

A Reestruturação da Dívida Externa Brasileira

ARNO MEYER

PAULO NOGUEIRA BATISTA JR. (*)

Resumo

O principal objetivo deste artigo é contribuir para a discussão das alternativas que o Brasil poderá considerar na solução de suas dificuldades de endividamento externo. Uma das suas teses centrais é que a solução do problema da dívida depende essencialmente de uma iniciativa do governo brasileiro, uma vez que não haverá apoio financeiro externo em montante significativo no futuro próximo. Como a mera continuação da moratória não constitui uma alternativa satisfatória e como os esquemas de securitização e recompra da dívida apresentam limitações aparentemente incontornáveis, desenvolve-se uma proposta de tratamento global da dívida externa brasileira, cujo elemento central é a reestruturação unilateral das obrigações com os bancos comerciais, principal grupo de credores do País.

Palavras-chave: dívida externa, balanço de pagamentos, estabilização, orçamento público, moratória, securitização, recompra e reestruturação unilateral da dívida externa.

Abstract

The main purpose of this paper is to contribute to the discussion of the alternatives that Brazil may consider in facing its foreign debt difficulties. One of its central arguments is that the solution of the debt problem depends essentially on an initiative of the Brazilian government, since external financial support will not be forthcoming in significant amounts in the near future. Given that neither the continuation of the present moratorium nor debt securitization and buy-backs represent satisfactory solutions, a global treatment of the Brazilian foreign debt problem is suggested. Its central element is a unilateral restructuring of debt with commercial banks, the country's main group of creditors.

Key words: external debt, balance of payments, stabilization, fiscal budget, moratorium, securitization, buy-backs and unilateral debt restructuring.

Os autores são, respectivamente, do Centro de Análise de Políticas Macroeconômicas do Instituto de Economia do Setor Público/FUNDAP; da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo e do Centro de Análise de Políticas Macroeconômicas do Instituto de Economia do Setor Público/FUNDAP.

(*) Trabalho concluído em junho de 1990. Os autores agradecem os comentários de Paulo Pereira Lira, Álvaro Gurgel de Alencar e José Carlos de Souza Braga, sem responsabilizá-los pelas conclusões do trabalho.

Introdução

O Brasil inicia a década de 90 com um governo, eleito pelo voto direto, que adotou de imediato um ousado programa de combate à hiperinflação. O elemento central da primeira fase do programa foi um choque monetário baseado na reestruturação unilateral da dívida pública interna e da maior parte dos demais ativos financeiros domésticos. Este choque monetário foi acompanhado ou seguido de medidas de aumento da receita tributária, de redução do gasto público e de liberalização do comércio exterior.

A rapidez e a violência com que foram adotadas as decisões no campo interno contrastam com a aparente falta de definição no que concerne à dívida externa. No entanto, as possibilidades de estabilização da economia e de retomada do desenvolvimento dependem não apenas de um rigoroso programa de ajustamento interno, mas também da solução do problema da dívida externa, problema este que, ao longo dos anos 80, contribuiu decisivamente para provocar o que talvez tenha sido o mais prolongado período de instabilidade e estagnação na história da economia brasileira.

Nesta fase inicial, o governo dispõe de uma boa oportunidade para avançar na solução da questão da dívida externa. Isto, por vários motivos. No plano interno, o país tem, pela primeira vez em quase trinta anos, um governo legitimado por eleições diretas, que conta inicialmente com amplo apoio popular. Este governo lançou um programa de ajustamento e reforma da economia cujo sucesso pressupõe a imposição de pesados sacrifícios à sociedade brasileira. Em que pese inegáveis erros de formulação e de execução, as medidas adotadas pelo Governo Collor representam, na sua concepção e no seu impacto inicial, uma importante tentativa de corrigir desequilíbrios internos. Destaque-se que, apesar dos sacrifícios exigidos, o programa foi referendado, sem maiores alterações, pelo Congresso Nacional.

No plano internacional, as condições também favorecem a obtenção de uma solução abrangente para o problema da dívida externa. A impossibilidade de continuar pagando a dívida nas condições originalmente acordadas está hoje mais clara do que nunca. O volume de pagamentos em atraso, acumulados por países em desenvolvimento, cresceu rapidamente nos últimos anos. O Instituto de Finanças Internacionais (entidade sediada em Washington e mantida por bancos privados) estima que os atrasos de juros dos países em desenvolvimento aos bancos comerciais saltaram de US\$ 6,4 bilhões no final de 1988 para US\$ 14,4 bilhões no final de 1989 e US\$ 18,2 bilhões em março de 1990. O Brasil, que voltou a suspender parte do serviço da dívida externa desde julho de 1989, responde por 29% do total de atrasados acumulados até março último (Tabela 1).

Esta extraordinária acumulação de atrasados tem um duplo significado. Por um lado, revela a insuficiência do tratamento que vem sendo dado ao

problema da dívida externa. Por outro, constitui uma valiosa alavanca nos entendimentos com os credores externos. Não só porque concorre para a recomposição das reservas externas do país devedor, mas também porque pode ser utilizada como importante instrumento na reestruturação da dívida.

Generalizou-se a percepção de que os sucessivos acordos de reescalonamento da dívida assinados desde 1983 não têm sido capazes de criar as condições para a estabilização e a retomada do desenvolvimento das economias devedoras. Este é hoje um fato amplamente reconhecido. Em parte como consequência do problema da dívida externa, o desempenho macroeconômico de muitos países em desenvolvimento sofreu acentuada deterioração no passado recente. Ao longo dos anos 80, os 15 principais países devedores experimentaram inflação ascendente, redução do produto

TABELA 1

ATRASOS DE JUROS DE PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO AOS BANCOS
COMERCIAIS, 1985-1990
(Em US\$ milhões)

Países	1985	1986	1987	1988	1989	1990 Março
Argentina	442	257	228	1.949	5.139	6.150
Bolívia	213	260	317	220	192	195
Brasil	0	0	3.430	0	3.250	5.300
Camarões	0	0	0	0	76	100
Costa do Marfim	0	0	182	439	564	610
Costa Rica	1	54	154	248	325	345
Egito	18	39	60	82	108	115
Equador	0	0	368	804	1.189	1.345
Marrocos	50	126	142	0	0	0
Nigéria	342	622	838	569	346	300
Panamá	0	0	5	177	404	460
Paraguai	0	3	9	16	28	30
Peru	466	944	1.357	1.946	2.539	2.765
Polônia	0	0	0	0	145	340
República Dominicana	36	0	0	0	69	95
Total	1.569	2.305	7.089	6.449	14.374	18.150

Fonte: The Institute of International Finance (1990).

TABELA 2

**QUINZE PRINCIPAIS PAÍSES DEVEDORES⁽¹⁾: CRESCIMENTO DO PIB,
TAXA DE INVESTIMENTO, INFLAÇÃO E INDICADORES RELATIVOS DE
ENDIVIDAMENTO EXTERNO, 1980-1989**

Discriminação	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
PIB real per capita (variação anual em %) ⁽²⁾	2,2	-2,3	-2,6	-4,9	-0,3	1,6	1,9	0,4	-1,4	-0,7
Taxa de investimento (% do PIB) ⁽³⁾	24,6	24,7	22,0	17,8	16,1	16,8	17,5	18,9	19,7	18,6
Inflação ⁽⁴⁾ (%)	47,2	53,7	55,7	90,9	118,4	122,7	77,4	116,6	248,6	480,7
Dívida externa ⁽⁵⁾ /exporta- ções ⁽⁶⁾ (%)	168,0	202,6	267,5	290,9	270,8	287,1	346,4	338,8	287,8	262,7
Juros ⁽⁷⁾ /exportações ⁽⁶⁾ (%)	16,0	22,6	30,6	29,2	29,0	28,2	27,9	21,3	23,9	19,6

Notas:

- (1) Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa do Marfim, Equador, Filipinas, Iugoslávia, Marrocos, México, Nigéria, Peru, Uruguai e Venezuela.
- (2) Taxa de crescimento do PIB real obtida com base na média aritmética das taxas de crescimento dos quinze países ponderadas pelo valor médio do PIB, em dólares norte-americanos, nos três anos precedentes.
- (3) Média aritmética das taxas de investimento ponderadas pelo valor médio do PIB, em dólares norte-americanos, nos três anos precedentes.
- (4) Média geométrica dos índices de preços ao consumidor ponderados pelo valor médio do PIB, em dólares norte-americanos, nos três anos precedentes.
- (5) Dívida em final de período. Exclui dívida com o FMI.
- (6) Exportações de bens e serviços.
- (7) Exclui juros devidos ao FMI.

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook, out./1988, out./1989 e mai./1990.

per capita e das taxas de investimento, sem alcançar progresso na redução dos indicadores relativos de endividamento (Tabela 2).

Os mercados financeiros internacionais já perceberam há algum tempo a insustentabilidade do quadro atual. Este reconhecimento se manifesta na progressiva diminuição do valor de mercado da dívida de diversos países⁽¹⁾ (Tabela 3) e nas elevadas provisões da maior parte dos bancos comerciais (Tabela 4), principal grupo de credores de países como o Brasil.

(1) Observe-se que a ampliação dos deságios foi acompanhada de um significativo aumento dos volumes transacionados nos mercados secundários. Estima-se que o valor das transações tenha passado de menos de 5 bilhões de dólares no período 1985-1986 para 30 a 40 bilhões em 1988. Ver International Monetary Fund (1990, p.37).

Isto não significa, evidentemente, que os bancos privados estejam dispostos a contribuir voluntariamente para a superação do problema. Pelo contrário, a experiência dos últimos anos revela que eles foram capazes de transferir os custos resultantes da crise da dívida para os países devedores e, em menor grau, para os governos dos países desenvolvidos.

TABELA 3
VALOR DA DÍVIDA EXTERNA DE PAÍSES DA AMÉRICA LATINA NO
MERCADO SECUNDÁRIO⁽¹⁾

1986-1989

(Como percentagem do valor de face)

Países	1986	1987	1988	1989
Argentina	66	35	21	13
Bolívia	7	11	10	11
Brasil	74	46	41	22
Chile	67	61	56	59
Colômbia	86	65	57	64
Equador	65	37	13	14
México	56	51	43	36
Peru	18	7	5	6
Uruguai	66	60	60	50
Venezuela	74	58	41	34

Nota:⁽¹⁾Cotação de final de período.

