

## Negociação da dívida externa

### *Negotiation of Brazil's external debt*

---

RESUMO: Esta é uma compilação de documentos relacionados à negociação da dívida externa do Brasil em setembro de 1987.

PALAVRAS-CHAVE: Dívida externa; crise da dívida.

ABSTRACT: This is a compilation of documents relating to the negotiation of Brazil's external debt in September 1987.

KEYWORDS: External debt; debt crisis.

JEL Classification: H63; F34.

---

No dia 22 de junho último, o Brasil concluiu a negociação de sua dívida externa de uma forma diversa dos termos da proposta brasileira de 25 de setembro de 1987. Publicamos neste número da *Revista de Economia Política* os principais documentos relativos à negociação: 1) O trabalho apresentado pelo então ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira, ao U.S. Congressional Summit on the Economic Agenda for the Nineties, em Viena, no dia 4 de dezembro de 1987; 2) o discurso do ex – ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira, perante a Assembleia Geral do FMI, em nome da América Latina, no dia 30 de setembro de 1987; 3) a proposta do Brasil aos bancos, de 25 de setembro de 1987; 4) o relatório do negociador especial da dívida externa, Fernão Carlos Botelho Bracher, escrito logo após ter pedido demissão de seu cargo, em dezembro de 1987; 5) o Comunicado Brasileiro de 22 de junho de 1988, informando a conclusão do acordo; 6) o Comunicado dos Bancos Credores, fazendo a mesma comunicação.

### 1. VIENA: UMA SOLUÇÃO GLOBAL PARA A DÍVIDA

Trabalho apresentado pelo então ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira, ao *U.S. Congressional Summit on the Economic Agenda for the Nineties*, em Viena, no dia 4 de setembro de 1987:

Em agosto de 1982, o México suspendeu o pagamento de sua dívida externa. Em agosto de 1987, sete países latino – americanos deixaram de pagar os juros aos bancos privados. Cinco anos após sua eclosão, a crise da dívida está longe de ser resolvida. Ao contrário, há sinais de seu agravamento.

## 1.

Para os dez maiores países devedores, o índice dívida/exportações cresceu de 264, em 1982, para 385 em 1987, isto é, quase 50 por cento. Excluindo-se Brasil e Peru, a taxa de crescimento para o ano de 1986, para esse mesmo grupo de países, passa a ser de somente 1,5 por cento. Em geral esses países não têm conseguido obter um crescimento sustentado, alternando anos de crescimento com anos de recessão. Como resultado desse quadro desolador, a renda *per capita* na América Latina não tem conseguido recuperar o nível alcançado em 1980. Apesar da adoção de dolorosos ajustamentos, os países devedores não têm sido capazes de retornar ao mercado, um resultado que foi definido nos primeiros dias da crise como o objetivo final da estratégia da dívida.

Como consequência da dívida, os países credores também não se encontram em uma situação privilegiada. Eles não têm conseguido – e provavelmente também não o farão em um futuro próximo – retomar suas exportações aos países devedores nos níveis atingidos no início dos anos oitenta. Além disso, um número crescente de países em desenvolvimento tem sido igualmente forçado a suspender os pagamentos aos credores oficiais. As agências de crédito para exportação, por sua vez, suspenderam a cobertura dada a alguns países devedores, dificultando assim a perspectiva de expansão das exportações aos países em desenvolvimento.

É verdade que de 1982 a 1987 os bancos credores aumentaram seus índices de capital, criaram reservas sobre a dívida e começaram a reduzir seus *exposures* ao Terceiro Mundo. Mas, hoje, as oportunidades de cobrar os países devedores não são melhores do que eram em 1982. Ao contrário, há sinais no mercado – o desconto no mercado secundário, o crescimento nas provisões bancárias, a depreciação das ações dos bancos – que apontam para o fato de que parte do débito existente não é cobrável. Vale notar que o aumento das reservas, bem como a depreciação das ações, corresponde ao desconto esperado no débito, ou seja, a cerca de 50 por cento do valor de seus créditos contra os países altamente endividados.

Há, de fato, sérios impedimentos, internos e externos, ao completo serviço da dívida. Experiências recentes têm demonstrado o quanto é difícil para as economias latino-americanas gerarem superávits comerciais essenciais para o pagamento dos juros. O pagamento integral dos juros é incompatível com o crescimento sustentado, o controle das finanças públicas e a estabilidade de preços. Vamos agora discutir esses pontos.

a) A transferência de recursos reais – medida pelo superávit da balança comercial e de serviços não fatores – requerida para o pagamento dos juros da dívida deprime a capacidade de investimento. De 1983 a 1985, o crescimento médio das transferências de recursos reais da América Latina (5,3 por cento do PIB) correspondeu aproximadamente a uma redução média nos investimentos (5,8 por cento). Isto significa que esses países tiveram que postergar investimentos indispensáveis, a fim de servir sua dívida.

b) Em muitos países latino-americanos, a maior parte da dívida externa é do setor público (70%, no caso do Brasil). Nesses casos, o pagamento dos juros requer

uma transferência do setor privado para o setor público, a fim de permitir que o governo adquira – do setor exportador – as divisas necessárias ao pagamento da dívida. Normalmente, tais transferências implicam um empréstimo adicional, elevando, dessa maneira, a taxa de juros interna e, em consequência, o déficit público. No Brasil, os juros pagos sobre a dívida pública correspondem a 4,9 por cento do PIB, dos quais 2,6 por cento referem-se à dívida externa. Um déficit público maior afeta os investimentos públicos, enquanto taxas de juros mais elevadas desestimulam os investimentos privados.

c) A tentativa de expandir os superávits comerciais através de sucessivas desvalorizações cambiais levou os países devedores a uma competição predatória e a uma deterioração adicional nos termos do intercâmbio. As desvalorizações têm, ainda, dois efeitos negativos: tendem a aumentar o déficit público, uma vez que um maior volume de moeda local se faz necessário para o pagamento da mesma quantidade de juros; e têm um impacto perverso na estabilidade de preços.

Há também constrangimentos externos ao serviço da dívida. De um lado, as taxas de juros permanecem substancialmente altas em termos reais e, recentemente, elas têm até se elevado, não havendo indicações de queda num futuro próximo. Por outro lado, as taxas de crescimento para os países membros da OCDE têm diminuído novamente, e espera-se que fiquem abaixo de 2,5 por cento. O *World Financial Markets*, uma publicação divulgada pelo Morgan Guaranty, observa que “ao expandirem suas exportações, os países devedores podem em princípio conter os índices de sua dívida ao reduzir suas importações de maneira a gerar um superávit comercial necessário para realizar transferências financeiras líquidas aos seus credores”. Em outras palavras, nas circunstâncias atuais, o serviço da dívida, mais uma vez, resultará em recessão.

## 2.

A estratégia *muddling through* claramente falhou. Há agora um consenso de que novos mecanismos e procedimentos têm de ser propostos e colocados em prática a fim de resolver o problema da dívida. Os países endividados foram os primeiros a mostrar as falhas da estratégia adotada depois de 1982 e a sugerir alternativas. O Congresso dos Estados Unidos apresentou algumas sugestões. O senador Bradley sublinhou a inadequação de se amontoar débito sobre débito através de novos empréstimos. Na verdade, não há “dinheiro novo”, uma vez que os bancos somente fornecem os recursos para o pagamento dos juros. O senador Sarbanes e os deputados Lafalce, Levin e Morrison sugeriram a criação de um *Debt Management Facility*. O deputado Schumer propôs regras mais flexíveis para o reescalamento da dívida. O secretário Baker apontou para a necessidade de inovação na estrutura de um *menu approach*. A comunidade acadêmica pesquisou e desenvolveu novos mecanismos para enfrentar as dificuldades financeiras dos países devedores.

Na verdade, há uma série de boas propostas que devem ser analisadas cuidadosamente. Mas, primeiramente, nós temos que escutar o que o mercado está dizendo. O julgamento do mercado é que o débito existente não vale 100 por cento

de seu valor líquido. Vale 70, 50, 30, 10 por cento e até menos. Na realidade, o valor de mercado da dívida do Terceiro Mundo tem diminuído constantemente; em média, seu valor cai para cerca de 50 por cento do valor contratado.

Se o valor de mercado da dívida representa somente 50 por cento do valor líquido, uma solução poderia ser a securitização do débito, levando-se em consideração a indicação do mercado. Duas modalidades de securitização poderiam ser consideradas: a primeira é securitizar o débito existente abaixo do valor líquido e escalonar os pagamentos em um número razoável de anos, de acordo com a taxa de juros do mercado; a segunda é manter o valor líquido da dívida, mas reestruturá-lo em taxas fixas de mercado. Se o débito for então reestruturado, de acordo com a capacidade de pagar de cada país devedor, repetitivas e intermináveis negociações para novos empréstimos e reescalonamentos não serão mais necessárias. Além disso, dada uma adequada amortização, a recuperação de todo o crédito, nas taxas de mercado, pode ser considerada como subsídio, dependendo da qualidade do país devedor.

Que garantia têm os bancos credores de que os devedores serão capazes de pagar o débito reestruturado? Os países credores poderiam levar em consideração este fato fornecendo alguma garantia ao débito reestruturado. Os países superavitários, cuja ajuda para a solução do problema da dívida é esperada, devem preferir concentrar seus esforços nesta solução, ao invés de pensar em um alívio de curto prazo. As instituições financeiras multilaterais e a nova agência de gerenciamento da dívida, a serem eventualmente criadas, poderão juntas garantir o novo débito. Entretanto, a segurança efetiva reside no fato de que o compromisso dos países devedores de se ajustarem e crescerem se tornará exequível, uma vez que o débito diminuirá e a transferência de recursos será reduzida a níveis reais.

Este tipo de solução pode favorecer todas as partes envolvidas:

a) os países endividados poderão então contar com os recursos necessários para seu crescimento e para novos investimentos. Além disso, serão eles capazes de estimular investimentos internos e externos, por ter sido eliminada a instabilidade causada pelas repetitivas negociações e as esporádicas ameaças de suspensão dos pagamentos;

b) o restabelecimento de condições realísticas de pagamento recuperará a confiança na qualidade dos ativos bancários. Em alguns casos, poderão ocorrer prejuízos, em outros, as reservas poderão ser reduzidas e, mais tarde, um declínio no valor das ações dos bancos e da dívida serão evitados;

c) finalmente, os países credores também ganhariam ao expandir as exportações aos mercados, os quais já provaram ser dinâmicos. Não há maneira de se incrementar o comércio com os países em desenvolvimento sem resolver o problema da dívida. A expansão do comércio é uma ponte que fornecerá mais profunda e mais equilibrada integração dos países em desenvolvimento na economia mundial.

Resta uma questão. Se esta solução parecer ser possível, por que ela ainda não foi implementada? A resposta é que em 1982, quando a crise eclodiu, as condições para esse tipo de solução ainda não existiam. Agora, ambas as partes perceberam que a estratégia *muddling through* não foi posta em prática, e que parte do débito

é incobrável. O mercado já indicou que o débito, da maneira como está estruturado, já não vale 100 por cento. O capital dos bancos tem crescido, as reservas têm sido fortalecidas e o valor das ações dos bancos já foi ajustado ao desconto da dívida. Cabe a nós, agora, seguirmos o caminho que o mercado nos aponta. A dívida pode ser reestruturada sob a orientação dele. Esta medida não prejudicará o sistema, ao contrário, irá aperfeiçoá-lo; também não prejudicará os bancos, mas os fortalecerá. Esta é a única maneira de assegurar aos países devedores e credores uma integração mais dinâmica e harmônica de suas economias.

