

## Subsídios para a renegociação da dívida externa\*

### *Subsidies for foreign debt renegotiation*

RELATÓRIO DA COPAG

---

RESUMO: Esta é uma reprodução dos planos governamentais para a gestão da dívida externa.

PALAVRA-CHAVE: dívida externa.

ABSTRACT: This is a reproduction of the government plans for the management of the foreign debt.

KEYWORDS: Foreign debt.

JEL Classification: H63.

---

#### PREMISSAS

A orientação do próximo governo quanto ao problema da dívida externa deveria tomar como referência as seguintes premissas:

- 1) no fundamental, a atual crise do balanço de pagamentos do Brasil não se deve a malbaratamento dos empréstimos tomados no passado, ao contrário do que aconteceu em outros países;
- 2) do mesmo modo, não cabe ao país a exclusiva responsabilidade pelo montante atual da dívida: o que devemos hoje ao exterior é pelo menos o dobro do que deveríamos caso não tivesse ocorrido, a partir de 1979, a forte deterioração de nossas relações de intercâmbio comercial e a violenta elevação das taxas de juros – acontecimentos de que fomos vítimas, não autores;
- 3) apesar disso, os encargos do ajustamento à nova situação mundial têm recaído exclusivamente sobre nós. O pesado ônus da crise não foi compartilhado pela comunidade financeira internacional nem pelo principal país-sede dos bancos credores (Estados Unidos);
- 4) o custo desses encargos para o país pode ser avaliado por dois indicadores simples mas dramáticos: entre 1980 e 1984 a renda nacional por habitante

---

\* Este é um dos relatórios preparados no início de 1985 pela COPAG – Comissão do Plano de Governo – para o presidente Tancredo Neves.

- declinou 11 por cento; no mesmo período o emprego industrial e a massa de salários desse setor caíram mais de 20 por cento;
- 5) tal sacrifício representou a contrapartida da política econômica contracionista destinada a assegurar as transferências líquidas de bens e serviços (não fatores\*), ao exterior, mediante a contração da demanda global (e, portanto, das importações), e uma política agressiva de exportações. Assim, em 1983-1984 o Brasil transferiu ao exterior cerca de US\$ 16 bilhões (exportações menos importações de mercadorias e serviços não fatores\*). O coeficiente de importações do país (importações como proporção do PIB) foi reduzido de 11 para 6 por cento entre 1978 e 1984; no mesmo período o coeficiente de exportações elevou-se de 6,5 para 11,5 por cento;
  - 6) outro fator importante para viabilizar os superávits comerciais foi a substituição de importações, tanto no que se refere a bens de capital e insumos industriais como ao petróleo. Nesse último aspecto, basta mencionar que a produção doméstica de petróleo cresceu mais três vezes entre 1979 e o final de 1984, aumentando sua participação no consumo nacional desse produto de 14 para 46 por cento. Isto para não mencionar a substituição dos derivados de petróleo por energia elétrica ou álcool hidratado. Poucos países realizaram um esforço de mudanças estruturais tão significativo;
  - 7) no contexto da crise de balanço de pagamentos e da política de ajustamento praticada, um custo adicional que merece ser ressaltado refere-se a supervisão da economia nacional pelo Fundo Monetário. Tal supervisão, baseada em critérios e objetivos estreitos, não só retirou autonomia da política econômica nacional como foi ineficaz quanto aos resultados perseguidos de estabilidade de preços e ordenamento financeiro;
  - 8) temos a convicção de que *o Brasil deve e pode melhorar as condições de negociação de sua dívida externa*, para aliviar as transferências de recursos feitas ao exterior. A política governamental referente à dívida externa desde 1980 foi essencialmente *passiva* e não explorou todas as possibilidades de entendimentos mais favoráveis ao país;
  - 9) por outro lado, não é admissível que um país pobre como o nosso transfira anualmente, durante prazos longos, em torno de 4 por cento de sua renda nacional para o exterior. Do ponto de vista social e político chegou-se ao limite de tolerância aos sacrifícios impostos pelo declínio da renda por habitante e do emprego, simultâneos com o declínio das despesas sociais do governo, a contração dos investimentos, a desordem financeira e o descontrole da inflação.