Fonte: Economic Commission for Latin America and the Caribbean (1990).

O chamado Plano Brady, apesar das suas notórias limitações, pode ser visto como uma tentativa de estabelecer algum equilíbrio na distribuição do ônus da crise. Contudo, as dificuldades encontradas durante a tentativa de implementá-lo em 1989 e 1990 têm reforçado a opinião de que os bancos comerciais não vêm dando a devida contribuição à solução do problema.

O principal objetivo deste texto é contribuir para a discussão das alternativas de que o país dispõe no tratamento da questão da dívida externa. Uma das suas teses centrais é a de que a solução deste problema depende essencialmente de uma iniciativa do governo brasileiro, uma vez que não haverá apoio financeiro externo na escala requerida pela profundidade da crise econômica do país. Como a mera continuação da moratória não constitui uma alternativa satisfatória e como os esquemas de securitização e recompra da dívida apresentam limitações aparentemente incontornáveis, desenvolve-se uma proposta de tratamento global da dívida externa brasileira, cujo elemento

central é a reestruturação unilateral das obrigações com os bancos comerciais, principal grupo de credores do país.

TABELA 4
ESTIMATIVA DAS PROVISÕES DE BANCOS COMERCIAIS CONTRA
EMPRÉSTIMOS A PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO⁽¹⁾

Discriminação	Percentual
FRANÇA	41 - 53
BNP	52
Crédit Lyonnais ⁽²⁾	46
Société Générale	53
Banque Paribas ⁽²⁾	41
ALEMANHA	50 - 80
Deutsche Bank	77
Dresdner	50
SUIÇA⁽³⁾	80
REINO UNIDO	45 - 72
Midland Bank	58
Barclays	48
Lloyds Bank	72
Standard Chartered	46
National Westminster	65
CANADÁ	41 - 70
Royal Bank of Canada	70
Canadian Imperial ⁽⁴⁾	45
Bank of Montreal ⁽⁴⁾	41
Bank of Nova Scotia ⁽⁴⁾	45
JAPÃO⁽⁵⁾	15
ESTADOS UNIDOS⁽⁶⁾	29 - 75
Citicorp	30
Bank of America	32
Manufacturers Hanover	29
Chase Manhattan	39
Chemical Bank	33
Bankers Trust	70
J.P.Morgan	64
First Chicago	53
Security Pacific	30
Bank of Boston	75

Notas:

(1) Novembro de 1989.

(2) Dezembro de 1988.

(3) Setembro de 1989.

(4) Junho de 1989.

(5) Valor uniforme para todos os bancos. O Ministério das Finanças do Japão estabeleceu diretriz de 25% para março de 1990.

(6) Dezembro de 1989.

Fonte: Economic Commission for Latin America and the Caribbean (1990).

1 - Dívida Externa, Estabilização e Retomada do Desenvolvimento

A experiência histórica indica que a solução de pendências financeiras externas foi um ingrediente fundamental dos programas bem-sucedidos de combate à hiperinflação⁽²⁾. Isto porque a consolidação da estabilidade monetária depende da estabilidade cambial e do equilíbrio financeiro do setor público. O equilíbrio das contas externas e das contas públicas depende, por sua vez, do equacionamento das obrigações internacionais.

No caso brasileiro, as obrigações externas representam uma restrição de importância crucial. A dívida externa total alcançou US\$ 114,7 bilhões no final de 1989, o equivalente a 3,3 vezes o valor das exportações de mercadorias⁽³⁾. Em 1989, o total de pagamentos devidos atingiu US\$ 14,5 bilhões, incluindo US\$ 9,8 bilhões de despesas líquidas de juros e US\$ 4,7 bilhões de amortizações de principal (Tabela 5). Isto significa que os compromissos relativos à dívida externa corresponderam a 42% do valor das exportações de bens.

Ressalte-se que uma parcela pouco expressiva do serviço da dívida tem sido refinanciada de forma voluntária pelos credores externos. Em 1989, os empréstimos em moeda e a capitalização parcial de juros negociada no âmbito do Clube de Paris totalizaram US\$ 2,0 bilhões, o equivalente a menos da metade das amortizações não-reescaladas e a apenas 14% dos pagamentos devidos naquele ano. Não fosse a acumulação de atrasados, a transferência líquida de recursos ao exterior, associada à dívida externa, alcançaria US\$ 12,5 bilhões (Tabela 5), isto é, 36,3% das exportações.

De que forma esta carga de pagamentos afeta a política de estabilização? Em primeiro lugar, ela dificulta a acumulação das reservas internacionais necessárias para conferir estabilidade ao valor externo da moeda nacional. Em economias marcadas por forte instabilidade de preços e ameaçadas por hiperinflação, a taxa de câmbio constitui, como se sabe, uma variável crucial na determinação dos demais preços e das expectativas inflacionárias. Na ausência de uma redução dos pagamentos externos, a sustentação do nível de reservas tende a ser alcançada por meio de recorrentes desvalorizações reais do câmbio, o que pode levar à ruptura da estabilidade monetária interna.

A margem de manobra da política de estabilização depende também da possibilidade de suplementar a oferta doméstica de bens com produtos importados. Dados o poder de compra das exportações e o nível desejado de reservas internacionais, a capacidade de importar varia inversamente com a

(2) Para uma análise comparativa de onze programas exitosos de combate à hiperinflação no século XX, ver LLACH (1989).

(3) O valor FOB das exportações de mercadorias foi de US\$ 34,4 bilhões em 1989 (Banco Central do Brasil, Brasil: Programa Econômico, Vol. 24, mar./1990, p. 79).

transferência líquida de recursos financeiros ao exterior. Na década de 80, o aumento das transferências líquidas de recursos ao exterior diminuiu a exposição da economia brasileira à concorrência externa, o que favoreceu a ação de oligopólios que controlam grande parte da indústria do país. O predomínio de oligopólios fortemente protegidos da competição de fornecedores externos mantém as margens de lucro em nível anormalmente elevado e contribui para tornar a inflação rígida para baixo.

TABELA 5
TRANSFERÊNCIA LÍQUIDA ASSOCIADA À DÍVIDA EXTERNA, 1989

Discriminação	US\$ bilhões
1. Pagamentos de principal ⁽¹⁾	4,7
2. Pagamentos de juros (líq.)	9,8
3. Total de pagamentos devidos (1+2)	14,5
4. Empréstimos em moeda ⁽²⁾	2,0
5. Transferência líquida (3-4)	12,5
6. Atrasados referentes à dívida externa ⁽³⁾	4,0
7. Transferência líquida efetivamente realizada (5-6)	8,5

Notas:

⁽¹⁾ Inclui pagamentos a agências governamentais, entidades multilaterais, fornecedores e outros. Exclui pagamentos a bancos brasileiros no exterior e pagamentos em cruzados novos aos bancos estrangeiros.

⁽²⁾ Inclui empréstimos de entidades multilaterais e de bancos comerciais, capitalização de juros negociada no âmbito do Clube de Paris e empréstimos intercompanhias. Exclui variações nas linhas de curto prazo e financiamento de importações.

⁽³⁾ Inclui atrasados com os bancos comerciais, o Clube de Paris e outros credores.

Fonte dos dados primários: Banco Central do Brasil, Brasil: Programa Econômico, Vol. 24, mar./1990.

Além de ameaçar a estabilidade cambial e de reduzir a capacidade de importar, o serviço da dívida externa dificulta o reequilíbrio financeiro do governo. Cerca de 90% da dívida externa brasileira são de responsabilidade do setor público⁽⁴⁾. Isto significa que os pagamentos ao exterior constituem um importante componente das necessidades de financiamento do setor público. Em 1989, por exemplo, o cumprimento integral dos compromissos financeiros externos teria resultado em transferência líquida de recursos de

⁽⁴⁾ Em dezembro de 1989, a dívida pública externa (exclusive obrigações privadas garantidas pelo setor público) representava 89,5% do total da dívida externa registrada (Banco Central do Brasil, 1990a, p. 130 e 131).

aproximadamente US\$ 11,3 bilhões à conta do setor governo, o equivalente a quase 30% da receita fiscal bruta do Tesouro Nacional⁽⁵⁾. Tendo em vista as inevitáveis dificuldades associadas ao ajustamento do orçamento primário do setor público e o estreitamento das fontes internas de financiamento não-monetário, esta carga de pagamentos externos acaba sendo financiada por meio da criação de um volume excessivo de liquidez monetária ou quase-monetária, o que tem contribuído para o fracasso de sucessivas tentativas de estabilização.

Algumas circunstâncias tornam o quadro das finanças públicas particularmente difícil neste início da década de 90. Os anos 80 deixaram como herança uma notória repressão do gasto público na área social e de infra-estrutura. A necessidade de iniciar uma recomposição desses gastos limita as possibilidades de ajustamento no âmbito do orçamento primário. O mais grave, porém, é que o programa de estabilização implementado no início do Governo Collor abalou profundamente a confiança nos ativos financeiros internos e produziu, assim, uma redução adicional das já combatidas fontes não-monetárias de financiamento interno, além de aumentar sua instabilidade potencial. Nessas circunstâncias, a persistência de um déficit significativo nas contas do setor público teria efeito potencialmente explosivo sobre a taxa de inflação, podendo conduzi-la a níveis nunca antes vistos no Brasil.

Tudo isso torna a solução da questão externa mais importante do que nunca. Ressalte-se que as dimensões cambial e fiscal das transferências externas estão interligadas. Além de pressionar diretamente a taxa de inflação, a desvalorização real da taxa de câmbio, requerida para produzir mega-superávits na balança comercial, aumenta as necessidades de financiamento do setor público, à medida que eleva o contravalor em moeda nacional do serviço da dívida externa.

