do Fundo, tais recursos não poderiam ser assim considerados.

Para o FMI, o déficit operacional foi calculado em Cr\$ 67 trilhões e as medidas adotadas para reduzi-lo alcançavam apenas Cr\$ 50 trilhões. Na contabilidade do Fundo, portanto, para zerar o déficit seria necessário um corte adicional de aproximadamente Cr\$ 17 trilhões, 1,4% do PIB. Além disto, para chegar à meta desejada pelo Fundo, de um superávit fiscal em 1985 de 1,2% do PIB, seria necessária ainda uma contração adicional de Cr\$ 15,2 trilhões.

Como a implementação do programa de ajuste exigido pelo Fundo comprometeria a meta de 5% de crescimento do PIB (uma das únicas metas de política econômica anunciadas pelo Governo Sarney), e como as conversações dos técnicos brasileiros com o FMI não foram suficientes para superar as diferenças existentes, a negociação da Carta de Intenções chegou a um impasse, tornando-se bastante remota a possibilidade de que o governo brasileiro conseguisse fechar o acordo de crédito *stand by* ainda em 1985(35). Diante de tal situação, com o objetivo de manter os entendimentos em bom

³⁵ O adiamento do acordo em torno da Carta de Intenções significava que o Brasil não receberia a primeira parcela de US\$ 300 milhões do empréstimo do Fundo em 1985.

termo, o Brasil passou a considerar a possibilidade de fechar um *shadow agreement*, o qual consistia em uma manifestação formal de intenção do país em promover um programa de ajuste econômico nos moldes do receituário do Fundo e que permitiria aos técnicos desta instituição o acompanhamento mensal dos principais agregados macroeconômicos.

Apesar do impasse na negociação da Carta de Intenções e do congelamento da terceira fase de negociação da dívida externa, o governo brasileiro e o Comitê de Assessoramento dos Bancos aparentemente conseguiram superar a resistência das pequenas instituições e negociar a terceira prorrogação do estado de *stand still* para o reescalonamento das amortizações vincendas e a renovação de US\$ 16 bilhões das linhas de curto prazo (crédito comercial e interbancário) que venciam em 31 de agosto. O prazo de duração do estado de *stand still* estenderia-se até janeiro de 1986, valendo durante todo esse período as condições de reescalonamento negociadas na segunda fase de negociação da dívida externa.

Assim, no plano externo, como visto, o governo não conseguia definir um programa de ajustamento econômico com o Fundo e, portanto, não conseguia dar continuidade à negociação plurianual da dívida externa com os credores privados. O impasse nas negociações externas, no entanto, foi temporariamente contornado pela disposição do governo em assinar um *shadow agreement* com o FMI e pela prorrogação, até janeiro de 1986, do *stand still* com os credores privados. Com a

assinatura do *shadow agreement* o governo manifestava a intenção de executar uma política econômica de acordo com o figurino do Fundo e permitia o acompanhamento mensal dos principais agregados macroeconômicos. Assim, não se contava com recursos do Fundo e nem se respondia por metas específicas de desempenho, mas a política econômica do país continuava sob constante pressão do FMI. A renovação por mais 140 dias das condições acordadas na Fase II para o reescalonamento das amortizações e do refinanciamento dos cerca de US\$ 16 bilhões dos créditos de curto prazo e o bom desempenho da balança comercial garantiam, em tese, a estabilidade do balanço de pagamentos em 1985, adiando a definição sobre o tratamento que seria dado à dívida externa para o início de 1986.

A troca de comando da equipe econômica, em setembro de 1985, não implicou em nenhuma modificação nos acordos negociados com os credores privados e o FMI. Com efeito, após a apreensão inicial gerada pela renúncia de Dornelles, a comunidade financeira internacional foi temporariamente tranquilizada pela imediata confirmação, por parte da nova equipe, dos acordos firmados e do cronograma de negociações.

Resolvido o problema de curtíssimo prazo, o governo pretendia fechar rapidamente um acordo de rescalonamento da dívida externa de maior fôlego, cujos termos constituíam peça central para o sucesso da nova orientação da política econômica. Contudo, apesar de insistirem na importância de uma mudança qualitativa nos termos da renegociação - único meio de

diminuir a pressão sobre a balança comercial, viabilizar a administração do desequilíbrio financeiro do setor público e promover um combate efetivo à inflação - as autoridades econômicas adotavam uma postura extremamente cautelosa nos entendimentos com os credores externos.

A estratégia anunciada previa duas etapas de negociação. Na primeira, o governo limitar-se-ia a reescalonar as amortizações, renegociar a forma de refinanciamento da dívida de curto prazo, dilatar os prazos de carência e pagamento do principal, reduzir o custo da dívida (*spreads* e comissões), e redefinir as condições de reempréstimo dos recursos reescalonados depositados no Banco Central (*relending*). Na segunda etapa, procurar-se-ia obter dinheiro novo. Tal estratégia procurava evitar o impasse nas negociações com os bancos pequenos e médios, que resistiam a qualquer aumento de seus compromissos com os países endividados.

A atitude cautelosa do governo, contudo, não garantia o rápido desfecho da primeira etapa. Tendo em vista a discrepância entre a orientação da política econômica estabelecida no I PND da Nova República e a terapia recomendada pelo FMI, tudo indicava que as negociações tenderiam a um impasse³⁶. Como o fechamento de uma Carta de Intenções constituía pré-requisito indispensável para o acerto final com o Comitê de Assessoramento, devia-se esperar que este também fosse demorado.

³⁶ Para uma exposição da orientação que então se pretendia seguir, ver Diretrizes Gerais de Política Econômica - Notas para o 1º PND da Nova República.

Alguns dias após o anúncio do Plano Cruzado, o governo brasileiro e o Comitê Assessor chegavam a um acordo em torno da dívida externa vencida em 1985 e vincenda em 1986, dando forma final a uma minuta de entendimento preliminarmente acertada em janeiro de 1986. O acordo deveria ser finalmente aprovado por todos os bancos representados pelo Comitê em meados do ano. Até então, as amortizações seriam automaticamente prorrogadas. Os principais pontos do acordo eram:

- reescalonamento das amortizações das dívidas de médio e longo prazos, com vencimento em 1985 e 1986. As amortizações de 1985 (US\$ 6,1 bilhões) foram reprogramadas para vencerem em sete anos com cinco de carência. O prazo de pagamento das amortizações de 1986 (US\$ 9,5 bilhões) seria definido no final de 1986, quando uma nova rodada de negociações procuraria montar um acordo plurianual, envolvendo algo em torno de US\$ 40 bilhões da dívida externa, que venceria até 1989;
- substituição da *prime* pela *libor* como taxa de juro de referência sobre toda a dívida reescalorada (37);

³⁷ Supondo que a percentagem da dívida vincenda em 1985/1986 contratada com base na *prime-rate* fosse a mesma do conjunto da dívida (15,1%) e que em 1986 a *libor* fosse em média um ponto percentual menor do que a *prime*, tal substituição propiciaria ao país uma economia de divisas de aproximadamente US\$ 23 milhões.

- redução do *spread* sobre a taxa de juros de 2 para 1,125% sobre a dívida contraída com o setor público e de 2,375 para 1,25% sobre a do setor privado (38);
- eliminação das taxas de *flat-fees* (comissões) sobre a dívida renegociada (39);
- os recursos depositados no Banco Central referentes às amortizações reescaladas de 1985 poderiam ser reemprestados ao setor privado. Os *relendings* ao setor público, no entanto, só seriam permitidos para os mutuários que mantivessem seus compromissos externos em dia. Já os depósitos das amortizações reprogramadas de 1986 ficariam congelados;
- não se conseguiu transferir o foro jurídico que sancionava o acordo para a Corte de Genebra, permanecendo este em Nova Iorque;

³⁸ De acordo com informações do Banco Central, o novo *spread* médio seria aproximadamente 0,875 e 0,625 pontos percentuais menor que aquele inicialmente vigente para a parcela da dívida vincenda em 1985 e 1986, respectivamente. Tal redução diminuiria as despesas com o serviço da dívida em torno de US\$ 114 milhões.

³⁹ Supondo comissão de 1% sobre a dívida de 1985 e 1986, sua eliminação implicaria uma diminuição do serviço de aproximadamente US\$ 156 milhões. As *fees* cobradas anteriormente foram de 1,5% e 1,0% nas Fases I e II, respectivamente.

- Prorrogação até 15 de março de 1987 da dívida de curto prazo, referente a US\$ 10 bilhões de crédito comercial e US\$ 5,4 bilhões de crédito interbancário. Durante este período previa-se a transferência de aproximadamente US\$ 600 milhões de depósitos interbancários em agências de bancos brasileiros para operações de crédito comercial.

Embora as condições de pagamento da dívida reescalada tenham apresentado melhora em relação às obtidas nas duas rodadas anteriores, o alívio proporcionado nas contas externas era pequeno. Conforme estimativas do Banco Central, a economia de divisas deveria ser inferior a US\$ 300 milhões, o que significava uma redução de aproximadamente 3% na previsão inicial de despesas com o pagamento dos juros.

No entanto, se em termos quantitativos o progresso nas negociações foi bastante limitado, em termos qualitativos representou um avanço. Ao firmar um acordo sem que o país estivesse implementando um programa de ajuste supervisionado pelo FMI, os credores privados abriram importante precedente, dando margem para que outras negociações fossem feitas nos mesmos moldes e que outros países reivindicassem o mesmo tratamento. Evidentemente, tal acordo só foi possível devido à combinação de fatores extremamente favoráveis ao Brasil, entre os quais os expressivos superávits comerciais obtidos desde

1984(40)', a delicada situação da maioria dos demais devedores, especialmente do México, e o cuidado do Comitê em não conturbar o quadro político em um ano eleitoral em que se escolheria um parlamento com poderes constituintes. Mas, a despeito disto, o Comitê continuava exigindo a presença do FMI como passo prévio para negociar um acordo de reescalonamento plurianual. Assim, tecnicamente as cláusulas deste acordo significaram, na realidade, um adendo aos acordos da Fase II das negociações.

Os entendimentos com o Clube de Paris, ao contrário, chegaram a um impasse, já que este se recusava a aceitar um acordo sem a presença do FMI e exigia que o serviço da dívida estivesse em dia para retomar as negociações (as quais envolviam cerca de US\$ 1,7 bilhão referente a amortizações e juros de 1985 e US\$ 1,1 bilhão de amortizações em 1986).

Apesar da resistência inicial dos bancos de menor porte, o governo assinou dentro do prazo previsto o acordo de reescalonamento da dívida externa de 1985/86 negociado em março com o Comitê Assessor. O desfecho da negociação com os credores privados foi agilizado pela disposição do Comitê em acelerar os entendimentos com o Brasil a fim de evitar tensões adicionais no sistema financeiro internacional, novamente fragilizado pela crise externa mexicana. Além disso, contribuiu para a aceitação do acordo a criação, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), de um seguro para empréstimos externos, via Resolução 63, através do qual o governo pretendia reduzir o risco dos bancos

** Em 1984 e 1985, o superávit comercial ficou em US\$ 13,1 bilhões e US\$ 12,5 bilhões, respectivamente.

comerciais estrangeiros em caso de liquidação das instituições financeiras nacionais. O seguro seria financiado pelo pagamento de comissões por parte dos bancos internacionais, equivalentes à diferença entre a taxa definida no contrato da operação e a taxa de 1,125%, referente ao *spread* médio sobre as amortizações vencidas em 1985. O seguro estaria disponível tanto para novos empréstimos quanto para contratos pretéritos.

Encerrada a negociação da dívida externa de 1985/86, o governo começava a preparar a próxima rodada de entendimentos com os credores privados, em que procuraria reduzir o volume de transferência de recursos reais para o exterior, diretriz crucial da nova proposta de reciclagem a ser apresentada à comunidade financeira internacional. Para alcançar tal objetivo, pretendia-se atuar em duas frentes simultaneamente. Em primeiro lugar, as autoridades começavam a negociação de um acordo plurianual de reescalonamento de US\$ 72,2 bilhões da dívida de médio e longo prazos que venceria entre 1986-1991. Em segundo, tentava-se articular a volta do Brasil ao mercado internacional de crédito voluntário. Assim, aparentemente, abandonava-se a alternativa de um tratamento heterodoxo para a negociação da dívida externa com os credores privados, ou seja, o país não procuraria obter compromissos que violassem a "realidade de mercado". Os termos e as condições das negociações deveriam continuar dentro dos rígidos parâmetros estabelecidos pela comunidade financeira internacional.

Na negociação plurianual, o governo esperava obter maiores prazos de pagamento e carência, redução dos *spreads* e eliminação das comissões. A negociação, no entanto, não envolvia dinheiro novo. O governo esperava captar novos recursos através de mecanismos tradicionais de mercado. As autoridades econômicas trabalhavam com a possibilidade de obter, ainda em 1986, um empréstimo de US\$ 700 milhões para o setor energético em regime de co-financiamento com o BIRD. Tais recursos complementariam os créditos de US\$ 500 milhões já concedidos pelo Banco Mundial. Além deste empréstimo, esperava-se conseguir mais US\$ 800 milhões dos bancos privados em 1987, como contrapartida de novos créditos do BIRD para o setor energético. Além de empréstimos através de operações de co-financiamento vinculadas à créditos do Banco Mundial, as autoridades econômicas confiavam na possibilidade de que o país conseguisse captar recursos através de empréstimos voluntários e da colocação de bônus e de *commercial papers* de empresas e bancos brasileiros no exterior. Estes dois últimos mecanismos tinham importância mais simbólica do que efetiva, pois naquele contexto seu potencial de captação era muito pequeno.

Se as negociações com os credores privados evoluíam sem maiores dificuldades, o mesmo não ocorria no âmbito do Clube de Paris. No mês de junho, o governo brasileiro procurou quebrar o impasse nos entendimentos com os credores oficiais, decidindo unilateralmente pagar dentro do prazo de doze meses, parcela (não definida) dos juros atrasados entre janeiro de 1985 e abril de 1986, além de retomar o pagamento integral dos

juros a partir de maio de 1986. Esta atitude, no entanto, não conseguiu vencer a resistência dos membros do Clube, os quais continuavam condicionando qualquer acordo à aplicação de um programa de ajustamento econômico supervisionado pelo FMI. A lentidão e os percalços nas negociações com o Clube tornavam-se um obstáculo para a abertura de novas linhas de financiamento dos credores oficiais, especialmente os empréstimos do EXIMBANK.