## AS IMPLICAÇÕES DAS TRANSFERÊNCIAS AO EXTERIOR

É fundamental ter presente que o problema das transferências de renda ao exterior desdobra-se em duas dimensões:

- 1) as transferências em si mesmas comprometem gravemente a taxa de pou-

pança da economia, diminuindo-a em cerca de um terço, reduzindo assim o investimento e prejudicando o crescimento futuro da economia e do emprego;

- 2) contribuem também para os desequilíbrios no sistema financeiro, caracterizados pela deterioração das finanças públicas e pela elevadíssima taxa de juros, além de seus efeitos no processo inflacionário.

A influência adversa dessas transferências sobre a taxa de inflação deu-se a partir das maxidesvalorizações do cruzeiro, pela concorrência das exportações com as necessidades do mercado interno (por exemplo, produtos agrícolas em 1983) e pelo elevado custo do dinheiro, que decorre em parte das pressões financeiras do setor público.

De fato, tem cabido ao governo a principal responsabilidade para financiar as transferências ao exterior, mediante emissão de títulos, operações de crédito, aumento de impostos e ampliação dos meios de pagamento, circunstâncias que empurram e sancionam o processo inflacionário.

Um exemplo de pressão junto ao sistema bancário refere-se à dívida das empresas estatais, hoje equivalente a 14 por cento do PIB (Cr\$ 56 trilhões de cruzeiros em dezembro último). O fato de esta dívida ser financiada em sua maior parte com recursos externos foi decisivo para seu rápido crescimento em face das maxidesvalorizações e da política cambial posterior a fevereiro de 1983). Isto para não mencionar o fato de que o governo assumiu grande parte do risco cambial e o custo da dívida externa das empresas e bancos privados via Resolução n.º 432, Circular n.º 230 e outras.

## OBJETIVOS DA NOVA POLÍTICA

Neste contexto a redução substancial das transferências ao exterior deve constituir um objetivo central do novo governo, simultaneamente com a recuperação de autonomia de sua política econômica.

A médio e longo prazo, a matriz de soluções básicas para esses problemas envolve: 1) maiores contribuições das nações desenvolvidas às instituições oficiais de crédito; 2) revisão e atualização dos critérios de condicionalidade do FMI; 3) novas alocações de DES; 4) cessação das pressões protecionistas sobre as exportações dos países em desenvolvimento; 5) redução das taxas de juros, mediante mudanças na política econômica norte-americana e diminuição das taxas de risco (*spreads*) adicionadas aos juros; 6) implementação de esquemas de capitalização dos juros.

Portanto, as discussões sobre a transferência de serviços devem conduzir o Brasil aos fóruns internacionais, como o Comitê Interino do FMI e o Comitê de Desenvolvimento do Banco Mundial, e, principalmente, a intensificar e dar maior densidade e consequência às reuniões periódicas dos governos dos países devedores, como as de Cartagena e Mar del Plata. Dificilmente o *status quo* da ordem financeira internacional será mudado por pressão de um devedor isolado. Um novo esforço de cooperação é, portanto, imprescindível.

## A CAPITALIZAÇÃO DOS JUROS

A possibilidade de capitalização de juros poderá permitir uma solução positiva, a curto prazo, das dificuldades do balanço de pagamentos e das transferências excessivas de recursos ao exterior. Tal alternativa, além de tecnicamente viável, não leva necessariamente a um confronto com a comunidade financeira internacional. Por outro lado, é superior à obtenção do chamado “dinheiro novo”, tipo empréstimos “jumbo” (a qual não deve, porém, ser necessariamente descartada).

