

## «Não foi por falta de aviso»

LUCIANO COUTINHO \*

### I. INTRODUÇÃO

A crise cambial por que passamos hoje reduziu completamente o raio de manobra do governo, que já era parco, na área externa. O país defronta-se com o espectro de um colapso de sua capacidade de solvência. Não há condições — pelo menos dentro do marco atual de condução da política econômica — de sequer anunciar a intenção de exigir da comunidade bancária internacional uma melhoria do fluxo do financiamento externo. Diante de sua própria fraqueza o governo já escolheu o caminho conformista e submisso da recessão cega, prolongada, profunda.

Renegociar ou não os termos de nosso relacionamento financeiro e comercial com o exterior deixou de ser uma opção — é, simplesmente, uma contingência forçosa. A negociação externa dura e amarga já está sendo feita — na tentativa de evitar a moratória involuntária — só que é uma negociação per-versa, ditada exclusivamente pelos interesses dos credores.

No momento, pois, em que o país atravessa uma fase tão crítica e vê-se forçado a mergulhar numa crise social intolerável, é importante que fique registrado — *a bem da verdade e da integridade da nossa profissão* — o sentido das propostas que os economistas da oposição e de várias tendências do pensamento apresentaram ao debate, desde o início dos anos 70, com respeito ao problema do endividamento externo.

\* Da Universidade Estadual de Campinas - UNICAMP.

## II. OS ANTECEDENTES DO ENDIVIDAMENTO E AS ADVERTÊNCIAS FEITAS

No início dos anos 70, alguns economistas perceberam e apontaram para o início — irresponsável e desnecessário — do processo de endividamento externo acelerado. A primeira onda de endividamento (do fim dos anos 60 até 1973) foi extremamente exagerada diante da pequena magnitude do déficit acumulado de comércio e serviços (exclusive juros), na etapa 68-73. Com efeito, deduzindo-se o saldo acumulado pelo ingresso líquido de capital de risco, chega-se à conclusão que, mesmo admitindo a formação de um nível de reservas razoavelmente elevado e suficiente para enfrentar as intempéries do 1.º choque de preços do petróleo, a tomada de recursos externos foi muito exagerada e imprevidente. Ao encerrar o ano de 1973 com uma dívida de US\$ 12,6 bilhões e reservas de US\$ 6,4, o país já fora colocado numa situação de vulnerabilidade latente. Numa estimativa conservadora, poder-se-ia concluir que o endividamento acumulado neste período superou em pelo menos 7 bilhões de dólares as necessidades reais.<sup>1</sup>

Mas, além da vulnerabilização de nosso balanço de pagamentos (que, de fato, veio tornar-se efetiva com o 1.º choque do petróleo) os economistas que não rezavam pela cartilha oficial também apontaram para outra grande distorção. O endividamento externo constituía uma saída cômoda e fácil à alternativa de desenvolver formas de intermediação financeira de longo prazo, para dar suporte à acumulação produtiva. Internacionalizou-se, em grande medida, o crédito de longo prazo para o sistema empresarial público e privado, através das operações de endividamento em moeda estrangeira, via Lei 4.131 e Resolução 63.<sup>2</sup> Enquanto isso, expandia-se a dívida pública de curto prazo (em LTNs), para sustentar a conversão dos recursos externos em cruzeiros, inibindo-se, por outro lado, a formação de mecanismos internos de mobilização de capitais, a prazos médios e longos.<sup>3</sup> Sem que as autoridades econômicas se dessem conta, começava a configurar-se um novelo de relações manietadoras entre o endividamento externo e o manejo da política monetária, cambial e de dívida pública.

Por ocasião da primeira fase crítica de desajuste do balanço de pagamentos,

<sup>1</sup> Vide artigos de Pedro Malan (J. Sampaio) e John Wells, in *Estudos CEBRAP* n.º 6, 1973, "Endividamento Externo, etc. — uma nota para discussão" e "Euro-dólares, dívida externa e o milagre brasileiro".