A perspectiva mais ou menos generalizada de que o balanço de pagamentos voltaria a apresentar expressivo desequilíbrio em 1987 e, portanto, de que o país novamente ficaria sujeito a estrangulamento externo, recolocava a negociação da dívida externa como questão prioritária para a equipe econômica.

O quadro de grande incerteza em relação ao desempenho da balança comercial em 1987, sobretudo no que diz respeito ao dinamismo das exportações, bem como em relação ao comportamento dos investimentos estrangeiros, tornava extremamente arriscado quantificar com maior rigor a magnitude do hiato de recursos cambiais em 1987 e, em consequência, estabelecer alguns parâmetros que permitissem definir o raio de manobra do Brasil na negociação da dívida externa e as exigências mínimas que as autoridades econômicas deveriam fazer aos credores externos para evitar a drástica redução na capacidade de importação.

Além disso, os efeitos extremamente negativos do desequilíbrio externo sobre as expectativas dos agentes econômicos tornava urgente uma rápida definição sobre a forma de equacionamento do balanço de pagamentos de 1987, a fim de evitar que a exacerbação dos movimentos especulativos amplificasse os desequilíbrios internos e externos.

O Brasil voltava a retomar a negociação com os credores externos em um momento extremamente delicado. Além da maior vulnerabilidade no setor externo, amplificada pelo fraco desempenho da balança comercial a partir do terceiro trimestre de 1986, o governo enfrentava uma situação econômica interna em franca e acelerada deterioração. Se não bastassem os problemas econômicos, a equipe econômica começava a defrontar-se com uma situação em que havia sério risco de rápida dissolução na sua base de sustentação política, com reflexos imediatos sobre a estabilidade do próprio governo.

Como apontado, o principal ponto de discordância com os credores externos - principalmente com o Clube de Paris - girava em torno da exigência de vinculação da renegociação da dívida externa a um programa de ajustamento econômico monitorado pelo FMI. Neste aspecto, eram quatro as posturas prevalentes à época sobre esta questão. Em primeiro lugar, a do governo brasileiro, que rejeitava categoricamente voltar ao FMI, aceitando, no entanto, as condicionalidades do BIRD. Em segundo, a do Clube de Paris, aparentemente sob forte pressão da Secretaria do Tesouro dos EUA, colocando-se numa posição de

total intransigência em relação à possibilidade de não condicionar o acordo à existência de um programa de ajustamento monitorado pelo FMI. Em terceiro, a do diretor geral do FMI e do presidente da Reserva Federal dos EUA, que procuravam encontrar uma posição intermediária, sugerindo formas mais flexíveis de implementar o monitoramento. Nesse sentido, propunham que a política econômica brasileira fosse supervisionada pelo FMI através de duas consultas anuais: uma de rotina, baseada no artigo IV do Estatuto do FMI, e outra, que seria feita em Washington. O presidente da Reserva Federal também aventava a hipótese de maior participação do BIRD. Após contundente oposição a essa alternativa, aparentemente o governo brasileiro adotou uma postura mais moderada e começava a considerá-la como uma possível opção, caso o governo não conseguisse manter sua posição original.

Por último, havia sinais de que alguns bancos comerciais de maior porte aceitavam fechar um acordo de reescalonamento plurianual sem a supervisão da política econômica pelo FMI e mesmo sem a realização de um acordo prévio com o Clube de Paris. A capacidade desses banqueiros em fazer valer seus pontos de vista no Comitê Assessor era difícil de avaliar, pois tal procedimento estabeleceria um precedente que romperia a norma de conduta que orientava as negociações até o momento.

Além de problemas relacionados com o perfil do *monitoring* a ser fixado dentro das negociações da dívida

externa, registre-se que outras questões estavam então envolvidas de alguma maneira nas negociações, sobretudo como condicionante da posição do governo norte-americano. Estas questões eram a definição do alcance e dos termos da reserva de mercado, especialmente no caso da informática, particularmente as limitações à entrada de capital externo no setor; as condições de conversão da dívida externa em investimento direto; a participação do capital internacional no sistema financeiro nacional, inclusive no mercado acionário; e a mudança na legislação reguladora da atuação do capital estrangeiro no Brasil, a fim de adequá-la às novas exigências da estratégia de internacionalização e integração da produção mundial dos grandes oligopólios transnacionais.

IV. O ANO DE 1987 - EM BUSCA DE SOLUÇÕES ALTERNATIVAS

No final de janeiro de 1987 o governo finalmente concluiu um acordo de renegociação da dívida externa com o Clube de Paris. A superação do impasse nos entendimentos com os credores oficiais foi fruto de uma atitude mais cooperativa do FMI. Além da importância de seu relatório sobre o desempenho da economia brasileira em 1986 - uma avaliação relativamente favorável do Plano Cruzado e, em adendo, das medidas de ajuste do Plano Cruzado II, projetando um quadro de moderado otimismo para 1987 - a participação do Fundo nas reuniões do Clube de Paris foi importante para quebrar as resistências dos governos mais céticos em relação à oportunidade de se fechar um acordo com o Brasil. O fator decisivo para desbloquear os entendimentos no âmbito do Clube de Paris foi, entretanto, a mudança de posição da Secretaria do Tesouro norte-americano, que abandonou a posição de total intransigência em relação à necessidade de vincular qualquer acordo à supervisão da política econômica pelo FMI, aceitando a fórmula conciliatória - defendida pelo Diretor-Geral do Fundo e pelo presidente da Reserva Federal dos EUA - que substituiu o monitoramento tradicional por esquemas mais moderados de acompanhamento.

O acordo assinado com o Clube de Paris estabeleceu o reescalamento de um total de US\$ 4,122 bilhões, referentes a:

a) vencimento de US\$ 3,274 bilhões da dívida de 1985 e 1986, sendo US\$ 2,492 bilhões do principal e US\$ 782 milhões de

juros; b) amortizações que venceriam no 1º semestre de 1987, num total de US\$ 500 milhões; c) juros de mora de US\$ 348 milhões sobre atrasados da dívida vencida em 1985 e 1986.

Além disto, os vencimentos reescalados de 1985, 1986 e 1º semestre de 1987 foram prorrogados por um prazo total de seis anos, com três anos de carência e os juros de mora reescalados deveriam ser pagos em três parcelas semelhantes a partir de 30/6/88.

A outra condição era de que o Brasil se comprometeria a manter o FMI constantemente informado sobre o desempenho da economia, independentemente das consultas tradicionais previstas pelo artigo IV do Convênio Constitutivo, estabelecendo uma forma de relacionamento sem precedentes no Fundo, designada como contato ampliado (*enhanced contact*).

Por fim, o acordo estabelecia, ainda, uma série de cláusulas de salvaguardas contra desequilíbrios no balanço de pagamentos gerado por choques exógenos, como oscilações cambiais, exacerbação do protecionismo, redução nas taxas de crescimento dos países industrializados e aumento nas taxas de juros internacionais. Tais cláusulas permitiriam ao país deixar de cumprir alguns de seus compromissos.

Embora este acordo tenha ficado aquém das intenções originais do governo - que pretendia incluir no reescalonamento as amortizações vincendas no segundo semestre de 1987 e pedia

maiores prazos de pagamento e carência - o desfecho da negociação com o Clube foi celebrado pela equipe econômica como uma grande vitória. Argumentava-se, em primeiro lugar, que a assinatura do acordo não foi vinculada à adoção de um programa de ajustamento econômico supervisionado pelo Fundo. Tal fato, sem precedente na história do Clube de Paris, além de significar uma reafirmação da soberania nacional em um momento político e econômico extremamente delicado, foi interpretado como uma confirmação da tese - inúmeras vezes repetida pela equipe econômica - de que era possível negociar a dívida sem renunciar à determinação dos rumos da política econômica. Também se acreditava que tal precedente pudesse ser utilizado como forte argumento para reivindicar um tratamento semelhante na negociação com os credores privados.

Em segundo lugar, o acordo abria as portas para a retomada das negociações com o Comitê Assessor.

Por fim, considerava-se que o sucesso da negociação com o Clube de Paris abriria as linhas de crédito oficiais fechadas desde 1985, diminuindo a dependência do país em relação aos recursos dos credores privados. Especificamente, o governo esperava captar em 1987 algo em torno de US\$ 1 bilhão de crédito das instituições governamentais '41'.

41 O governo havia conseguido um empréstimo de US\$ 50 milhões do Fundo Nórdico e estava em negociações para obter US\$ 300 milhões do Eximbank Japonês e US\$ 50 milhões do Fundo Saudita. Tais recursos seriam destinados ao setor energético.

Ainda que não se possa ignorar o valor político e simbólico do acordo assinado com o Clube de Paris, é importante relativizar o seu impacto sobre as contas externas, pois os termos da negociação apresentavam significativa deterioração em relação às condições obtidas nos acordos anteriores. Além disso, o Brasil conseguiu condições bem piores do que as concedidas ao México no acordo assinado em setembro de 1986.

É importante ressaltar também que a forte e acelerada deterioração da situação econômica do país - tanto interna quanto externa - tornava o país extremamente vulnerável às pressões dos credores e corroía a confiança da comunidade financeira internacional no Brasil. Evidentemente, tais fatos contribuíam para deslocar ainda mais a correlação de forças a favor dos credores externos ⁴².

No dia 20/2/87 decretou-se a suspensão unilateral e por prazo indeterminado de todos os pagamentos de juros relativos à dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais estrangeiros. A suspensão dos pagamentos não incluía os juros referentes à dívida bancária de curto prazo e às dívidas de médio e longo prazos com credores não bancários (organismos multilaterais, agências governamentais e credores privados não-bancários). Excluía também as remessas de lucros e

42 Deve-se recordar, no entanto, o quadro externo vivido à época. Os desembolsos de dinheiro novo do acordo negociado com o México continuavam atrasados, comprometendo a estabilidade de seu balanço de pagamentos. As negociações com o Chile e as Filipinas continuavam em impasse em função da recusa de alguns bancos em negociar um acordo plurianual, nos moldes do mexicano. O Peru continuava com o pagamento da dívida suspenso e a Argentina estava por retomar os entendimentos com o Comitê Assessor em futuro próximo.

as repatriações de capital externo de risco. A justificativa para tal decisão estava na necessidade de proteger e recompor as reservas cambiais do país e abrir caminho para uma mudança qualitativa nos rumos do processo de tipo convencional de renegociação da dívida externa, em que a moratória seria utilizada doravante como instrumento de negociação.

Ao contrário do que ocorrera nos casos do México em 1982 e 1986 e do próprio Brasil em 1983, a atitude brasileira significou uma profunda ruptura nos procedimentos tradicionais vigentes nas relações entre os bancos credores e os países devedores. Em primeiro lugar, porque, apesar de todo o cuidado na sua divulgação, a moratória foi declarada unilateralmente, sem a prévia anuência dos credores privados, dos organismos internacionais e dos governos dos países centrais, sobretudo do norte-americano. Em segundo, porque o governo não fixou prazo para a normalização dos pagamentos, utilizando a moratória como recurso para pressionar os credores por mudanças qualitativas no tratamento da questão da dívida externa. A estratégia brasileira, além de negar a supervisão da política econômica pelo FMI, procurava deslocar o eixo da negociação do plano técnico-financeiro para o político, o que supunha também privilegiar os entendimentos com os governos dos países credores e relegar o Comitê Assessor dos bancos comerciais a um segundo plano(43).

43 Para abordagens detalhadas da moratória brasileira de 20/2/87 e suas consequências, consultar Portella Filho (1988b, 1988c), Batista Jr. (1988b) e Meyer (1988a).

A reação inicial da comunidade financeira internacional à decisão brasileira foi bastante negativa. Os governos dos países credores, liderados pelos EUA, repeliram imediatamente a tentativa de romper o padrão de negociação vigente, insistindo na necessidade de que os entendimentos se processassem diretamente com o Comitê Assessor e reafirmando a importância de condicionar qualquer acordo à adoção de um programa de ajustamento monitorado pelo FMI. Ao mesmo tempo, o governo norte-americano procurava isolar o país dos outros grandes devedores, pressionando os bancos comerciais a solucionarem rapidamente as negociações pendentes com o México, a Argentina, as Filipinas e o Chile. Os bancos reagiram à moratória brasileira cortando, em apenas três dias, aproximadamente US\$ 60 milhões de créditos comerciais e interbancários de curto prazo e ameaçando o país com retaliações ainda maiores.

Ao mesmo tempo em que reafirmou a disposição de continuar negociando - a fim de encontrar uma solução que permitisse ao país honrar seus compromissos externos - o governo brasileiro procurou neutralizar a reação da comunidade financeira internacional congelando, no dia 23/02/87, os saques das linhas de crédito de curto prazo dos bancos brasileiros no exterior ⁴⁴ Além disto, foi feito um esforço de divulgação para explicar no exterior a postura do Brasil e pedir apoio às autoridades econômicas dos países credores, ao FMI e ao BIRD.

⁴⁴ As agências dos bancos brasileiros no exterior ficaram proibidas de liquidar automaticamente os saques de linhas de crédito de curto prazo, transferindo a negociação com os bancos para o Banco Central.

Ainda que tal esforço não tenha gerado nenhum resultado concreto, o fato é que, após a forte reação inicial, a comunidade financeira internacional passava a adotar uma postura mais cautelosa e pragmática. O governo norte-americano, procurando evitar maior deterioração nas relações com o Brasil, relegava a supervisão da política econômica pelo FMI a um segundo plano. As autoridades dos EUA, com o apoio de instituições financeiras internacionais, passavam a insistir, no entanto, na definição de um programa de ajustamento econômico "consistente" e com legitimidade interna, mesmo que não monitorado formalmente pelo Fundo, e no encaminhamento de uma proposta de negociação concreta aos credores. Estas constituíam as duas pré-condições básicas para superar o impasse nas negociações. O fato dessas exigências terem sido formuladas logo após a apresentação de um plano de política econômica pelo governo brasileiro, significava uma pressão velada contra a permanência da equipe econômica⁴⁵. Ao lado disto, ao reclassificarem a dívida do Brasil para a categoria *sub-standard* em março de 1987, antes portanto do prazo convencional de 90 dias para atrasos no cumprimento das obrigações, as autoridades norte-americanas sinalizavam aos bancos comerciais para reforçarem suas reservas sobre os empréstimos ao país, precavendo-se contra possíveis desdobramentos negativos do processo de negociação. Além disto, o governo norte-americano também aumentava a pressão sobre os

45 Para maiores detalhes sobre este plano, consultar o documento elaborado pelo Ministério da Fazenda intitulado O Financiamento do Desenvolvimento Econômico no Período 1987-1991.

bancos comerciais, para que adotassem uma posição mais flexível em relação à concessão de dinheiro novo a outros devedores.