Do ponto de vista prático, não se objetiva gerar déficits comerciais, mas superávits mais moderados que permitam realizar:

- 1) uma política de importações condizente com um crescimento razoável e sustentado da produção e do emprego;
- 2) uma política de exportações mais racional e ajustada às necessidades do mercado interno;
- 3) manter um nível mínimo de reservas equivalente a quatro meses de importações.

As principais características do esquema de capitalização seriam:

- 1) capitalização de uma parcela da conta anual de juros. A capitalização integral esbarraria provavelmente em resistências insuperáveis por parte dos credores. Além disso, as projeções para os próximos anos sugerem que a capitalização parcial seria suficiente para produzir um significado alívio no balanço de pagamentos;
- 2) execução da capitalização dos juros dos empréstimos de organismos financeiros internacionais, dos bônus e das linhas de crédito comerciais de curto prazo. A capitalização seria feita em relação aos juros da dívida bancária de médio e longo prazos, a qual corresponde talvez a três quartos da dívida total de igual prazo;
- 3) a capitalização não implica que o país obtenha taxas de juros fixas. Em princípio, prevaleceriam os juros de mercado. Contudo somente uma parcela desses juros seria paga em divisas nas datas de vencimento previstas em contrato; a outra se transformaria em obrigação externa do Banco Central, sendo coberta por instrumento financeiro adequado;
- 4) os critérios propostos para definir a parcela da conta de juros a ser capitalizada têm sido os seguintes:
  - a) fixação de um limite superior para a fração das receitas de exportação destinada ao pagamento efetivo dos juros (20/25 por cento);
  - b) capitalização da diferença entre o juro nominal e a inflação externa;
  - c) fixação da referida parcela com base na experiência recente;
  - d) definição de uma taxa de juros considerada “normal” (segundo padrões históricos) e capitalização da diferença entre essa taxa e a taxa de juro efetiva.

É possível apresentar prós e contras para cada um desses critérios, relacionados com problemas do tipo: incerteza sobre a suficiência ou insuficiência de capitalização para garantir políticas de comércio exterior e de reservas adequadas; acumu-

lação excessiva de reservas; crescimento excessivo de importações; inconveniência de critério em face das mudanças na conjuntura econômica internacional. Em qualquer das hipóteses, procurar-se-á evitar o agravamento da relação dívida líquida sobre exportações;

- 5) uma proposta alternativa às anteriores, mas coerente com seu espírito, consistiria em realizar a capitalização de modo a que o país mantivesse um nível adequado de reservas (por exemplo, quatro meses de importações), no contexto de uma política de comércio exterior compatível com o crescimento sustentado (5-7% anual) da economia e do mercado interno;
- 6) as negociações das condições de prazo para a amortização do principal do empréstimo correspondente aos juros capitalizados deverão ser objeto de tratamento cuidadoso, porquanto têm óbvias e importantes aplicações sobre o perfil de vencimentos da dívida;
- 7) acertada a estratégia de capitalização dos juros e o critério para implementá-la, restaria definir a utilização da contrapartida (em cruzeiros) dos juros capitalizados. Essa, adernais de constituir um importante instrumento da política de saneamento financeiro, poderá refinar parte do serviço da dívida externa dos devedores finais e para a capitalização de empresas nacionais. Deve-se evitar os riscos de desnacionalização e de utilização do instrumento para substituir o ingresso normal de novos investimentos diretos.

## O PROBLEMA DO *RELENDING*

A questão do refinanciamento dos serviços dos devedores em moeda estrangeira suscita um importante problema que deveria ser resolvido pelo novo governo, à margem da questão da capitalização dos juros. Referimo-nos ao fato de que os empréstimos aos bancos estrangeiros por conta dos projetos 1 e 2 (no futuro apenas projeto 2 no contexto da atual estratégia de dispensar “dinheiro novo”) depositados no Banco Central não são alocados automaticamente aos tomadores mas devem ser reemprestados (*releending*) a estes pelos próprios bancos.