Propostas radicais consideram alguns tipos de repúdio ao pagamento da dívida como a única solução para o problema. Eu deliberadamente evitei mencionar essas propostas por serem elas inaceitáveis. Elas teriam um efeito destruidor no sistema financeiro, do qual todos nós fazemos parte. Mesmo que esse repúdio não causasse tal impacto no sistema, ele certamente arruinaria o fluxo financeiro entre os países industrializados e os em desenvolvimento. A securitização dos débitos, por sua vez, construída sob a orientação do mercado, pode efetivamente resolver o problema da dívida. Tal mecanismo, ao invés de destruir, ajudará a normalização das relações entre devedores e credores, e solidificará a integração dos países em desenvolvimento no mercado mundial.

## 2. DISCURSO NA ASSEMBLÉIA GERAL DO FMI

Representando os países latino-americanos, o então ministro da Fazenda Luiz Carlos Bresser Pereira pronunciou o seguinte discurso perante a Assembleia Geral do Fundo Monetário Internacional, no dia 30 de setembro de 1987:

É uma honra dirigir a palavra aos Governadores do Fundo Monetário Internacional, em nome da Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Filipinas, Guatemala, Haiti, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Suriname, Trinidad e Tobago, Uruguai, Venezuela e do meu próprio país, o Brasil.

Na década de 1980, a dívida externa, que já atinge aproximadamente 400 bilhões de dólares na América Latina, tomou-se a maior preocupação dos nossos países.

A viabilidade da estratégia seguida para tratar do problema – e que foi concebida, inicialmente, como uma forma de superar um período supostamente curto de falta de liquidez por parte dos países devedores – dependia de três premissas: primeira, ajustes nos países devedores; segunda, um vigoroso crescimento das economias industrializadas, aliado a uma expansão do comércio internacional; e terceira, financiamento externo adequado. Estas premissas eram cruciais para permitir aos países devedores uma redução dos desequilíbrios internos, a expansão das exportações e, ao mesmo tempo, a obtenção do financiamento necessário para investimentos e para a continuação do crescimento econômico a médio e a longo prazo, sem excessivo aumento da dívida. Infelizmente, apenas o ajustamento nos países devedores ocorreu, enquanto as duas outras premissas não se materializaram. As

economias industrializadas não se expandiram como projetado; nossas exportações não cresceram como preciso; o financiamento externo caiu de uma média de 30 bilhões de dólares por ano, no período de 1979 – 82, para uma média anual de apenas 6 bilhões de dólares nos últimos quatro anos.

Assim, ao invés de promover o ajustamento com crescimento, nossos países tiveram de embarcar em um doloroso processo de ajustamento com recessão e inflação, baseado em queda do consumo e dos investimentos e em sucessivas desvalorizações reais de nossas moedas. Tudo isso significou um enorme sacrifício para a nossa população e uma crescente perda política para nossos governos, visto que os resultados de tais políticas foram recessão, desemprego e uma dramática queda do padrão de vida.

Não bastassem os sacrifícios já feitos, decréscimo da taxa de investimentos causado fundamentalmente pelo aumento das transferências reais, bem como a redução na entrada de capitais, prejudicaram seriamente o potencial de crescimento e, conseqüentemente, a capacidade de servir a dívida.

Do ponto de vista dos países devedores da América Latina, a evolução da situação internacional tem sido sumamente adversa. Não é, pois, de surpreender que, em decorrência desses fatores, um número cada vez maior de países da região teve de limitar ou suspender provisoriamente pagamentos relativos ao serviço da dívida externa.

Na verdade, o pagamento integral dos juros demonstra-se incompatível com o crescimento sustentado, o controle das finanças públicas e a estabilidade de preços. Em outras palavras, e paradoxalmente, o serviço da dívida tornou-se incompatível com o processo de ajustamento que supostamente levaria a uma solução do problema da dívida. Este fato pode ser mostrado de diferentes maneiras:

a) a transferência de recursos reais – medida pelo superávit da balança comercial e de serviços não fatores – necessários para pagar a conta de juros depressiu a capacidade de investimento. De 1983 a 1985 o crescimento médio das transferências reais da América Latina (5,3% do PIB) equivaleu aproximadamente à redução média dos investimentos (5,8%). Isto significa que os países da região tiveram que postergar investimentos essenciais, a fim de servir a dívida externa. O nível de investimentos na América Latina caiu 40%.

b) em muitos países latino-americanos, a maior parte da dívida externa é do setor público (70%, no caso do Brasil). Em tais casos, o pagamento dos juros exige uma transferência do setor privado para o setor público, para permitir ao governo adquirir – do setor exportador – as divisas necessárias para servir a dívida. Normalmente, tais transferências requerem endividamento adicional no mercado interno, elevando, desta forma, as taxas de juros internamente e, em consequência, o déficit público. De outro lado, os juros sobre a dívida externa pública já correspondem a uma grande parcela do déficit público. No Brasil, por exemplo, o déficit público, em termos das necessidades de financiamento do setor público, representou 3,9% do PIB em 1986, ao passo que os juros sobre a dívida externa representaram 2,3% do PIB. Em outros países devedores da América Latina, os pagamentos de juros representam uma percentagem ainda maior do PIB. Em outras palavras, os

pagamentos de juros relativos à dívida externa respondem por mais de 50% do déficit público. Sabemos muito bem que maiores déficits públicos afetam os investimentos do governo, enquanto taxas de juros mais elevadas desestimulam o investimento privado.

e) a tentativa de expandir os superávits comerciais através de desvalorizações cambiais reais levou a uma competição predatória entre os países devedores e a uma deterioração adicional dos termos de intercâmbio. As desvalorizações têm ainda dois efeitos negativos: tendem a aumentar o déficit público, já que um montante maior de moeda local se faz necessário para pagar a mesma quantidade de juros, e exercem um impacto perverso sobre a estabilidade de preços. De fato, as desvalorizações cambiais tendem a acelerar a inflação.

Esses fatores certamente explicam por que, a despeito de um enorme esforço de ajustamento, os resultados ficaram muito aquém das expectativas, e uma volta dos empréstimos voluntários está fora do alcance de uma grande maioria dos países devedores. Os bancos têm limitado seus esforços de financiamento – de forma insatisfatória – a partir dos juros devidos.

Senhor Presidente,

Os fatos demonstram claramente que a estratégia adotada desde a eclosão da crise da dívida externa fracassou. Essa estratégia meramente evitou uma crise ainda maior no sistema financeiro internacional, postergando, perigosamente, uma solução definitiva. Para os países em desenvolvimento a estratégia representou estagnação e inflação; para os países industrializados, perda de exportações. Somente os bancos credores saíram fortalecidos, reduzindo sua *exposure* com os países altamente endividados. Mas mesmo para eles a situação começou a deteriorar-se, quando a comunidade financeira percebeu que a estratégia para a dívida havia fracassado; que todos os coeficientes de endividamento se haviam deteriorado e que, conseqüentemente, a capacidade de pagamento dos países devedores havia diminuído ao invés de aumentar. O surgimento de um desconto cada vez maior no mercado secundário e a reavaliação das ações dos bancos, proporcionalmente à sua *exposure* com os países altamente endividados, foi o resultado desta constatação realista.

Hoje, o desafio enfrentado tanto por credores quanto por devedores é o de encontrar uma solução definitiva e de longo prazo para o problema da dívida externa, uma solução que reconheça a necessidade de uma relação direta entre o serviço da dívida e a capacidade efetiva de pagamento de nossos países. A solução não pode mais ser adiada, nem tampouco se devem buscar alternativas de caráter meramente paliativo para a estratégia atual.

Existe um consenso cada vez maior sobre a necessidade e a viabilidade de novas abordagens. A responsabilidade de encontrar uma fórmula que leve a uma solução não recai apenas sobre as nações devedoras. Se o mundo industrializado não arcar com sua responsabilidade na redução de seus desequilíbrios estruturais, promovendo o crescimento econômico internacional e eliminando barreiras protecionistas, nenhuma solução duradoura poderá ser encontrada. Esta é uma área em que se faz necessária uma supervisão mais simétrica do FMI. As próximas nego-



ciações do GATT também têm um papel importante a desempenhar em assegurar maior acesso das exportações latino-americanas, particularmente dos países menores, aos mercados dos países industrializados.

A meu ver, a Reunião Anual do FMI e do Banco Mundial deste ano inicia nova fase em relação ao problema da dívida. A primeira fase – 1983/84 – foi de austeridade. A segunda – 1985/86 – foi a do ajustamento com crescimento e das reformas estruturais. Em 1987, inicia-se a terceira fase, em que a ênfase recairá sobre a redução da dívida, por meio de taxas de juros mais baixas.

Por outro lado, se quisermos encontrar uma solução a longo prazo adequada para uma dívida que já excede a capacidade de pagamento dos países devedores, é essencial que, além da adoção de políticas austeras e responsáveis de ajustamento econômico interno, as taxas de juros pagas pelas nações devedoras sejam reduzidas, e prazos mais longos sejam estabelecidos para o pagamento da dívida.

Não podemos, todavia, esperar o momento em que as taxas de juros de mercado declinem. Não há perspectivas de que isto possa acontecer a médio prazo. Portanto, credores e devedores terão de chegar a um acordo sobre níveis de taxas reais e nominais de juros, compatíveis com a efetiva capacidade de pagamento de cada país. Na maioria dos casos, esses países necessitam de taxas reais de juros compatíveis com os níveis históricos.

A redução das taxas de juros, prazos mais longos para vencimento do principal e o estabelecimento de linhas de crédito adequadas para os países devedores tornarão possíveis uma redução nas transferências de recursos. Será, então, possível a cada país alcançar taxas mínimas de crescimento compatíveis com suas circunstâncias particulares, especialmente as necessidades do mercado de trabalho. Este é o caminho para a gradual melhoria dos indicadores de endividamento.

A fim de atingir tais objetivos, é necessário reestruturar a dívida, de modo a melhor adequá-la à capacidade real de pagamento dos países devedores. Uma volta ao mercado só se tomará realidade quando o estoque da dívida for reduzido a níveis compatíveis com a capacidade de pagamento a médio prazo. O julgamento do mercado é de que parte da dívida existente, dos países de média e baixa renda, não vale o seu valor nominal. Esta nova realidade do mercado abre caminho para a adoção de novos instrumentos, tais como mecanismos de recompra e de conversão da dívida em investimento, os quais permitiriam a partilha do desconto entre credores e devedores. Outro mecanismo inovador para uma redução efetiva do total da dívida é a conversão gradual da mesma em bônus. Esta é uma opção promissora. Tais bônus deverão ter pleno valor nominal, taxa fixa de juros e a garantia de que não haverá reestruturação do principal e nem pedidos de dinheiro novo para o pagamento de juros. E seriam subscritos em base voluntária, de acordo com a conveniência de cada banco.

Se esses bônus contarem com garantia efetiva, ainda que limitada, de pagamento por parte de órgãos governamentais ou bancos multilaterais, sua posição no mercado será fortalecida e uma solução a longo prazo do problema da dívida será, em breve, uma realidade.

Para os países que não têm necessidade de reescalonar a dívida existe, também,



uma clara necessidade de melhor acesso aos mercados internacionais de capital, em termos e condições mais razoáveis de empréstimo.

Na presente situação, financiamento externo adequado é uma condição necessária à estabilização econômica interna e ao ajustamento às realidades externas. É, pois, essencial que as agências oficiais e multilaterais de crédito forneçam financiamento satisfatório para os programas econômicos e de investimento dos países em desenvolvimento.

A este respeito, os países latino – americanos consideram que está na hora de uma revisão de alguns procedimentos do Clube de Paris. Existe a necessidade de uma abordagem mais flexível também em relação à reestruturação da dívida com agências governamentais, particularmente no que tange ao requisito de um envolvimento formal do FMI. Países altamente endividados com credores oficiais necessitam de reescalonamento plurianual e de prazos mais longos. As taxas de juros sobre a dívida reestruturada devem ser reduzidas. As agências oficiais devem encurtar o prazo para retomar os seus financiamentos, assim como melhorar os termos e condições para novos empréstimos e garantias.