Nos últimos anos, os problemas cambiais e fiscais, decorrentes das transferências externas, contribuíram para uma substancial fuga de capital do Brasil. Em primeiro lugar, porque as expectativas de desvalorização cambial, associadas ao elevado serviço da dívida externa, aumentaram o rendimento esperado dos ativos externos *vis-à-vis* dos ativos domésticos. Em segundo, porque as agudas dificuldades de financiamento do setor público e a incerteza quanto à capacidade de pagamento do governo criaram expectativas de inadimplência ou de impostos adicionais sobre ativos domésticos. A fuga de capital agravou, por sua vez, o desequilíbrio das contas externas e reduziu as possibilidades de financiamento interno do gasto público. Estima-se que o estoque de capital brasileiro refugiado no exterior representava algo como

(5) O valor em dólares da receita fiscal bruta alcançou US\$ 39,8 bilhões em 1989 (Banco Central do Brasil, 1990b, p. 66 e 90). A transferência líquida à conta do governo foi estimada com base na hipótese de que o setor público responde por 90% dos pagamentos e dos financiamentos voluntários.

US\$ 28 bilhões em fins de 1988 (MEYER & MARQUES, 1989, p. 19-34).

Não se deve perder de vista que as transferências externas têm, ademais, importantes implicações de longo prazo. Dada a taxa de poupança interna, a transferência de recursos ao exterior reduz a disponibilidade de recursos para investimento doméstico, comprometendo a geração da capacidade produtiva e, portanto, o crescimento futuro da economia. A retomada do investimento supõe, além do mais, o aumento das importações de bens intermediários e de capital, o que também requer uma redução das transferências externas. Em suma, a solução da questão externa é fundamental não apenas do ponto de vista da política de estabilização, mas também para garantir uma retomada sustentável do desenvolvimento econômico⁽⁶⁾.

2 - O Mito da Negociação Externa

Ainda que a superação do problema da dívida externa seja reconhecida como fundamental para a recuperação da economia brasileira, não se deve esperar que os esforços internos de estabilização, por maiores que forem, venham a ser recompensados com apoio financeiro externo na escala e velocidade requeridas pela gravidade da crise econômica do país.

Do ponto de vista do apoio externo, a situação do Brasil difere substancialmente da experiência dos países que experimentaram crises hiperinflacionárias ou ameaças de hiperinflação após a 1ª e 2ª guerras mundiais. Na maioria destes casos, o apoio financeiro externo constituiu um fator fundamental no processo de estabilização e reconstrução (LLACH, 1989, p. 4-6 e 20-24).

Tome-se como exemplo o caso da Alemanha após a 2ª grande guerra. Um dos elementos do sucesso da reforma monetária de 1948, que tem sido comparada ao programa de estabilização adotado pelo Brasil em 1990, foi o maciço aporte de capitais externos concretizado no âmbito do Plano Marshall. "*A lei de ferro dos Estados é que não se dá nada por nada*", dizia De Gaulle. Não foi a generosidade norte-americana que motivou o Plano Marshall, mas sim a necessidade de contra-arrestar o avanço soviético na Europa Central.

Não haverá Plano Marshall para a América Latina. Salta aos olhos a perda de importância relativa da região em termos econômicos e políticos. A decadência dos países latino-americanos não constitui uma preocupação prioritária das nações desenvolvidas neste final de século. Mesmo que houvesse preocupação, os desequilíbrios internos e externos da economia

(6) Para uma avaliação do efeito das transferências de recursos ao exterior sobre a taxa de investimento e o crescimento econômico, no caso do Brasil, ver BATISTA JR. (1987a, p. 10-28). Uma análise de caráter mais geral das várias implicações das transferências ao exterior pode ser encontrada em BACHA (1989, p. 213-232).

norte-americana dificultam a mobilização de suporte financeiro aos programas de estabilização e reconstrução dos principais países latino-americanos. Os países industrializados superavitários, por sua vez, têm interesse mais remoto no destino econômico da região. A Europa Ocidental, especialmente a Alemanha, concentra suas atenções nas transformações do Leste Europeu. O Japão volta-se prioritariamente para suas relações com os EUA e com as economias do Leste Asiático. Ademais, o recuo da União Soviética e o declínio das economias centralmente planejadas tornam ainda menos críveis as ameaças de ruptura revolucionária na América Latina, tradicionalmente aventadas pelas elites latino-americanas nas suas tentativas de angariar simpatia dos governos norte-americano e de outros países capitalistas.

Nestas circunstâncias, o apoio externo oferecido aos principais países latino-americanos - com a possível exceção do México - tende a ser muito limitado. Isto é o que indica, inclusive, a experiência dos anos oitenta, período em que a região enfrentou circunstâncias externas altamente desfavoráveis tanto no plano comercial como no financeiro - decorrentes, em grande medida, das políticas econômicas dos países industrializados, sem que estes tenham revelado disposição de apoiar consistentemente as tentativas de recuperação empreendidas pelas economias devedoras. Os recorrentes acenos de ajuda e de revisão dos termos de negociação não são mais do que meios utilizados pelos credores para criar e recriar ilusões e paralisar, assim, a iniciativa do país devedor.

Mais do que isto, a verdade é que não há propriamente um processo de negociação da dívida externa. Desde a eclosão da crise da dívida, os países devedores têm sido confrontados com **contratos de adesão**. Os aspectos essenciais do processo de reestruturação são estabelecidos unilateralmente pelos credores. As chamadas negociações da dívida externa giram, geralmente, em torno de aspectos acessórios. Os países devedores têm-se limitado, no mais das vezes, a buscar melhorias marginais no esquema de negociação⁽⁷⁾.

Não há como negar que os credores têm administrado com grande habilidade a crise da dívida externa. Ao mesmo tempo em que preservam a encenação de que existe um processo de negociação, promovem alterações graduais no contrato de adesão, criando a sensação de "progresso" e reduzindo o risco de rupturas ou iniciativas próprias dos países devedores. Estas alterações têm permitido manter o processo sob o seu controle, em que

(7) A experiência brasileira de 1986/87 revela claramente a resistência dos credores a mudanças significativas nos padrões de negociação. Durante boa parte de sua gestão, o Ministro da Fazenda, Dilson Funaro, tentou mostrar aos representantes dos governos dos países industrializados e aos bancos comerciais a insuficiência da abordagem que vinha sendo seguida para a questão da dívida externa. Os seus esforços foram inúteis. A intransigência dos credores acabou levando o Brasil a decretar uma moratória sobre a dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais em fevereiro de 1987.

pese a progressiva deterioração das economias devedoras.

A versão mais recente deste contrato de adesão é o chamado Plano Brady, lançado pelo Secretário do Tesouro norte-americano em março de 1989. Como se sabe, a principal característica desta iniciativa é o reconhecimento de que deve haver alguma redução na dívida com os bancos comerciais, condicionada a programas de ajustamento supervisionados pelo Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. Contudo, o alívio previsto pelo plano foi, desde a sua concepção, claramente insuficiente⁽⁸⁾. Mesmo assim, a sua implementação tem sido lenta e difícil, em virtude da resistência dos bancos comerciais. O México, país que se notabilizou pelo "bom comportamento" e por ter aceito os programas de ajustamento e reforma recomendados pelos organismos multilaterais, obteve resultados decepcionantes no que se refere à reestruturação da sua dívida com os bancos comerciais. Após penosos e demorados entendimentos com o comitê dos bancos credores, o México assinou um acordo que diminui em apenas cerca de 14% o valor presente de sua dívida externa total (ISLAM, 1990, p. 2). Ao longo dos primeiros quatro anos, a redução da transferência anual propiciada por este acordo corresponderá a menos de 0,5% do PIB, em média. Quando se considera que o México transferiu entre 5% e 6% do PIB ao exterior no período 1983-1988, a insuficiência do resultado fica evidente (BATISTA JR., 1989).

Em suma, não há motivos para entreter ilusões de que se possa obter, pela via do Plano Brady, uma solução duradoura para os problemas de países como o Brasil. O alívio financeiro em termos de redução da dívida e das transferências ao exterior é bastante limitado. Continua a persistir um verdadeiro abismo entre as necessidades mínimas do país e o novo contrato de adesão oferecido pelos credores.

3 - O Que Fazer?

As recorrentes tentativas dos governos dos países devedores de demonstrar a insuficiência dos esquemas vigentes de reestruturação da dívida externa esbarram geralmente na insensibilidade ou na indiferença dos credores. Após quase uma década de alertas e apelos que caem no vazio, não há muito o que esperar da capacidade de persuasão dos devedores. A solução do problema pressupõe uma iniciativa unilateral do país devedor.

Um ex-Vice-Presidente do Banco Mundial expressou este ponto com absoluta clareza em documento recentemente publicado:

"There is no international mechanism to impose a solution on both creditors and debtors. Unpalatable as this is to the creditors, the time has come

(8) Ver, por exemplo, DEVLIN (1989, p. 82-94). Ver, também, KNOX (1990, p. 33-40).

to face the fact that the international debt problem, if it is to be solved at all, will be solved by unilateral action of the debtors" (KNOX, 1990, p. 50).

Como o Brasil não poderá contar com uma entrada significativa de capital externo nos próximos anos, a prioridade básica no que se refere à dívida externa deve ser a de controlar a saída de recursos para o exterior. Esta afirmativa não é mais tão controvertida quanto seria alguns anos atrás. Em meados de 1989, o Brasil voltou a suspender o pagamento de parte da sua dívida externa, além de retardar as remessas referentes a capital de risco. Esta moratória parcial, que atinge basicamente o grosso da dívida de médio e longo prazos com bancos comerciais e parte das obrigações com agências governamentais, impediu que as transferências líquidas de recursos ao exterior resultassem em perda de reservas. Conjugada com uma recomposição dos saldos comerciais mensais, a moratória poderá conduzir inclusive a uma significativa eleyação das reservas em 1990.

Neste contexto, uma opção aparentemente atraente seria a de simplesmente manter a moratória por tempo indeterminado, na expectativa de que venha a ocorrer uma evolução favorável das possibilidades de negociação internacional. Esta continuação da moratória preservaria uma fonte automática de financiamento e permitiria, ademais, concentrar esforços na consolidação do ajustamento interno.

Não obstante, este caminho não é o mais recomendável nas atuais circunstâncias. A moratória não pode ser considerada uma solução duradoura, uma vez que apenas prorroga a vulnerabilidade decorrente do problema da dívida externa e dificulta, portanto, a formação de expectativas favoráveis à consolidação de um processo de estabilização. A mera acumulação de atrasados mantém uma ameaça permanente de ruptura do equilíbrio do orçamento público e das contas externas. Em outras palavras, persiste uma tributação pendente, uma espada de Dâmocles suspensa sobre as finanças públicas e o balanço de pagamento do país.

