

# A problemática do endividamento externo do ponto de vista de um país em desenvolvimento — Brasil

FERNÃO C. B. BRACHER

Desenvolverei o tema do endividamento externo com base no caso brasileiro. O Brasil, aliás, sempre advogou, em questão de endividamento, a análise caso a caso a qual, embora conste da retórica oficial dos credores, nunca foi aplicada. Por outro lado, há grandes pontos de convergência entre os devedores, o que permite, bem entendido o caso brasileiro, ter uma melhor compreensão dos demais.

## A. CONCEITUAÇÃO E EVOLUÇÃO DA QUESTÃO

### Introdução

O endividamento externo significa a transferência de recursos reais de um país para o outro.

O fato de um país superavitário, i.e., com excesso de poupança, poder investir em outro com carência de capitais e aí poder encontrar um retorno adequado é altamente positivo. Favorece ao investidor e ao investido. É, portanto, importante para o bom funcionamento da economia internacional que exista esse fluxo e que ele funcione bem.

A tarefa de proceder a essa transferência de recursos cabe, basicamente, a cinco grandes grupos: às empresas que criam suas subsidiárias, suas "joint-ventures"; aos organismos multilaterais de desenvolvimento como o Banco Mundial, o Banco Interamericano, Asiático e Africano; aos organismos governamentais como os Eximbanks, Hermes, Coface, Ecgd etc.; aos bancos comerciais internacionais e, finalmente, aos investidores privados ou institucionais, sobretudo através do mercado de bônus.

O primeiro grupo, das empresas, caracteriza-se principalmente por investimentos de risco e não endividamento. Ocupemo-nos, assim, dos outros quatro segmentos.

Os organismos multilaterais têm mantido historicamente um ritmo constante no seu fluxo de transferências dos países superavitários para os países em desenvolvimento. Ano após ano não se verificam oscilações de monta no seu desembolso. Temos portanto um fluxo relativamente constante que permite planejamentos, não havendo aí que falar de crise. Por essa razão, também, foram eles excluídos dos reescalonamentos. Não há razão para reescalar se, a cada ano, o fluxo dos empréstimos novos representa parte substancial dos vencimentos de principal e juros devidos.

Os organismos governamentais de fomento às exportações nacionais como os Eximbanks, Hermes etc., têm, normalmente, seus recursos incluídos no orçamento de cada país, de sorte que sofrem as restrições normais e concorrência com outras áreas de despesa pública. Temos assim, aqui, um fluxo inconstante de recursos.

Os bancos comerciais internacionais que recebem depósitos de seus clientes e cuja função profissional é replicá-los, analisam os riscos e operam descasamento de prazos e taxas, i.e., recebem depósitos a prazos mais curtos (basicamente a seis meses) e aplicam-nos a prazos de seis anos, reajustando as taxas por ocasião de cada renovação da captação, portanto a cada seis meses aproximadamente. Em virtude da grande liquidez dos anos 60 e 70 (guerra da Coreia e crise do petróleo — surgimento do euromercado) esse segmento assumiu extraordinária importância, e é de todos mais relevante e onde se localiza a crise. No Brasil, para um endividamento de US\$ 115 bilhões, aproximadamente US\$ 70 bilhões são devidos a bancos comerciais a médio prazo, US\$ 15 a curto prazo (financiamento de comércio e interbancários) e US\$ 30 são devidos a órgãos multilaterais e governamentais.

Finalmente, temos o segmento dos investidores privados e institucionais. Nele o devedor emite o bônus que é comprado diretamente pelo investidor. Embora seja um papel negociável, a ideia básica é que o comprador, o financiador, o faça com seus próprios fundos e permaneça com o mesmo até o vencimento final. Por várias razões que não cabe aqui analisar, esse mercado, mais sofisticado, só foi usado marginalmente pelos países devedores. Pela sua menor importância relativa e pelo interesse em preservar um segmento do mercado da crise, os bônus dos principais países devedores receberam em geral tratamento especial e estão sendo, no caso brasileiro, resgatados, juros e principal, no vencimento, sem qualquer atraso.

E como se processou o endividamento através dos bancos comerciais?

Nos anos 70, quando da crise do petróleo, o Brasil lançou-se num deliberado programa de crescimento com endividamento ("growth with debt"). Isso foi a todos anuciado e era por todos conhecido e apreciado. Grandes obras de infra-estrutura e modernização do País foram implementadas. A grande maioria delas de retorno certo, mas de longo prazo.

### A ROLAGEM DOS CRÉDITOS

Os recursos de longo prazo, porém, são privilégio dos organismos multilaterais, que os têm limitadamente, ou dos investidores institucionais — fundos de pensão — aos quais o Brasil, nos E.U.A., por restrições legais, diferentemente do Canadá, por exemplo, não tem acesso.