Tais reemprestimos têm sido feitos dentro de condições verdadeiramente ex-torsivas, com cobrança de comissões que chegam até 4%, pois:

- a) os bancos estrangeiros que emprestam ao Banco Central têm garantia do Tesouro Nacional, não tendo, portanto, motivos para reemprestarem a não ser em condições excepcionalmente favoráveis de remuneração;
- b) em geral os tomadores que recorrem ao *releending* são empresas públicas ou tesouros estaduais cujo acesso ao mercado doméstico é mais restrito.

O mecanismo descrito é lesivo ao país e deverá ser corrigido prontamente pelo novo governo, mediante providências legais adequadas, que poderão ser analisadas mais detalhadamente pelas novas autoridades.

## CONDIÇÕES DE CURTO PRAZO E RESTRIÇÕES DOS CREDORES

Na execução prática da política econômica com relação à dívida externa, as autoridades econômicas do novo governo deverão levar em conta dois aspectos que condicionarão a *forma mais eficaz* para implementar as orientações anteriores:

- 1) pelas estimativas feitas, mesmo admitindo um arrefecimento das exportações, um crescimento razoável das importações (7,1% total e 24% para as importações que excluem o petróleo) e manutenção do nível de reservas, a situação de divisas cambiais do país em 1985 provavelmente não será crítica (embora possa piorar no final do ano). Essa circunstância não obscurece o fato da inviabilidade (e indesejabilidade) a médio e longo prazos da estratégia de negociação da dívida externa do atual governo, mas certamente deve ser levada em conta na definição do *timing* da política do novo governo;
- 2) a curto prazo, os dois fatores de maior vulnerabilidade para o Brasil nas negociações com os credores são:
  - a) possibilidade de erosão de linhas de crédito comercial de curto prazo (cujo total hoje é da ordem de US\$ 10 bilhões), com perdas inevitáveis e rápidas de reservas cambiais;
  - b) os efeitos potenciais de uma nova crise cambial sobre a já bastante grave conjuntura inflacionária herdada do atual governo.

Ao mesmo tempo, não se deve deixar de levar em conta que:

- 1) o próximo governo começa sua gestão com o apoio da ampla maioria da população e de todas as forças vivas da nação, além da simpatia internacional, circunstâncias que lhe favorecem obter conquistas iniciais significativas na negociação da dívida externa;
- 2) a estratégia relativa à dívida externa conduzida pelo atual governo não explorou de forma adequada a possibilidade de:
  - a) negociar com os credores externos prevalecendo-se de sua heterogeneidade, uma vez que suas áreas de especialização, tamanho, grau de vulnerabilidade, países-sede nem sempre coincidem em todos seus aspectos e interesses;
  - b) recorrer a mecanismos não convencionais como forma de obter melhores condições de crédito. A título de exemplo, mencionamos o uso das necessidades de importação como alavanca para obter novos créditos em moedas mais favoráveis e a taxas subsidiadas; acordos bilaterais de comércio; convênios de crédito recíproco.

## FMI E RENEGOCIAÇÃO PLURIANUAL

A partir do seu início o novo governo deverá defrontar-se com duas questões extremamente relevantes para dívida externa brasileira: a sétima carta de intenções para o FMI e a renegociação plurianual da dívida.

No que se refere ao FMI, há consenso entre os analistas econômicos de que em 1985 o país dificilmente cumprirá as metas do ajustamento interno acertadas no tocante à base monetária, ao superávit operacional do setor público e à inflação.

Alternativa, no caso, será rediscutir com o Fundo os termos das metas de ajustamento, procurando não só estabelecer metas realistas como introduzir novas condicionalidades do tipo:

1. taxa mínima de formação de capital;
2. nível mínimo de reservas cambiais;
3. elevação das importações em ritmo compatível com uma taxa razoável de crescimento econômico;
4. despesas na área social.