E difícil entender que, em meio a uma crise de tal magnitude, as instituições financeiras multilaterais registrem desembolsos líquidos negativos. No caso do FMI, este fato é agravado, em parte, pela imposição de certas condicionalidades que pouco se ajustam aos problemas e necessidades das nações devedoras. O desafio que o FMI enfrenta hoje é o de desempenhar um papel mais ativo no apoio financeiro a programas de ajustamento voltados para o crescimento. Para tanto, é preciso aumentar as quotas do Fundo, bem como a participação dos países em desenvolvimento nas mesmas.

Uma maior participação dos governos na solução do problema parece hoje inevitável, e é apenas uma questão de tempo. O Consenso de Cartagena, que expressa a posição de onze países latino – americanos, bem como o Grupo dos 24, têm tratado do assunto e proposto várias sugestões, tanto conceituais quanto técnicas, algumas das quais já vêm sendo adotadas nas negociações em curso. O Brasil, a Argentina e o México, recentemente reunidos no novo Grupo dos 3, também delinearão alguns princípios e mecanismos que deveriam ser levados em conta em futuras negociações.

Nesse contexto, cabe mencionar a proposta recente do Ministro Todashi Kuranari, do Japão, para a criação de um grupo independente de alto nível, com o apoio dos países interessados e das organizações internacionais relevantes, para estudar formas e maneiras de se incentivar o fluxo de recursos financeiros para os países em desenvolvimento. Isto poderia, sem dúvida alguma, vir a tornar-se um instrumento útil, visto que permitiria uma análise conjunta do problema e o debate com vistas a uma solução permanente.

Como reconhece um importante documento da Comissão do Vaticano para a Justiça e Paz, “o serviço da dívida não poderá ser pago à custa da asfixia da economia de um país, e nenhum governo poderá, moralmente, exigir de seu povo privações incompatíveis com a dignidade humana. Uma redução das taxas de juros, a capitalização de pagamentos acima de uma taxa mínima de juros, uma reestru-

turação da dívida à base de prazos mais longos, facilidade de pagamentos em moeda nacional . . . todas são medidas concretas a serem negociadas com os países devedores, a fim de avaliar a carga do serviço da dívida e permitir a retomada do crescimento”.

O preço a ser pago pelo serviço da dívida externa não poderá ser a recessão, o desemprego, a fome, nem tampouco a ameaça à liberdade e à consolidação da democracia na América Latina.

Concluindo, algumas palavras acerca da economia de meu país, o Brasil.

Na primeira metade deste ano, o Brasil foi atingido pela mais profunda crise financeira de sua história. O Plano Cruzado trouxe, como seqüela, elevadas taxas de inflação, recessão, a insolvência de um grande número de firmas, o desequilíbrio do balanço de pagamentos e uma moratória dos pagamentos de juros sobre as dívidas de médio e longo prazo com os bancos privados.

Em grande parte, a crise já está superada. A inflação está razoavelmente sob controle, foi sustado o superaquecimento da economia, ao mesmo tempo que se evitou a recessão, a crise financeira foi vencida e obtidos grandes superávits comerciais. Isto foi possível mediante a combinação de um novo congelamento de preços, baseado na teoria da inflação inercial, e de um conjunto de medidas para controlar o déficit público e evitar uma nova onda de excesso de demanda. A fim de ajustar a economia, a produção industrial deve crescer 3% este ano, em comparação com 10,9% em 1986.

Após a adoção dessas medidas de emergência, que incluíram duas desvalorizações reais e um congelamento de preços, adotou-se, em julho, um Plano de Controle Macroeconômico. Os objetivos básicos do Plano são um crescimento do PIB, da ordem de 6 a 7% nos próximos anos, um superávit comercial da ordem de 10 bilhões de dólares e um declínio contínuo do déficit público. A estratégia de crescimento baseia-se no aumento da poupança do governo, de modo a liberar recursos para financiar a expansão do investimento privado. O obstáculo básico à consecução de tal crescimento é o peso que os pagamentos da dívida pública interna e externa exercem sobre o orçamento do governo. Outra restrição básica são as transferências de recursos relacionados com a dívida externa. Estes recursos representam aproximadamente 3% do PIB e reduzem a capacidade de investimento do país na mesma proporção.

Seria errôneo, no entanto, culpar a dívida externa por todos os problemas brasileiros. Temos também problemas e limitações internos. O perigo inerente nas políticas populistas está sempre presente. A distribuição desigual da renda facilita lucros especulativos, que o sistema tributário é incapaz de taxar. O excesso de consumo de um pequeno segmento da sociedade coexiste com precárias condições econômicas e sociais da maioria da população. Políticas econômicas consistentes e reformas estruturais constituem um desafio permanente para o Governo brasileiro.

O Brasil não tem nenhuma intenção de confrontar-se com seus credores. Muito ao contrário, a intenção do país é, no plano interno, assegurar o processo de desenvolvimento e a estabilidade de preços e, no plano externo, buscar a reintegração na comunidade financeira internacional, da qual há muito fazemos parte. Estes

são os dois objetivos que orientarão nossas negociações da dívida externa, na busca de uma solução criativa e duradoura. Seria um equívoco imaginar que é a atividade de alguns poucos radicais no Brasil que impede nossa plena reintegração no sistema econômico internacional. Esses elementos não têm peso suficiente. O grande obstáculo à reintegração é a dívida excessivamente grande e a pouca imaginação e ousadia com que os credores têm procurado resolvê-la.

### 3. PROPOSTA DO BRASIL

No dia 25 de setembro de 1987 o Brasil reiniciou formalmente as negociações da dívida com a seguinte proposta aos bancos credores:

#### Introdução

A proposta abaixo delineada para o refinanciamento da dívida externa brasileira baseia-se em princípios que, na opinião do Brasil, formam um contexto adequado para a resolução do problema da sua dívida.

Com esta proposta, o Governo Brasileiro objetiva:

1. assegurar razoável crescimento econômico e estabilidade de preços para a economia brasileira;
2. reintegrar o Brasil na comunidade financeira internacional;
3. encontrar uma solução de longo prazo para o problema da dívida que: a) permita ao Brasil pagar seus compromissos nos vencimentos, através de um cronograma consistente com a sua capacidade de pagamento, e b) proporcionar simultaneamente aos bancos um tratamento razoável que lhes permita manter o valor dos ativos registrados em seus livros e receber os pagamentos de juros com periodicidade regular;
4. reduzir para os investidores particulares tanto internos quanto externos, as incertezas geradas pelos frequentes e repetitivos reescalamentos da dívida.

#### Pressupostos brasileiros

O pressuposto fundamental desta proposta é que o tratamento adotado desde 1982 para o reescalamento da dívida do Brasil e de outros países já esgotou as suas possibilidades. Talvez não houvesse outra alternativa à época da sua adoção. Com certeza, esta abordagem serviu para fortalecer a posição dos bancos comerciais. Contudo, para os quinze maiores países devedores, ela representou estagnação (uma redução de 7,3% na renda *per capita* de 1981 a 1986) e um aumento acentuado da taxa de inflação; para os países credores, resultou em desemprego e uma redução das exportações para os países menos desenvolvidos.

Mas mesmo para os bancos a situação se deteriorou nos últimos dois anos. A relação dívida/exportações continuou a crescer para todos os principais países

devedores, tornando assim evidente para os mercados financeiros o fracasso da sistemática até então adotada para o problema da dívida. Surgiram deságios crescentes num mercado secundário incipiente, e o preço das ações dos bancos declinou em função da relação entre as dívidas reescaloadas e seus ativos globais. Finalmente, os bancos que não tinham aumentado suas reservas substancialmente desde 1983 resolveram tomar esta medida recentemente.

### Harmonização dos dois enfoques

Esta proposta combina o enfoque convencional de financiar parcialmente os juros a taxas de mercado a cada um ou dois anos, com uma abordagem alternativa de longo prazo para o problema da dívida, baseada num reescaloadamento vinculado à real capacidade de pagamento do país, sem a necessidade de recorrer ao mercado para obtenção de financiamento adicional. A abordagem alternativa prevê a transformação em títulos (*securitization*) de uma parcela da dívida.

No contexto do enfoque convencional, tem-se realizado um processo indefinível de negociações em que a relação dívida/exportações tende a crescer indefinidamente, uma vez que a taxa de incremento das exportações tem sido mais baixa do que as taxas de juros do mercado. Com a abordagem alternativa e de longo prazo, o resultado desejado é estabilidade de preços e crescimento, pois o serviço da dívida é vinculado à real capacidade de pagamento do país.

Por vários motivos, não é possível nem desejável apresentar somente a alternativa de longo prazo: 1) porque ideias novas devem ser introduzidas gradativamente; 2) porque as atuais taxas reais de juros que influenciam a taxa que teria de ser paga sobre quaisquer títulos estão demasiado altas, tanto em termos absolutos como em termos históricos; 3) porque uma diversidade de enfoques proporcionará um elemento de flexibilidade ao gerenciamento da dívida externa do Brasil.

Tanto no caso do enfoque convencional quanto no da abordagem de longo prazo, é fundamental começar a partir da real capacidade de pagamento do país. No enfoque convencional, a capacidade de pagamento é considerada somente para o período dos juros a serem financiados. Sob a abordagem de longo prazo, é necessário examinar uma projeção de longo prazo do balanço de pagamentos.

A capacidade do Brasil de pagar juros sobre sua dívida de médio e longo prazo reflete-se nas projeções do balanço de pagamentos contidas no Plano de Controle Macroeconômico.

Em se considerando as várias fontes de recursos financeiros disponíveis, deve-se ter em conta que os recursos oriundos de fontes oficiais e agências multilaterais são destinados a investimentos e ao fortalecimento das reservas dos países devedores. Os recursos adicionais eventualmente liberados por tais fontes não deverão, portanto, reduzir as necessidades de financiamento dos juros dos bancos comerciais quando o valor do financiamento proporcionado pelos bancos comerciais não exceder os juros pagos a eles.

## Enfoque convencional

O primeiro aspecto a considerar em relação ao enfoque convencional é a duração do período de consolidação. O Brasil está disposto a discutir o período de 1986 a 1989 ou qualquer período mais longo. Se se considerar um período de consolidação de somente quatro anos, as partes deverão reconhecer que elas se reunirão novamente, na ocasião apropriada em 1989, para discutir o valor do financiamento e reescalonamento necessário para assegurar que o Brasil possa continuar pagando os juros durante mais um ou dois anos.

Se os credores preferirem um período de consolidação mais longo, o Brasil estará preparado para discuti-lo, uma vez que o país acredita haver vantagens na remoção das incertezas geradas por uma concentração maior de vencimentos. Ideias inovativas são necessárias a respeito do período de consolidação, bem como do financiamento dos juros.

Com relação ao financiamento dos juros, o Brasil propõe-se a desenvolver um conjunto de alternativas, incluindo capitalização, novos empréstimos e outros enfoques mais inovadores. Nesse contexto, o Brasil está preparado para estudar mecanismos de conversão de dívida em investimentos, com base nos juros devidos com vencimentos posteriores a 1988.

Quanto à taxa de juros, já foi reconhecida a necessidade absoluta de ajustar os custos dos juros à capacidade de pagamento de cada país tomador. O Brasil também necessita deste ajuste, que deve ser implementado imediatamente sobre o total da sua dívida de médio prazo.

Além disso, a fim de assegurar que o serviço da dívida seja efetuado de modo ordenado, devem ainda ser incluídos dois mecanismos: um teto para as taxas de juros (*interest rate cap*), com financiamento dos juros acima desse teto, e salvaguardas que seriam acionadas no caso de deterioração substancial nos termos de intercâmbio comercial.