<sup>2</sup> José Eduardo de Carvalho Pereira, em seu clarividente e bem fundamentado estudo "Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/73" Relatório n.º 27, IPEA-INPES, advertiu, de maneira inequívoca, para as distorções que estavam se acumulando a nível do sistema financeiro interno, público e privado, em função do endividamento descontrolado.

<sup>3</sup> Vide José Eduardo de C. Pereira, *op. cit.* pp. 197-199.

logo após o primeiro choque de preços do petróleo, foram vários os economistas que advertiram para o perigo embutido na visão da “ilha de prosperidade” e ressaltaram a necessidade de iniciar um plano de reajustamento estrutural do sistema produtivo e da matriz de transportes. Além de criticar a megalomania do II PND apontou-se para a necessidade de realizar um programa energético de profundidade. A correção dos desequilíbrios industriais herdados da etapa expansiva anterior (68-73) embora constituísse uma orientação correta, não era contudo suficiente para enfrentar a crise mundial.<sup>4</sup> A insistência no mesmo estilo de crescimento da demanda final de bens e serviços e de distribuição da renda, associada à projeção de metas desmedidamente ambiciosas para os novos programas de substituição de importações e de complementação da estrutura industrial (em setores de base e de bens de capital), sem levar em conta a profundidade da crise mundial, redundou em fortes pressões sobre o déficit em conta corrente, amarrando, cada vez mais, a política econômica à obrigatoriedade de buscar financiamento externo. Ao sustentar simultaneamente vários grandes projetos sem que, ao mesmo tempo, se estivesse operando transformações significativas na matriz energética e de transportes, a política econômica foi diminuindo gradativamente o seu raio de manobra, com uma crescente desorganização do sistema de financiamento público e recrudescimento das tensões inflacionárias.

Após meados de 1976, as tentativas de “administrar” as incongruências entre o plano das intenções e as vicissitudes prementes de curto prazo resultaram na adoção de um esquema traiçoeiro — a liberação e elevação intencional da taxa de juros para estimular a captação de empréstimos externos e, paralelamente, conter a crescimento da economia. Com efeito, no contexto de um momento muito favorável para a expansão da liquidez e do crédito internacional, estas medidas terminaram produzindo um inesperado efeito bumerangue. Aplicou-se, outra vez, com grande rapidez a dívida externa, acumulando-se reservas em escala muito além das necessidades, particularmente ao longo de 1978. Mais graves, porém, foram as conseqüências desta política no que tange à desorganização das finanças públicas, com um volume crescente de subsídios creditícios e com uma expansão geométrica da dívida pública a curto prazo, alimentando uma hipertrofiada circulação financeira a juros reais positivos muito elevados. Os riscos e efeitos deletérios deste processo imprevidente de endividamento, “ciranda financeira” e erosão dos instrumentos de política econômica foram diagnosticados e criticados por um grande número de economistas.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Entre os economistas que seguidamente criticaram a falta de coerência e incisividade da política energética, reclamando a adoção de um novo estilo de crescimento industrial, destaca-se, sem dúvida, pelos seus vários trabalhos, Dércio Garcia Munhoz.

<sup>5</sup> Uma crítica abrangente e bem estruturada da política econômica nesta fase está contida, por exemplo, no documento base do MDB para as eleições de 1978, sob o título de

Desde fins de 1976, alguns economistas já haviam percebido que o processo de endividamento externo tendia a tornar-se irreversivelmente auto-alimentado: seu próprio serviço transformava-se no principal componente de um déficit “estrutural” em nossa conta corrente com o exterior. De fato, entre 1974 e 1977 o peso do serviço da dívida (amortização mais juros) sobre as exportações subiu rapidamente, de 33% para 51%, e continuou subindo celeremente depois. Apesar da estabilização dos preços do petróleo (na fase 75-77) e da melhoria dos preços de exportação dos primários (especialmente em 77) o serviço da dívida continuou pesando cada vez mais — desnudando o caráter cumulativo e crescentemente vulnerável do processo de endividamento externo. Foi exatamente neste momento, e a partir da compreensão deste fato, que vários economistas não comprometidos com o oficialismo começaram a propor, já em fins de 1976, medidas para reverter este processo. Entre estas, podemos citar:

- 1.º) a necessidade de desacelerar o ritmo de crescimento da dívida através de um processo de ajustamento estrutural do sistema produtivo, i.e., mudança no estilo de expansão da demanda final consistente com um amplo programa de poupança de combustíveis derivados do petróleo (e com melhoria na distribuição da renda), ajustamento do sistema de transportes, controle das importações de petróleo com aceleração dos gastos de prospecção, implementação de um programa amplo na área de biomassas energéticas (com o cuidado de evitar efeitos regressivos sobre a distribuição da renda);
- 2.º) renegociar, através de um entendimento com os credores, as condições de rolagem da dívida externa, de modo a transferir parte substancial dos vencimentos dos próximos 2 a 3 anos para prazos mais longos, criando-se uma folga para realizar os ajustamentos;
- 3.º) iniciar um processo seletivo de controle das importações, compatível com o plano de reajustamento estrutural, substituindo os mecanismos não seletivos (depósito compulsório), com o objetivo de minimizar o déficit em comércio e serviços propriamente ditos.

Estas propostas e advertências em seu conjunto começaram a ser veiculadas sistematicamente desde 1976 (não custa repetir). Foram, porém, recebidas com desdém e rebatidas com críticas superficiais. Argumentava-se que o crédito internacional era abundante e barato (juros negativos) e que seria estupidez não tirar vantagem destas condições favoráveis. Não se percebia que o endivi-

“Constituinte com Anistia”, da Coleção Alberto Pasqualini. No início de 1979, Adroaldo Moura da Silva expôs com clareza as mazelas da “ciranda financeira” no artigo “Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura, Problemas”.

damento descontrolado e o incremento desnecessário das reservas, em certos momentos, aprofundaria inexoravelmente os coeficientes de vulnerabilidade com respeito à nossa capacidade de solvência externa. Com efeito, apesar dos juros negativos e do esforço para esticar o perfil de vencimentos a carga de amortização e juros continuou avolumando-se e crescendo acima do ritmo das exportações, como se pode ver na tabela abaixo:

**TABELA 1**

TAXAS NOMINAIS DE CRESCIMENTO DA DÍVIDA, RESERVAS E OUTRAS  
CONTAS DO B.P.  
(taxas anuais médias, por período)

	70-73	74-75	76-78	79-80	81-82 *
● Dívida Bruta	33,4	29,8	27,1	17,4	17,0
● Reservas	75,7	- 20,6	43,3	- 23,8	- 26,0
● Dívida Líquida	14,4	66,8	22,7	29,6	22,8
● Balanço Negativo de Bens e Serviços	63,2	123,6	- 18,6	46,6	2,0
● Amortização — juros	34,1	28,0	30,0	28,6	18,6
● Exportações	31,9	18,5	13,4	25,8	2,0

\* Dados para 82 são estimativas (otimistas), como segue: dívida bruta US\$ 74,4 bilhões, reservas US\$ 4,0 bilhões, dívida líquida US\$ 70,4 bilhões, balanço negativo de bens e serviços US\$ 3,2 bilhões, amortização e juros US\$ 18,5 bilhões, exportações US\$ 20,5 bilhões.