Procurando evitar que radicalizações desnecessárias nas relações com o Brasil acabassem provocando rupturas de consequências imprevisíveis, os credores privados também passaram a adotar uma postura mais conciliatória. Além de atenuarem a agressividade em seu discurso, acenavam com a possibilidade de retomar os entendimentos, desde que o governo brasileiro adotasse uma posição mais moderada. Isto é, que voltasse a pagar, mesmo que simbolicamente, os juros, o que significava, na prática, suspender a moratória. Apesar disto não ter acontecido, os bancos privados renovaram, em caráter voluntário, as linhas de crédito de curto prazo com vencimento em 31 de março e mantiveram informalmente o reescalonamento das amortizações de 1986 e 1987. Deve ser ressaltado também que não houve, como insistentemente ameaçado, cortes substanciais ou suspensão completa das linhas de financiamento de curto prazo dos Projetos 3 e 4.

A postura mais cautelosa dos credores privados, entretanto, vinha combinada com a persistência de ameaças mais ou menos veladas e com a adoção de medidas concretas de retaliação destinadas a intimidar e pressionar o governo brasileiro. Em primeiro lugar, o Comitê Assessor não endossou o pedido brasileiro de prorrogação dos créditos de curto prazo por sessenta dias, mas apenas repassou-o aos bancos. Conseqüentemente, o prazo das linhas de créditos comerciais

ficava, em geral, abaixo desse limite, gerando dificuldades para o setor exportador e para manter aquelas importações financiadas com recursos externos. O encurtamento de prazos também atingiu as linhas de créditos interbancários, os quais, em alguns casos extremos, foram depositados em prazos mínimos, tais como uma semana (Chase Manhattan) e um dia (Morgan Guaranty Trust). Ao lado disto, os bancos aumentaram o *spread* incidente sobre estas linhas de crédito de curto prazo (Projetos 3 e 4).

Em segundo lugar, vários bancos norte-americanos também classificaram os empréstimos de médio e longo prazos ao Brasil no regime de *non-accrual* '46' antes do prazo limite em que deveriam fazê-lo. Isso dificultava a obtenção de novos recursos e a redução dos *spreads* no reescalonamento futuro da dívida externa. Por último, os credores privados reiteravam que, apesar de a decisão brasileira de suspender o pagamento dos juros implicar prejuízos significativos, tais como constituição de reservas para devedores duvidosos e queda do valor de suas ações, o que criava problemas junto a seus acionistas, os bancos dispunham de recursos e métodos defensivos que lhes permitiam absorver tais prejuízos sem comprometer sua estabilidade financeira, ao contrário do que ocorreu em 1982. Isso de certa maneira limitava a pressão que a moratória podia exercer sobre os credores.

⁴⁶ Contabilização dos juros como receita somente quando de fato fossem pagos.

é importante destacar que o país também não conseguia recursos adicionais de agências governamentais e do BIRD. As primeiras, apesar do acordo com o Clube de Paris, não reabriam as linhas de crédito. O Banco Mundial, por sua vez, condicionava novos projetos setoriais, assim como eventuais empréstimos por programa, à definição de uma política econômica "consistente". O BIRD continuaria, no entanto, liberando os recursos para os projetos já autorizados.

Enfim, a estratégia da comunidade financeira internacional parecia ser a de manter as negociações em compasso de espera, pois avaliava-se que o tempo corria contra o Brasil. Primeiro, porque a equipe econômica passava por um processo de crescente desgaste interno. Segundo, porque considerava-se que o país não conseguiria resistir ao estrangulamento cambial e, em algum momento, teria de recuar e assumir posições mais conciliatórias.

Essa postura da comunidade financeira internacional tornava bastante difícil qualquer previsão a respeito dos possíveis desdobramentos da negociação da dívida externa. A viabilidade de o Brasil sustentar sua posição dependeria fundamentalmente de sua capacidade de continuar sobrevivendo sem dinheiro novo, supondo que os credores não cortassem os créditos de curto prazo, e nem praticassem outras formas de retaliação. A sobrevivência sem dinheiro novo dependeria da recuperação do superávit comercial, e da manutenção do fluxo de recursos oficiais e dos investimentos diretos no nível previsto

pelo Banco Central. Mas o Brasil dispunha de reduzido grau de liberdade, pois a sustentação das reservas exigia um superávit em torno de US\$ 7,5 bilhões, segundo avaliações então feitas(47).

Ainda que a geração de um superávit comercial em torno de US\$ 7,5 bilhões não fosse uma meta impossível, uma série de fatores debilitava a posição do Brasil. Neste sentido, destaque-se que o fluxo de divisas apresentaria forte desequilíbrio no curto prazo, pois a recuperação do saldo comercial ocorreria de maneira mais vigorosa apenas no segundo semestre. Portanto, para que a economia não enfrentasse uma crise de liquidez era necessário obter recursos novos, ao menos transitoriamente, o que exigiria algum entendimento com os credores. Esse entendimento, entretanto, se via dificultado pela crescente deterioração das bases de sustentação política da equipe econômica.

A troca de equipe econômica em abril de 1987 significou também uma mudança nos rumos do processo de renegociação da dívida e na orientação da política econômica. Em meados do ano surgiram os primeiros indícios do que viria a ser a proposta do ministro Bresser para o encaminhamento da questão, em que se propunha um esquema de renegociação baseado

47 No último trimestre de 1986, a balança comercial apresentou sucessivos déficits. Em outubro o déficit comercial foi de US\$ 83 milhões, em novembro de US\$ 38 milhões e em dezembro de US\$ 218 milhões. Em janeiro de 1987, o déficit foi de US\$ 36 milhões. Somente em fevereiro e março de 1987 é que iniciava-se a recuperação, com US\$ 320 e 302 milhões respectivamente. O valor médio mensal do superávit comercial até agosto de 1986 girou em torno de US\$ 1,0-1,1 bilhão. Por outro lado, as reservas caíram para cerca de US\$ 3,2-3,3 bilhões no período fevereiro-março de 1987.

na securitização da dívida com incorporação do deságio praticado no mercado secundário de títulos da dívida externa (48).

A proposta apresentada posteriormente à comunidade financeira internacional em setembro de 1987 tinha como características os pontos listados a seguir.

O financiamento global dos juros representaria cerca de US\$ 10,4 bilhões para o período 1987-1989. Para 1987, aproximadamente US\$ 4,3 bilhões, equivalente a 75% dos juros devidos no ano ou 100% dos juros devidos entre 20/2/87 e 31/12/87 sobre a dívida de médio prazo. Para o biênio 1988-89, cerca de US\$ 3,0 bilhões correspondentes a 1988 (50% dos juros devidos no ano), e cerca de Cz\$ 3,1 bilhões correspondentes a 1989 (50% dos juros devidos no ano). Propôs-se também a redução para zero do *spread* cobrado sobre a taxa básica de juros.

Nesta proposta, seriam incluídos dois mecanismos defensivos: a) fixação de um teto para as taxas de juros (*interest capping*), sendo que o excedente acima deste teto seria automaticamente refinanciado; b) adoção de uma cláusula de salvaguarda, no caso de agravamento nas relações de troca do país.

A proposta apresentada em setembro de 1987 previa a transformação em títulos (*securitization*) de uma parte do

débito brasileiro. A idéia era transformar a dívida velha, desvalorizada no mercado secundário de títulos, em dívida nova, com a incorporação de um deságio. Esta seria a contribuição para um enfoque não convencional, de longo prazo, que a proposta brasileira pretendia dar aos agentes envolvidos no processo de renegociação da dívida(49).

Finalmente, propôs-se a tese da desvinculação, segundo a qual os credores privados não deveriam reter seus desembolsos se, por algum motivo, o FMI não liberasse os seus. Uma vez acertada a desvinculação, acordos com o FMI seriam feitos em simultâneo ou posteriormente ao acordo com os credores privados.

A margem de manobra das autoridades econômicas do país parecia reduzir-se, uma vez que em outubro de 1987 os juros devidos pelo Brasil viriam a ser considerados como perdas nos balanços dos credores privados norte-americanos(50). A consequência mais importante para o Brasil seria que os bancos não poderiam mais fazer novos empréstimos. Ainda que fosse comum argumentar, à época, que, de qualquer maneira, o Brasil não contaria com a entrada de dinheiro novo, não estava claro como se fecharia o balanço de pagamentos em 1987. Além disso, o comércio exterior brasileiro dependia das linhas de crédito de

49 Ver Proposta do Brasil.

50 Isto é, o ICERC (*Interagency Country Exposure Review Committee*) - a agência norte-americana que supervisiona os empréstimos bancários externos - rebaixaria os créditos brasileiros da categoria *substandard* para *value impaired*, obrigando os bancos comerciais a fazerem o *write-off* (redução do valor contábil dos empréstimos). Na verdade, uma tal atitude por parte dos bancos comerciais significaria simplesmente contabilizar no balanço dos bancos os descontos que de alguma forma já estavam sendo observados na negociação dos títulos brasileiros no mercado secundário.

curto prazo, cuja redução ou eliminação podia ser utilizada pelos bancos como retaliação.

A agudização dos conflitos evidentemente seria a pior solução para ambas as partes. Por um lado, os bancos teriam que declarar como perda empréstimos que do ponto de vista econômico eram, no médio prazo, recuperáveis, não obstante os riscos políticos e as dificuldades econômicas pelas quais o país passava. Prova disto era a rápida recuperação do saldo da balança comercial brasileira, já em maio-junho de 1987⁵¹. Acreditava-se que o deságio dos papéis brasileiros no exterior refletia mais as incertezas políticas conjunturais do que um problema eminentemente econômico e estrutural da dívida, devendo reduzir-se no momento em que a moratória fosse levantada e em que o conteúdo da nova Constituição fosse conhecido. O país, por outro lado, estava tendo problemas para renovar as linhas de crédito de curto prazo, imprescindíveis para manter a *performance* do setor externo. Adicionalmente, precisava de dinheiro novo para financiar o forte desequilíbrio do balanço de pagamentos em 1987 e se não quisesse comprometer ainda mais as precárias condições internas.

Assim, na primeira semana de novembro o governo brasileiro e o Comitê Assessor chegaram a um "entendimento

51 Em maio, o superávit comercial foi de US\$ 960 milhões. A partir de junho e até setembro a média mensal do superávit comercial foi de US\$ 1,45 bilhão. Tal rápida e surpreendente recuperação do saldo comercial foi fruto de uma política cambial mais agressiva que manteve o sistema de minidesvalorizações diárias do câmbio e promoveu duas mididesvalorizações, em maio (8,5%) e em junho (9,5%), aliada a uma política de forte controle da demanda interna, principalmente pela compressão dos salários reais. Em outras palavras, retomou-se o *mix* de política indutor no curto prazo de vultosos superávits comerciais. Para uma avaliação destas questões e de outras ligadas ao setor externo da economia brasileira em 1987, consultar Andrade (1988).

preliminar" em torno da normalização das relações financeiras com o país, bem como em relação à definição de um cronograma, *procedures* e alguns parâmetros que deveriam orientar as negociações de um acordo de médio e longo prazos. Duas foram as versões apresentadas ao público, uma do Comunicado Conjunto e outra do Ministério da Fazenda.

Conforme o Comunicado Conjunto divulgado em Nova Iorque, o Brasil comprometeria-se a suspender simbolicamente a moratória, regularizando até junho de 1988 o pagamento de US\$ 4,5 bilhões referentes ao pagamento de juros de 1987; adotar um programa de ajustamento nos moldes do FMI; e negociar o reescalonamento e refinanciamento da dívida com o Clube de Paris.

Em contrapartida, os credores privados comprometeriam-se a conceder um *bridge-loan* (empréstimo-ponte) de US\$ 3 bilhões, a vencer em 30 de junho de 1988, equivalente a 2/3 dos juros vencidos após a decretação da moratória. Isto significava que o Brasil teria de arcar com 1/3 dos juros vencidos em 1987, desembolsando uma quantia equivalente ao acúmulo de reservas viabilizado pela suspensão do pagamento de juros. Além disto, comprometeriam-se a negociar um acordo de médio e longo prazos, respeitando um rígido cronograma definidor das datas-limite para as diferentes etapas de negociação e cujo cumprimento condicionaria a suspensão definitiva da moratória. O Comunicado Conjunto previa explicitamente um acordo de reescalonamento, não assumindo

nenhum compromisso a *priori* de incluir o refinanciamento dos juros nas negociações do pacote de médio e longo prazos. Por fim, o Comitê Assessor enviaria um telex aos bancos membros pedindo a manutenção dos créditos de curto prazo até o final das negociações.

Por exigência do Brasil, o Comunicado também fez uma vaga menção ao fato de que o país acreditava que os desembolsos de dinheiro novo da comunidade financeira internacional deviam estar desvinculados do cumprimento de um programa de ajustamento do Fundo, sugerindo também que isto fosse garantido no acordo de médio prazo e longo prazos a ser negociado com o Comitê Assessor.

Além dos tópicos acima mencionados, o Comunicado divulgado pelo Ministério da Fazenda incluía como compromissos do Comitê a solicitação aos bancos membros de prorrogação até 1/10/88 dos depósitos das amortizações da dívida de 1986, que estavam vencidos desde 15/4/87, e que o acordo definitivo deveria incluir o reescalonamento e refinanciamento do serviço da dívida de 1987-1989, sendo que para o refinanciamento dos juros de 1987 já haveria um acerto preliminar em torno de uma cifra indicativa de US\$ 3,4 bilhões.

Além desses compromissos, o documento do Ministério da Fazenda declarava que o Comitê reconhecia a importância do mecanismo de transformação *voluntária* de dívida em bônus para a solução do problema da dívida. Por fim, o comunicado brasileiro

marcava posição em relação a uma série de questões e procedimentos que deveriam orientar a atitude dos negociadores brasileiros.