A retenção de juros resulta, inclusive, no contínuo crescimento de uma dívida já excessivamente elevada, aumentando a hipoteca de valor incerto que paira sobre a economia do país. Qualquer melhora na situação fiscal e cambial é motivo para que os credores externos redobrem os seus esforços de cobrar as obrigações pendentes, transformando assim o processo de ajustamento interno numa verdadeira tarefa de Sísifo. A decisão de protelar o encaminhamento do problema externo será interpretada como um sintoma de hesitação e fraqueza, contribuindo para aumentar a insegurança das expectativas internas e estimular as pressões externas no sentido de que o país retome o pagamento da dívida.

É fundamental, portanto, não desperdiçar a oportunidade que se apresenta neste início de governo. Isto significa agir com rapidez, pois os trunfos com que conta o país nesta fase tendem a se depreciar com o passar

do tempo. Em primeiro lugar, porque a repercussão positiva de decisões internas de impacto tende naturalmente a se dissipar. Em segundo, porque o programa de estabilização deverá enfrentar problemas crescentes, especialmente se não se alcançar uma solução efetiva no *front* externo. ***Tarde venientibus ossa***. Que não se repita o erro cometido em 1986/87, quando o governo brasileiro não soube sincronizar as suas iniciativas nos planos interno e externo, com conseqüências desastrosas para a execução do Plano Cruzado e para o encaminhamento da questão externa.

4 Securitização e Recompra da Dívida Externa

Do que foi dito até agora, segue logicamente que é preciso aplicar um tratamento de choque à questão da dívida externa. O Brasil não pode mais ficar à reboque de iniciativas patrocinadas pelos credores, nem protelar o enfrentamento do problema.

Uma das alternativas que cabe discutir é a proposta de "securitização" da dívida, que chegou a ser cogitada após a moratória de 1987 durante a gestão do Ministro Bresser Pereira (PEREIRA, 1989, p. 219-237). A essência desta idéia consiste em condicionar a retomada dos pagamentos à prévia redução do valor contratual da dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais. Em determinado momento, o governo brasileiro anunciaria a sua disposição de trocar a dívida atualmente existente por novos títulos de longo prazo. Este processo de securitização ou novação da dívida se realizaria com desconto substancial, refletindo a limitada capacidade de pagamento do país. Os bancos que aderissem à iniciativa brasileira teriam o benefício de voltar a receber integralmente o serviço de dívida nova, enquanto que os bancos detentores da dívida velha continuariam com os seus vencimentos bloqueados.

A transformação da dívida velha em dívida nova poderia ser realizada a uma taxa de desconto previamente fixada ou por meio de leilões para os quais o governo poderia estabelecer um deságio mínimo. Estes leilões de montantes limitados de dívida externa nova resultariam, ao final de certo tempo, na completa reestruturação da dívida com os bancos comerciais. A adesão dos bancos poderia ser estimulada estabelecendo-se que a conversão de dívidas em investimentos no Brasil ficaria subordinada à aceitação dos novos títulos. Em outros termos, só poderiam participar dos esquemas de privatização, conversão e reempréstimo, aqueles bancos que já tivessem transformado os seus créditos⁽⁹⁾.

(9) Para uma discussão mais detalhada deste tipo de proposta, ver BATISTA JR. (1987b). Uma versão resumida deste trabalho foi publicada com o mesmo título em BATISTA JR. (1988, p. 22-40).

Uma variante desta proposta consistiria em leiloar divisas ao invés de novos títulos. Neste caso, o governo brasileiro definiria o montante de pagamentos que poderia ser efetuado aos bancos comerciais em determinado período e realizaria leilões de recompra da dívida, tomando como base o seu valor no mercado secundário. Suponha-se, por exemplo, que o governo brasileiro considere factível pagar US\$ 1,5 bilhão em um ano aos bancos comerciais sem prejudicar o equilíbrio global das contas externas e as suas metas econômicas internas. Poderia, então, leiloar estas divisas, em lotes sucessivos, estabelecendo um deságio mínimo igual a ou um pouco maior do que o do mercado secundário, atualmente em torno de 25% do valor de face da dívida. Isto permitiria recomprar cerca de US\$ 6 bilhões em um ano, ou seja, aproximadamente 10% da dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais.

Note-se que estas duas alternativas não são mutuamente excludentes. O Brasil poderia perfeitamente oferecer um "cardápio de opções" aos credores, anunciando simultaneamente leilões de recompra, leilões de securitização e outras alternativas análogas.

Esquemas deste tipo representariam, na realidade, a tentativa de substituir o contrato de adesão dos credores por um contrato de adesão formulado e apresentado pelo país devedor. Trata-se, essencialmente, de aplicar os métodos utilizados pelos próprios credores, revestindo de uma aparência de negociação uma iniciativa de natureza essencialmente unilateral.

Infelizmente, parece difícil que uma iniciativa deste tipo produza resultados satisfatórios. Vale dizer, a parcela da dívida que o Brasil conseguiria recomprar ou securitizar seria provavelmente limitada.

Vejamos por quê. A dimensão do problema requer a aplicação de descontos profundos na securitização e, sobretudo, na recompra de dívidas, fato percebido pelo próprio mercado e refletido nas cotações dos papéis brasileiros. O problema é que os bancos com maior envolvimento no país, que respondem por uma parte expressiva da dívida, resistiriam a participar de um esquema desta natureza. Para a maioria destes bancos, a adesão à proposta brasileira significaria a imediata aceitação de perdas superiores àquelas que eles estariam dispostos a reconhecer. De fato, os principais credores bancários do Brasil têm, em geral, provisões relativamente baixas e uma *exposure* elevada em relação à base de capital próprio⁽¹⁰⁾ Recorde-se, ainda, que boa parte dos bancos tem meios de resistir, pois não está premida

(10) Observe-se, por exemplo, que o Citicorp, o Chase Manhattan, o Bank of America, o Manufacturers Hanover, o Crédit Lyonnais e o Bank of Tokyo, todos eles entre os dez maiores bancos comerciais credores do Brasil, têm provisões inferiores a 40% dos seus empréstimos a países em desenvolvimento (Tabela 4). Como percentagem do capital primário, a *exposure* dos nove maiores bancos comerciais dos EUA no Brasil era quase seis vezes superior à *exposure* média dos demais bancos daquele país em setembro de 1989 (Economic Commission for Latin America and the Caribbean, 1990, p.45).

por problemas de liquidez.

A tentativa de estimular a participação dos bancos oferecendo deságios menores não resolveria o problema. No caso da securitização, a dimensão da dívida nova acabaria sendo incompatível com a capacidade de pagamento do país, o que depreciaria o valor de mercado dos novos papéis e desestimularia, portanto, a adesão dos bancos. No caso de recompra, deságios menores reduziriam o montante de dívida passível de eliminação com um dado volume de divisas, o que limitaria a eficácia da iniciativa e consumiria recursos cambiais escassos com alto custo de oportunidade para o país.

É verdade que muitos bancos apresentam um grau de provisionamento e uma *exposure* relativa que permitiriam a aceitação de deságios compatíveis com a efetiva capacidade de pagamento do Brasil. Contudo, por motivos essencialmente políticos, os bancos que desejassem eventualmente aderir enfrentariam dificuldades não desprezíveis. Como vimos, o que caracteriza o comportamento dos governos e dos principais bancos comerciais, desde o início da crise, é a permanente preocupação em manter o controle do processo e preservar a iniciativa na definição das regras do jogo. Desse modo, é bastante provável que os governos dos países credores, os bancos centrais e os principais bancos comerciais respondessem à iniciativa brasileira com um boicote que poderia matá-la no nascedouro.

Como se sabe, não são poucos os meios de que dispõem as autoridades governamentais dos países desenvolvidos e os principais bancos comerciais para inibir a adesão de credores mais predispostos à cooperação com o devedor. O risco de que um país devedor da importância do Brasil consiga redefinir por conta própria as regras do jogo, estabelecendo, assim, um precedente perigoso para o conjunto dos devedores, seria suficiente para que os governos caracterizassem a iniciativa como um *non-starter* e acionassem imediatamente os instrumentos capazes de obstruir a sua concretização.

Na verdade, o ponto mais vulnerável deste tipo de iniciativa é justamente o fato de ela depender da adesão voluntária dos bancos e, em última análise, da aprovação dos governos. Um número reduzido de adesões não teria de imediato maiores conseqüências financeiras, uma vez que o país continuaria em moratória com o resto dos bancos. Mas seria alardeado, tanto interna quanto externamente, como um fracasso do governo brasileiro, como uma demonstração do irrealismo da equipe econômica e da sua incapacidade de entender as realidades do "mercado". Este quadro provocaria uma deterioração das expectativas em relação às políticas cambial e fiscal, o que ameaçaria qualquer tentativa de estabilização da economia.

5 - A Reestruturação Unilateral da Dívida com os Bancos Comerciais

A proposta descrita na seção anterior tem, inegavelmente, dois grandes méritos. O primeiro é o de reconhecer que a solução do problema depende de uma iniciativa brasileira. O segundo é o de basear a reestruturação da dívida na aplicação de descontos profundos sobre as obrigações existentes, em linha com a capacidade de pagamento do país e os preços praticados no mercado secundário.

O calcanhar de Aquiles desta proposta está no fato de sua efetivação depender da concordância dos credores e, portanto, no risco de que um baixo número de adesões resulte num fracasso político para o governo brasileiro. O equívoco fundamental está em imaginar que se possa transferir aos bancos comerciais parte da responsabilidade por uma decisão que compete unicamente ao país devedor. Como esperar que os administradores de um banco possam justificar perante seus acionistas a aceitação voluntária de deságios substanciais sobre créditos que representam parcela significativa do capital?

O que fazer? A questão da dívida externa apresenta-se como uma espécie de nó górdio que vem estrangulando o desenvolvimento econômico e social do país. As tentativas de desatá-lo não surtiram efeito; cabe agora cortá-lo.