## A abordagem de longo prazo

A abordagem de longo prazo baseia-se na premissa de que, decorridos cinco anos da eclosão da crise, não é mais possível, dentro do futuro previsível, contar com os mercados financeiros para rolar voluntariamente o principal e os juros dos países endividados.

Assim, a dívida e os respectivos juros devem ser reescaloados de forma a possibilitar que sejam pagos no vencimento.

O Brasil está preparado para oferecer bônus de conversão da dívida, ou instrumentos equivalentes, aos bancos que não mais desejem participar do processo de reescalonamento convencional ou que desejem reduzir sua participação nesse processo.

Tal oferta estaria disponível a todos os bancos em bases voluntárias. O Brasil oferecerá a seus credores bônus ou instrumentos equivalentes que não estarão sujeitos a reescalonamento ou a pedidos de “dinheiro novo” para o financiamento

dos juros, precisamente porque seus prazos refletirão a real capacidade de pagamento do país.

O prazo desses instrumentos será necessariamente longo, mas o Brasil assumirá o compromisso de não solicitar o reescalonamento do principal nem dos juros.

Em conformidade com o princípio básico de que não haverá reescalonamento nem pedidos de “dinheiro novo” aos portadores dos bônus, a taxa de juros será estabelecida estritamente de acordo com a capacidade de pagamento do Brasil. Será incluída uma disposição que permita o aumento dos rendimentos, vinculando – os a avanços no desempenho econômico do Brasil.

Os bônus ou outros instrumentos serão emitidos com valor nominal igual ao do valor da dívida pela qual estarão sendo trocados. Eles serão o mecanismo principal para a conversão da dívida em investimentos.

Com base no exposto, a proposta brasileira pode ser resumida da seguinte forma:

### **A. Abordagem de longo prazo – reescalonamento definitivo**

#### **1. Valor**

Parte da dívida total de médio prazo, na fase inicial;

#### **2. Participação**

Aberta a todos os credores, em bases voluntárias;

#### **3. Tipo de instrumento**

A dívida existente será convertida ao par. Cada credor, individualmente, terá a opção de escolher entre vários tipos de instrumentos (isto é, bônus ao portador; recibos de depósito registrados, etc.);

#### **4. Prazo e condições**

O prazo e as condições financeiras serão vinculados à efetiva capacidade de pagamento do Brasil, conforme aferida à época da emissão. Os instrumentos estabelecerão expressamente que não estarão sujeitos a reescalonamentos do principal nem a pedidos de “dinheiro novo” para o pagamento de juros;

#### **5. Disposições adicionais**

Conversão dívida/investimento: os instrumentos serão o mecanismo principal de conversão;

Aumento de rendimentos: quando a economia brasileira alcançar certos níveis de desempenho, os portadores dos bônus participarão deste progresso através do aumento dos juros pagos e de amortizações maiores, assim melhorando o rendimento dos seus títulos.

### **B. Enfoque convencional**

1. Período de consolidação: 1986 – 1989;

2. Prazo: a ser negociado;

3. Taxa de juros: para o Brasil, o custo total dos juros não deverá ultrapassar a taxa LIBOR ou uma taxa doméstica equivalente (CD). Também seriam permitidas taxas fixas em moedas apropriadas e com ajustes adequados. O

ajuste das taxas de juros seria aplicado ao total da dívida externa brasileira de médio prazo, entrando em vigor imediatamente;

4. Mecanismos especiais: Seriam estabelecidas disposições determinando um teto máximo para a taxa de juros (*interest capping*) e os procedimentos a serem seguidos no caso de deterioração substancial nos termos de intercâmbio comercial.

5. Financiamento de juros

**a. Para os anos de 1988 e 1989**

O financiamento dos juros para 1988 e 1989 seria solicitado apenas aos bancos que não optassem pela abordagem de longo prazo ou para aquela parcela dos créditos ainda pendentes dos bancos e sujeita à abordagem convencional.

O financiamento dos juros já estará embutido no cronograma de pagamentos de longo prazo dos créditos que forem transformados em títulos.

- I. Valor: aproximadamente US\$ 3,0 bilhões para 1988, igual a cerca de 50% da estimativa dos juros devidos no ano ou 60% da estimativa dos juros devidos sobre a dívida de médio prazo; aproximadamente US\$ 3,1 bilhões para 1989, igual a aproximadamente 52% da estimativa dos juros devidos no ano ou 60% da estimativa dos juros devidos sobre a dívida de médio prazo.
- II. “Parcela justa” de cada banco: igual à parcela pro rata de cada banco dos juros a serem financiados;
- III. Forma do financiamento: capitalização ou refinanciamento com dinheiro novo. A opção de cada credor, formas alternativas poderiam ser estudadas;
- IV. Condições (prazo e compensação): semelhantes às condições aplicáveis ao principal.

**b. Para o ano de 1987**

- I. Valor: aproximadamente US\$ 4,3 bilhões, iguais a cerca de 75% da conta de juros estimada para o ano ou 100% dos juros devidos no período de 20 de fevereiro de 1987 a 31 de dezembro de 1987 sobre a dívida de médio prazo;
- II. Outras condições: semelhantes às condições aplicáveis a 1988 e 1989.

**c. Linhas de crédito de curto prazo**

Propõe-se a manutenção das linhas interbancárias e comerciais (*interbank and trade facilities*) por um período mais longo a taxas de juros a serem negociadas.



#### 4. RELATÓRIO DE FERNÃO BRACHER

Em 3 de janeiro de 1988, Fernão Carlos Botelho Bracher, Negociador Especial da Dívida Externa, apresentou ao novo ministro da Fazenda, Mailson da Nóbrega, um relatório reservado sobre as negociações em curso. Esse relatório pode agora ser publicado, pois as negociações foram concluídas.

##### Introdução

O problema da dívida externa brasileira é a um tempo extremamente simples e complexo.

Simple porque a situação de um devedor não poder pagar é velha como o mundo, tendo o homem, através da história, desenvolvido a contento o equacionamento dessa situação. Grandes progressos se fizeram desde o direito romano – que autorizava aprisionar o devedor insolvente (ou picá – lo em partes, fossem vários os credores) – até o estágio atual, em que o devedor em dificuldades tem o direito legal de, atendidos certos requisitos, coagir os credores a lhe conceder maiores prazos e menores juros. A distinção entre insolvência e iliquidez do devedor encontra-se entre os progressos retro citados. Portanto, não há nada de essencialmente novo na situação atual.

Se há dívida que excede à capacidade de pagamento do devedor, e se este não deseja repudiar a dívida, tudo o que se necessita é dar – lhe maior prazo e menores encargos, no nosso caso, menor taxa de juros.

O problema, porém, situa-se em que, como o maior prazo e menor taxa de juros implicam perdas para o credor, este, em princípio, não as quer aceitar. Só as aceita, evidentemente, obrigado. E esse obrigado pode ser por diversas razões: primeiro, pela promessa de uma recompensa, i.e., se tais e quais vantagens forem concedidas ao devedor, o resto do crédito certamente estará salvo; segundo, porque, adicionalmente ele vê que o devedor está fazendo a parte dele, i.e., também o devedor se esforça: corta despesas, controla consumo, etc.; terceiro, porque vê o devedor introduzir reformas estruturais que fazem a sua economia mais moderna e competitiva; quarto, finalmente, porque, armado da vontade de honrar os seus compromissos, da determinação de fazer a sua parte na contenção de gastos e modernização da economia, o devedor exige consciente e inteligentemente que o credor aceite a sua parte nos ônus da renegociação da dívida.

A complexidade a que nos referíamos de início diz respeito, portanto, à repartição dos encargos do ajustamento necessário ao acerto da dívida externa brasileira. Que ônus fica com a parte brasileira, que ônus cabe ao credor externo.

A complexidade fica ainda acrescida pela circunstância de se tratar da dívida de uma nação, para cujo tratamento, diversamente do que ocorre com as dívidas privadas, houve muito pouca elaboração doutrinária. Finalmente, outro fator a aditar à complexidade é o número de figurantes a trabalhar nesta peça: o país devedor, os países devedores, os países sede dos bancos credores, os bancos credores e as agências internacionais governamentais e multilaterais.

## Os países – centro, credores

Os governos dos países – centro são importantes por quatro principais razões: primeiro por sua óbvia posição hegemônica no mundo, depois por serem os responsáveis pela legislação bancária e fiscal que, em grande parte, determina o comportamento dos bancos credores; terceiro, porque através de suas agências oficiais (Eximbank, Hermes, Coface, ECGD, etc.), são grandes supridores de recursos (pelo financiamento de suas exportações, ou pela colocação de superávits financeiros, como no caso do Eximbank do Japão); quarto, porque sentem-se, na sua posição hegemônica, responsáveis pela ordem financeira internacional. Para a manutenção dessa ordem lançam mão de todos os recursos e, em particular, das organizações internacionais que controlam, a saber, o FMI, o Banco Mundial e, no nosso caso, o BID. Em situações normais, o FMI e o Banco Mundial têm vida autônoma. Na medida, porém, em que se declara uma crise, esses organismos passam a ser mais e mais instrumentos dos seus maiores quotistas/acionistas.

A questão se tratará de modo sumário e será dividida: os países – centro, credores; a proposta brasileira de 25 de setembro e a evolução das negociações até 18.12.87; perspectivas de evolução da situação internacional; perspectivas de evolução da situação brasileira; algumas posições tomadas até 18 de dezembro; o grupo de trabalho responsável pela negociação.

### A proposta brasileira de 25 de setembro e a evolução das negociações

A proposta brasileira de 25 de setembro é uma proposta construtiva, e assim foi entendida nos círculos governamentais. Junto aos bancos credores não houve a mesma receptividade. No meu entender, esse sentimento deveu-se, principalmente, à circunstância de que o Brasil não indicava a disposição de retomar o pagamento de juros a não ser em condições de sustentabilidade desse pagamento ao longo do tempo. Isso tornava extremamente forte a posição negociadora brasileira. Também a formulação de certas situações, como colocar-se o financiamento solicitado referenciado ao pagamento de juros e a redução desses mesmos juros, foi recebida como agressiva por parte dos banqueiros.

De qualquer forma a proposta brasileira é simples, construtiva, inovadora e moderada.

Propõe basicamente duas abordagens para a questão: uma convencional e a outra a solução a longo prazo. A opção por uma ou outra solução, ou por ambas, é do credor.

Na situação convencional os principais pontos são:

- a) financiamento, cujo montante deve ser aferido conforme objetivos de crescimento nacional e referido como um percentual dos juros devidos;
- b) a baixa da taxa de juros, declarando-se o Brasil disposto a pagar o custo de captação dos bancos (LIBID) mais 1/8, a saber, LIBOR;
- c) a criação de mecanismos de emergência que evitem a interrupção no serviço

de juros em situações adversas e fora do nosso domínio, como alta da taxa de juros, perda em termos de intercâmbio e volume de exportações;

d) a rolagem do principal da dívida. Na solução a longo prazo, o Brasil inova indicando que é necessário reconhecer que não era mais realista a alternativa de procurarem-se soluções paliativas esperando o reaparecimento do mercado financeiro, que traria, pelas forças livres de mercado, a solução para o problema. Impunha-se começar a procurar uma solução definitiva, a qual só se obteria na medida em que se reestruturasse a dívida de acordo com a efetiva capacidade de pagamento do país.

E, pelos estudos feitos, a efetiva capacidade de pagamento do país não é atendida no sistema tradicional de financiamento de juros com mais dívida à taxa de mercado.