Destaque-se, em primeiro lugar, a determinação de reivindicar cláusulas de salvaguarda contra choques nas taxas de juros e mudanças desfavoráveis nas relações de troca do país. Em segundo lugar, a decisão de desvincular os desembolsos de recursos das agências governamentais e organizações multilaterais daqueles oriundos dos bancos comerciais. Terceiro, a disposição de condicionar a manutenção dos pagamentos de juros a partir de 1/1/88 à existência de recursos advindos do acordo final a ser firmado e, sugere o documento, à disponibilidade de financiamento *bancário* do primeiro semestre de 1988, cuja magnitude precisava ser definida. É importante registrar que tal condicionalidade não só não foi mencionada no Comunicado Conjunto, como o contradizia, pois o texto de Nova Iorque sugeria explicitamente que os recursos para financiar parte dos juros vencidos em 1988 até a conclusão final do acordo deveriam advir das agências oficiais e das organizações internacionais. Por fim, o Brasil também afirmava que as condições de custo estabelecidas para o empréstimo-ponte não seriam tomadas como precedente para a segunda fase de negociação em torno da dívida de médio e longo prazos.

O acordo provisório de novembro de 1987 previa também um esquema de desembolso dos pagamentos de juros, um cronograma para as negociações e a suspensão definitiva da moratória.

Estabelecia a retomada do pagamento dos juros em duas etapas. Na primeira, previa-se o desembolso de US\$ 1,5 bilhão (US\$ 500 milhões pelo Brasil e US\$ 1 bilhão pelos credores privados) em duas parcelas que venceriam em 30/11/87 e 31/12/87. Na segunda, deveriam ser desembolsados os US\$ 3 bilhões restantes (US\$ 1 bilhão pelo Brasil e US\$ 2 bilhões pelos bancos comerciais) quando entrasse em vigor um acordo de refinanciamento externo de médio e longo prazos. Além do pagamento dos juros referentes a 1987, o acordo estabelecia que o Brasil deveria retomar o pagamento dos juros de 1988.

O esquema acertado com o Comitê Assessor introduzia pelos menos três novidades em relação aos procedimentos normalmente adotados nas concessões de empréstimos-ponte. Primeiro, as datas previstas para o desembolso dos recursos asseguravam ao governo brasileiro, até a assinatura final do acordo, a possibilidade de voltar a utilizar a suspensão dos pagamentos de juros como poderoso recurso de negociação. Isto porque, até a conclusão da negociação e o pagamento final da parcela de US\$ 3 bilhões, o esquema de desembolso acertado mantinha os juros em atraso próximos da data crítica de seis meses, o que significava que, na eventualidade de uma retomada da moratória, os créditos concedidos pelos bancos norte-americanos ao Brasil voltariam a ficar sujeitos à reclassificação pelo ICERC. Portanto, a retomada do pagamento dos juros não significava a renúncia à moratória como recurso de pressão sobre os credores, ainda que pudesse significar uma redução na sua eficácia como arma de negociação.

Segundo, contrariando as características dos *bridge-loans* negociados anteriormente pelo Brasil e outros devedores, o acordo com o Comitê não incluía recursos de fontes oficiais nem de organismos internacionais.

Finalmente, o empréstimo-ponte foi concedido sem que o país estivesse adotando um programa com o FMI, ainda que o comunicado dos credores contivesse implicitamente o pressuposto de que parte de seu desembolso (US\$ 2 bilhões) só seria realizado caso o Brasil tivesse recorrido aos empréstimos desta instituição.

A sincronização dos desembolsos para pagamento dos juros com o encaminhamento do acordo de médio e longo prazos estabelecia datas críticas no processo de negociação. Até 15/1/88 o Comitê Assessor deveria enviar aos seus membros uma Minuta de Entendimento definindo as bases do acordo. Até 15/3/88, receberia-se o volume mínimo de adesões necessário para a ratificação do acordo e até 16/6/88 o mesmo deveria ser assinado.

A definição de prazos limites para a superação das várias etapas de negociação revelou-se inovação importante pois, ao definir um horizonte temporal para a conclusão de um acordo, inibia a estratégia dos credores de procrastinar os entendimentos por tempo indeterminado. Tal procedimento fortalecia o poder de barganha do país e atenuava o impacto

perverso sobre a economia dos processos de negociações desgastantes e inconclusivos.

O acordo estabeleceu também algumas condições em relação ao pagamento do empréstimo-ponte de US\$ 3 bilhões. Entre elas, a adoção da *libor* como taxa de juros de referência, *spread* de 0,875% e comissão de 0,125%. Além disto, oferecia uma taxa de participação equivalente a 0,125% e 0,0625%, dependendo da data de adesão das instituições ao pacote (*early participation fees*). Com este mecanismo, pretendia-se incentivar a rápida concretização do acordo, premiando os bancos que tomassem a iniciativa de participar do empréstimo-ponte.

Assim o custo efetivo do empréstimo-ponte ficaria entre *libor* mais 1,0625% e *libor* mais 1,125%. Embora a comparação não seja muito pertinente, pois os acordos são de natureza qualitativamente distinta, cabe assinalar que o Brasil obteve condições piores do que as então concedidas ao México, Argentina e Uruguai em seus acordos de médio prazo, as quais ficaram entre *libor* mais 0,8125% (México e Argentina) e *libor* mais 0,875% (Uruguai). Também é relevante assinalar que a volta da cobrança de comissões e a introdução de uma taxa de participação antecipada constituía um retrocesso em relação à última negociação do Comitê com o país.

O não cumprimento do cronograma de negociação estabelecido no entendimento preliminar de novembro de 1987

criou, no início de 1988, um sério impasse na negociação da dívida externa com os credores privados.

O principal problema decorria do fato de que, para evitar o rebaixamento dos empréstimos dos bancos norte-americanos ao Brasil pelo ICERC, era indispensável que os juros vincendos em 1988 fossem pagos regularmente. Contudo, como até o dia 15 de janeiro de 1988 o Brasil não havia assinado uma Minuta de Entendimento com o Comitê Assessor, que definisse as bases de um acordo de médio e longo prazos, houve uma violação das condições exigidas pelo país, e explicitamente definidas no entendimento provisório de novembro de 1987, para a superação de mais uma etapa do processo de suspensão definitiva da moratória. Adicionalmente, a normalização dos pagamentos dos juros referentes à primeira metade de 1988 tornou-se problemática, porque não houve qualquer menção, na versão dos bancos do entendimento preliminar, à contribuição dos bancos comerciais para o financiamento de tais despesas.

Diante dessa situação, após um primeiro momento em que o Comitê Assessor insistiu que o país retomasse incondicionalmente o pagamento dos juros, os credores, pressionados pelo governo norte-americano, recuaram para uma posição menos intransigente, considerando outras alternativas para superar o impasse.

Em princípio, a estratégia do Comitê consistia em negociar algum esquema interino, semelhante ao acertado no

final de 1987, que evitasse que o Brasil retomasse a moratória, até chegar a um acordo de médio e longo prazos. Como os bancos relutavam em fechar qualquer compromisso de médio prazo antes da promulgação da nova Constituição, o Comitê acenava com a possibilidade de fechar um acordo provisório até meados de 1988.

Além da resistência em aceitar imediatamente um acordo de médio e longo prazos, os bancos insistiam em restringir a negociação de médio prazo apenas a 1988 ou, no máximo, aos primeiros meses de 1989. Esta posição significava um forte golpe às pretensões brasileiras, já que desde setembro de 1987 o governo havia apresentado proposta no sentido de firmar um acordo abrangendo um período mais amplo.

A nova equipe de negociadores brasileiros, agora comandada pelo ministro Mailson da Nóbrega, reagiu à ofensiva dos credores internacionais de maneira bastante tímida, fazendo uma série de concessões em relação às posições já consolidadas no acordo provisório e recuando em uma série de aspectos importantes da proposta ao Comitê durante a gestão Bresser⁽⁵²⁾.

Primeiro, o governo aparentemente mudou o objetivo da negociação. Na proposta enviada pelo ex-ministro Bresser,

⁵² Observe-se que, segundo depoimentos de pessoas diretamente envolvidas nas negociações encaminhadas pela equipe que saía, existia em preparação um segundo passo a ser dado para pressionar os credores à uma abordagem mais definitiva da questão: em janeiro de 1988 seria feita uma securitização compulsória da dívida (redução unilateral) caso surgissem evidências concretas de que os bancos comerciais continuariam a resistir em assinar um acordo em bases mais realistas, apesar das concessões e gestos de boa vontade que já haviam sido feitos no entendimento preliminar de novembro de 1987. Ver Bresser Pereira (1988, p. 224 e p. 236), Bresser Pereira (1989, p. 25, n.1) e Bracher (1988).

procurava-se obter um acordo que combinasse o enfoque convencional com uma abordagem alternativa de longo prazo. A proposta da antiga equipe econômica foi montada tendo em vista basicamente dois objetivos supostamente inegociáveis: "assegurar razoável crescimento econômico" e "encaminhar uma solução de longo prazo para o problema da dívida". De acordo com a orientação da nova equipe, no entanto, o principal objetivo do Brasil na negociação deveria ser o seu sucesso, mesmo que para isso o governo tivesse que fazer concessões e recuar para um acordo convencional. Defendia-se a nova postura argumentando que o custo de um acordo, mesmo que convencional, era inferior à falta de algum acordo. Com isto, colocava-se um acordo com os bancos como a principal prioridade da nova gestão, de maneira a acelerar a desejada regularização das relações com a comunidade financeira internacional.

Em segundo lugar, a nova equipe pretendia conduzir as negociações em termos estritamente *técnicos*. Neste sentido, descartou-se definitivamente a estratégia, amplamente utilizada pelos dois antecessores, de politizar o problema da dívida e, paralelamente às conversações com o Comitê, negociar diretamente com os governos dos países centrais, particularmente o norte-americano. Manifestou-se também a intenção de aumentar a autonomia em relação ao Congresso (sobretudo a Comissão da Dívida Externa do Senado), deixando de comunicar-lhe o andamento de cada etapa do processo de negociação. Assim, uma vez concluída a negociação, o governo

apenas anunciaria ao Parlamento o resultado final dos entendimentos.

Terceiro, rejeitou-se explicitamente a moratória como recurso de negociação, renunciando espontaneamente à utilização do maior trunfo do país frente aos credores.

Esta nova postura teve uma série de implicações sobre a proposta do Brasil aos bancos. Em primeiro lugar, deixava-se condicionar o pagamento dos juros de 1988 à conclusão de um acordo de médio prazo.

Em segundo, em sintonia com a visão do governo norte-americano, o governo brasileiro aceitava fazer um gesto de boa vontade para reafirmar a suspensão simbólica da moratória e preservar o arcabouço do entendimento preliminar negociado no final de 1987. Para isso, o governo considerava até mesmo a possibilidade de iniciar o pagamento de uma parcela dos juros vencidos em 1988, desde que os credores dessem demonstrações concretas de que desejavam um acordo com o país. No que diz respeito aos recursos para financiar o pagamento integral dos juros de 1988, até a conclusão das negociações, o governo considerava basicamente o seguinte: a) divisão em três partes iguais dos juros, ficando uma sob responsabilidade dos bancos, outra dos organismos internacionais e/ou da Reserva Federal norte-americana e a terceira do Brasil; b) depósito do dinheiro em uma conta especial, a crédito dos bancos, ficando o saque vinculado ao desfecho positivo da negociação de médio e longo

prazos; e c) antecipação do desembolso da parte não utilizada do empréstimo-ponte de US\$ 2 bilhões, concedido pelos bancos em dezembro de 1987.

Em terceiro e último, com o objetivo de agilizar os entendimentos, as autoridades também admitiam rever alguns pontos da proposta do Brasil enviada ao Comitê em setembro de 1987. Concretamente, o governo considerava a possibilidade de reduzir o pedido de dinheiro novo, aceitar um acordo que incluísse apenas 1988 ou até mesmo um acordo preliminar abrangendo somente os seis primeiros meses de 1988 e desvincular o processo de transformação de dívida externa em investimento do processo de securitização da dívida contido na proposta Bresser. Além disto, flexibilizava outros aspectos da legislação relativa à conversão da dívida e subordinava a negociação da securitização da dívida externa à obtenção de um acordo de reprogramação das amortizações e refinanciamento dos juros. Considerava-se até mesmo a possibilidade de postergar a negociação da securitização para um segundo momento. Por fim, considerava a possibilidade de negociar, *simultaneamente*, com o Comitê Assessor e com o FMI. Observe-se, contudo, que o ministro da Fazenda afirmava explicitamente que o governo mantinha a proposta de desvinculação dos desembolsos de dinheiro novo dos bancos comerciais do cumprimento das metas de desempenho do programa do Fundo, uma das principais exigências da proposta Bresser.

O novo contexto no qual transcorriam as negociações e as implicações da nova postura suscitam dois breves comentários. De um lado, destaque-se que o afrouxamento no trato da questão do endividamento ocorria exatamente em um momento em que vários aspectos tendiam a atuar favoravelmente sobre a correlação de forças do Brasil. Apesar dos problemas da economia norte-americana, o superávit da balança comercial brasileira permanecia em nível elevado e não havia, no curto prazo, perspectiva de reversão desse quadro. A comunidade financeira internacional encontrava-se em uma situação particularmente delicada devido às restrições cambiais de importantes devedores, como, por exemplo, a Argentina, que considerava abertamente a possibilidade de também vir a declarar uma moratória. O acordo de securitização da dívida negociado pelo México abria um precedente para os demais devedores, bem como reforçava a visão de que o padrão de negociação então vigente estava esgotado e que era necessário encontrar novas soluções para o problema da dívida externa. A unidade do cartel dos credores estava cada vez mais ameaçada. Além de problemas de representatividade, o Comitê Assessor começava a enfrentar graves dificuldades para acomodar os interesses dos bancos membros, principalmente as diferenças entre os bancos das várias regiões geográficas, os de diferentes portes e os que apresentavam grandes discrepâncias no seu grau de *exposure* no país. Destaque-se que em janeiro de 1988 vários bancos norte-americanos de menor porte constituíam reservas adicionais contra perdas relativas a empréstimos de países devedores. Tal fato enfraquecia ainda mais o cartel dos

bancos e contribuía para diminuir a resistência de alguns em aceitar perdas maiores no valor de seus ativos, abrindo o caminho para esquemas alternativos não convencionais, como, por exemplo, os de securitização.