A solução do problema requer a formulação de uma iniciativa que preserve as duas vantagens essenciais do esquema anterior, eliminando sua principal vulnerabilidade. Isto significa confrontar os bancos comerciais com um fato consumado. Vale dizer, a dívida de médio e longo prazos com estes bancos terá que sofrer uma **reestruturação unilateral**.

Em determinado dia, o governo brasileiro anunciaria a sua decisão de cancelar a maior parte da dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais, tomando como referência a capacidade de pagamento do país. As condições de juros e prazos da dívida bancária remanescente seriam estabelecidas no mesmo ato. O governo passaria, então, a creditar em favor de cada banco o serviço da dívida nova, nas condições estabelecidas, e consideraria o problema resolvido. Simultaneamente, declararia a sua disposição de negociar a participação de cada banco em programas de privatização, esquemas de conversão de dívida em investimento e operações de reempréstimo, obedecidos os parâmetros gerais estabelecidos pela política econômica.

O cancelamento parcial da dívida bancária de médio e longo prazos deveria ser justificado com base em detalhada avaliação de capacidade de pagamento do país. Esta última ficaria subordinada aos objetivos fundamentais da política econômica, quais sejam, o combate à inflação e a retomada do desenvolvimento. Dados estes objetivos, o governo estimaria

qual o montante de pagamentos compatível com a restrição fiscal, a restrição de balanço de pagamentos e a capacidade de poupança do país⁽¹¹⁾.

Não é preciso frisar que uma iniciativa desta natureza transcende os aspectos meramente financeiros. Sua adoção afetaria o conjunto das relações internacionais do país e precisaria ser antecedida de uma cuidadosa preparação e acompanhada de um esforço de mobilização nacional.

O ponto de partida dessa mobilização deveria ser o anúncio da iniciativa pelo Presidente da República. Nesta ocasião, o Presidente poderia se dirigir à Nação destacando os seguintes pontos:

"Legitimado pelo voto direto, o governo vem impondo sacrifícios pesados a amplos segmentos da sociedade brasileira em nome do combate à inflação, da reconstrução nacional etc. A economia brasileira está sendo submetida a um tratamento de choque, que envolve reestruturação da dívida interna, corte de gastos públicos, demissões de funcionários, privatização e extinção de empresas do governo, abertura da economia à concorrência e aos investimentos externos etc.

O esforço de reconstrução continua prejudicado, porém, pela falta de uma solução para a questão da dívida externa. Este problema se arrasta há dez anos e não foi causado exclusivamente pelo Brasil; reflete, em grande medida, os desajustes da economia mundial e os choques externos que se abateram sobre a economia do país (elevação das taxas de juros, interrupção dos fluxos de financiamento externo etc.)

Tentou-se, por todos os meios, alcançar uma solução negociada, cooperativa, etc. O governo brasileiro só encontrou portas fechadas. Querem que o Brasil assine um contrato de adesão. Não nos oferecem uma solução, mas sim a perpetuação de um problema que já nos custou uma década de desenvolvimento.

O país não pode continuar esperando por um gesto de boa vontade dos bancos internacionais. Com o propósito de resolver de uma vez por todas o problema, o governo decidiu implementar um amplo esquema de reestruturação da dívida externa brasileira, compatível com a efetiva capacidade de pagamento do país. A dívida de longo prazo com os bancos comerciais, cerca de 55% do total, fica imediatamente reduzida a 30% de seu valor original. O Brasil retoma desde logo o pagamento de juros sobre a dívida remanescente com os bancos. Estes pagamentos se farão a taxas de juros de mercado; a devolução do principal se fará ao longo dos próximos 20 anos.

Esta iniciativa brasileira não seria necessária se o país tivesse encontrado compreensão e cooperação. A intransigência dos credores privados obriga-nos a equacionar a questão por nossos próprios meios. A partir deste momento, o governo se voltará essencialmente para a solução dos

(11) Obtida uma estimativa satisfatória do fluxo de pagamentos que não compromete os objetivos macroeconômicos, caberia computar o valor atual deste fluxo para se chegar ao valor da dívida que pode ser paga pelo país. O desconto a ser aplicado sobre o valor contratual da dívida seria aquele que igualasse o valor descontado da dívida ao valor atual dos fluxos de pagamentos externos.

graves problemas internos do país etc."

Cabe notar que esta iniciativa não atingiria os credores indiscriminadamente. Ficariam de fora as obrigações com os organismos multilaterais e as agências governamentais, os créditos de fornecedores, a dívida de curto prazo com os bancos comerciais e as dívidas com outros credores privados. A seletividade da decisão brasileira obedeceria a dois propósitos. O grupo de credores afetado responde pela maior parte da dívida e é aquele que mais problemas tem criado para o Brasil na última década. Além disso, convém concentrar tensões, evitando abrir várias frentes de conflito ao mesmo tempo.

Nos últimos dois ou três anos, e especialmente a partir de 1989, aumentaram as divergências entre as instituições financeiras oficiais e os bancos privados. No princípio da crise da dívida, os governos dos países credores e os organismos multilaterais por eles controlados intervieram fundamentalmente no sentido de proteger os interesses do sistema bancário, ameaçado pela onda de inadimplência de países da América Latina, da Europa Oriental e de outras regiões. Graças a esta intervenção oficial, os bancos lograram reduzir paulatinamente sua *exposure* em relação aos países devedores, aumentar sua base de capital e elevar substancialmente suas provisões contra créditos duvidosos. Isto se tornou possível basicamente porque o custo da crise foi absorvido pelos devedores e, até certo ponto, pelos governos e entidades multilaterais. Os primeiros pagaram os bancos à custa de estagnação econômica e aceleração inflacionária; os segundos ofereceram incentivos e isenções tributárias para estimular o provisionamento dos bancos, além de aumentar seus empréstimos aos países devedores para compensar, em parte, a profunda retração da oferta de créditos bancários.

Com o passar do tempo, generalizou-se a consciência de que os bancos têm contribuído bem menos do que poderiam. A irritação dos governos dos países desenvolvidos com os bancos privados aumentou consideravelmente ao longo de 1989, em função da obstinada resistência destes últimos à implementação do chamado Plano Brady. Esta resistência tem resultado em negociações demoradas e de resultados insatisfatórios. O Plano Brady corre, assim, o risco de não ter melhor sorte do que a iniciativa anterior do governo norte-americano. O Plano Baker, anunciado em setembro de 1985, acabou não sendo mais do que uma cortina de fumaça, que permitiu o progressivo desengajamento dos bancos privados.

A conseqüência mais concreta desta irritação manifesta-se na crescente tolerância dos governos e entidades multilaterais em relação à acumulação de atrasados com os bancos comerciais. A Argentina, por exemplo, está desde abril de 1988 em moratória com os bancos comerciais, fato que não impediu que este país assinasse acordos com o FMI e o Clube de Paris em 1989. Posição semelhante foi adotada pelo FMI em relação a outros países⁽¹²⁾ e foi expressa, por exemplo, em documento publicado pela instituição em agosto de

(12) Este foi o caso da Bolívia e da Costa Rica. Ver Economic Commission for Latin America and the Caribbean (*op. cit.*, p.86).

1989:

"In promoting orderly financial relations, every effort will be made to avoid arrears which could not be condoned or antecipated by the Fund in the design of programs. Nevertheless, an accumulation of arrears to banks may have to be tolerated where negotiations continue and the country's financing situation does not allow them to be avoided" (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 1989, p. 14).

Esta mudança de postura não reflete necessariamente a preocupação de restabelecer alguma justiça nas relações entre bancos privados e países em desenvolvimento. Decorre, sobretudo, do instinto de autopreservação das entidades multilaterais, que percebem nas crescentes dificuldades de pagamento dos grandes devedores latino-americanos uma ameaça à integridade de seus próprios créditos contra estes países⁽¹³⁾

São, portanto, propícias as condições para que o Brasil adote uma estratégia cuidadosamente seletiva no tratamento da questão da dívida externa, restringindo a reestruturação unilateral aos compromissos de longo prazo com os bancos comerciais. No que se refere à dívida com (ou garantida por) agências governamentais, negociada no âmbito do Clube de Paris, trata-se fundamentalmente de buscar um acordo mais abrangente do que aqueles negociados até agora pelos governos brasileiros, aproveitando os precedentes estabelecidos nas negociações recentes de outros países de renda média com o Clube de Paris. Isto significa basicamente: a) ampliar a dívida afetada pela negociação para incluir obrigações reestruturadas em acordos anteriores⁽¹⁴⁾; b) reescalonar 100% dos vencimentos de principal; e c) capitalizar integralmente os juros vencidos e a vencer nos próximos anos. No que diz respeito à dívida com as entidades multilaterais, cabe negociar empréstimos novos em volume capaz de permitir, pelo menos, o pleno

(13) Como seria de se esperar, esta nova postura das entidades multilaterais (e dos governos que as controlam) tem suscitado reações indignadas dos bancos comerciais. Documento recente do Instituto de Finanças Internacionais coloca a questão nos seguintes termos: *"The problem of loss of discipline within the international financial system is being seriously compounded by the IMF's new policy of tolerating payments arrears to banks, because it undermines the sanctity (sic) of contracts on which the system is based* (The Institute of International Finance, 1990, p.10). A mesma preocupação foi expressa em artigo recente assinado por um executivo internacional sênior do Citicorp: *"Devemos nos preocupar com os significativos aumentos nos atrasos nos pagamentos dos juros aos bancos comerciais por parte de diversos países, desde a implementação do Plano Brady. No caso de alguns países, esses atrasos mostram que a atual estratégia tolera sua utilização como uma forma de refinanciamento externo. Ainda mais preocupantes têm sido as ações das instituições financeiras internacionais ao desembolsarem fundos para alguns países que estão em atraso de seus compromissos com os bancos comerciais"* (RHODES, 1990, p.5).

(14) Os acordos anteriores negociados pelo Brasil no âmbito do Clube de Paris datam de 23/11/83, 21/01/87 e 29/07/88. Nestes acordos, foram reestruturados vencimentos de principal e parte dos juros de dívidas contratadas antes de 31 de março de 1983 (*cut off date*). Nos acordos de 1987 e 1988, não foram incluídos os vencimentos referentes à dívida reestruturada em negociações anteriores. O saldo da dívida previamente reescalorada alcançou US\$ 9,7 bilhões em 1989 e os vencimentos de principal previstos para 1990 somam US\$ 2 bilhões. Ver Banco Central do Brasil, Brasil: Programa Econômico, Vol.24, mar./1990, p. 99 e 100.

refinanciamento do serviço da dívida com estas instituições.