Para assegurar a regularidade do serviço da dívida com o crescimento econômico e estabilidade de preços, entendeu-se necessário ter uma reestruturação a longo prazo que usasse novos instrumentos, como os bônus; novos incentivos, como a sua conversão em investimento e reempréstimo e atentasse às indicações de mercado relativamente ao valor do crédito brasileiro.

Esse o sentido da proposta de longo prazo, a qual, como veremos, hoje é corroborada por iniciativas americano – mexicanas.

No curso das negociações até 18 de dezembro emergiram três assuntos como de maior importância, a saber: a) o Icerc; b) o inter – relacionamento das fontes de financiamento em geral e o nosso relacionamento com o FMI, em particular; e, enfim, c) a discussão sobre a cláusula contratual que possibilita termos os haveres do Banco Central no exterior sujeitos a penhora antes do início de eventual demanda judicial.

a) o Icerc é uma agência interdepartamental dos Estados Unidos e tem por objetivo a classificação de créditos de países devedores no caso da ocorrência de anomalias nos mesmos. No caso brasileiro, o não pagamento dos juros há mais de seis meses acarretaria, assim se julgava, a desclassificação dos nossos créditos para *value impaired*. A colocação dos nossos créditos nessa categoria obrigaria os bancos a reservas especiais. A constituição dessas reservas, por si só, não seria uma questão de maior dificuldade, pois na maioria dos casos já fora feita. O grande problema é que, daí por diante, qualquer novo crédito ao Brasil poderia ter o mesmo tratamento, o que viria a dificultar consideravelmente o processo de renegociação que naquele mesmo momento se iniciava. O governo americano interveio, e julgamos conveniente fazer um acordo interlocutório para o pagamento dos juros no ano de 1987. Assim, a 15 de dezembro, o Brasil assinou acordo de financiamento interino com cerca de 110 bancos estrangeiros, no valor de US\$ 3 bilhões, para equacionar o pagamento de juros de 1987, estimado em cerca de US\$ 4,5 bilhões. O Brasil entrou com US\$ 1,5 bilhão de suas reservas. Dentro do acordado, os juros do último trimestre do ano seriam pagos com um financiamento de 2/3 por parte dos credores. O saldo de fevereiro a setembro ficaria pendente para ser pago em junho de 1988, com o mesmo percentual de financiamento, mas só se as negociações globais tiverem chegado a bom termo.

Com isso, o Governo brasileiro demonstrou o seu interesse em negociar e evitar situações adversas, em fazer sacrifícios (pois o 1/3 que lhe coube para o último trimestre equivale a US\$ 500 milhões), mas não abriu mão de nenhum dos elementos de sua proposta de 25 de setembro;

b) o outro aspecto da questão que se impôs foi o da repartição dos encargos do financiamento ao Brasil. O problema é o seguinte: aceite o princípio de que o Brasil deve ter um financiamento de  $x$  em 1988, com quanto, nesse financiamento, deve participar cada fonte potencial? Com que montante devem participar o FMI, o Banco Mundial, os “Eximbanks, as novas fontes, como o Japão, e com quanto os bancos comerciais? Devem as fontes manter a mesma proporção anterior? Deve haver condicionalidades cruzadas, i.e., se uma fonte falhar (qualquer que seja a razão), pode a outra abster-se de dar a sua contribuição?

O acerto, entre as fontes, do montante com qual cada qual deve participar reforça a tendência ao cartel. Todos os credores devem concertar-se a fim de dividir o montante da contribuição de cada qual, estabelecer as condicionalidades econômicas (desempenho do país) e talvez mesmo financeiras (encargos). Isso é o que diz a tendência “cartelizante” que é a base de todo o tratamento dado de 1982 até hoje à questão da dívida. Diante dessa situação, a estratégia do Brasil foi reconhecer a impossibilidade ou inconveniência de romper o cartel no setor governamental, e firmou suas forças no sentido de romper a coalizão governos/bancos privados.

Dentro dessa perspectiva, o Brasil decidiu recorrer ao FMI e, com isso, dispor dos seus fundos. O acordo a ser discutido com o FMI, nos termos do nosso programa, traria o apoio dos governos e de suas agências e só se faria se não houvesse vinculação entre os desembolsos do FMI e o dos bancos. Por outras palavras, os bancos privados não deveriam poder reter seu financiamento se, por qualquer razão, o FMI retivesse o seu. Aceita a desvinculação, o acordo com o FMI poderia ser feito concomitantemente ou após o acordo com os bancos.

Essa tese da “desvinculação” encontra, aliás, apoio em vários setores oficiais dos países credores, inclusive no funcionalismo do FMI. O maior foco de resistência a esse conceito parece concentrar-se ainda no Federal Reserve dos Estados Unidos. Há um texto de “desvinculação” proposto oficiosamente por nós e em estudo por eles. A reação inicial deles foi de que o texto era bom, mas faltava colocar nele algum tipo de vinculação com o FMI, ainda que vago, e que eles mesmos não sabiam ainda formular. O Tesouro americano nos incentivava a continuar a negociar e deixar esse problema para resolver no final, quando imaginavam, à luz de um todo positivo, que a questão se resolveria com maior facilidade;

c) finalmente, há a questão legal. Nos contratos anteriores ao advento da Nova República, o Banco Central aceitou renunciar ao direito de não ter os seus bens penhorados no início da lide. Na Nova República essa situação só foi aceita com a ressalva de que ela era tolerada em entendimento interino, devendo ser solucionada em definitivo na primeira oportunidade. E ela agora se apresenta. Em resumo: o Banco Central aceita a lei estrangeira, aceita o juízo estrangeiro, mas entende não poder mais aceitar a situação na qual os seus bens podem ser penhorados *in initio litis*. Isso nos torna vulneráveis à ação de qualquer banco, pequeno ou grande,

junto a qualquer juiz de Nova York. A consequência econômica disso é que somos obrigados a depositar a nossa liquidez junto a lugares com imunidades, como o Banco de Compensações Internacionais (BIS), de Basileia. Este Banco, dadas as suas características próprias, paga aos seus clientes, por seus depósitos, a taxa de Libor menos 1/4 a menos 3/8. Portanto, essa disposição contratual, além de inútil, impede um relacionamento normal do Brasil com os seus banqueiros por não podermos ter depósitos junto a eles e, com isso, temos um prejuízo efetivo de até 3/8 de 1%. Reconhecemos que pode haver dificuldades formais para os bancos comerciais em adotarem o nosso posicionamento, mas tornamos clara a eles a nossa determinação de não mais aceitar a manutenção dessa cláusula.

### Perspectivas de evolução da situação internacional

Diante desse quadro, quais as perspectivas de evolução da situação internacional?

A verificação básica é que a crise financeira internacional de 1982 foi tratada através do cartel dos credores, que se divide no cartel dos países (Clube de Paris) e cartel dos bancos (Comitês de Assessoramento Bancário). É importante não se atribuir nenhuma conotação pejorativa a esse fato. Pelo contrário, os cartéis foram criados, até o admito, com a melhor das intenções. Cartel, nos ensina Aurélio, é “acordo comercial entre empresas. . . as quais, embora conservem sua autonomia interna, se organizam em sindicato para. . . determinar os preços, suprimindo a concorrência”. Pois bem, só que o fazendo, organizando o mercado, inibiram a livre iniciativa criadora. Nenhum banco pode cobrar uma taxa menor, se os outros não aceitarem; nenhum banco pode aceitar o sistema de capitalização se os outros não aceitarem; nenhum país pode fazer um acordo com sua agência de exportação, se os outros países do Clube de Paris não concordarem, e assim por diante.

E qual foi o resultado dessa política? O primeiro resultado é a quase total ausência de ideias novas. A única que surgiu foi a iniciativa Baker, que não prosperou. A dos bônus mexicanos, recém-lançada, surgiu dentro de um outro contexto ao qual logo a seguir nos referiremos. O segundo resultado é que o mercado foi mais forte. Apesar e por causa dos comitês de bancos. das regras fixas para todo o mundo, três elementos importantíssimos surgiram: a) o mercado secundário com deságio; b) o reconhecimento contábil do risco; c) as ações unilaterais.

a) o mercado secundário com deságio torna-se cada vez mais uma realidade. E os bancos já aceitam oficialmente o deságio para a conversão de dívidas em investimentos. Além disso, fora do Comitê de Assessoramento, onde se vive o mundo da ficção legal, mesmo os bancos mais importantes constituem departamentos especiais para negociarem os seus papéis com deságio. Na semana passada, o México, coordenando-se com o Tesouro americano e tendo como agente o Banco Morgan, anunciou uma operação que igualmente tem como elemento essencial o deságio;

b) temos que não se passa mês, praticamente, sem que um banco anuncie nova medida de constituição de reserva especial, em reconhecimento de que os seus créditos contra os países em reescalonamento não valem o seu valor de face. As

medidas mais recentes são do Banco de Boston, do Riggs e da agência de classificação Moody's;

c) finalmente, o surgimento de ações unilaterais. Diante do cartel esterilizador de novas iniciativas, vivendo em um mundo do faz-de-conta dos Clubes de Paris, dos Comitês de Assessoramento, dos *pacta sunt servanda*, além da rebelião do mercado, como visto acima, temos o novo posicionamento dos devedores admitindo formalmente em Acapulco, através de comunicado subscrito por oito presidentes, a possibilidade de ações unilaterais. Essa posição é extraordinariamente importante e constitui-se numa pá de cal final na aceitação dos princípios até agora vigentes.

O tempo, portanto, caminha a nosso favor. Há um reconhecimento generalizado de que a sistemática até agora perseguida está errada e algo de fundamentalmente diferente deve ser feito. O que é preciso é ter autoridade e habilidade para fazê-lo.

A autoridade decorre da importância do agente no processo. Tamanho e vontade de cooperação dão ao Brasil parte dessa autoridade. No exterior, porém, é nítido o sentimento de que o Brasil não quer fazer a sua parte no processo. A queda do ministro Bresser no contexto e causada por uma reforma que visava controlar o déficit público reforçaram consideravelmente essa convicção no exterior.

### **Perspectivas de evolução da situação brasileira**

Mas isto posto, quais as perspectivas de evolução da situação brasileira? Quais as ações possíveis?

Inicialmente, devemos considerar que se a situação evolui no sentido do nosso interesse, ela lá ainda não chegou. Há ainda resistências enormes e, sobretudo, dentro da teoria do dominó, tão do agrado dos americanos, há uma nítida sensação de que agora o cartel pode funcionar às avessas, i.e., o que derem ao Brasil deverão depois ceder à Argentina, Filipinas, Chile e assim por diante. Além do mais, a nossa situação interna é débil. Por uma razão ou por outra o Governo decidiu não enfrentar com prioridade total o déficit público, e já há muitos anos, pelas mais diferentes razões, o investimento na área econômica é de todo insatisfatório.

Ocorre – me imaginar três cenários básicos e os três apresentam não poucas dificuldades.

O primeiro é o de persistirmos na linha de firmeza não confrontativa seguida até 18 de dezembro, só que agora sem termos o argumento de estarmos, do nosso lado, na nossa economia, tomando as medidas adequadas.

O segundo é o de partirmos para um acordo “à la Argentina”, onde, de lado a lado, predomina o faz – de – conta. Nesse caso o importante é que o acordo seja de curto prazo.

O terceiro é um derivativo do primeiro. É um ganhar tempo, sem ceder terreno, sem muita estratégia, guardando-se para dias melhores mas, enquanto isso, amargando uma situação de instabilidade econômica no relacionamento com o exterior, com necessários reflexos no nível de investimentos.

O primeiro caminho é difícil de seguir. A falta de credibilidade pelas razões já mencionadas, acrescida das alterações institucionais esperadas para este ano pela nova Constituição e a perspectiva de um ano eleitoral, fazem esta via ser extremamente difícil de ser seguida.