O governo norte-americano, apesar das ameaças recorrentes de sanções comerciais contra a lei de informática como forma de pressão na negociação da dívida externa, até aquele momento mantinha-se numa postura razoavelmente conciliatória, evitando introduzir um ponto adicional de conflito nas negociações e pressionando os bancos para que adotassem posições mais flexíveis e pragmáticas.

A despeito destes aspectos favoráveis, as dificuldades no *front* interno, sobretudo o descontrole da inflação, a precária situação do governo Sarney como um todo e a constante troca de equipes econômicas, inclusive dos negociadores da dívida externa, enfraqueciam a posição do país frente aos credores externos. Tal fato, na prática, impedia que o Brasil tirasse proveito de um panorama externo que não lhe era adverso.

De outro lado, é importante comentar que a decisão de não exigir um acordo de médio e longo prazos para a suspensão definitiva da moratória, bem como a disposição de aceitar um novo acordo provisório, tinha pelo menos duas implicações desfavoráveis ao país. Em primeiro lugar, tal solução inviabilizaria, na prática, a troca de dívida por títulos, na

medida em que não rompia com a cláusula de *onus-sharing*, condição indispensável para viabilizar legalmente a negociação individual com os bancos. Além dos problemas relacionados com as incertezas para a programação do setor externo, a falta de um acordo de médio e longo prazos fazia com que o país estivesse periodicamente sujeito às pressões da comunidade financeira internacional.

Paralelamente às negociações com o Comitê Assessor, o governo iniciou contatos formais com o FMI, pré-condição para a negociação com o Clube de Paris. Os entendimentos com o BIRD para a liberação de empréstimos setoriais também continuavam em andamento.

V. O BIÊNIO 1988/1989 - OS LIMITES DO ENFOQUE *HUDDLING*
THROUGH

No biênio 1988-89 o governo brasileiro procedia a uma guinada radical na atitude até então prevalecente no trato com seus credores e retomava a abordagem convencional de reciclagem da dívida, que já dava sinais de esgotamento. Em consequência, o acordo negociado com os credores privados em setembro de 1988 não tocou no constrangimento crucial frequentemente apontado - o encaminhamento de uma solução estável e de longo prazo para o endividamento externo. Antes, reiterou a mega-transferência líquida de recursos em direção à comunidade financeira internacional, persistindo na estratégia habitual dos acordos celebrados por inúmeros devedores nos últimos anos. Como se observará, o montante de recursos com que os bancos participaram no acordo foi reconhecidamente exíguo face às necessidades reais de um equilíbrio mais duradouro no balanço de pagamentos. Na realidade, o acordo acabou por prover o financiamento necessário à parcela dos juros não pagos e acumulados em virtude da decretação da moratória unilateral de fevereiro de 1987.

Além disto, os tão propalados benefícios que adviriam do acordo foram de escopo limitado, representando a manutenção de elevados gastos na conta de juros. Tal acordo, pois, nada aduziu no sentido de alterar o contexto de estagnação (tendendo à recessão) e inflação (tendendo à hiperinflação) que foi a

característica central da economia brasileira ao longo da década de 80, e que, naquele momento, tendia a se intensificar.

O objetivo deste capítulo é situar, a partir de um *approach* crítico, o acordo feito pelo governo brasileiro em setembro de 1988 e seus desdobramentos em 1989, enfatizar a timidez dos supostos avanços alcançados no seio do processo de renegociação, reconhecer a insuficiência do mesmo para propiciar uma solução duradoura para o problema do endividamento externo e evidenciar o seu abandono no momento em que a realidade falou mais forte que a ilusão dos formuladores de política.

Decorridas as tentativas de se construir esquemas alternativos de renegociação da dívida, visando soluções mais amplas e definitivas com a introdução de propostas inovadoras, tais como a securitização de parte da dívida e a absorção de parte do deságio dos títulos brasileiros praticado no mercado secundário internacional, as autoridades econômicas brasileiras iniciavam, a partir de janeiro, o processo de renegociação dos juros da dívida vincenda no biênio 1988-89. Neste momento, começavam a surgir explicitamente os contornos do esquema de renegociação convencional proposto pela nova equipe econômica, que guardava estreita semelhança com os objetivos dos credores externos.

A retomada das negociações sob a liderança do novo Ministro da Fazenda deu-se em meio a alguns mal-entendidos, o

que levou à interferência direta da Secretaria do Tesouro dos EUA para impedir a implosão das negociações então reencetadas pela equipe negociadora do país. O ponto de atrito mais importante era o *timing* do pagamento dos juros de 1988, se tão logo fossem vencendo, como queriam os credores privados, ou se atrelados ao desfecho de um acordo formal mais amplo com o Comitê Assessor.

Passado este período inicial de tensão, as autoridades arbitraram por fazer gestos táticos de boa vontade. Com o pagamento, no início de fevereiro, de uma parcela de US\$ 350 milhões relativa a 37% dos juros vencidos em janeiro, o governo brasileiro suspendia, na prática, a moratória decretada em 20/2/87. Com isso, já ao final de fevereiro, as negociações avançavam para um entendimento mais abrangente.

Somente em meados do ano (22/6/88) o governo brasileiro e o Comitê Assessor anunciaram a conclusão do acordo de reescalonamento da dívida externa de médio e longo prazo, por meio da assinatura de um protocolo de entendimento (*term sheet*). Neste meio tempo, as autoridades brasileiras mantiveram em dia o pagamento dos juros devidos que iam vencendo.

Paralelamente ao encaminhamento dos entendimentos que desembocaram nos termos da minuta do acordo entre o governo brasileiro e seus credores privados, reiniciava-se o processo de restabelecimento das relações com o restante da comunidade financeira internacional, que passou por vários estágios. Em

ordem cronológica, em 12/7/88, o Banco de Exportação e Importação dos Estados Unidos (EXIMBANK), a agência oficial financiadora de exportações, e a sua associada na área de seguros, a *Foreign Credit Insurance Association* (FCIA), decidiram voltar a financiar as linhas de médio e longo prazos às exportações brasileiras, suspensas desde a decretação da moratória. Uma semana depois, em 19/7/88, o país conseguiu um empréstimo ponte de US\$ 500 milhões negociado com os principais governos dos países centrais, com significativo apoio do governo norte-americano, responsável por 50% do montante global emprestado. No dia 26/7/88 o *board* do FMI aprovou um empréstimo *stand-by* de 18 meses, englobando recursos equivalentes a 1,096 bilhão de DES, ou cerca de US\$ 1,4 bilhão. Ainda no final de julho o governo brasileiro fechou um acordo de renegociação com o Clube de Paris. Por fim, em 22/9/88, formalizou-se o acordo com os bancos credores, completando-se o processo de regularização e revogando-se oficialmente a moratória.

O acordo assinado em setembro de 1988 tinha uma série de pontos importantes que merecem exposição detalhada. A seguir é feita uma descrição dos mesmos. Com a Resolução nº 1.516, baixada em 21/9/88, o Banco Central revogou formalmente a moratória sobre os juros da dívida externa brasileira que havia sido decretada pela Resolução nº 1.263 de 20/2/87. Paralelo a isto, no dia seguinte, em 22/9/88 as autoridades brasileiras assinaram o acordo plurianual de renegociação com os credores privados. Os parâmetros básicos deste acordo foram⁽⁵³⁾:

⁵³ Ver Brasil- Programa Econômico, vol. 18, setembro de 1988 e Comunicado Brasileiro.

- reescalonamento de 94% da dívida de médio e longo prazos, com vencimentos de 1987 a 1993 (incluídas também as amortizações de 1986), cujo montante global era de US\$ 63,6 bilhões, com prazo de 20 anos de pagamento e 8 de carência;

- incidência de um novo *spread* de 0,8125% a.a. sobre a *libor*, a vigorar a partir de 1/1/88, para os depósitos no Banco Central (*Deposit Facility Agreements*) e, para o débito global do setor público, a vigorar a partir de 1/1/89. Todos esses contratos suprimiram a opção pela taxa *prime*. Além disso, os pagamentos dos juros aos credores passariam a ser feitos em bases semestrais, ao contrário da programação trimestral de pagamento vigente anteriormente;

- *new money*: equivalente a US\$ 5,2 bilhões de recursos de longo prazo com prazo de amortização de 12 anos e 5 de carência, para financiamento do balanço de pagamentos entre 1987 e o primeiro semestre de 1989;

- *relending*: permissão para reempréstimo dos novos recursos (*onlending*) e dos fundos depositados no Banco Central (*Deposit Facility Agreements*). As operações com o setor privado ficaram sujeitas a um

limite mensal ditado pelas necessidades de administração da política monetária. As operações com o setor público ficaram atreladas ao *rollover* da dívida e somente com autorização prévia das autoridades econômicas. Para o setor privado, o reempréstimo do dinheiro novo (*onlending*) teria prazo mínimo de 6 anos, com 3 de carência e o reempréstimo dos DFA teria prazo de 7 anos, com 5 de carência. Por fim, as operações com o setor público teriam prazo mínimo de repasse de 12 anos, com 5 de carência;

- *exit bonds*: o acordo previa a emissão no mercado internacional de títulos de bônus de saída pelo Tesouro Nacional, com prazo de resgate de 25 anos, com 10 de carência e uma taxa fixa de juros de 6% a.a. A idéia por trás deste instrumento de securitização era de que os bancos privados desejosos de diminuir a sua *exposure* com o Brasil encontrassem um mecanismo financeiro adequado. Os detentores dos bônus de saída poderiam usá-los com dois objetivos: nas operações de conversão da dívida em investimento ou em troca de OTN com cláusula cambial (com prazo e rendimento semelhantes aos bônus originalmente emitidos). Estimou-se, inicialmente, em US\$ 5 bilhões o volume de emissão dos bônus de saída, até o montante de US\$ 15 milhões por banco;

- sistema *interest carve-out*: este sistema de incidência do novo *spread* negociado abrangeria a dívida global do setor público que foi reescalorada, além da dívida vencida depositada no Banco Central. Como se sabe, os processos anteriores de renegociação utilizaram largamente o sistema *serial pick-up Deposit Facility Agreement*. O sistema *serial* prevê que o novo *spread* incida apenas sobre o montante da dívida vincenda em cada momento. A metodologia do *interest carve-out*, por outro lado, previa que as novas condições do acordo passariam a vigir sobre a totalidade da dívida reestruturada. A adoção do sistema *carve-out*, no entanto, se daria somente a partir do começo de 1989. Estimou-se, à época, que a economia resultante destas alterações (*carve-out*, pagamentos semestrais de juros e redução de *spread*) alcançaria cerca de US\$ 1 bilhão em 1988, de US\$ 2,5 bilhões no período de consolidação (1987-1993) e de US\$ 4,2 bilhões ao longo de todo o período de reescalonamento garantido pelo acordo (1987-2007);

- Projetos 3 e 4: diminuição paulatina das linhas de crédito interbancário (Projeto 4), realocando-as para as linhas de crédito comercial (Projeto 3). No período entre 1988 e 1990 previu-se uma transferência de US\$ 600 milhões a cada ano de uma linha de crédito para a outra. Além disso, juntamente com estas transferências, amortizar-se-iam US\$ 600 milhões de

dívida das agências de bancos brasileiros sediados no exterior. As linhas de curto prazo (comerciais e interbancárias), cujo montante alcançava então US\$ 14,1 bilhões, foram prorrogadas por dois anos e meio;

- esquema de vinculação: um dos pontos mais importantes relacionava-se ao mecanismo de vinculação dos desembolsos dos recursos do FMI e dos credores privados. A primeira tranche dos US\$ 5,2 bilhões negociados, no valor de US\$ 4 bilhões, seria desembolsada automaticamente após a assinatura do acordo (esta última prevista inicialmente para agosto, mas definida efetivamente em 22/9/88). A segunda parcela do empréstimo, equivalente a US\$ 600 milhões, prevista inicialmente para dezembro de 1988, estaria atrelada a um parecer favorável do diretor-gerente do FMI quanto ao programa de ajustamento interno em andamento. Os US\$ 600 milhões restantes corresponderiam ao último desembolso, no primeiro semestre de 1989, e condicionado ao cumprimento de critérios específicos de desempenho acordados no âmbito da Carta de Intenções enviada ao FMI. Este último desembolso possuía, no entanto, uma característica mais flexível, em virtude de uma possível dispensa de cumprir o acordo com o FMI se 85% dos credores representados pelo comitê concordassem em conceder um perdão (*waiver*) ao Brasil;

- prêmio de adesão: de 0,375% para os credores que assinassem o acordo em um prazo pré-estabelecido. Vale recordar que o governo brasileiro já havia fixado uma taxa de adesão antecipada (*early participation fees*) de 0,125% a 0,0625% para os credores que subscreveram os termos de concessão do *bridge-loan* de US\$ 3 bilhões acordado ao final de 1987;

- cláusula de salvaguarda: uma inovação que permitiria ao país reabrir as negociações sempre que surgissem fatos internos ou externos que impedissem o cumprimento dos pontos acordados. Se, por exemplo, as taxas de juros externas apresentassem alta expressiva, o governo brasileiro passaria a ter uma motivação legítima para rever os termos da negociação;

- cláusula de penhora de bens do Banco Central no exterior: ficou definido que o Brasil recusaria a soberania sobre os recursos oriundos de atividades comerciais, facultando-se aos demais recursos a impossibilidade de penhora por parte dos credores externos. Mais uma vez, o local escolhido para dirimir eventuais questões litigiosas com os credores privados foi o foro de Nova Iorque. Renunciou-se ao direito a foro privilegiado e à imunidade

jurisdicional, isto é, excluíram-se as prerrogativas de soberania plena a que os países devedores têm direito;

- conversão da dívida: regulamentada de forma a garantir que fosse feita pelo valor de face, num montante de até US\$ 1,8 bilhão do *new money* de US\$ 5,2 bilhões negociado. Fixou-se um teto de US\$ 50 milhões mensais por 3 anos.