6 - O Impacto da Reestruturação da Dívida Externa Sobre o Balanço de Pagamentos e o Orçamento Público

Qual seria o efeito do que foi apresentado na seção anterior sobre as contas externas e as finanças públicas brasileiras? Para responder a esta questão, convém dividir a dívida externa em quatro categorias:

- a) a dívida de longo prazo com os bancos comerciais;
- b) a dívida a ser renegociada no âmbito do Clube de Paris;
- c) a dívida com entidades multilaterais; e
- d) outras dívidas.

TABELA 6

DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA: DECOMPOSIÇÃO POR CATEGORIAS PRINCIPAIS, 31/12/1989

Discriminação	US\$ bilhões	%
1. Dívida com bancos comerciais afetada pela reestruturação unilateral	62,7	54,7
2. Dívida a ser reestruturada no Clube de Paris	16,5	14,3
3. Dívida com entidades multilaterais	13,9	12,1
4. Outras dívidas	21,6	18,9
5. Total (1+2+3+4)	114,7	100,0

Fonte: Ver anexo.

Em dezembro de 1989, a dívida total do Brasil atingiu US\$ 114,7 bilhões, dos quais US\$ 62,7 bilhões referentes à dívida de longo prazo com bancos comerciais a ser reestruturada unilateralmente, US\$ 16,5 bilhões à dívida afetada pela negociação com o Clube de Paris e US\$ 13,9 bilhões à dívida com entidades multilaterais (Tabela 6). As obrigações a serem reestruturadas (bancos comerciais e agências governamentais) correspondem a 69% do total.

Como já indicado, o total dos pagamentos devidos correspondeu a US\$ 14,5 bilhões em 1989, dos quais apenas 14% foram voluntariamente refinanciados (Tabela 5). Aproximadamente 90% destas transferências correm à conta do orçamento público.

O ponto crucial do esquema de reestruturação unilateral anteriormente apresentado é o desconto aplicado à dívida com os bancos comerciais. A sua determinação deveria resultar de cuidadosa projeção do orçamento público, do balanço de pagamentos e das contas nacionais, tarefa que foge ao escopo

deste trabalho. O valor de 30% utilizado nas estimativas que se seguem é apenas indicativo. Admitiu-se que as transferências líquidas de recursos ao exterior por conta da dívida externa global não deveriam exceder 15% das exportações ou 1% do PIB⁽¹⁵⁾. Estimadas as transferências líquidas devidas a credores não bancários, obtém-se residualmente o montante de juros que pode ser pago aos bancos comerciais. O desconto do fluxo futuro de juros à taxa de mercado permite, então, obter a redução requerida da dívida com os bancos comerciais.

As tabelas 7 e 8 apresentam uma estimativa dos resultados da aplicação do esquema de reestruturação da dívida discutido na seção anterior⁽¹⁶⁾. Os cálculos foram efetuados com base na suposição de que este esquema teria sido aplicado a partir de janeiro de 1990.

O pagamento de juros aos bancos comerciais ficaria em US\$ 1,7 bilhão. No que se refere ao Clube de Paris e às entidades multilaterais, as transferências líquidas seriam reduzidas a zero. No primeiro caso, devido ao reescalonamento integral do principal e dos juros; no segundo, pela captação de novos empréstimos. Os pagamentos relativos às demais dívidas (bônus, empréstimos intercompanhias, linhas comerciais de curto prazo e parte dos financiamentos de médio e longo prazos) foram estimados em US\$ 3,2 bilhões. A transferência líquida de recursos associada à dívida externa alcançaria, portanto, US\$ 4,9 bilhões (Tabela 7). Este valor corresponde a somente 39% da transferência líquida que teria se realizado em 1989 não fosse a acumulação de atrasados (cf. Tabelas 5 e 7).

A reestruturação da dívida externa nestas bases teria impacto significativo sobre o orçamento público. Considerando-se que cerca de 90% dos pagamentos e dos financiamentos externos são de responsabilidade do setor público, esta reestruturação traria um alívio fiscal de aproximadamente US\$ 7 bilhões, o que corresponde a 17% da receita fiscal bruta arrecadada pelo Tesouro Nacional em 1989.

O efeito sobre o estoque da dívida externa brasileira também seria muito expressivo. A dívida com os bancos comerciais sofreria redução de US\$ 44 bilhões, enquanto que as demais dívidas aumentariam em US\$ 1,5 bilhão. Em consequência, a dívida externa total cairia de US\$ 115 bilhões para US\$ 72 bilhões, o que representaria uma redução de quase 40% (Tabela 7).

(15) Convertido pela taxa média de câmbio, o PIB em dólares foi de US\$ 485,6 bilhões em 1989 (*ibid.*, p.26).

(16) A estimativa foi construída com base nas hipóteses enunciadas no texto, na decomposição da dívida apresentada na Tabela 6 e em dados publicados pelo Banco Central do Brasil (*ibid.*, p.100).

TABELA 7

TRANSFERÊNCIAS LÍQUIDAS EM 1990 APÓS A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA⁽¹⁾

Discriminação	US\$ bilhões
1. Bancos comerciais	1,7 ⁽²⁾
2. Clube de Paris	
3. Entidades multilaterais	
4. Outras dívidas	3,2 ⁽³⁾
Juros ⁽⁴⁾	1,9
Amortizações ⁽⁵⁾	1,3
5. Total (1+2+3+4)	4,9

Notas:

- (1) Estimadas com base na hipótese de que o esquema de reestruturação da dívida externa apresentado neste trabalho teria sido aplicado a partir de 01/01/90.
- (2) Corresponde ao pagamento de juros da dívida reestruturada.
- (3) Exclui novos financiamentos de médio e longo prazo às importações. Admite-se que não ocorrerão variações no estoque das linhas comerciais de curto prazo, nem pagamentos referentes a atrasados de capital de risco.
- (4) Supõe taxa de juros de 9% ao ano.
- (5) Inclui amortizações de financiamentos de médio e longo prazos, bônus e empréstimos intercompanhias. As amortizações referentes a financiamentos foram estimadas com base nas amortizações devidas em 1990 e no percentual médio de amortizações efetivamente pagas no período 1986-1989 (Ver notas 6 a 8 da tabela do Anexo).

Ressalte-se que esta reestruturação da dívida externa permitiria diminuir significativamente o superávit comercial requerido para garantir o equilíbrio global das contas externas. Admitindo-se que as demais contas do balanço de pagamentos (serviços exclusive juros, transferências unilaterais, investimentos diretos, empréstimos brasileiros ao exterior etc.) apresentem um déficit da ordem de US\$ 5,6 bilhões por ano⁽¹⁷⁾, o superávit comercial requerido para manter o nível de reservas constante alcançaria cerca de US\$ 10,5 bilhões, substancialmente inferior ao saldo comercial médio registrado em 1988-1989. Isto facilitaria uma desejável elevação do grau de abertura da economia brasileira às importações.

(17) Este valor foi estimado com base no déficit médio dessas contas no período 1986-1989. Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico*, vários números.

TABELA 8

**REDUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA EM 1990 APÓS SUA
REESTRUTURAÇÃO ⁽¹⁾**

Discriminação	US\$ bilhões
1. Dívida em 31/12/89	114,7
2. Redução da dívida com os bancos comerciais	43,9
3. Aumento da dívida com o Clube de Paris ⁽²⁾	1,5
4. Aumento da dívida com entidades multilaterais ⁽³⁾	1,3
5. Amortizações de outras dívidas	1,3
6. Dívida em 31/12/90 (1-2+3+4-5)	72,3
7. Redução da dívida (1-6)	42,4

Notas:

⁽¹⁾ Estimada com base na hipótese de que o esquema de reestruturação da dívida externa apresentado neste trabalho teria sido aplicado a partir de 01/01/90. Exclui novos financiamentos de médio e longo prazo às importações. Admite-se que não ocorrerão variações no estoque das linhas comerciais de curto prazo, nem pagamentos referentes a atrasados de capital de risco.

⁽²⁾ Equivale à capitalização de juros da dívida a ser negociada no âmbito do Clube de Paris. A taxa de juros utilizada foi de 9% ao ano.

⁽³⁾ Supõe financiamento integral de juros. A taxa de juros utilizada foi de 9% ao ano.

Não se deve perder de vista que este tipo de estimativa não capta importantes efeitos indiretos da reestruturação da dívida. A drástica redução do superávit comercial requerido permitiria estabilizar a taxa de câmbio, o que teria impacto favorável em termos de controle da inflação e das necessidades de financiamento do setor público. Além disso, a redução da dívida externa pública diminuiria a tributação pendente sobre ativos e rendimentos domésticos, favorecendo o estancamento da fuga de capital e a retomada dos investimentos no país. A própria estabilização cambial contribuiria para desestimular a evasão de recursos de residentes para o exterior.

Em suma, as estimativas apresentadas mostram que o alívio proporcionado por uma reestruturação abrangente da dívida externa pode representar a diferença entre o fracasso e o sucesso de um programa de estabilização. Por outro lado, revelam também que a resolução do problema externo não é suficiente para garantir a recuperação da economia brasileira. O rigor na execução do ajustamento interno é fundamental, não apenas por este motivo, mas também para reforçar a credibilidade da iniciativa brasileira e o poder de barganha na negociação com as entidades multilaterais e o Clube de Paris. Ao mesmo tempo, a contribuição que se exigiria dos bancos estrangeiros reforçaria a autoridade do governo no plano interno, facilitando a imposição dos inevitáveis sacrifícios associados ao reordenamento da economia.

7 - A Questão das Retaliações

Ao calcular-se o efeito benéfico da reestruturação da dívida, admitiu-se implicitamente que a iniciativa brasileira não suscitaria represálias ou retaliações significativas. Entretanto, não se pode garantir que os ganhos projetados não viessem a ser neutralizados, no todo ou em parte, por reações contrárias dos bancos comerciais ou das instituições oficiais. Por isso, iniciativas deste tipo devem ser antecedidas de uma cuidadosa avaliação das suas possíveis repercussões.