Esse processo de renegociação deverá ser difícil, mas coloca-se como opção mais adequada do que a simples ruptura com o FMI, com todas suas consequências negativas a curto prazo no tocante a ingresso de divisas (US\$ 1,6 bilhão neste ano, como crédito do próprio Fundo) e aos entendimentos com os bancos e países credores.

Quanto à renegociação plurianual das amortizações da dívida brasileira não há certeza que se chegue a termo antes do final do atual governo. Em todo caso, convém ter presente, de maneira sucinta, seus principais aspectos:

- 1) a renegociação baseia-se em suposições otimistas sobre o comportamento futuro das exportações brasileiras (crescimento ininterrupto de 10% o ano, até 1991) e das taxas de juros internacionais (*Libor* média de 9,5% anual em 1986-1991);
- 2) mesmo assim, o Brasil deveria transferir anualmente ao exterior cerca de US\$ 9 bilhões de dólares, o que representaria um grande sacrifício para seu desenvolvimento;
- 3) além disso, e apesar do sacrifício, o país continuaria exposto aos mesmos riscos que o levaram à insolvência externa no início desta década, ou seja, o impacto negativo de uma alta taxa de juros internacionais, uma retração do comércio mundial e uma deterioração das relações de troca;
- 4) a maior novidade do acordo é o seu caráter multianual. Este aspecto melhora o perfil de vencimentos da dívida e reduz a frequência de negociações futuras e o conseqüente desgaste. No entanto, não apresenta vantagem essencial para o país devedor, na medida em que legitima as atuais regras de conduta. A negociação multianual é de interesse de banqueiros privados, para evitar maiores dificuldades na administração do passivo e precaver-se das críticas dos seus acionistas e depositantes;
- 5) a proposta inicial das atuais autoridades brasileiras apresenta basicamente três aspectos positivos: a) a eliminação da *prime* como taxa de referência, já que ela tende a estar num patamar superior à *Libor*; b) a redução do *spread* de 2% a.a. para 1,125% a.a.; c) está-se examinando a possibilidade de retirar os bancos brasileiros do Projeto 2 (reescalonamento da dívida vincenda), que teria como contrapartida uma redução proporcional do crédito interbancário (Projeto 4). Embora em termos de recursos estas opera-

- ções possam compensar-se, seriam vantajosas para o Brasil, dada a instabilidade potencial dos créditos interbancários;
- 6) do lado negativo destacam-se os seguintes aspectos:
- a) o nível das reservas internacionais deverá manter-se abaixo do limite mínimo equivalente ao valor de 3 a 4 meses de importações, permanecendo, portanto, uma situação cambial frágil, inclusive diante de qualquer tipo de desequilíbrio transitório. A imposição desta situação cambial extremamente restrita evidencia-se pelo fato de que nos anos de 1986 e 1988 o Brasil não só não captaria recursos novos junto aos bancos privados como inclusive pagaria, além dos juros, uma parte do principal;
  - b) na melhor das hipóteses, isto é, se todas as condições e previsões se realizarem, a partir de 1989 o Brasil teria que voltar ao mercado e captar, além dos recursos oficiais, *fresh money* junto aos banqueiros privados (US\$ 1,7 bilhão em 1989, US\$ 2,4 bilhões em 1990 e US\$ 3,6 bilhões em 1991), segundo estimativas do Banco Central;
  - c) embora a proposta das autoridades brasileiras de 15 de novembro de 1984 não faça referência à supervisão do FMI no período 1985-1991, divulgou-se que este aspecto está sendo negociado. Tal supervisão pode ser legalmente enquadrada no mecanismo de consulta e troca de informações de rotina do artigo 4º. do convênio constitutivo do FMI. No entanto, é necessário chamar a atenção para a experiência mexicana a esse respeito. Neste caso, não só se explicitou a ampliação e o aprofundamento destas consultas, como se anexou às cláusulas de não cumprimento do contrato uma que trata especificamente desta supervisão.