A assinatura do protocolo de entendimento com os credores privados e o acordo *stand-by* com o FMI⁵⁴ abriram as portas para que se renegociasse a dívida com o Clube de Paris. Os principais pontos deste acordo com os credores governamentais foram⁵⁵:

a) reescalonamento das amortizações vencidas no triênio 1987-1989 e até 31/3/90, no valor de US\$ 3,9 bilhões. Este volume de amortizações representaria cerca de 22% do total da dívida junto ao Clube de Paris;

b) renegociação de US\$ 1,1 bilhão referente ao montante de juros vencíveis entre 1/8/88 e 31/3/90;

⁵⁴ Para esclarecimento dos conceitos usados na mensuração de algumas variáveis do acordo com o FMI, bem como as metas específicas para o período até dezembro de 1988, consultar o Memorando Técnico de Entendimento da 9a. Carta de Intenção.

⁵⁵ Ver Programa de Modernização e Ajustamento-88/89, publicado em Brasil - Programa Econômico, vol. 17, junho de 1988.

c) prazo para o pagamento do principal reescalonado de 10 anos, com 5 de carência. Dos US\$ 3,9 bilhões renegociados, um montante de US\$ 1,9 bilhão referia-se à dívida vencida entre 1/1/87 e 31/7/88, a ser paga em 10 prestações semestrais e sucessivas, sendo que a primeira venceria em 1/8/93 e a última em 1/2/98. Os restantes US\$ 2,0 bilhões referiam-se à dívida a vencer entre 1/8/88 e 31/3/90 e, da mesma forma que a anterior, seria paga em 10 prestações semestrais e sucessivas, mas com vencimento em 1/4/95 (a primeira) e em 1/10/99 (a última);

d) refinanciamento dos juros de acordo com o seguinte cronograma: 15% (US\$ 170 milhões) em abril de 1990, 15% em abril de 1991 e 70% (US\$ 795 milhões) em 10 prestações semestrais e sucessivas, com a primeira a vencer em 1/4/95 e a última em 1/10/99. A renegociação das taxas de juros dar-se-ia na forma bilateral "caso-a-caso" entre as autoridades brasileiras e cada governo credor membro do Clube de Paris.

Prevvia-se, de acordo com fontes oficiais, que o acordo celebrado junto ao Clube de Paris propiciaria uma economia de US\$ 1,14 bilhão no período 1988-90.

As considerações a seguir procuram avaliar o acordo de setembro de 1988. Um dos pontos cruciais é que o acordo com os bancos comerciais estrangeiros envolveu uma programação externa muito rígida. Como se sabe, dos US\$ 5,2 bilhões de dinheiro novo, US\$ 4 bilhões foram alocados para pagar o empréstimo-ponte negociado ao final de 1987 e para capitalização de juros do mesmo ano. Com isso, somente US\$ 1,2 bilhão estaria efetivamente à disposição das autoridades econômicas para a programação externa do biênio 1988-89. A título de comparação, recorde-se que, em setembro de 1987, ainda sob a gestão Bresser, propunha-se um financiamento para o mesmo período de US\$ 6,1 bilhões. Além disso, no começo do processo de negociação sob a liderança do Ministro Mailson da Nóbrega, propunha-se um montante líquido de US\$ 4,1 bilhões para o financiamento do setor externo da economia brasileira no período mencionado. O US\$ 1,2 bilhão, portanto, representava um refinanciamento de apenas 10% dos gastos com juros no período 1988-89, enquanto que a proposta original previa cerca de 67% (2/3 do total)⁽⁵⁶⁾.

Em vista disto, como seria de se esperar, o impacto sobre o balanço de pagamentos e sobre as reservas não foi favorável e novamente a geração de vultosos superávits comerciais sustentou a tentativa de reequilibrar as contas externas do país em 1988. Isto é tanto mais verdadeiro quanto se sabe que, de uma estimativa de US\$ 9,9 bilhões para o saldo comercial em 1988, feita no início do ano, passou-se, após as

⁵⁶ De acordo com Meyer (1988b).

intencões de programação associadas ao acordo, a uma estimativa de US\$ 11,6 bilhões, a qual evoluiu para US\$ 13 bilhões na Carta de Intencões enviada ao FMI. É importante enfatizar este aspecto, pois o acordo representou, sob este ponto de vista, um subfinanciamento externo⁵⁷.

As taxas de adesão antecipadas seriam pagas duas vezes. Isto porque o financiamento de US\$ 5,2 bilhões englobava a renovação do *bridge-loan* de US\$ 3 bilhões de dezembro de 1987, o qual também incluía o pagamento de taxas de participação antecipada.

O acordo mantinha o monitoramento do FMI na concepção da política econômica interna. Mesmo que as autoridades econômicas afirmassem que os acordos com o FMI e os credores privados obedeciam ao princípio do "paralelismo" - os acordos seguiam paralelos, sem vínculos automáticos quanto aos desembolsos - é difícil imaginar que a banca privada internacional e o Clube de Paris dispensariam a fiscalização e o aval do Fundo. Assim, foi necessário um acordo com o FMI para que o dos credores privados entrasse em vigor, vinculando as duas parcelas seguintes do empréstimo (US\$ 600 milhões cada) ao cumprimento das metas negociadas com aquela instituição. Da mesma forma, o acordo com o Clube de Paris e os desembolsos a ele associados estavam atrelados ao sucesso na obtenção das metas com o Fundo. Mais grave ainda foi o impasse na liberação dos recursos por parte do Banco Mundial, colocando novamente em

⁵⁷ Na verdade, o saldo da balança comercial em 1988 foi de US\$ 19,1 bilhões, o maior superávit comercial já obtido em toda a história econômica do país.

discussão a questão das "condicionalidades cruzadas" enquanto monitoramento mais rígido por parte do FMI e do BIRD, num contexto em que propunha-se justamente o contrário.

Além disso, e esta é questão das mais delicadas, o acordo engendrava fortes pressões sobre as necessidades de financiamento interno do setor público, criando dificuldades adicionais para a gestão da política monetária. Neste contexto, dois pontos merecem destaque. Em primeiro lugar, dada a insuficiência de dinheiro novo, tornou-se bastante difícil a redução dos mega-superávits necessários para o equilíbrio do balanço de pagamentos e para o aumento do estoque de divisas, obrigando, portanto, a emissão de liquidez primária e de títulos para absorver as divisas nas mãos dos exportadores⁵⁸.

Em segundo lugar, com a conversão da dívida nova feita sem deságio (teto de US\$ 50 milhões mensais por três anos), associada ao programa então vigente de conversão, a pressão sobre a política monetária tornou-se mais intensa. Junte-se a isto, o foco adicional de pressão advindo da cláusula de *relending* dos recursos depositados no Banco Central (teto de US\$ 100 milhões mensais em 1988 - US\$ 1,2 bilhão anual - e de uma meta de US\$ 1,5 bilhão para 1989).

Com a finalização das negociações com seus credores - bancos comerciais, FMI e Clube de Paris - a nova equipe econômica atingia seu objetivo no que toca à questão da dívida

⁵⁸ No capítulo II é feita uma discussão dos canais macroeconômicos pelos quais a política monetária se vê atada ao desempenho do setor externo.

externa: a regularização das relações do Brasil com a comunidade financeira internacional.

A justificativa para isto estava na crença de que a retomada do crescimento econômico requereria o restabelecimento de um fluxo adequado de recursos externos. O caminho natural passaria, pois, pela normalização do relacionamento com a comunidade financeira internacional.

A assinatura do acordo de renegociação da dívida brasileira com os credores privados, que se seguiu aos celebrados com o FMI e o Clube de Paris, restabelecendo a normalização das relações com a comunidade financeira internacional, reintroduziria automaticamente o país no mercado internacional de crédito voluntário, como diversas vezes invocado. Como afirmado taxativamente em documentos elaborados pela equipe econômica: "estamos confiantes na recuperação do fluxo voluntário de ingresso de recursos externos que, combinando com a manutenção da política de redução do déficit público, deverá criar as condições para a necessária retomada do crescimento econômico e maior absorção interna"⁵⁹.

Além disto, com a suspensão da moratória, a nova equipe negociadora veio a público afirmar as críticas ao enfoque não convencional das administrações passadas. Segundo as críticas, a moratória teria sido um terrível engano e a

⁵⁹ Brasil-Programa Econômico, vol.18, setembro de 1988. Ver também Programa de Modernização e Ajustamento-88/89, publicado em Brasil-Programa Econômico, vol. 17, junho de 1988.

volta ao tratamento convencional contribuiria com maior eficácia para a credibilidade do Brasil no exterior. Além disso, seria o melhor caminho para uma política de estabilização interna.

A crítica à moratória unilateral apontava a existência de sequelas desastrosas causadas à economia. Com a moratória, o impacto favorável sobre o nível de reservas teria sido pequeno se comparado aos custos que o país foi obrigado a arcar, tais como o pagamento de *spreads* mais elevados, a estagnação dos investimentos externos e diminuição do volume e dos prazos e encarecimento das linhas de crédito interbancário e comercial. Em decorrência, a resultante teria sido bastante desfavorável, implicando uma perda estimada em algo em torno de US\$ 1,4-1,5 bilhão.

Entretanto, deve-se observar que essa perda foi compensada pela suspensão das mega-transferências líquidas de recursos ao exterior que a moratória propiciou. Em 1987, da decretação da moratória em fevereiro até novembro as reservas cresceram US\$ 1,6 bilhão (de US\$ 3,3 bilhões para US\$ 4,9 bilhões). A suspensão dos pagamentos significou também uma capitalização mensal de juros da ordem de US\$ 500 milhões.

Além disto, acrescenta-se que continuou regularmente o comércio do país com o resto do mundo e foram pagas normalmente as dívidas de curto prazo excluídas da moratória. Os bancos comerciais, ao contrário do propalado com bastante

insistência, não suspenderam os financiamentos de curto prazo. Simultaneamente, caía o valor de mercado dos títulos representativos dos empréstimos dos bancos comerciais ao país e o preço de suas ações. Isto era reflexo do fato de que a moratória, enquanto instrumento de negociação, criava uma situação desfavorável aos credores que necessitava ser combatida com todos os meios à disposição⁽⁶⁰⁾.

Na realidade, a normalização dos pagamentos da dívida brasileira revelou-se muito mais vantajosa aos bancos do que ao país. De fato, para aqueles, a motivação principal em se chegar rapidamente a um desfecho que lhes foi favorável no curto prazo era a previsão de prejuízos imediatos com a manutenção da moratória e com a perspectiva bastante real de que devedores de grande porte fizessem o mesmo. Urgia encontrar uma solução, pois a imagem de devedor rebelde, se mantida indefinidamente, poderia vir a causar efeitos imprevisíveis sobre a gestão convencional da dívida.

O novo acordo brasileiro, ao invés de aproveitar a nova realidade gerada pela crise da dívida após estes anos todos, retrocedeu consideravelmente, pois promoveu-se mais uma vez a rolagem artificial de uma dívida reconhecidamente impagável, insistindo na fórmula convencional do *muddling through*.

⁶⁰ Para uma avaliação minuciosa dos impactos da moratória brasileira de fevereiro de 1987, consultar Batista Jr. (1988b), Portella Filho (1988b, 1988c) e Meyer (1988a).

Note-se que o acordo não trouxe qualquer desafogo financeiro de longo prazo, e acabou revelando-se como uma forma de viabilizar a retomada dos pagamentos dos juros aos credores privados que ficaram comprometidos com a decretação da moratória.

O acordo instalou um foco de pressão adicional para a execução da política fiscal e monetária. A forma de internalizar o *new money*, a regulamentação da conversão da dívida em investimento e o *relending* obrigaram a um maior esforço de controle monetário. Além disso, como o acordo previa também uma programação para o setor externo e o balanço de pagamentos em que se mantinha e se reiterava a necessidade de gerar mega-superávits na conta de comércio, a absorção das divisas em mãos dos exportadores atuou como complicador adicional do frágil equilíbrio em que se movia a gestão da política monetária.

Por fim, há que se ressaltar um aspecto de natureza qualitativa envolvido no acordo, que diz respeito a um recuo observado na estratégia de renegociação concebida pela gestão Nóbrega. Ao eleger uma estratégia convencional como primeiro passo a ser dado no trato da dívida externa brasileira e, portanto, assumir uma atitude cooperativa, descartou as alternativas existentes e os avanços até então obtidos e deixou de contar com uma peça cada vez mais importante neste intrincado jogo de difícil equacionamento: o esgotamento progressivo do padrão tradicional de reciclagem da dívida

externa, à época reconhecido até mesmo por importantes agentes representativos dos interesses da comunidade financeira mundial⁴¹.

Do ponto de vista da condução da política econômica, um contexto de problemas crônicos de balanço de pagamentos obrigava a geração de recursos cambiais necessários ao seu reequilíbrio. A contrapartida interna do acordo negociado significou um processo de ajuste macroeconômico baseado em uma política ortodoxa de controle da demanda com tratamento gradualista. A necessidade de gerar expressivos superávits comerciais impunha uma compressão inevitável da demanda doméstica. A melhoria da competitividade das exportações era feita via contração adicional dos salários reais quando comparados com os dos principais concorrentes brasileiros nos mercados internacionais. Manteve-se o fluxo de remessas de recursos reais ao exterior, com a redução da capacidade de investimento produtivo doméstico que o acompanha, e com efeitos deletérios sobre a taxa de crescimento da economia. A ortodoxia no *front* externo correspondeu, pois, a persistência da austeridade na gestão da política econômica, acentuando a retração econômica interna sem conseguir um combate eficaz à inflação.

Sob estes aspectos, o acordo de renegociação da dívida externa da gestão Nóbrega revelou-se pouco inovador e sem grandes avanços efetivos. Significou um simples

⁴¹ Ver, por exemplo, Robinson III (1988).

equacionamento contábil sobre as contas passadas, sem qualquer aporte qualitativo no que toca à solução das contas futuras.

A despeito de que alguns fatores pudessem ser considerados como favoráveis ao país, tais como a ampliação dos prazos de reescalonamento e de carência, a redução dos *spreads* e uma suposta menor dependência em relação ao FMI, manteve-se a obrigação de realizar mega-superávits comerciais para garantir que não eclodissem novas crises de liquidez externa. Mais precisamente, manteve-se a prática de uma política econômica restritiva para assegurar que o nível de absorção doméstica não comprometesse o desempenho das exportações.

Nesta nova fase da renegociação, por terem sido postas de lado propostas heterodoxas tais como a moratória unilateral enquanto recurso de negociação, securitização de parte considerável da dívida e desvinculação ampla do FMI do processo de renegociação com os credores privados, deram-se vários passos atrás, trazendo à estaca zero a contribuição brasileira no que toca a soluções alternativas para a resolução no longo prazo da questão do endividamento externo.