A experiência recente já se encarregou de desmoralizar as previsões mais catastróficas quanto aos efeitos de decisões unilaterais de países devedores⁽¹⁸⁾. Fantasias apocalípticas à parte, os principais instrumentos de que dispõem os bancos comerciais para responder a uma ação brasileira são: o *set-off* contra recursos governamentais neles depositados e o corte de linhas de curto prazo. Quanto aos governos e entidades multilaterais, a reação poderia ser a de bloquear a reestruturação da dívida no Clube de Paris ou de reduzir o fluxo de empréstimos ao país.

O risco efetivo de que ocorram algumas destas reações é bem menor do que às vezes se presume. As linhas bancárias de curto prazo, que não seriam afetadas pela reestruturação da dívida, estão preponderantemente ligadas ao financiamento do comércio exterior brasileiro⁽¹⁹⁾. Da sua manutenção dependem as exportações, o nível das reservas cambiais e, portanto, a capacidade de pagamento do país. Recorde-se, também, que estes créditos constituem-se em operações rentáveis para os bancos. Ao cortá-los, estes últimos estariam atingindo seus próprios interesses.

Ainda assim, não se pode excluir a possibilidade de que ocorra uma redução nas linhas de curto prazo. Isto, por dois motivos. O choque provocado pela decisão do governo brasileiro poderia fazer com que bancos individuais cortassem seus créditos, mesmo que isto viesse a prejudicar o interesse dos bancos no seu conjunto. Além do mais, alguns dos principais bancos poderiam promover uma redução coordenada das linhas de curto prazo em resposta à iniciativa brasileira. Por via das dúvidas, o Brasil deveria estabelecer mecanismos automáticos de renovação das dívidas comerciais e interbancárias de curto prazo, a exemplo do que foi feito em 1987 durante a gestão do Ministro Dilson Funaro⁽²⁰⁾.

(18) Para uma discussão dos riscos de represálias, ver KALETSKY (1988, *passim*). Para uma análise mais recente, ver Economic Commission for Latin America and the Caribbean (1990, p. 79-93). Sobre a experiência do Brasil em 1987, ver BATISTA JR. (1988, p. 77-91).

(19) Em agosto de 1989, esses créditos de curto prazo totalizaram US\$ 14,6 bilhões, 76% dos quais vinculados ao financiamento de operações comerciais. Banco Central do Brasil, Brasil: Programa Econômico, volume 24, mar./1990, p.95.

(20) Em fevereiro de 1987, estabeleceu-se que as linhas comerciais e interbancárias passariam a ser pagas por meio de crédito ao banqueiro junto ao Banco Central em conta no exterior, a ser indicada, em cada caso, pelo Banco Central. Ao credor oferecia-se a possibilidade de renovar a linha de crédito com o tomador anterior ou de transferir o crédito a outro banco ou empresa brasileira ou, ainda, de simplesmente deixar os recursos depositados no Banco Central (BATISTA JR., *op. cit.*, p. 39, 40, 147 e 148). Ver, também, FREITAS (1988, p. 7).

Outra medida de precaução seria tirar as reservas internacionais brasileiras e outros ativos financeiros governamentais do alcance dos bancos, transferindo-os para aplicações seguras. Com isto evita-se que os bancos se utilizem de cláusulas contratuais que permitem o confisco de depósitos de devedores inadimplentes.

O que deve causar mais preocupação é uma eventual reação negativa dos governos dos países credores. A oposição destes últimos não poderia bloquear a reestruturação da dívida bancária, já que esta se faria em bases unilaterais. Contudo, os resultados financeiros da iniciativa brasileira poderiam ser prejudicados por uma ação destes governos no Clube de Paris e nas entidades multilaterais por eles dominadas.

A reação mais imediata seria um bloqueio de novos financiamentos por parte de agências governamentais como o Eximbank dos EUA e instituições congêneres de outros países. Acontece que estas agências estão praticamente fechadas desde 1985 para o Brasil, não tendo cumprido sucessivas promessas de reabertura de suas linhas de crédito. Entre 1986 e 1989, os financiamentos diretos de agências governamentais foram de apenas US\$ 174 milhões por ano em média⁽²¹⁾

Outra reação possível seria a decisão dos governos de não admitir que o Brasil viesse a realizar nova reestruturação no âmbito do Clube de Paris. Neste caso, o Brasil continuaria a acumular atrasados com as agências governamentais, insistindo na sua disposição de negociar e ressaltando que a não realização desta negociação decorre da intransigência da parte credora. Se esta intransigência persistir, o governo brasileiro poderia ampliar o alcance da moratória com as agências governamentais, incluindo os financiamentos por elas concedidos ou garantidos após a *cut off date*⁽²²⁾. Observe-se que esta inclusão reduziria em até US\$ 1,5 bilhão as transferências previstas para 1990⁽²³⁾

(21) Banco Central do Brasil, Brasil: Programa Econômico, Vol. 24, mar./1990, p. 91 e Vol. 16, mar./1988, p.96. As agências poderiam também suspender a concessão de garantias aos créditos de compradores e fornecedores. No período 1986-1989, os financiamentos de compradores e fornecedores foram de US\$ 917 milhões por ano, em média. Considerando-se que parte destes financiamentos foram garantidos por agências governamentais, é provável que a suspensão destas garantias ocasione uma redução do financiamento às importações brasileiras.

(22) A dívida correspondente a financiamento concedido por agências governamentais após a *cut off date* (31/3/1983) pode ser estimada em US\$ 2,1 bilhões. Na hipótese de que todos os financiamentos de compradores e fornecedores obtidos pelo Brasil no período 1983-1989 tenham sido garantidos por agências, este valor poderia subir para até US\$ 5,7 bilhões (ver tabela no Anexo). Recorde-se que a exclusão destes financiamentos nos acordos com o Clube de Paris teria a finalidade de estimular a concessão de novos créditos e garantias pelas agências. Caso os governos dos países credores se recusassem a sequer negociar no âmbito do Clube de Paris, esta exclusão perderia qualquer sentido.

(23) Esta estimativa foi obtida com base: a) na hipótese de que 100% dos financiamentos de compradores e fornecedores contratados no período 1983-1989 tenham garantias de agências; b) na aplicação dos percentuais mencionados nas notas 6, 7 e 8 do Anexo sobre as amortizações devidas em 1990 a agências, compradores e fornecedores, respectivamente; e c) na hipótese de que a taxa de juros média sobre a dívida afetada seja de 9% ao ano.

Mais problemática, do ponto de vista dos países credores, seria uma eventual tentativa de utilizar as entidades multilaterais contra a iniciativa brasileira. A tentativa de fazê-lo encontraria dois tipos de resposta por parte do Brasil. Diante de uma ameaça de redução de empréstimos, o governo brasileiro faria sentir, por um lado, que a sua capacidade de pagamento a estas entidades depende crucialmente da manutenção de um quadro de cooperação e, por outro, que estaria preparado para denunciar publicamente a solidariedade de instituições supostamente neutras e supranacionais com os interesses de bancos particulares.

É impossível prever com exatidão a resposta dos credores à ação brasileira. cremos, contudo, ter mostrado que as suas reações podem ser neutralizadas, no todo ou em parte, por meio de uma série de medidas defensivas específicas. De qualquer forma, como medida preventiva, a ação brasileira deveria ser precedida de uma acumulação de reservas que fortalecesse a capacidade de resistência do Brasil em face de eventuais reações dos credores ou outros eventos desfavoráveis.

O leitor que até aqui nos acompanhou já terá percebido que a iniciativa proposta implica uma guinada de 180 graus nas relações externas do país, uma mudança fundamental na postura do Brasil no plano internacional. A sua implementação exige, portanto, não só ação diplomática, mas sobretudo uma campanha de esclarecimento da opinião pública externa e interna.

No plano internacional, a ação brasileira não deve se limitar à utilização dos fóruns tradicionais e dos canais diplomáticos. O que interessa é acionar os meios de comunicação para despertar na opinião pública, nos parlamentos e nos meios empresariais dos países desenvolvidos, apoio e compreensão para os objetivos do governo brasileiro. Isto significa mobilizar, em cada um dos principais países, empresas especializadas na área de propaganda e relações públicas, com o intuito de divulgar os motivos da atitude brasileira, a sua base ética, a iniquidade do tratamento que vinha sendo dado à questão pelos bancos credores, o caráter essencialmente defensivo das medidas tomadas pelo Brasil, os esforços de ajustamento e reconstrução que vêm sendo empreendidos pelo governo brasileiro, os efeitos negativos da dívida externa sobre a nossa capacidade de importar bens produzidos nos países industrializados, a ligação do problema da dívida com a questão social e a do meio-ambiente etc. Trata-se, em última análise, de colocar os bancos no banco dos réus, explorando a percepção difusa de que estes têm escapado basicamente incólumes da crise internacional da dívida. O objetivo final desta campanha seria inibir possíveis reações negativas por parte dos governos e bancos comerciais dos países desenvolvidos.

No plano interno, a reação inicial ao pronunciamento do Presidente seria provavelmente positiva. Não obstante, também aqui se faria necessária uma ofensiva de propaganda e esclarecimento da opinião pública. Não por

motivos demagógicos, mas sim para neutralizar as reações da "quinta coluna" Durante a Guerra Civil Espanhola, utilizou-se esta expressão para caracterizar aqueles que, dentro de Madri, apoiavam sub-repticiamente as quatro colunas de Franco que marchavam contra a cidade. No nosso caso, a quinta coluna demonstrou do que é capaz em ocasiões anteriores. As estreitas ligações de alguns influentes segmentos do empresariado brasileiro com o sistema bancário estrangeiro, notadamente na área financeira e de exportação, criam um campo fértil para estimular oposição à iniciativa brasileira dentro do próprio país⁽²⁴⁾. Sabotagem interna à parte, o esforço de esclarecimento da opinião pública nacional teria a finalidade de facilitar a execução de um duro programa de ajustamento interno e de fazer compreender que, na ausência de uma drástica ação externa, o ônus associado a este ajustamento seria ainda maior para a sociedade brasileira.