A alternativa do faz-de-conta goza de uma probabilidade maior. Com referência ao setor governamental, é necessário, como vimos, fazer um acordo com o FMI. É preciso termos claro, porém, que não basta nós quereremos um acordo com o Fundo. É preciso que ele também o queira. E para ele querer é necessário que entremos de acordo relativamente ao programa econômico. Nada nos autoriza a julgar que hoje pode haver um acordo sério com o Fundo. Já no faz – de – conta, tudo é possível. Fizemos isso no passado, o Fundo fez isto agora com a Argentina; que mal há nisso? Preservam-se as aparências, salvam-se as formas, ambas as partes ganham tempo (cá e lá temos anos de eleições) e depois veremos.

Nessa hipótese, faríamos um acordo com o Fundo e a ele se seguiria um acordo com o Clube de Paris, e o Eximbank japonês para empréstimos do novo fundo nipônico desvinculado de importações com aquele país. Melhorariam as nossas relações com o Banco Mundial. Com os bancos comerciais um acordo trazendo a nossa taxa de juros para níveis mexicanos com validade talvez imediata. Com referência à solução de longo prazo, aos bônus, talvez alguma coisa no sentido do que ora faz o México fosse possível explorar. Com revisões semestrais do acordo com o FMI, só em seis meses teríamos possivelmente problemas com o Fundo e, permanecendo a vinculação, também problemas com os bancos comerciais. Mas, até lá, outra será a situação, e então veremos que atitude tomar. Acredito que nesta hipótese se evitará o confronto, um acordo paliativo será feito e desembolsos lentos e relativamente modestos virão das agências governamentais e multilaterais. O acordo serviria aos seus propósitos: ganhar tempo, com o menor desgaste e comprometimento possíveis. Para isso, é importante que, qualquer coisa que se venha a acordar o seja pelo menor espaço de tempo possível, a fim de possibilitar a retomada das negociações em termos adequados, tão logo a situação interna o permita. De qualquer modo, os recursos externos serão módicos, pelo que a taxa de crescimento modesta.

Finalmente, o terceiro cenário seria o da busca de uma solução negociada, mas sem concessões à seriedade no trato do problema. Provavelmente neste caso não assinaremos acordo com o Fundo, não por não o querer, mas por não podermos aceitar a sério as suas condições e a sua vinculação com os bancos comerciais. Consequentemente, não havendo acordo com os bancos até fins de janeiro, é possível que o Icerc reúna-se extraordinariamente e reclassifique as nossas contas para *value impaired*. Pelas muitas provas de desejo conciliador que já teremos dado, inclusive o pagamento de US\$ 500 milhões, entendo termos condições de enfrentar essa situação esclarecendo bem a nossa intenção de encontrar soluções seriamente duradouras. Nessa hipótese, deveremos considerar suspender os nossos pagamentos ao Clube de Paris em face da sua negativa de novos financiamentos e discutir com as agências multilaterais a conveniência de se achar um arranjo especial enquanto não surgem ocasiões mais propícias para um acerto duradouro. En-



quanto isso, deveremos ativamente perseguir a tentativa de acordos individuais com bancos que assim o desejarem, uma vez que o condicionamento apresentado pelo Comitê de Assessoramento terá deixado de oferecer alternativas válidas. Dependendo da seriedade e desejo negociador que pudermos apresentar nesse cenário, será talvez possível ter condições de esperar, sem maiores tropeços, pelo restabelecimento de condições internas que nos possibilitem retomar as negociações externas globais com a firmeza necessária para exigir do credor externo a sua contrapartida para o esforço interno que estará então sendo feito.

O cenário do faz – de – conta, evidentemente, não agrada a ninguém. A sua não aceitação, porém, pelo não acordo com o FMI, deverá levar à escalada da moratória, por coerência, para todo o setor oficial. É necessário analisar, face à situação interna, se isto é sustentável.

Por outro lado, a nova iniciativa do México, no campo dos bônus, demonstra claramente uma vulnerabilidade do sistema bancário que não devemos ignorar: se podem conviver não computando os nossos juros (*non accrual basis*), é difícil aos bancos fazer provisões maciças relativamente ao principal. Daí o interesse no *zero coupon bond* garantindo o principal, ainda que a longo prazo. Esta razão, mais a situação argentina (que traz uma coincidência de dificuldades que os credores sempre tentaram evitar) falam em favor desta terceira postura.

Talvez, ao longo das negociações, surja algum caminho alternativo que, no momento, não vislumbro.

### **Posições de negociação tomadas com base na situação anterior a 18 de dezembro**

Por último, desejo fixar algumas posições que entendo seriam tomadas na hipótese de prevalecer o primeiro cenário. Como desde já reconheço, pelas razões indicadas, a dificuldade na sua manutenção, retomo aqui esses pontos para indicar o estágio em que deixei as negociações e o meu entendimento sobre a sua coerência interna.

#### **Pontos de decisão**

a) Taxa de juros de referência: para o principal que se venceu em 1987 e foi depositado no Banco Central, bem como para a prorrogação dos depósitos de 1986 no Banco Central, oferecemos, como referência, a taxa de 1 1/8% sobre a LIBOR. Como referência, porque, explicitamos que este percentual seria reajustado retroativamente quando das negociações definitivas. Devemos agora fixar a taxa para 1988 relativa aos depósitos de 1986, 1987 e 1988. Como primeiro sinal da nossa disposição, deixaríamos a taxa de 1 1/8% para 86 e 87, sem alteração portanto, mas 1988 seria creditado indicativamente apenas a taxa da LIBOR. Nos acertos que necessariamente se farão *a posteriori* não convém, sob o ponto de vista negocial, tenham os bancos créditos muito grandes. Isso aumentará a sua resistência. Além do mais, é importante que recebam um primeiro sinal da determinação e seriedade com que negociamos;

b) Clube de Paris: estamos pagando principal e juros às agências governamen-

tais (Clube de Paris) com exceção do principal relativo aos compromissos assumidos antes de março de 1983. Ao mesmo tempo, essas mesmas agências estão com o seu crédito fechado ao país, enquanto não fizermos acordo com o FMI. Como desejávamos o acordo com o FMI e só não o obtínhamos por um capricho das autoridades dos países centro na questão da vinculação, com os desembolsos dos bancos, deveríamos, já em janeiro, sem alarde, deixar de pagar o Clube de Paris. Essa medida se impunha como iniciativa de equidade no tratamento que estamos dando aos bancos comerciais, como defesa das nossas reservas e, novamente, como demonstração do nosso desejo de negociar a sério. Os pagamentos seriam retomados tão logo tivéssemos possibilidade de negociar com o FMI e se reabrissem as linhas de crédito das agências governamentais;

c) Penhora: com referência à renúncia à imunidade à penhora antes do início da lide, prevalecia o entendimento de que, com a renegociação global, desapareceriam as principais razões dos bancos para não aceitar a posição brasileira. Teríamos que fazer progressos substantivos nesta questão;

d) Bônus: os conceitos que estávamos desenvolvendo nos aproximavam de um título com aceitação de mercado e cronograma de pagamento conforme a efetiva capacidade do Brasil.

O elemento central de aceitação desse papel é a circunstância de ser o único veículo hábil para a conversão da dívida em investimento e em reempréstimo. Entendo que, após o lançamento dos papéis mexicanos, maior razão temos para insistir nessa estratégia.

Com efeito, pelas notícias de que disponho até o momento, o esquema mexicano é em muito calcado na proposta e nos conceitos que o Brasil veio desenvolvendo:

I. os bônus apresentam uma vantagem sobre a dívida normal (no caso mexicano o colateral do Tesouro americano, no nosso a liquidez por ser o único instrumento de conversão);

II. ambos têm *seniority* não objetável pelos outros credores por consistir em intenção de não pedir reescalonamento dos títulos ou recursos (dinheiro novo) para servir os juros e, enfim,

III. visam capturar o desconto existente no mercado, por leilões no caso do México, enquanto nos nossos esboços por conversão ao par com taxa de juros fixa e inferior à de mercado ou, alternativamente, prazo mais longo, taxa de juros de mercado, mas parte pagável em divisas e parte no país.

Portanto, como não dispomos de recursos para comprar o colateral, a exemplo do México, nem encontramos ressonância aos nossos pedidos de garantia feitos aos organismos multilaterais, devemos insistir no maior elemento de atratividade dos nossos bônus, que é a existência de um mercado que garanta a sua liquidez, i.e., a possibilidade de um resgate antecipado via colocação em mercado. Deveriam, pois, continuar a ser os únicos instrumentos de conversão em investimento e reempréstimo;

e) Os Juros: seja pelo telegrama que mandamos à comunidade internacional em 11 de novembro, seja por declaração formal que fiz ao Comitê Assessor em 5

de novembro, seja por várias declarações em jornais feitas pelo Ministro Bresser, ficou bem claro que o Brasil não poderia ficar corrente no pagamento dos juros a partir de 1.º de janeiro sem o adequado apoio financeiro da comunidade bancária. Por adequado financiamento eu entendia a conclusão, ao menos na base de uma minuta de acordo (*term sheet*) das negociações de médio prazo, objeto da nossa proposta de 25 de setembro. Enquanto isso não ocorresse, era o nosso entendimento público que não deveria haver qualquer pagamento de juros. Entendo que deva ser seguida, em qualquer dos cenários admitidos, essa diretriz de não pagamento de juros enquanto não houver financiamento adequado que dê condições de sustentabilidade para o referido pagamento;

f) O financiamento de 1987: o saldo dos juros em mora estimado para 1987 é de US\$ 4,5 bilhões, sendo de US\$ 1,5 bilhão para o último trimestre. Trata-se de estimativa, pois, além de outros fatores influenciando o seu montante, temos a paridade das diversas moedas (a estimativa é em dólares americanos, e parte dos juros é em moedas diferentes) e também a circunstância de, eventualmente, alguns devedores não pagarem os seus juros ou devedores em atraso virem a pagá – los. Na minuta inicial do empréstimo de US\$ 4,5 bilhões os bancos previam o que fazer no caso de haver sobras (i.e., se os juros a pagar fossem menos do que US\$ 4,5 bilhões): elas seriam devolvidas proporcionalmente – 2/3, 1/3. Pedimos que colocassem a mesma condição para o caso de haver falta. Os bancos recusaram e tiraram o item referente às sobras. Na mesa de reunião ficou dito que se resolveria o problema caso ele surgisse. Entendo ter deixado claro que, sem financiamento na base 2/3, não consideraríamos pagamentos adicionais aos já previstos.

### O grupo de trabalho responsável pela negociação

A responsabilidade direta das negociações cabia a mim, que a repartia com o Diretor Seixas.

Reportava – me ao Ministro Bresser e ao Presidente Milliet, com os quais os assuntos eram discutidos, tendo o Ministro a responsabilidade final.

Éramos diretamente assistidos pelo pessoal técnico da DIVEX.

O Diretor Freitas tinha sob seu encargo as projeções econômicas (em coordenação com os Professores Nakano e Dall' Acqua) e a configuração dos bônus. Nesta última parte, foi, inclusive, assistido por especialistas do setor privado, a saber, os Srs. Daniel Dantas, Luiz Carlos M. de Barros, Marcos e Roberto Fonseca. Este último com presença marcante desde o início. Também se recorreu à assessoria dos bancos de investimento First Boston e S. G. Warburg.

Em fase preliminar e discussões paralelas, importantes contribuições foram dadas pelo Embaixador Rubens Ricúpero e Srs. Adroaldo Moura da Silva, André de Lara Resende, Pérsio Arida, Roberto D'Utra Vaz. A mesma colaboração tivemos dos Srs. Abílio Diniz e Sylvio Luiz Bresser Pereira.

O Dr. Luiz Carlos Sturzenegger, Chefe do DEJUR do BACEN, fazia o acompanhamento geral da sua área e, além dela, com a cooperação de representantes da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, sobretudo na pessoa do Dr. Fracaroli.