Fica patente, conforme demonstra a tabela, que a dívida líquida e a carga de amortização e juros cresceu *sempre* acima da taxa de crescimento das exportações. Até mesmo no período mais favorável (76-78), quando o balanço corrente (negativo) de bens e serviços propriamente ditos reduziu-se apreciavelmente, os coeficientes de vulnerabilidade continuaram piorando em função do rápido incremento da dívida bruta (e das reservas). Em outras palavras, as indicações de que a nossa capacidade de solvência corria risco de colapso potencial tornaram-se gritantemente evidentes, desde 1977, e os economistas não atrelados à orientação do governo repetida e exaustivamente advertiram quanto a esse perigo. Além disso, a entrada desordenada de recursos externos (notadamente em 1978) conduziu à desorganização da política monetária, obrigando a um esforço improvisado e atabalhado para remendar as “injeções” de dinheiro de câmbio. Apertos sucessivos do depósito compulsório bancário e uma intensa colocação líquida de títulos da dívida pública enxugavam, de um lado, os “excessos” de liquidez (acima das “metas” do orçamento monetário) mas aguçavam, de outro lado, as condições de estímulo à tomada de recursos externos, pela pressão exercida sobre a taxa de juros. Foi só tardiamente (no

início de 1979) que as autoridades adotaram algumas medidas mais contundentes para romper este círculo vicioso. Mas, era tarde demais — os mecanismos de especulação financeira com uma taxa de juros real, substancialmente elevada, já haviam acendido o calor inflacionário.

### III. O 2.º CHOQUE DE PREÇOS DO PETRÓLEO, O BLOQUEIO CREDITÍCIO INTERNACIONAL E A FRAGILIZAÇÃO CRÍTICA DAS CONTAS EXTERNAS: 1979-1980

Em fins de 1979 ocorreu uma violenta reversão da política monetária norte-americana, diante da desintegração da paridade do dólar nos mercados cambiais, com uma inflação crescente nos EUA e um volumoso déficit no seu balanço de pagamentos. Além disso, o preço do petróleo vinha subindo assustadoramente desde a queda do regime iraniano em meados do ano. O novo gestor da política econômica (o ministro Mário H. Simonsen foi substituído pelo dr. Delfim Netto em agosto de 1979) parecia não enxergar o sério agravamento das condições creditícias internacionais. Depois de várias medidas heterodoxas, que buscavam restabelecer as condições de manejabilidade dos instrumentos de política econômica e reforçar as finanças públicas (escalada fiscal, maxidesvalorização, tabelamento dos juros e da correção monetária), embarcou numa tentativa voluntarista de “tabelar” também a inflação e a correção cambial, em 1980.

Em maio deste ano, apesar do acirramento do bloqueio creditício externo (com sensível erosão das reservas) e das inúmeras advertências a respeito dos riscos envolvidos nesta política, as autoridades fizeram ouvidos de mercador, insistindo na prefixação do câmbio e da correção monetária.<sup>6</sup> A reincidência no erro custou caro. As contas externas continuaram em franca deterioração e, para agravar a situação, eclodiu a guerra entre o Irã e o Iraque, fazendo escalar ainda mais o preço do petróleo. Neste momento, a deterioração das contas externas foi se tornando premente — com uma grave redução da reserva de divisas.

A diminuição das reservas foi de fato bastante séria — muito mais do que foi oficialmente admitido pelos boletins do Banco Central. Em setembro-outubro de 1980 medidas de emergência foram tomadas veladamente para

<sup>6</sup> As advertências vieram de todos os lados: os economistas de alinhamento convencional-conservador chamavam a atenção para os danos provocados pelo atraso cambial e pela expansão monetária permissiva, pedindo austeridade e realismo para a taxa de câmbio; de outro lado, os economistas de oposição criticavam as incongruências e riscos da opção adotada, chamando a atenção para a onda de especulação inflacionária com mercadorias e para a aceleração das importações, estimulando uma taxa de crescimento artificialmente elevada (no 2.º semestre).