Como se procedeu então? Os bancos comerciais e o Brasil, num acordo tácito, contaram com a existência do mercado para a rolagem dos créditos. Isso quer dizer que os bancos emprestavam ao Brasil para pagar o principal em oito anos e os juros semestralmente, e o país aplicava esse dinheiro numa obra ou num complexo de obras que só daria retorno, digamos, em 20 anos e necessitava de uma carência de juros de, digamos, dez anos. Essa prática não acarretava problemas porque, ano após ano, o Brasil levantava outros recursos junto a essa mesma comunidade financeira internacional para pagar o principal e juros; transformando assim o curto prazo em longo prazo.

Isso era sobretudo conhecido por todos os bancos credores, pois durante toda a segunda metade da década de 70 até agosto de 1982 o Brasil tomou emprestado substanciais recursos para rolar o principal e juros sem praticamente apresentar saldos positivos na balança comercial, i.e., banqueiros e Brasil faziam livremente um empréstimo sabendo que os juros que já começavam a ser devidos no ano vindouro seriam pagos não do investimento feito, mas de novos empréstimos a serem levantados no mercado financeiro. Portanto, sabiam ambos que o investimento era a longo prazo e a amortização a ser feita dependia da existência do mercado.

E enganaram-se, Brasil e banqueiros, quanto ao fundamental? Parece que não. Ao menos o crescimento, de 1975 a 1980, inclusive, de 7% a.a. do produto industrial, de 6,8% a.a. do PIB e, finalmente, a existência de um superávit comercial no ano de 1988 de aproximadamente US\$ 19 bilhões, talvez só superado pelo Japão e pela República Federal da Alemanha, mostram que o país merecia o crédito e que o dinheiro foi basicamente bem aplicado.

Mas, então, onde o erro?

O erro fundamental foi que as duas partes acreditaram na existência de um mercado que desapareceu.

### Conceituação

Chegamos agora ao ponto de conceituar a crise do endividamento internacional da qual aqui falamos. Essa conceituação é muito importante e vale não só para o Brasil mas certamente para toda a América Latina e eventualmente para outros países.

A crise do endividamento internacional caracteriza-se por um movimento coletivo de toda a comunidade bancária negando crédito voluntário de médio prazo indistintamente a todo e qualquer país da América Latina e situa-se no contexto do violento reajuste financeiro americano do início dos anos 80, que elevou a taxa de juros a níveis sem precedentes na história (a Líbore situou-se em torno dos 20% a.a.).

Em tudo e por tudo esse movimento coletivo e condicionado assemelha-se a uma corrida a um banco no mercado doméstico. Espalhado um rumor sobre a solidade de um banco, estabelece-se o pânico e dá-se a corrida. Não há banco, por mais sólido que seja, que resista a uma corrida. Nos mercados domésticos a lição já foi aprendida e tomadas as providências institucionais para neutralizar o problema. Criaram-se os bancos centrais, os redesccontos de liquidez.

No caso do mercado internacional ainda não se aprendeu e a crise não foi suficientemente grave para fazer atuar a vontade política necessária à criação de instrumentos adequados a dominar a crise.

Ainda uma comparação: é como no caso de um cinema em que alguém grita "fogo" e todos se põem a correr. Fogo não existiu no caso do Brasil, mas mortos, com o pânico, houve muitos e é disso que viremos a tratar em seguida.

Em agosto de 1982, o México susta seus pagamentos internacionais e os bancos credores, num movimento coletivo não concertado, cancelam todos os seus créditos de médio prazo aos países da América Latina, inclusive o Brasil, e solicitam o pagamento dos existentes. A Colômbia foi o país que mais demorou a ser atingido, mas também acabou sendo envolvida.

### Evolução Histórica do Problema

Como foi esse assunto tratado pela comunidade financeira internacional?

Os governos dos países credores imediatamente preocuparam-se com a saúde dos respectivos sistemas financeiros, acionaram os organismos multilaterais — FMI, Banco Mundial e Interamericano — e tivemos basicamente, de 1982 até hoje, três fases:

i. de agosto de 1982 a setembro de 1985;

É a fase na qual prevaleceu a ideia de que com disciplina nos países devedores logo se restabeleceriam os pagamentos das obrigações externas. Foram prescritos severos programas do FMI prevendo redução do déficit público e desvalorizações cambiais, tudo isso visando à geração de excedentes para servir à divida.