A coordenação com o Ministério da Fazenda, a nível das negociações, era feita através do Embaixador Rubens Barbosa, a quem, entre outras funções, tocava a responsabilidade direta dos entendimentos com o Clube de Paris.

Nos Estados Unidos grande apoio era obtido do Embaixador Marcílio Moreira, do Conselheiro Sérgio Amaral e dos nossos diretores do Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial, Alexandre Kafka e Pedro Malan, tendo este último participado proveitosamente de reuniões e ambos da formação de conceitos.

Foi também sempre enriquecedora a troca de ideias com os Professores Jeffrey Sachs e Rudiger Dornbusch.

O escritório de advocacia Arnold & Porter, através de seus advogados seniors William Rogers e Whitney Debevoise e colaboradores são também elementos de primeira linha nos trabalhos no exterior.

De todos, seja através de contatos pessoais, seja através de várias reuniões, recebeu a equipe negociadora inestimável contribuição.

São Paulo (SP), 3 de janeiro de 1988 *Fernão Bracher*

## 5. COMUNICADO BRASILEIRO

No dia 22 de junho foi assinado o protocolo de entendimento entre o Brasil e os bancos credores. O Ministério da Fazenda publicou o seguinte comunicado:

Concluíram-se, em Nova York, as negociações entre a Delegação Brasileira e o Comitê Assessor de Bancos sobre a concessão de recursos novos ao Brasil e para reescalamento a médio prazo da dívida externa brasileira para os bancos privados. O protocolo sobre o Programa Financeiro para 1987, 1988 e primeira metade de 1989 está sendo distribuído ao conjunto dos cerca de 700 bancos credores do Brasil, com vistas a sua adesão ao acordo preliminar concluído com o Comitê dos Bancos.

Após mais de oito meses de longas e por vezes difíceis negociações, o Brasil concluiu um dos melhores acordos de reescalamento já alcançados por um país devedor. Em quase todos os principais pontos do acordo, o Brasil conseguiu termos e condições iguais aos melhores já obtidos por um país devedor e, em alguns desses pontos, obteve condições ainda melhores do que as preexistentes.

São a seguir resumidos os pontos principais do acordo, divididos em duas categorias: os pontos financeiros e os avanços conceituais.

### **Pontos financeiros**

Reescalamento do principal – O acordo prevê o reescalamento da dívida vencida e por vencer entre 1987 e 1993 por um período de 20 anos, com 8 de carência (o mais longo prazo de reestruturação já obtido por um país devedor). O reescalamento cobrirá 94% da dívida brasileira de médio e longo prazos para com os bancos comerciais, no valor de 63,6 bilhões de dólares.

Recursos novos – O montante do financiamento dos bancos para o período de 1987, 1988 e primeiro semestre de 1989 foi fixado em 5,8 bilhões de dólares, dos quais 5,2 bilhões se referem a recursos de longo prazo; e 600 milhões dizem respeito à recomposição das linhas de curto prazo. O prazo para amortização dos novos empréstimos é de 12 anos, com 5 de carência (prazo igual ao mais longo já obtido por um país devedor).

Os novos recursos serão fornecidos mediante diferentes mecanismos: empréstimos paralelos e cofinanciamento com empréstimos do Banco Mundial; bônus para recursos novos; linha comercial nova, no valor de 600 milhões de dólares, para o financiamento de importações e exportações brasileiras de médio prazo.

Com o objetivo de criar um incentivo para a rápida adesão ao pacote financeiro, os bancos que prontamente manifestaram sua participação receberão uma comissão (de 3/8 de 1% – 0.375% – para os que aderirem até 5.8.1988 e de 1/8 de 1% – 0,125% – para adesões até 2.9.1988). Esta comissão é paga uma única vez e, portanto, não se adiciona ao spread. Além disso, os bancos poderão converter uma parcela residual dos novos recursos em investimento, fora do sistema do leilão, durante 3 anos – após um período de carência de 12 meses, depois de formada a massa crítica – dentro de um limite mensal de 50 milhões de dólares, perfazendo, portanto, um total de US\$ 1,8 bilhão no máximo.

Taxa de juros – O acordo prevê um spread de 13/16 – 0,8125% – (igual ao melhor já obtido por países devedores) sobre a LIBOR, a partir de 1.1.1988 para os depósitos no Banco Central, e a partir de 1.1.1989, para toda a dívida vincenda do setor público.

A aplicação do novo spread dentro do mecanismo do *carve out* permitirá uma economia de pagamento de juros em 1988 de 300 milhões de dólares. A reprogramação do pagamento de juros, de trimestral para semestral, proporcionará uma economia adicional, em 1988, de 600 milhões de dólares. A redução total no pagamento de juros no corrente ano, em decorrência do acordo, será da ordem de 900 milhões de dólares. A economia de recursos para o período de consolidação (1987 a 1993), em decorrência do reajustamento e da reprogramação da taxa de juros será de 2,5 bilhões de dólares. No período de reescalonamento (1987 – 2007), a economia será superior a 4 bilhões de dólares.

Reempréstimo – O reempréstimo por parte dos bancos dos recursos já comprometidos com o Banco Central ficará condicionado a limites e a prazos específicos, a semelhança do que já foi feito no acordo de 1986. Assim, os reempréstimos para o setor privado estarão subordinados a um prazo mínimo de 7 anos, com 5 de carência, para os recursos já depositados; e de 6 anos com 3 de carência, para o dinheiro novo. Além disso, estarão sujeitos a um teto mensal fixado pelo Banco Central em 100 milhões de dólares para 1988. Para 1989, haverá uma quota anual de 1,5 bilhão e para 1990, uma quota de 1,55 bilhão. Os reempréstimos para o setor público estarão circunscritos à rolagem da dívida e submetidos a um prazo mínimo de 12 anos, com 5 de carência, tanto para os recursos depositados, quanto para o dinheiro novo.

Linhas de curto prazo – As linhas comerciais e interbancárias, no valor total

de 15 bilhões de dólares, foram prorrogadas por um prazo de dois anos e meio (o maior prazo já obtido para linhas de curto prazo por um país devedor).

## B) Avanços conceituais

Instrumento de securitização – O pacote financeiro conterá um instrumento de securitização, ou bônus de saída, a ser oferecido aos bancos, até o montante de 15 bilhões de dólares por banco, com as seguintes características: taxa de juros fixa de 6% por ano; prazo de 25 anos; conversibilidade em título em cruzados por igual prazo. O desconto implícito do título é superior a 30% do valor nominal. Se todos os bancos optarem por este instrumento, cerca de 400 bancos poderão retirar-se do universo dos bancos credores do Brasil. Além disso, o acordo contém os *waivers* necessários para que o Brasil, à luz desta primeira experiência, possa emitir novos instrumentos de securitização para a captura do desconto no mercado secundário.

Cláusula de salvaguarda – O acordo contém uma cláusula de salvaguarda, a mais ampla já acertada no âmbito de um acordo de reescalonamento. Esta cláusula faculta ao Brasil a possibilidade de solicitar consultas aos bancos, com vistas à emenda do acordo, diante de quaisquer fatores financeiros ou econômicos, inclusive mudanças nas variáveis externas.

Penhora de depósitos do Banco Central – As cláusulas relativas à imunidade de execução dos bens do Banco Central no exterior foram revistas, com o objetivo de assegurar a devida proteção das reservas brasileiras. Entre as modificações feitas vale destacar duas: uma é a introdução do princípio adotado pela legislação norte-americana para a proteção de bens de bancos centrais, segundo o qual bens em nome de bancos centrais e para seu uso próprio não estão sujeitos à apropriação, quer antes, quer depois de julgamento; outra é a eliminação de textos interpretativos sobre o que sejam bens utilizados em atividades comerciais.

De acordo com a nova fórmula, estão afastados da possibilidade de penhora os bens depositados pelo Banco Central em seu nome e para seu uso próprio ou os bens não utilizados em atividades comerciais, ou seja, aqueles bens que, de acordo com o Direito Internacional, gozam de imunidade. A solução encontrada assegura desta forma uma proteção adequada das reservas brasileiras mantidas em nome do Banco Central no exterior, como pretendia o Brasil.

Vínculo com o FMI – Outro importante avanço do pacote financeiro brasileiro diz respeito ao relacionamento entre o acordo com os bancos e o programa com o FMI. Em primeiro lugar, a negociação com os bancos – e, portanto, a definição do montante de recursos novos – precedeu o início das discussões com o Fundo – e dessa forma a avaliação por parte do FMI sobre as necessidades de recursos financeiros do país.

Em segundo lugar, o acordo contempla em fórmula inteiramente inovadora para a questão da relação entre o programa do Fundo e o acordo com os bancos, na medida em que ela elimina os vínculos entre os desembolsos do Fundo e os desembolsos com os bancos, vínculo que o governo brasileiro havia indicado desde o início das negociações que não era aceitável.

A solução proposta pelo Brasil substitui o mecanismo de vínculos automáticos de desembolso pela ideia de paralelismo. Os dois acordos – o pacote financeiro com os bancos e o programa com o Fundo – seguem paralelos. O Brasil começou a negociar com os bancos, e não com o Fundo, e os dois acordos deveriam entrar em vigor mais ou menos na mesma época. A rapidez com que se concluíram as negociações com o Fundo fará com que o acordo com o FMI entre em vigor antes do acordo com os bancos. O desembolso da primeira parcela dos bancos, a maior delas, não estará condicionada a resultados do programa econômico.

A segunda parcela dos bancos levará em conta o fato de o Brasil estar prosseguindo com o seu programa de ajustamento (o que será atestado pelo diretor gerente do FMI). Mas não estará submetida a critérios específicos de desempenho, nem o desembolso prévio por parte do Fundo.

A última parcela dos bancos levará em conta o cumprimento satisfatório do programa de ajustamento. Mas, mesmo nesta hipótese, não existe um vínculo automático, na medida em que o acordo prevê um mecanismo também inovador de votação por parte dos bancos.

### **Conclusão**

O encerramento das negociações com o Comitê Assessor dos Bancos marca outro passo importante para a normalização das relações com a comunidade financeira internacional e para a obtenção de recursos adicionais ao crescimento do país. O protocolo acordado com os bancos está inteiramente na linha das diretrizes básicas da proposta brasileira de 25 de setembro de 1987. Os resultados da negociação podem ser considerados plenamente satisfatórios

Na parte convencional do acordo, relativa basicamente aos termos e condições da reestruturação do principal e da concessão de recursos novos, como já assinado, o Brasil conseguiu condições pelo menos iguais às melhores que já haviam sido obtidas e, em alguns casos, condições ainda mais favoráveis. O volume de recursos novos – um dos maiores já obtidos – prazos mais longos e taxas de juros mais baixas deverão proporcionar um significativo alívio no serviço da dívida.

O acordo concluído contém, também, importantes elementos não convencionais, que não figuravam nem em acordos brasileiros anteriores, nem mesmo – alguns deles – em acordos já concluídos por outros países devedores com seus bancos credores. O acordo conterá um instrumento de securitização com um desconto implícito; uma cláusula de salvaguarda; conterá disposições novas para a proteção das reservas: e, finalmente, uma fórmula inteiramente nova no que diz respeito à questão da vinculação com o Fundo Monetário Internacional.

O acordo brasileiro certamente não representa, nem pretende ser, uma solução definitiva para o problema da dívida externa do país. Mas trará um alívio substancial para o serviço da dívida, criará condições ao ingresso de novos recursos para a retomada do crescimento e marcará avanços relevantes no tratamento da questão da dívida externa em geral.



A credibilidade reconquistada quanto à direção da política econômica e à firmeza com que foram conduzidas as negociações explicam os resultados alcançados. O país venceu uma etapa importante no caminho de uma solução para o problema de sua dívida externa.