reforçar a entrada de divisas, implantando-se o financiamento compulsório de importações (acima de determinado limite), enquanto que o BC desdobrava-se para obter recursos de curto prazo para fazer frente ao fluxo de obrigações. Para isso, lançou a Petrobrás no mercado de *commercial papers* e estimulou o Banco do Brasil a realizar operações de curtíssimo e curto prazo, para obter dólares adicionais. A posição da reserva externa passou a ser, então, bastante frágil, pois fictícia em boa parte: formada por títulos comerciais acumulados contra países deficitários nas suas transações com o Brasil, de liquidez duvidosa, e por uma parcela vulnerável de recursos líquidos constituída com base nas operações de curto prazo do Banco do Brasil. Com efeito, estima-se que a dívida de curto prazo tenha sido acrescida em pelo menos US\$ 5,5 bilhões em 1980, deixando o país em posição extremamente vulnerável e com escasso raio de manobra para executar uma política alternativa (o montante de dívida de curto prazo teria subido de cerca de US\$ 3,6 bilhões para aproximadamente US\$ 9,1). O sério agravamento da situação cambial levaria, finalmente, à brusca reversão da política econômica para a senda recessiva, após novembro de 1980. O governo cedeu às pressões dos banqueiros e, na tentativa de aplacá-los, adotou uma política deliberada de contenção, com uma brusca e violenta elevação do patamar de juros e adoção de draconianos controles quantitativos para a expansão creditícia. Amesquinhou-se a soberania nacional na condução da política econômica — a dívida passou a “administrar” o país.

O inconformismo dos economistas de várias correntes de pensamento diante dos perigos e da ineficácia da recessão para “resolver” o problema do balanço de pagamentos foi manifestado, a partir daí, de modo inequívoco, continuado e firme.

A proposta de encetar a renegociação da dívida externa tinha como significado fundamental o de restabelecer a soberania nacional para dar lugar a uma política alternativa à recessão pronunciada. Decerto que esta alternativa teria de transitar, inquestionavelmente, pelo início de um processo de ajustamento do déficit em conta corrente, de modo a evitar a rápida deterioração das contas externas. Controle seletivo de importações, intensificação do comércio bilateral através de acordos escriturais de compensação, contenção do déficit de serviços propriamente ditos, apoio às exportações com um manejo mais flexível da taxa cambial (a ser viabilizado pela adoção de taxa especial de câmbio no momento da amortização, e pagamento dos juros em cruzeiros, para o BC) etc. foram medidas exaustivamente discutidas e repetidamente propostas por economistas de várias correntes. Ressaltou-se, também, um sem-número de vezes, a necessidade de retomar o planejamento de longo prazo, estabelecendo-se uma estratégia de ajustamento estrutural para a economia, em face da crescente recessão internacional e da escorchante taxa internacional de juros — decorrentes da política norte-americana inconsistente e conservadora. Tudo isso

foi proposto e oferecido ao debate, de modo incansável pelos economistas, desde fins de 1980. O agravamento violento da recessão, o forte desemprego, a fragilização da estrutura empresarial — tudo foi previsto e exaustivamente criticado. Alternativas mais brandas para o problema da elevadíssima taxa de juros foram, também, propostas (como foi o caso da vinculação à captação externa ou contingenciamento das operações de crédito). O esforço foi vão. O governo não acedeu um milímetro e não levou em conta as advertências. Não se pode dizer, porém, que os economistas tenham se omitido.

#### IV. PRÉ-INSOLVÊNCIA E RECESSÃO CEGA: 1981-83

A forte recessão de 1981 produziu resultados modestos, do ponto de vista dos objetivos desejados pelo governo. A inflação, reprimida pela violência do processo recessivo, reduziu-se temporariamente (para cerca de 80% ao ano, em fins de 81) depois de ter alcançado uma taxa corrente de 120%. A balança comercial, por sua vez, registrou um superávit de 1,2 bilhão de dólares, devido em boa medida à contração das importações. No início do ano as autoridades, ignorando os elementos estruturais de crise presentes na economia e desprezando o reduzido raio de manobra que restava à política econômica, acenaram com a falsa possibilidade de retomada do crescimento. A insubsistência deste processo de retomada do crescimento foi, porém, rapidamente desnudada pela forte aceleração inflacionária e pelo modestíssimo desempenho das exportações no primeiro semestre de 82. As exportações brasileiras de manufaturados vinham sendo penalizadas pelo agravamento da recessão mundial e pelo recrudescimento generalizado do protecionismo, enquanto que as exportações de produtos primários foram vitimadas por cotações agudamente deprimidas de seus preços internacionais. O conflito das Malvinas, por sua vez, fez com que aflorasse outra vez a inequívoca fragilidade e vulnerabilidade do financiamento de nossas contas externas.