Em setembro de 1985, três anos depois, era evidente o insucesso da estratégia. Na realidade, o Brasil criou superávits comerciais no valor agregado de US\$ 32 bilhões para 83, 84 e 85 (contra menos US\$ 1 bilhão nos três anos anteriores), mas os juros dos mesmo anos, também em valor agregado, foram de US\$ 30 bilhões. Além disso, o processo de ajustamento externo havia causado um aumento da inflação dos 35% a.a., nos anos 70, para 200% a.a. no início dos anos 80 e o crescimento do Produto Industrial, de 7% a.a. naquele período, passou a ser de 2,6% para o triênio acima. Para os demais países da América Latina, em geral, a situação era bem pior.

E apesar de todo esse esforço o mercado financeiro internacional continuava inexistente para a América Latina. Os bancos só cuidavam de diminuir os seus ativos sobre a área.

ii. Em setembro de 85, em Seul, na reunião do FMI, o secretário do Tesouro americano, Baker, percebendo o fracasso da política adotada, lança o chamado Plano Baker.

Consistiu no seguinte: primeiro, no reconhecimento de que não poderia haver ajuste sem crescimento; segundo, que para haver crescimento eram necessários novos recursos, os quais deveriam ser aportados pelos bancos comerciais e pelos organismos multilaterais e governamentais; terceiro, que os países devedores deveriam fazer a sua parte, controlando seus déficits e modernizando suas estruturas.

Nomearam-se quinze países, que deveriam prioritariamente fazer parte do plano e, indicativamente, mencionou-se a cifra de US\$ 30 bilhões com a qual os bancos comerciais deveriam contribuir.

Um ano e meio depois (fevereiro de 1987) estava evidente que o plano não tivera êxito. Os bancos, ao invés de aumentarem seus ativos, diminuíram-nos em toda a linha e os países devedores lançaram-se em planos arrojados de estabilização (Plano Austral na Argentina e Cruzado no Brasil) que, em parte por não levarem em consideração as limitações do problema externo insoluto, fracassaram.

No item destinado à reflexão tratamos das razões pelas quais entendemos que não decolou o plano Baker, iniciativa, em si, meritória.

iii. O ano de 1987 viu a desagregação do sistema ordenado de tratamento do problema, colocando-nos diante de um perigoso vazio.

Em fevereiro de 1987, o Brasil declarou a moratória de médio prazo e contraída antes de 1982 (trata-se de uma ação circunscrita. Não são atingidas as organizações multilaterais, bilaterais governamentais, créditos bancários comerciais, créditos de médio prazo após 82, bônus, nem movimentos de capital como retorno de investimentos, dividendos e "royalties").

Eu havia deixado a presidência do Banco Central poucos pontos. Não queria aqui emitir um parecer sobre essa moratória, pois isso exigiria muitas qualificações.

cões, o que foge ao escopo desta apresentação.

É entretanto importante deixar claros dois pontos:

- se não há caixa e não há mecanismos de financiamento, a moratória se impõe pela mera falta de fundos;
- ao tempo em que o Brasil declarou a sua moratória com declarações bombásticas e populistas, muitas outras nações da América Latina, silenciosamente, pelo mesmo motivo — falta de caixa — não estavam pagando os juros, i.e., estavam em moratória de fato.

Estão todos, devedores, bancos credores, governos de países credores cumprindo a sua parte, assumindo o seu ônus?

De notar que os governos dos países credores entram em cena por três vertentes: primeiro, porque possuem suas agências de exportação; segundo, porque controlam as agências bilaterais (FMI, Banco Mundial e BIRD); terceiro, porque têm condições de determinar o comportamento do seu sistema bancário, entre outras, pelo estabelecimento de normas sobre provisões, normas de imposto de renda, normas de publicação dos balanços e alavancagens do capital para diferentes tipos de risco.

Vejamos cada um dos protagonistas.

O Brasil, como devedor, reduziu seu déficit fiscal de 8% do PIB em 88 e se propôs a ir próximo a zero em 89. Produziu sucessivas desvalorizações cambiais. A tentativa a curto prazo de criar excedentes para satisfazer a dívida externa fez cair a taxa de investimento de 23% para 17% do PIB, em face da incompressibilidade verificada no consumo.

Esse tipo de constrangimento, mais uma boa contribuição de erros domésticos, traz hoje o país para a beira da hiperinflação. E o que é mais lastimável, com uma estrutura econômica saudável, que é capaz de produzir um superávit comercial de US\$ 19 bilhões, provavelmente o terceiro do mundo em 1988. Só que, evidentemente, ele não é sustentável, porque não é sustentável uma taxa de crescimento zero. Não se pode, assim, dizer que o Brasil não tenha contribuído com a sua parte no processo.

E os bancos? Já vimos que houve concorrência de culpa (Brasil e os bancos credores) e mesmo a direção dos bancos devedores mais esclarecidos percebe a insustentabilidade do esquema atual;

(d) os presidentes dos mais importantes países latino-americanos reunidos em novembro de 1987 em Acapulco declararam adotar o caminho unilateral em determinadas circunstâncias.