9 Epílogo

A iniciativa sugerida neste trabalho só tem sentido baixo duas premissas. A primeira, é a de que o Brasil é, ou pode vir a ser, um país soberano, capaz de subordinar as suas ações internacionais à defesa prioritária de seus interesses fundamentais. A segunda, a de que o país está realmente disposto a executar um amplo e rigoroso programa de estabilização e de reconstrução de sua economia.

Riscos existem. Mas estes são inerentes a qualquer tentativa de mudar padrões estabelecidos de atuação. Convém não exagerá-los, nem ignorar os meios de que dispõe o país para impedir a sua materialização.

A passividade não rendeu frutos. Durante a maior parte dos anos 80, o Brasil se acomodou a modelos de negociação concebidos e patrocinados pelos credores. As dificuldades econômicas experimentadas pelo país, ao longo deste período, tiveram como contraponto uma profunda deterioração do quadro social, uma vez que a crise atingiu, com intensidade desproporcional, a base da pirâmide social.

A situação alarmante a que chegamos não permite tergiversações. A

(24) Documento recente da Cepal destacou o fato de que iniciativas na área da dívida externa podem ser solapadas por grupos empresariais domésticos: *"Perhaps the most serious risks a debtor country has confronted, however, have not been on its external flank at all. Thus the most negative reaction to a restriction on payments has sometimes come from sectors of the debtor country's own society. Aside from any ideological considerations, domestic banks and firms involved in trade are understandably sensitive about their operational relations with foreign banks and their access to credit. (...) Thus when there was not a broad consensus at home that the debt overhang must be eliminated, a restriction on payments has at times set off a domestic political backlash that undermined economic performance and the position of the government, or at least of its economic team (Economic Commission for Latin America and the Caribbean, op. cit., p. 84).*

década de 90 não pode ser uma mera continuação da anterior. Ao contrário, é preciso reconquistar o tempo perdido e recolocar a economia brasileira nos trilhos do desenvolvimento. O Brasil precisa tomar em suas próprias mãos a responsabilidade pela superação dos problemas que o afligem. Só assim poderemos abrir caminho para a construção da sociedade próspera e justa com que sonhamos.

Anexo

Neste anexo, apresenta-se, com maior detalhe, a decomposição da dívida externa brasileira em quatro categorias. Esclarece-se, também, quais os tipos de dívida a serem afetados pela reestruturação das obrigações externas do país.

A dívida com os bancos comerciais, a ser reestruturada unilateralmente, inclui: a) empréstimos em moeda; b) financiamentos de médio e longo prazos de compradores, contratados antes de 1983 sem garantia de agências governamentais; c) a dívida reescalada ou contratada em acordos anteriores com os bancos comerciais.

A dívida a ser renegociada no âmbito do Clube de Paris abrange: a) financiamentos concedidos ou garantidos por agências governamentais, contratados antes da *cut off date*; e b) obrigações previamente reestruturadas no âmbito do Clube.

Excluem-se da reestruturação a dívida com entidades multilaterais, os bônus, os empréstimos intercompanhias, as linhas comerciais de curto prazo e os atrasados referentes a capital de risco. Exclui-se, também, parte dos financiamentos de médio e longo prazos, a saber: a) os financiamentos concedidos ou garantidos por agências governamentais, contratados após a *cut off date*; b) os financiamentos de compradores sem garantias de agências contratados após 1983; e c) todos os financiamentos de fornecedores sem garantia de agências.

A tabela que se segue apresenta a dívida externa brasileira por categorias. Em virtude da ausência de informações oficiais, a decomposição dos financiamentos de médio e longo prazo entre financiamentos contratados antes e após a *cut off date* e entre financiamentos com garantia e sem garantia de agências governamentais foi estimada com base na decomposição dos vencimentos de principal destes financiamentos no período 1986-1989.

**DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA: DECOMPOSIÇÃO
POR CATEGORIAS, 31/12/89**

Discriminação	US\$ bilhões	%
1. Dívida com os bancos comerciais		
afetada pela reestruturação unilateral	62,7	54,7
Empréstimos em moeda ⁽¹⁾	61,4	
Compradores sem garantia ⁽²⁾	1,3	
2. Dívida renegociável no Clube de Paris	16,5	14,4
Agências ⁽³⁾	2,4	
Compradores com garantias ⁽⁴⁾	2,8	
Fornecedores com garantias ⁽⁵⁾	1,6	
Dívida previamente reescalorada	9,7	
3. Dívida com entidades multilaterais	13,9	12,1
FMI	2,4	
BIRD	8,3	
BID	2,4	
Demais	0,8	
4. Outras dívidas	21,6	18,8
Agências pós <i>cut off date</i> ⁽⁶⁾	2,1	
Compradores pós <i>cut off date</i> ⁽⁷⁾	1,2	
Fornecedores pós <i>cut off date</i> ⁽⁸⁾	2,4	
Bônus	1,1	
Intercompanhias	3,2	
Linhas comerciais de curto prazo	10,9	
Demais ⁽⁹⁾	0,7	
5. Total (1+ 2+ 3+ 4)	114,7	100,0

Notas:

(1) Inclui atrasados com os bancos comerciais de US\$ 3,5 bilhões, bônus de saída e bônus de dinheiro novo.

(2) Admitiu-se que 25% dos financiamentos totais de compradores não contam com garantia de agências e teriam sido contraídos antes de 1983. Esta proporção equivale ao percentual médio de amortizações de financiamento de compradores incluídos no Projeto II no período 1986-1989.

(3) Estimado com base na hipótese de que 42% da dívida com agências governamentais (exclusive dívida previamente reescalorada) teriam sido contraídas antes da *cut off date*. Esta proporção equivale ao percentual médio das amortizações da dívida com agências (exclusive vencimentos de dívida já reescalorada) reestruturadas no âmbito do Clube de Paris no período 1986-1989. Inclui atrasados com o Clube de Paris de US\$ 0,5 bilhão.

(4) Supôs-se que 53% dos financiamentos totais de compradores contam com garantia de agências e teriam sido contraídos antes da *cut off date*. Esta proporção equivale ao percentual médio das amortizações de financiamentos de compradores reestruturadas no

âmbito do Clube de Paris no período 1986-1989.

- (5) Admitiu-se que 39% da dívida com fornecedores contam com garantia de agências e teriam sido contraídas antes da *cut off date*. Esta proporção equivale ao percentual médio das amortizações da dívida com fornecedores reestruturadas no âmbito do Clube de Paris no período 1986-1989.
- (6) Estimado com base na hipótese de que 58% da dívida com agências (exclusive dívida previamente reescalorada) correspondem à dívida contraída após a *cut off date*. Esta proporção equivale ao percentual médio das amortizações da dívida com agências (exclusive vencimentos de dívida já reescalorada) efetivamente pagas no período 1986-1989.
- (7) Inclui financiamentos contratados sem garantia a partir de 1983. Admitiu-se que 22% dos financiamentos totais de compradores correspondem a financiamentos contratados com garantia após a *cut off date* ou a financiamentos contratados sem garantia a partir de 1983. Esta proporção equivale ao percentual médio das amortizações de financiamentos de compradores efetivamente pagas no período 1986-1989.
- (8) Inclui financiamentos contratados sem garantia antes da *cut off date*. Calculado com base na hipótese de que 61% da dívida com fornecedores correspondem a financiamentos contratados com garantia após a *cut off date* ou a financiamentos sem garantia.
- (9) Inclui atrasados referentes à remessa de lucros e dividendos e à repatriação de capital de risco estrangeiro.

Fonte dos dados primários: Banco Central do Brasil, Brasil: Programa Econômico, vários números.

Referências Bibliográficas

- BACHA, Edmar. Um modelo de três hiatos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 19(2):213-232, ago. 1989.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim Mensal*, vol. 26, nº 4, abr. 1990a.
- _____. *Relatório 1989*, vol. 26, 1990b.
- _____. *Brasil: Programa Econômico*, (vários números).
- BATISTA JR. Paulo Nogueira. Formação de capital e transferência de recursos ao exterior. *Revista de Economia Política*, 7(1):10-28, jan./mar. 1987a.
- _____. *A transformação da dívida externa em títulos de longo prazo*. Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional, IBRE/FGV, out. 1987b (mimeo).
- _____. *Da crise internacional à moratória brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988.
- _____. *Uma avaliação do acordo preliminar entre o México e os Bancos Comerciais*. Confederação Nacional da Indústria, Grupo de Trabalho sobre a Conversão da Dívida Externa em Investimentos. Rio de Janeiro, nov. 1989 (mimeo).
- DEVLIN, Robert. From Baker to Brady: can the new plan work? *Revista de Economia Política*, 10(2):82-94, abr./jun. 1989.
- ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN. *Latin America and the Caribbean: options to reduce the debt burden*. Santiago, Chile, 1990.
- FREITAS, Carlos Eduardo de. *Dívida externa*. Instituto de Economia do Setor Público-IESP/FUNDAP, Texto para Discussão, São Paulo, dez. 1988.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. *Improving the official debt strategy: arrears are not the way*. Washington, D.C., mai. 1990.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *IMF survey*. Supplement on the Fund. Washington, D.C., ago. 1989.
- _____. *International capital markets: developments and prospects*. Washington, D.C., abr. 1990.
- _____. *World economic outlook*. Washington, D.C., vários números.
- ISLAM, Shafiqul. *The Mexican debt accord: lessons for the Brady Plan*. Council on Foreign Relations, revised version of Testimony before the Subcommittee on International Development, Finance, Trade and Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives, fev. 1990 (mimeo).
- KALETSKY, Anatole. *Os custos da moratória*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988.
- KNOX, David. *Latin American debt: facing facts*. Oxford International Institute, 1990.
- LLACH, Juan J. *Las hiperestabilizaciones sin mitos*. Instituto Torcuato di Tella, nov. 1989 (mimeo).
- MEYER, Arno & MARQUES, Maria Silvia Bastos. *A fuga de capital no Brasil*. Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional-IBRE/FGV, ago. 1989 (mimeo).
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Uma estratégia alternativa para negociar a dívida externa. In: _____ (org.), *Dívida externa: crise e soluções*. São Paulo, Brasiliense, 1989.
- RHODES, William R. Reestudo do Plano Brady: mais dinheiro e outras obrigações. In: *Gazeta Mercantil*, 12 e 14/05/1990.

(Originais recebidos em julho de 1990).