Após a conclusão dos acordos com seus credores externos, tudo parecia indicar que os problemas do país relativos ao *front* externo estavam momentaneamente equacionados. Contudo, já no final do ano algumas questões voltaram a perturbar a aparente tranquilidade das relações entre o governo brasileiro e seus credores externos.

Como a pressão sobre a política monetária mostrava-se mais intensa do que se esperava, as autoridades trataram logo de reavaliar os impactos do *relending* e da conversão da dívida, bem como rediscutir o papel de tais itens no âmbito do acordo firmado com o Comitê Assessor.

Além disso, a área de tensão entre o governo brasileiro e seus credores avolumou-se quando, em dezembro, a suspensão de um empréstimo de US\$ 500 milhões para o setor elétrico por parte do BIRD acarretou um efeito dominó negativo sobre os desembolsos negociados anteriormente. Sob a justificativa de que a incorporação da Usina Angra III pela Eletrobrás inviabilizava economicamente o desempenho da *holding* do setor elétrico brasileiro, acoplado a preocupações de caráter ambiental quanto aos impactos das hidrelétricas nacionais em fase de construção (Altamira e Tucuruí), tal atitude do BIRD desencadeou respostas semelhantes por parte do EXIMBANK japonês, co-financiador do projeto setorial do BIRD, suspendendo um crédito de US\$ 650 milhões. Além disto, os credores privados não liberaram a segunda parcela de US\$ 600 milhões prevista para dezembro, sob a alegação de que estava atrelada ao crédito do BIRD para o setor elétrico, e o FMI não desembolsou a segunda parcela de US\$ 40 milhões do acordo *stand-by* negociado, em virtude do não cumprimento das metas de política monetária acertadas na Carta de Intenções enviada ao Fundo. Desta forma, deixou de ser contabilizado no balanço de pagamentos um montante de US\$ 1,8 bilhão.

A seguir mostra-se como, em 1989, a proposta convencional de renegociação da dívida externa brasileira contida no acordo de setembro de 1988 revelou-se limitada, insustentável e dinamicamente inconsistente.

Uma série de acontecimentos marcava o início do ano de 1989. No *front* externo, a Colômbia, até então um devedor exemplar, e a Venezuela haviam declarado a moratória de suas dívidas. Além disto, com a mudança de governo nos E.U.A., esperava-se um tratamento renovador e mais criativo para o problema do endividamento externo. Internamente, as autoridades econômicas tentavam implementar mais um plano de estabilização baseado em tratamento de choque - o Plano Verão - em substituição ao gradualismo ortodoxo executado ao longo de 1988.

Como se sabe, tal terapia gradualista ortodoxa correspondeu, no que toca à renegociação da dívida, a uma postura mais cooperativa por parte do governo brasileiro no trato com seus credores externos. Com o acordo de setembro de 1988, as autoridades econômicas imaginavam ter conseguido a normalização das relações com a comunidade financeira internacional, com o que os novos recursos necessários ao financiamento do balanço de pagamentos e do crescimento econômico passariam a fluir automaticamente.

O ano de 1989 significou, na verdade, a falência daquele tipo de abordagem, expressa claramente quando, em meados do ano, abandonaram-se por completo as negociações em torno de um acordo de curto prazo e deu-se uma guinada radical nos procedimentos negociais com os credores externos, culminando na moratória branca.

Com o Plano Verão, vieram também algumas medidas importantes ligadas ao processo de renegociação da dívida⁽⁶²⁾. A centralização do câmbio colocava implicitamente a ameaça de uma nova moratória. Com o atraso no pagamento de US\$ 500 milhões de juros aos credores externos, a solicitação de um empréstimo-ponte de US\$ 4 bilhões ao governo dos E.U.A. e a suspensão dos programas de *relending* e de conversão de dívida, surgiam os primeiros sinais mais sérios das dificuldades de se cumprir a contento o acordo celebrado em setembro de 1988.

No início de março, após alguns meses de indefinição, chegou-se a um entendimento com o Comitê Assessor dos bancos comerciais para liberação da *tranche* de US\$ 600 milhões, que deveria ter sido liberada em dezembro de 1988, em consonância com o que havia sido acertado naquele acordo. Juntamente com este entendimento, os bancos comerciais aceitaram a suspensão, para 1989, das operações de *relending* e de conversão da dívida.

No início de abril chegou ao país uma missão do FMI para examinar o cumprimento das metas negociadas no acordo de

⁶² Para uma discussão das questões mais importantes ligadas ao comportamento do balanço de pagamentos em 1989, consultar Andrade (1990).

setembro de 1988. O principal ponto nas discussões era, mais uma vez, a projeção do déficit público para 1989. A equipe negociadora brasileira propunha que se fizesse a avaliação pelo conceito de déficit primário, que se referia às receitas e despesas operacionais, excluindo-se as despesas relativas aos encargos financeiros. A alegação era de que os gastos financeiros, necessários ao financiamento do setor público, teriam seu principal determinante, naquele momento, na política de altas taxas de juros praticada desde a implementação do Plano Verão, considerada como estratégica para o êxito do mesmo.

Além das dificuldades em negociar novas metas e critérios de desempenho com o FMI, o país encontrava-se em vias de solicitar um *waiver* àquele organismo pelo descumprimento da meta referente ao déficit público nominal de 1988.

Em maio, o BIRD suspendeu a concessão dos empréstimos setoriais prometidos em acordos anteriores, afetando o setor elétrico, a reforma do sistema financeiro e a política de reforma do comércio exterior, com o que deixaram de entrar recursos da ordem de US\$ 1,0 bilhão.

No início de junho ainda transcorriam as negociações com o FMI para discutir o conceito mais apropriado de déficit público. Ao mesmo tempo, o país ameaçava com nova moratória se não fossem liberados recursos da ordem de US\$ 4,225 bilhões previstos em acordos anteriores. Estavam pendentes o

recebimento de recursos do FMI, do BIRD e de outras instituições internacionais, além da *tranche* de US\$ 600 milhões dos bancos comerciais que até então não havia sido liberada.

No início de julho, juntamente como o leque de medidas de ajuste do Plano Verão, foi suspenso um pagamento de US\$ 812 milhões devido ao Clube de Paris. Além disso, as negociações com o FMI estavam emperradas em virtude do não cumprimento da meta de controle do orçamento fiscal, prevista para ser superavitária em 2% do PIB para 1989. A proposta brasileira, a ser levada à comunidade financeira internacional, reiterava o pedido de *waiver* e um acordo de transição de seis meses.

No mês de julho já estavam maduras as condições para a ruptura com o processo convencional de renegociação reinaugurado pela gestão Nóbrega e para o *coup de grâce* no acordo deslançado em setembro de 1988. Com as medidas de centralização cambial efetiva e de fixação de um nível mínimo de segurança para o caixa externo do país, os negociadores brasileiros manifestavam a disposição de só pagar os juros da dívida se o país recebesse os recursos previstos para desembolso no ano de 1989. De fato, adotava-se uma política clara de confronto na qual os pagamentos de juros aos credores internacionais estavam condicionados à garantia de um nível adequado de reservas.

A decisão de proteger as reservas possuía dois objetivos. Por um lado, evitar a hiperinflação aberta se porventura houvesse um movimento especulativo de grandes proporções contra o câmbio. Por outro, por se concluir que era necessário administrar um relativo equilíbrio do balanço de pagamentos de forma a garantir para o futuro governo condições mínimas favoráveis de retomada das negociações externas em torno da dívida, o que sem um nível adequado de reservas seria contraproducente.

Com esta nova postura da equipe econômica, que significava uma mudança radical de rumos em comparação com as propostas defendidas no passado, avolumavam-se as áreas de tensão entre o governo brasileiro e seus credores externos. Além disso, uma conjuntura particularmente mais crítica ainda ameaçava manifestar-se se o país honrasse os compromissos que estavam previstos para setembro, os quais envolviam pagamentos de juros da ordem de US\$ 3 bilhões.

Em setembro, com o não pagamento do montante previsto e com a implausibilidade de se obter um acordo com o FMI, mesmo que provisório, face à perspectiva de mudança de governo, sepultava-se definitivamente a possibilidade de êxito nas negociações, naquele momento, com os credores externos do país.

Portanto, no terceiro trimestre do ano inaugurava-se a fase de administração do caixa externo do país, marcada, de um lado, por um confronto velado (moratória branca) entre os

agentes envolvidos no processo negocial brasileiro e, de outro, por uma administração do balanço de pagamentos e do nível de reservas de forma tal a não comprometer a liquidez externa do país.

Em suma, após um longo período de negociações em que buscou-se a normalização das relações com o sistema financeiro internacional, através da suspensão da moratória declarada em fevereiro de 1987 e com a colocação em dia dos pagamentos devidos, seguindo à risca o receituário ortodoxo do FMI e os termos impostos pelos credores em geral, deu-se uma guinada radical nos parâmetros defendidos anteriormente. Dada a proximidade de uma grave crise cambial e a perda de controle da inflação decorrente do fracasso do Plano Verão, não foi outra a atitude das autoridades econômicas do que adiar *sine die* o pagamento dos compromissos externos e decretar uma moratória branca que, de modo distinto da anterior, não veio acompanhada de qualquer estratégia perceptível de negociação, nem veio inserida dentro de uma lógica mais geral de se tentar alterar qualitativamente as condições vigentes no padrão convencional de reciclagem dos débitos externos dos países periféricos. O *muddling through approach*, tão ampla e recorrentemente utilizado no trato do endividamento externo durante quase uma década mostrava, a partir da experiência brasileira, os limites concretos à sua viabilidade.

VI. CONCLUSÃO

Nos anos 80, a crise da dívida externa foi um dos problemas econômicos mais importantes que afetaram a economia brasileira. Foi um dos principais obstáculos estruturais que limitaram o sucesso de planos de estabilização e o desenvolvimento econômico no Brasil e em vários países do Terceiro Mundo.

As mega-transferências líquidas de recursos reais ao exterior requeridas nos últimos tempos trouxeram sequelas arrasadoras no sentido de deprimir a taxa de investimento e a capacidade de importar, agravar a fragilidade financeira do setor público, realimentar e acelerar a inflação, estancar o nível de atividade e emprego e baixar os salários reais. Neste aspecto, todas as distorções observadas na economia brasileira estão ligadas, de alguma maneira, ao problema do endividamento.

A estratégia da dívida externa concebida pelos credores com o aval do FMI submeteu as economias endividadas a um modelo de reciclagem da dívida centrado muito mais nas necessidades de recebimento do credor do que na capacidade de pagamento do devedor. Com o estancamento do fluxo de dinheiro novo em bases voluntárias, os países devedores tiveram que contrair fortemente suas importações e estimular suas exportações, com o objetivo de liberar divisas para honrar o serviço do endividamento externo, o que transformou-os em exportadores líquidos de capital.

Com isto, procurou-se equacionar o chamado problema da transferência (transfer problem) através de programas com impacto recessivo sobre a produção e o emprego, com distribuição socialmente injusta dos seus ônus.

Por sua vez, tentou-se solucionar a questão orçamentária (*budgetary problem*) por meio de políticas macroeconômicas geradoras de pressões monetárias praticamente inadmissíveis. Com o objetivo de obter os recursos cambiais necessários ao pagamento do serviço da dívida externa recorreu-se à emissão monetária e/ou ao aumento do endividamento público interno, novamente de maneira socialmente desigual na distribuição interna dos prejuízos.

Esta situação não foi diferente no período da Nova República (1985-1990). O que a experiência brasileira demonstrou, ao longo do período analisado, é que não houve alívio de caráter duradouro tanto em termos orçamentários internos quanto de transferência externa.

Os capítulos precedentes procuraram evidenciar que, na falta de uma solução duradoura para o problema da restrição crônica de divisas - que as sucessivas rodadas de negociações não conseguiram propiciar ao longo do período -, os efeitos macroeconômicos de uma elevada dívida externa contraída pelo setor público em uma economia com as características da brasileira são reiteradamente perversos. O serviço da dívida

externa (as transferências de recursos ao exterior) colocou novas exigências à *performance* econômica no setor externo e no setor público. Ao que se poderia denominar resultados satisfatórios no setor externo corresponderam graves desequilíbrios internos. Se, de um lado, alcançaram-se ao longo do período elevados superávits comerciais (mesmo no ano de 1986), por outro, o desequilíbrio orçamentário do setor público e as pressões inflacionárias persistiram, comprometendo o êxito dos sucessivos planos de estabilização. Não se conseguiu um equilíbrio conjunto externa e internamente, e os saldos comerciais favoráveis trouxeram o desequilíbrio doméstico.

Tendo este cenário como pano de fundo, foi feito neste trabalho um histórico das etapas da renegociação da dívida externa brasileira durante a Nova República.

Na primeira etapa, que abrange o período 1985-86, observou-se a dificuldade de conciliar os objetivos internos de governo, voltados para o crescimento com estabilidade, com os requisitos do monitoramento contidos nos acordos com o FMI. Contudo, devido à boa posição das reservas externas do país e a uma postura mais firme por parte dos negociadores brasileiros, os bancos comerciais estrangeiros concordaram em assinar um acordo de reescalonamento da dívida em 1985 e 1986, sem a colateralização de um acordo com o FMI.

No segundo trimestre de 1986, a expansão da demanda doméstica e o forte movimento especulativo no mercado cambial,

desencadeados por uma gestão passiva da política econômica do Plano Cruzado, determinaram a abrupta queda do saldo comercial, que no último trimestre do ano passou a tornar-se deficitário.

Tal processo afetou decisivamente o nível de reservas cambiais que, num curto lapso de tempo, caíram de cerca de US\$ 7,0 bilhões em julho de 1986 para US\$ 3,3 bilhões em fevereiro de 1987 (conceito de caixa). Diante de perspectivas sombrias de erosão absoluta das reservas, em fevereiro de 1987 as autoridades brasileiras declaravam uma moratória unilateral por tempo indeterminado sobre a dívida externa de médio e longo prazos junto aos bancos comerciais estrangeiros.

Concebida para garantir um nível adequado de liquidez externa e propiciar condições mais favoráveis para uma reorientação qualitativa nos parâmetros até então vigentes nos padrões convencionais de reciclagem da dívida externa, a estratégia da moratória encontrou fortes resistências internas e externas, que acabaram levando à troca de equipe econômica em abril de 1987.