Brasília, 22 de junho de 1988.

## 6. COMUNICADO DOS BANCOS CREDORES

Os bancos credores publicaram no mesmo dia 22 de junho sua versão do acordo firmado:

Nova York, 22 de junho – O ministro da Fazenda brasileiro, Mailson da Nóbrega, e o presidente do Comitê Assessor dos Bancos Credores, William Rhodes, anunciaram hoje que o governo do Brasil e o Comitê chegaram a um acordo preliminar sobre medidas para o refinanciamento a médio prazo com o objetivo de normalizar as relações do Brasil com seus bancos credores comerciais. O pacote alcança a porcentagem dos bancos comerciais do Plano de Financiamento do Brasil e tem o apoio do Fundo Monetário Internacional e do Clube de Paris. Um informe com os detalhes do acordo será enviado a todos os bancos credores ainda esta semana.

O ministro Nóbrega também anunciou que o Brasil vai fazer o pagamento dos juros no valor aproximado de US\$ 350 milhões para os bancos credores nesta sexta – feira para quitar os juros referentes a março de 88 e pagamentos de US\$ 1 bilhão no dia 30 de junho para saldar os atrasos dos pagamentos de abril e maio.

O ministro disse que o acordo interino de refinanciamento anunciado em 5 de novembro de 1987, e o acordo de hoje permitirão ao Brasil regularizar os pagamentos dos juros aos bancos comerciais nos próximos meses e pôr um fim na moratória decretada a 20 de fevereiro de 87.

### Lista de opções

O acordo de médio prazo contém uma lista expressiva de opções, fornecendo aos credores diferentes mecanismos e incentivos para participar. O sr. Rhodes descreveu esse projeto como o “mais amplo e inovador acordo desde que a crise da dívida começou em agosto de 1982”. O projeto inclui cofinanciamentos com o Banco Mundial, financiamentos paralelos com o Banco Mundial, facilidade aos depósitos comerciais de médio prazo, bônus para recursos novos e bônus de saída. Alguns desses mecanismos vão permitir a conversão da dívida em investimento e reempréstimos pelos bancos via fundos assegurados pelo Banco Central aos setores público e privado.

## Resumo

Os mecanismos para o afluxo de novos recursos incluído no acordo vão proporcionar US\$ 5,2 bilhões para ajudar o Brasil a quitar suas necessidades de financiamento para 1987, 1988 e o primeiro semestre de 1989. Estes mecanismos são US\$ 750 milhões em cofinanciamentos com o Banco Mundial, US\$ 2,850 bilhões em financiamentos paralelos com o Banco Mundial, US\$ 1 bilhão em bônus de novos recursos e US\$ 600 milhões em depósitos comerciais de médio prazo.

O acordo também incluirá o reescalonamento de US\$ 61 bilhões dos US\$ 67 bilhões das dívidas de médio e longo prazos brasileiras aos bancos comerciais; e incentivos comerciais e interbancários totalizando US\$ 15 bilhões a partir dos quais os bancos comerciais continuarão a prolongar os negócios de curto prazo e as linhas interbancárias.

O *spread* a ser aplicado aos novos recursos, aos bônus e à dívida reescalada será de 13/16% sobre a LIBOR. Como nos acordos anteriores, os bancos terão a opção de taxas fixadas fornecendo uma margem de juros semelhante. A comissão (*fee*) a ser paga para cada participante de novos recursos de acordo com seus compromissos será de 3/8 para os bancos que se comprometerem com o acordo até 5 de agosto deste ano e 1/8 para os bancos que entrarem depois de 5 de agosto e antes de 2 de setembro deste ano.

## Novos recursos

Os instrumentos de cofinanciamento darão suporte ao programa de reforma setorial e orientada para o crescimento da economia brasileira em conjunto com pelo menos US\$ 1 bilhão dos créditos do Banco Mundial de US\$ 2,850 bilhões terá a maturidade para envolver os setores de energia e comércio. Terão maturidade de 12 anos, incluindo um período de carência de cinco anos.

O financiamento paralelo com o Banco Mundial de US\$ 2.850 bilhões terá a maturidade de 12 anos, incluindo também um período de carência de cinco anos. Os desembolsos correrão paralelamente com os empréstimos do Bureau Executivo do Banco Mundial e com os desembolsos do Banco Mundial para as metas brasileiras, assim como com o programa do Brasil com o Fundo Monetário Internacional.

Os bônus de novos recursos atingirão um total de US\$ 1 bilhão e poderão ser tomados pelos bancos no lugar de parte dos empréstimos autorizados sob as regras do financiamento paralelo. Os bônus, que serão baseados pelo dólar dos EUA, terão uma taxa de juros regida pela flutuação da moeda norte – americana e pela LIBOR, e os mesmos *spread*, maturidade e período de carência dos financiamentos paralelos com o Banco Mundial.

Os depósitos comerciais de médio prazo vencerão em nove anos. Depois de um período inicial de um ano, quando os fundos serão depositados no Banco Central, os adiantamentos sob este mecanismo poderão ser utilizados pelos bancos credores para financiar transações comerciais de médio prazo com o Brasil.

## Conversão em investimento

Um aspecto, disponível apenas para os bancos credores que se comprometerem a participar do fluxo de novos recursos, será a capacidade de converter em investimento uma parte dos seus empréstimos pelo valor de face. A quantia disponível para tais investimentos é US\$ 50 milhões: um mês a cada período de três anos iniciado, 12 meses depois que a parte principal dos empréstimos do acordo de re-financiamento tiver sido atendida. Este aspecto especial soma-se ao programa de conversão da dívida existente no Brasil.

## Outras opções

Os bônus de saída, ou Brazil Investment Bonds (Bônus de Investimento Brasileiro), totalizarão mais que US\$ 5 bilhões e estarão inicialmente ao alcance dos bancos num máximo de US\$ 15 milhões por banco em troca da mesma quantia da dívida do setor público brasileiro. Estes títulos, que terão uma taxa de juros fixa de 6%, terão um resgate de 25 anos e um período de carência de 10 anos. Os bônus serão negociáveis por Obrigações do Tesouro Nacional (OTNs). O Brasil também está considerando o estabelecimento de uma dívida para o programa de exportação e, se o tal programa for adotado, os bônus poderão ser usados para operações de troca (*swap*) para exportações não – tradicionais.

Os bancos terão a permissão para reempréstimo para os setores público e privado brasileiros. Os créditos para o setor privado serão sujeitos a quotas mínimas de US\$ 100 milhões um mês no resto deste ano e totais anuais de US\$ 1,5 bilhão em 1989 e US\$ 1,55 bilhão em 1990; a partir de então, quantias disponíveis para reempréstimos ao setor privado serão pelo menos equivalentes aos vencimentos do principal da dívida do setor privado em cada ano. Os reempréstimos para o setor público serão limitados pela quantia dos vencimentos do principal da dívida e dos juros em um ano, e a prorrogação desses créditos será utilizada para rolar os vencimentos do principal e os juros da dívida externa.

## Porcentagem e a data – base

Os bancos credores serão indagados a participarem dos mecanismos de novos recursos com 11,4% da dívida brasileira com a data – base em 31 de março de 1987. Os números de base dos bancos serão ajustados para eliminar, por exemplo, a dívida convertida em investimentos e a dívida trocada por bônus de saída.

## Desembolsos

Haverá três desembolsos no projeto de novos recursos, o primeiro para US\$ 4 bilhões e o segundo e terceiro para US\$ 600 milhões cada. O primeiro desembolso está previsto para outubro, o segundo em dezembro e o terceiro no primeiro semestre de 1989. Os desembolsos serão paralelos ao programa brasileiro com o

Fundo Monetário Internacional – previsto para entrar em vigor em julho – assim como com os projetos e créditos com o Banco Mundial.

Uma vez definidos e cumpridos os planos de novos recursos (previsto para outubro), o Brasil anunciará os detalhes dos documentos compreendidos no programa com o Fundo Monetário Internacional.

O segundo desembolso não está ligado automaticamente ao cumprimento das metas com o FMI. Ele dependerá de um relatório feito pelo Fundo a respeito da economia brasileira.

O terceiro desembolso será relacionado ao cumprimento dos objetivos do programa com o FMI, mas os bancos comerciais poderão renunciar à obrigação caso os bancos representando 85% do valor total do fluxo de novos recursos concordem com a decisão.

O relacionamento entre o programa do FMI e os acordos com os bancos comerciais será flexível e inovador se comparado aos acordos de reescalonamento do passado, quando todos os desembolsos dos bancos eram ligados diretamente às exigências do FMI.

### **Recursos de curto prazo**

Haverá um pedido aos bancos para que prolonguem em outros dois anos e meio seus empréstimos anteriores para manter as linhas interbancárias de curto prazo de cerca de US\$ 15 bilhões para agências e filiais de bancos brasileiros e créditos comerciais de curto prazo para os tomadores brasileiros. Para serem aptos ao investimento especial e reempréstimo, os bancos terão que estar comprometidos com estas condições.

### **Reescalonamento**

Segundo o acordo, os US\$ 61 bilhões dos empréstimos para os setores público e privado vencendo a partir de 1.º de janeiro de 1987, até 31 de dezembro de 1983, serão reescaloados por um período de 20 anos, com o vencimento final em 2007. Os pagamentos do principal da dívida reescaloadada começarão em 1995, quando vence 2% do principal, e aumentarão gradualmente até 10% do principal em cada um dos dois últimos anos.

O *spread* de 13/16% será aplicado efetivamente a partir de 1.º de janeiro de 1988, para as dívidas previamente reescaloadas (assim como os depósitos de 1987 e 1988), e a toda dívida vincenda do setor público a partir de 1.º de janeiro de 1989.

O acordo vai permitir a cada uma das partes propor encontros para requerer modificações nos termos. Essas eventuais modificações poderão se basear em questões financeiras, econômicas e outros pontos, inclusive uma mudança nas variáveis econômicas internacionais.

## Cronograma

O ministro Maílson da Nóbrega disse que representantes do governo continuam trabalhando com técnicos do FMI no programa econômico brasileiro e que espera que o programa seja submetido ao Bureau Executivo do Fundo ainda este mês.

William Rhodes disse que o governo, com o suporte do Comitê Assessor dos Bancos Credores, fará uma série de explanações sobre o acordo aos bancos credores durante as próximas semanas. Encontros serão realizados na Europa, Japão, Canadá, EUA e Oriente Médio.

De acordo com os termos do acordo provisório anunciado a 5 de novembro, os restantes US\$ 2 bilhões que fazem parte desse acordo estão previstos para serem quitados uma vez que o acordo de médio prazo entre em vigor efetivamente. Quando isso ocorrer, um adicional de US\$ 1 bilhão das reservas brasileiras será posto em disponibilidade. O total de US\$ 3 bilhões será então pago aos credores para quitar os atrasos referentes de 20 de fevereiro de 1987 a 1.º de outubro de 1987. Desde 30 de dezembro de 1987, o Brasil pagou aproximadamente US\$ 2,5 bilhões em juros aos bancos credores, cumprindo o pagamento dos juros de 1.º de outubro de 1987 até 29 de fevereiro de 1988.

Os membros do Comitê Assessor dos Bancos Credores são Citibank, N .A., presidente; Lloyds Bank PLC e Morgan Guaranty Trust Company of New York, vice – presidentes; Arab Banking Corporation, Bank of America N.T. e S.A., Bank of Montreal, The Bank of Tokyo, Ltd., Bankers Trust Company, The Chase Manhattan Bank, N.A., Chemical Bank, Credit Lyonnais, Deutsche Bank AG, Manufacturer Hanover Trust Company e Union Bank of Switzerland.

(tradução da Folha de S. Paulo)