O tratamento atual, portanto, já não é mais operativo. Todos (devedores, credores, governos, instituições) estão tomados de uma doença chamada "debt fatigue". Onde se inova e temos ações unilaterais, na falta de outra alternativa.

E qual é o tratamento atual?

Ele é uniforme para todos os devedores. Consiste basicamente em os bancos e os países devedores concordarem em prolongar o principal para prazos longos. Os juros devem ser pagos a taxas de mercado interbancário mais "spread".

Como os países não têm recursos para pagar todos os juros, depois de intermináveis discussões, fixa-se o percentual dos juros a serem financeiros.

Só que, por causa das normas dos Bancos Centrais, dos auditores, dos analistas dos investidores, dos países credores, não pode ser estabelecida essa ligação entre financiamento e pagamento de juros.

É necessário estabelecer toda uma série de fícies, novos projetos a serem financiados etc., para disfarçar essa realidade. O que, por sua vez, dá margem a que vários bancos, os famosos "free riders" não participem.

E por quanto tempo, por que horizonte se fixa o percentual dos juros a financeiros?

No caso do Brasil, depois de um ano de negociações, o contrato assinado em setembro último prevê o percentual a financeiros só até junho deste ano. Isso quer dizer que dentro dos poucos meses é necessário mais uma vez reconectar todas as negociações. A insustentabilidade desse processo é claramente espelhada na cotação dos nossos papéis no mercado secundário.

### Situação brasileira

É conveniente aqui darmos um "flash" da situação brasileira: o país tem uma dívida externa de US\$ 115 bilhões sendo, como dissemos, aproximadamente, para os bancos comerciais, US\$ 70 bilhões de médio prazo, US\$ 30 bilhões de curto prazo e US\$ 30 bilhões para os organismos bilaterais e governamentais.

É necessário que dentro de seis meses seja feita uma reavaliação da dívida.

E os governos dos países credores?

Esses os grandes ausentes.

Não fizeram de importante durante estes anos que não fosse cuidar da saúde do próprio sistema bancário de modo miope.

Não perceberam que, ao cuidar apenas do seu sistema bancário, desleixando uma solução global, estavam, na verdade, aumentando as perdas do próprio sistema.

A Alemanha em primeiro lugar, estimulando seus bancos a criarem altas reservas, operou numa "self fulfilling prophecy". "Ex post" mostrou-se correta sua atitude. Mas num momento em que ainda se tentava uma saída de mercado, essa medida evidentemente não se pode chamar de cooperativa. A Suíça, inovando com índices ("ratios") para ativos qualificados é outro exemplo.

Aliás, foi a circunstância dos inspetores de banco ("controllers") e autoridades fiscais americanas que terem aderido ao plano Baker uma das principais causas do seu insucesso. Com efeito, que banco fará um novo empréstimo voluntário se, nesse empréstimo, tiver uma margem ("yield") de, digamos, 1% a.a., mas ele tiver que fazer uma provisão sobre o mesmo empréstimo de, digamos, 25% a qual, ainda por cima, não é dedutível do imposto de renda? Era o Secretário do Tesouro falando de um lado e os seus assessores da fiscalização dos bancos e do fisco falando do outro, oposto.

Os bancos, como é sabido, agruparam-se em clubes ou cartéis para negociar com os devedores. São negociações difíceis para introduzir qualquer ideia nova porque, entre outras razões, até hoje não há, por incrível que pareça, uniformidade no tratamento contábil e fiscal de uma série de assuntos.

Qualquer ideia mais construtiva encontra obstáculos insuperáveis no emaranhado das respectivas legislações e na falta de vontade política de resolvê-los. Há um enorme medo político, sobretudo na administração americana, de favorecer os bancos ("bail out the banks") que acabam sendo extremamente danoso aos devedores.

Também nas agências de crédito governamentais a ação dos governos deixa muito a desejar. O sistema contábil é todo ele orçamentário e defensivo. Créditos de exportação são contabilizados pelo total de um pacote de exportações previstas e em muitos casos sabe-se que essas exportações jamais ocorrerão.

Créditos de exportação reescalonados, ao invés de permanecerem financiados pelo sistema bancário, estendendo-se a garantia por um novo período de tempo,

são pagos pela agência de exportação.

Esse pagamento, ao invés de ser lançado como aplicação, é contabilizado como despesa.

As taxas de risco ora cobradas ao Brasil por muitas dessas agências fazem a maioria dos banqueiros corar de indignação ou de inveja.

Não creio que a essa altura dos acontecimentos, com os prejuízos já ocorridos nos países devedores e o est