A nova equipe econômica conseguiu uma melhoria relativa na balança comercial e no nível de reservas, fruto de uma reorientação da política econômica baseada em uma política cambial agressiva e em forte contração da demanda doméstica, retomando o *mix* de política típico dos anos 80 necessário à geração de vultosos superávits comerciais. No que toca à dívida externa, em setembro de 1987 foi apresentada à comunidade

financeira internacional uma inovadora proposta que incorporava a idéia, então já em intensa discussão nos meios políticos, acadêmicos e financeiros, de transformação de dívida velha em dívida nova por meio do lançamento de títulos que absorvessem o desconto oferecido nos mercados secundários internacionais que transacionam os papéis representativos da dívida externa dos países periféricos. Apesar da forte resistência inicial, tal proposta viria a se mostrar como um caminho importante no encaminhamento duradouro da questão. O Plano Brady, apesar dos limites e incógnitas, incorpora o princípio do *capturing the discount*. Em um gesto de boa vontade por parte dos negociadores brasileiros, em novembro de 1987 foi assinado um acordo provisório sobre os atrasados em 1987 devido à moratória. A estratégia subjacente ao entendimento preliminar de novembro de 1987 previa um endurecimento com os credores já no início de 1988 caso não houvesse uma contrapartida favorável no sentido de se chegar rápida e consistentemente a um acordo em torno da dívida de médio e longo prazos. A idéia era aprofundar a estratégia da moratória por meio de sua ampliação e de uma atitude unilateral de securitização compulsória.

Contudo, face às fortes resistências encontradas internamente para a promoção de um amplo ajuste fiscal observou-se nova troca de comando da equipe econômica e com ela, um outro enfoque, de caráter convencional, na concepção da renegociação externa.

A nova equipe negociadora procurou regularizar o mais rápido possível suas relações com os credores do país, sob a alegação de que qualquer acordo era melhor do que nenhum. Com isto, em meados do ano, foram assinados acordos com o FMI, o Clube de Paris e os bancos comerciais estrangeiros.

Estes acordos, no entanto, mostraram ser irrealistas para os objetivos de estabilização interna e do equacionamento de longo prazo dos problemas de balanço de pagamentos do país. O fato é que basearam-se na percepção equivocada de que a questão do endividamento externo limitava-se a um simples desajuste conjuntural, cuja superação se viabilizaria ao nível de iniciativas localizadas e restritas à realidade doméstica de cada país, bem como à gestos de boa vontade. Descartou-se, portanto, o princípio de que tal questão deve ser encarada tendo em vista uma visão política mais ampla.

Em meados de 1989, já com o reconhecimento do fracasso de mais uma tentativa heterodoxa de estabilização baseada em terapia de choque - o Plano Verão - o governo brasileiro suspendia paulatinamente os pagamentos de juros a seus credores, sem que uma moratória típica, de caráter unilateral e oficial, fosse declarada. O país entrava, então, em um processo de moratória branca, no qual os pagamentos são suspensos sem que se formalize qualquer tipo de comunicação aos credores acerca de quanto, quando e como o país voltaria a pagar. Se antes era instrumento de negociação, no novo contexto a moratória torna-se instrumento de procrastinação de decisões.

Com a moratória branca, a experiência brasileira demonstrava a inviabilidade, o irrealismo e os limites do enfoque *muddling through* enquanto solução para a crise do endividamento externo, mesmo naqueles contextos de maior cooperação. Assistiu-se, portanto, à inviabilidade prática da via convencional.

Como se viu, houve ao longo deste processo, da parte dos negociadores brasileiros, uma oscilação entre posturas conciliatórias, de um lado, e iniciativas unilaterais de caráter alternativo, de outro. Para usar os termos de Bacha (1988) as atitudes em torno da condução das negociações da dívida externa brasileira flutuaram entre a "acomodação e o confronto".

Quanto aos credores, a despeito da insistência no *approach* tradicional, estiveram sempre à retaguarda dos acontecimentos. Na realidade, se avanços foram obtidos nas sucessivas renegociações, não apenas do Brasil, mas também dos demais devedores, isto deveu-se basicamente à firmeza de posições e à apresentação de propostas inovadoras por parte dos negociadores dos países devedores. Se hoje há um reconhecimento por parte do mercado - elevados deságios dos títulos de dívida transacionados no mercado secundário internacional - como também de importantes segmentos da comunidade financeira mundial - Plano Brady e iniciativas individuais de vários agentes representativos de seus interesses - de que a dívida externa dos países periféricos é impagável nos termos convencionais propostos, isto é fruto, em grande medida, do

esforço de redirecionamento qualitativo que frequentemente procurou-se imprimir no padrão convencional de reciclagem da dívida. Este trabalho procurou justamente mostrar, do ponto de vista da experiência brasileira, os percalços com os quais tal empreitada se deparou.

BIBLIOGRAFIA

a) Livros e Artigos:

ANDRADE, R. P. de. Uma avaliação do setor externo no período recente. *In*: CARNEIRO, R. (org.). *A heterodoxia em xeque*. São Paulo, Bienal-UNICAMP, 1988, 141-168.

----- . Os limites do impossível: o setor externo no final da década perdida. *In*: BIASOTO JR., G. e OLIVEIRA, F. A. (orgs.). *A política econômica no limiar da hiperinflação*. São Paulo, Hucitec-Fecamp, 1990, p. 161-189.

ARIDA, P. *Economic stabilization in Brazil*. PUC/RJ, texto para discussão nº 84, 1984.

BACHA, E.L. Entre a acomodação e o confronto: os dilemas da renegociação da dívida brasileira, 1983-1987. *Revista de Economia Política*, vol. 8, no. 2, abril-junho de 1988, p. 49-66.

BACHA, E. e DIAZ ALEJANDRO, C. F. Mercados financeiros internacionais: uma perspectiva latino-americana. *Revista de Estudos Econômicos*, vol. 11, no. 3, setembro-dezembro de 1981, p. 53-92.

BAER, M. A dívida externa brasileira: estratégias de negociação e impactos internos (1983-1987). *In*: BRESSER PEREIRA, L.C.

(org.) *Dívida externa: crise e soluções*. São Paulo, Brasiliense, 1989, p. 184-218.

BAER, M. MACARINI, J.P. e ANDRADE, R.P. de. *Economia internacional: a performance em 1985 e o contexto favorável ao Plano Cruzado*. In: CARNEIRO, R. (org.). *Política econômica na Nova República*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986, p. 201-236.

BATISTA JR., P.N. *Formação de capital e transferência de recursos ao exterior*. *Revista de Economia Política*, vol. 7, no. 1, janeiro-março de 1987, p. 10-28.

----- *Negociação financeira externa: resultados iniciais e problemas pendentes*. Texto no. 11/86 FGV/IBGE/CEMEI. In: BATISTA Jr., P.N. (org.). - *Novos Ensaios sobre o Setor Externo da Economia Brasileira*. Estudos Especiais IBRE no. 6, FGV, 1988(a), p. 195-203.

----- *Da crise internacional à moratória brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988(b).

BIASOTO JR., G. *Endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos oitenta*. Campinas, IE/UNICAMP, dissertação de mestrado, 1988, mimeo.

BOMBERGER, W.A. e MAKINEN, G.E. Indexation, inflationary finance, and hyperinflation: the 1945-1946 hungarian experience. *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 3, junho de 1980, p. 550-560.

----- The hungarian hyperinflation and stabilization of 1945-1946. *Journal of Political Economy*, vol. 91, no. 5, outubro de 1983, p. 801-824.

BONTEMPO, H.C. Transferências externas e financiamento do governo federal e autoridades monetárias. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 18, no. 1, abril de 1988, p. 101-130.

BRACHER, F. Relatório. *Revista de Economia Política*, vol. 8, no. 4, outubro-dezembro de 1988, p. 114-122.

BRESSER PEREIRA, L. C. Dívida externa: adiar ou resolver? In: BRESSER PEREIRA, L.C. (org.). *Dívida externa: crise e soluções*. São Paulo, Brasiliense, 1989, p. 241-246. Trabalho apresentado ao *US Congressional Summit on the Economic Agenda for the Nineties*, Viena, 4/9/87.

----- Uma estratégia alternativa para negociar a dívida externa. In: BRESSER PEREIRA, L.C. (org.) *Dívida externa: crise e soluções*. São Paulo, Brasiliense, 1989, p. 219-237. Publicado originalmente em *Revista Senhor*, nº 380, 4/7/88.

- Da crise fiscal à redução de dívida. In: BRESSER PEREIRA, L.C. (org.) *Dívida externa: crise e soluções*. São Paulo, Brasiliense, 1989, p. 13-56.
- CARDOSO, E.A. e DORNBUSCH, R. Dívida brasileira: réquiem para a política de *muddling through*. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 18, no. 2, agosto de 1988, p. 211-238.
- CARDOSO, E. e FISHLOW, A. *Macroeconomia da dívida externa brasileira*. São Paulo, Brasiliense, 1989.
- CARDOSO, E.A. e REIS, E.J. *Déficits, dívidas e inflação no Brasil*. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 16, no. 3, dezembro de 1986, p. 575-598.
- CAVALCANTI, C.B. *Transferência de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna*. Rio de Janeiro, BNDES, 1988.
- DAVIDOFF CRUZ, P. *Dívida externa e política econômica*. São Paulo, Brasiliense, 1984.
- DEVLIN, R. Disciplina financeira versus desenvolvimento econômico: será que o Plano Baker acaba com o conflito? *Revista de Economia Política*, vol. 8, no. 2, abril-junho de 1988, p. 118-125.

- . From Baker to Brady: can the new plan work?
Revista de Economia Política, vol. 10, no. 2, abril-junho de
1990, p. 82-94.
- DORNBUSCH, R. Como deter a hiperinflação: lições da experiência
inflacionária alemã da década de 20. *Pesquisa e Planejamento
Econômico*, vol. 16, no. 1, abril de 1986(a), p. 61-86.
- . Inflação, taxas de câmbio e estabilização.
Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 16, no. 2, agosto de
1986(b), p. 321-350.
- DORNBUSCH, R. e FISCHER, S. Stopping hyperinflations past and
present. *Weltwirtschaftliches Archiv-Review of World
Economics*, vol. 122, no. 1, 1986, p. 1-47.
- FRAGA NETO, A. *German reparations and the brazilian debt
crisis: a comparative study of international lending and
adjustment*. PUC/RJ, texto para discussão no. 92, 1985.
- FRENKEL, R.; DAMILL, M.; FANELLI, J.M. e ROZENWURCEL, G. As
relações financeiras na economia argentina. *Pesquisa e
Planejamento Econômico*, vol. 18, no. 2, agosto de 1988, p.
297--340.
- LARA RESENDE, A. A ruptura no mercado internacional de crédito.
In: ARIDA, P. (org.). Dívida externa, recessão e ajuste

estrutural: o Brasil diante da crise. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983, p. 41-54.

LOPES, F. *O desafio da hiperinflação*. Rio de Janeiro, Ed. Campus, 1989.

MARQUES, M.S.B. FMI: a experiência brasileira recente. In: BACHA, E.L. e MENDOZA, M.R. (orgs.) - *Recessão ou crescimento: o FMI e o Banco Mundial na América Latina*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1987, p. 123-167.

MEYER, A. Em defesa da validade da moratória brasileira. *Gazeta Mercantil*, 26-29/2/88 (a).

----- Os recuos conceituais no acordo da dívida externa - *Gazeta Mercantil*, 23-26/7/88 (b).

PEREIRA, J.E.C. *Financiamento externo e crescimento econômico no Brasil: 1966/73*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, Relatório de Pesquisa nº 27, 1974.

PORTELLA FILHO, P. Mitos e distorções na renegociação "técnica" da dívida. *Folha de São Paulo*, 12/5/88(a).

----- Uma análise da moratória brasileira. *Folha de São Paulo*, 6/6/88(b).

- , *A moratória soberana*. São Paulo, Alfa-ômega, 1988(c).
- ROBINSON III, J.D. Proposta do American Express sobre a dívida externa. *Revista de Economia Política*, vol. 8, no. 4, outubro-dezembro de 1988, p. 134-148. Publicado originalmente em *The Amex Bank Review*, nº 13, março de 1988.
- ROZENWURCEL, G. Inflação e estabilização na Argentina: o Plano Austral. In: Arida, P. (org.) *Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986, p. 37-60.
- SACHS, J. The bolivian hyperinflation and stabilization. *American Economic Review*, vol. 7, no. 2, maio de 1987, p. 279-283.
- , As soluções para a crise da dívida. In: BRESSER PEREIRA, L.C. (org.). *Dívida externa: crise e soluções*. São Paulo, Brasiliense, 1989, p. 77-97.
- SAMPAIO JR., P.S.A. *Padrão de reciclagem da dívida externa e política econômica do Brasil em 1983 e 1984*. Campinas, IE/UNICAMP, dissertação de mestrado, 1988, mimeo.
- VISCONTI, C.R. A hiperinflação alemã na década de 20. *Literatura Econômica*, vol. 7, no. 2, junho de 1985, p. 231-254.

b) Documentos:

Comunicado Brasileiro, *Revista de Economia Política*, vol. 8, no. 4, outubro-dezembro de 1988, p. 122-125.

Diretrizes Gerais de Política Econômica - Notas para o 1º PND da Nova República, maio de 1985. *Revista de Economia Política*, vol. 5, nº3, julho-setembro de 1985, p. 140-148.

O Financiamento do Desenvolvimento Econômico no Período 1987-1991. Publicado em BATISTA JR. (1988b), p. 149-166.

9a. Carta de Intenção. *Revista de Economia Política*, vol. 8, no. 4, outubro-dezembro de 1988, p. 129-133.

Proposta do Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 8, no. 4, outubro-dezembro de 1988, p. 111-114.

c) Periódicos:

Banco Central do Brasil - Brasil: Programa Econômico, vários números.

CECON/IE/UNICAMP - Boletim de Conjuntura, vários números.

CEPAL. América Latina y el Caribe: opciones para reducir el peso de la deuda. LC/G.1605 (SES.23/5), Santiago de Chile, março de 1990.

FGV/RJ - Conjuntura Econômica, vários números.

GAC/IPEA/INPES - Boletim de Conjuntura, vários números.

SEP/SEADE - Análise de Conjuntura Econômica, vários números.