A persistência de taxas de juros reais extremamente elevadas no mercado financeiro internacional, ao longo do 1.º semestre do ano (taxas nominais de 16,5% para uma inflação sensivelmente mais baixa que a de 81), terminou por arrastar um número crescente de países para a insolvência involuntária. Com um perfil de amortização concentrado em operações de curto prazo grandes devedores na América Latina tornaram-se inadimplentes — particularmente o México — colocando em polvorosa o sistema bancário internacional. Paralisaram-se as operações, a reunião anual do FMI, em setembro p.p., transformou-se num tenebroso *brain storm* e, em consequência, os pequenos bancos bateram em retirada do mercado internacional. A insolvência de vários parceiros importantes na América Latina e em outras partes castigou, ainda mais, o desempenho já fraco das exportações.



As nossas reservas passaram, então, a sofrer uma rápida e violenta drenagem. A sua composição inconveniente, e em parte fictícia, logo se fez sentir. Rumores desconcertantes vêm se repetindo, vaticinando que a exaustão das reservas líquidas efetivamente disponíveis estaria próxima. O governo não desmente categoricamente estas afirmações e, numa confirmação implícita de que as coisas andam mal, resolve suspender a informação habitual com respeito à posição das reservas. Assustados com a situação crítica, os ministros da área econômica revezam-se em viagens ao exterior, buscando desesperadamente “sensibilizar” os banqueiros. Medidas drásticas de austeridade foram planejadas para 83. Cortes incisivos foram programados para as importações e para o gasto público, o que, acoplado à manutenção do atual sufocante patamar de juros, com redobrada contenção creditícia, indubitavelmente conduzirão o país a um processo recessivo irreversível, profundo e desastroso.

Os economistas das oposições advertiram repetidamente para a possibilidade deste desfecho indesejável. A renegociação soberana da dívida externa teria sido o caminho para iniciar uma nova política, não-recessionista, que enfrentasse desde logo o problema do déficit de comércio e serviços propriamente ditos. Todas as propostas neste sentido foram, porém, descartadas sumariamente pelos economistas do governo e também pelos conservadores. Colocando-se na perspectiva dos banqueiros, subestimaram (e ainda subestimam) o poder de negociação do Brasil. Apontavam, com pavor, para as duras conseqüências que poderiam advir de um processo de renegociação — quais sejam:

- 1.º) a renegociação implicaria uma estabilização imediata do crescimento da dívida e, portanto, o país não poderia contar com recursos novos para financiar o seu déficit em conta corrente, que não poderia ser comprimido violentamente, sem uma forte recessão;
- 2.º) a renegociação interromperia ou dificultaria sobremodo a renovação da dívida de curto prazo, cuja magnitude implicaria uma evaporação completa das reservas, deixando o país totalmente vulnerável. O financiamento de curto prazo para importações (*acceptance credits* e *commercial papers*) também ficariam comprometidos, forçando a uma drástica redução das importações.

Note-se que este 2.º argumento (que nunca foi abertamente explicitado) é inequivocamente revelador da fragilidade de nossas reservas cambiais, posto que seriam em grande parte constituídas com base em operações de dívida de curto prazo do Banco do Brasil, colocando os recursos à disposição do Banco Central. Com o forte estreitamento da liquidez internacional, após o episódio mexicano, o Banco do Brasil teria encontrado sérias dificuldades para

reciclar esta dívida de curto prazo, obrigando o BC a utilizar grande parte destas reservas líquidas para lhe dar cobertura. Esta deve ser, provavelmente, a principal razão para o estado de pânico e intolerância, demonstrados pelos economistas conservadores e governistas ao argumentar contra a renegociação.<sup>7</sup> Vejamos, agora, quais as condições e pressupostos que do nosso ponto de vista sustentavam a proposta de uma renegociação:

- 1.º) o país efetivamente tinha, e poderia ampliar ainda mais, o seu poder de negociação se: a) contasse com uma política econômica minimamente satisfatória, não-recessionista, com um sistema de captação de empréstimos externos que fosse compatível com taxas de juros substancialmente mais baixas — política essa a ser instituída com o apoio de amplos setores da sociedade, após uma ausculta democrática de seus interesses; b) se contasse com uma estratégia econômica de longo prazo, também obtida através do processo democrático; c) se buscasse uma aproximação com os principais devedores, em situação semelhante ou pior, assumindo uma liderança vigorosa, em busca de uma solução global para a reordenação do sistema monetário-financeiro internacional.
- 2.º) É mister repetir que a negociação externa não poderia ser iniciada imediatamente sem que *medidas prévias* tivessem sido implementadas para conter o déficit de mercadorias e serviços (exclusive juros), através de: a) controle seletivo, direto e rigoroso das importações, associado a medidas de estímulo à produção doméstica substitutiva; b) medidas para restringir o déficit de serviços propriamente ditos; c) flexibilização do uso da taxa de câmbio (desvinculada da correção monetária) a ser obtida com a adoção de novos mecanismos de captação de recursos externos.

Os objetivos destas medidas — que deveriam ter sido implementadas no mínimo desde o advento do 2.º choque de preços do petróleo — seriam o de desacelerar e posteriormente estabilizar, num prazo relativamente curto (i.é., de

<sup>7</sup> De fato, à medida que se aprofundou a crise cambial, desde o início de setembro p.p., cresceu o grau de intolerância e rispidez das respostas dirigidas aos críticos da política atual. O exemplo mais patente está contido no editorial da revista *Symposium*, intitulado "A teoria da redenção pelo calote" em que os economistas de oposição foram classificados de "impatriotas, desestabilizadores, professores do mundo da lua". As invectivas do sr. ministro chefe da SEPLAN contra as propostas da oposição também seguiram o mesmo caminho de intolerância histórica. Este comportamento pode ser talvez explicado pelo fato de que não restava ao Brasil (na perspectiva deles) nenhuma alternativa, diante de uma posição de reservas qualitativamente tão frágil, e que não podia ser revelada ao público. Em outras palavras, a causa do destempero seria o desespero. De outro lado, deve-se ressaltar que os economistas da oposição combateram idéias e políticas e, em momento algum, apelaram para agressões às pessoas.

2 a 3 anos), o ritmo de endividamento, compatibilizando as necessidades nacionais de financiamento externo com a situação progressivamente mais estreita do mercado financeiro internacional, após fins de 1979. Estas medidas, com um mínimo de suporte social, viabilizariam um entendimento com os banqueiros internacionais visando os seguintes objetivos:

- 1) Ganhar graus de liberdade para poder realizar uma política nova de captação de recursos, com taxas de juros substancialmente mais baixas (câmbio especial implícito, da forma mais conveniente possível) que permitisse um crescimento moderado, no contexto de uma completa revisão de prioridades, para dar início a um processo de ajustamento estrutural de nosso sistema econômico;
- 2) Obter — na medida das necessidades — uma folga (de pelo menos 2 anos) no financiamento externo, na forma de uma moratória concertada, para parte do pagamento do principal, sem prejuízo da reciclagem da dívida de curto prazo, que deveria ser progressivamente absorvida e, em parte, reciclada para prazos longos.

Decerto que estes entendimentos seriam difíceis e encontrariam resistência, mas, o país poderia e deveria utilizar todo o seu poder de barganha, na qualidade de grande devedor. Para isso, precisaria demonstrar que, no limite, estaria preparado para decretar uma moratória completa (incluindo juros), importando à vista com o resultado da receita de exportações e racionando petróleo se necessário fosse.

A opção soberana foi, porém, descartada, optando-se pela “política” de “mostrar serviço” à comunidade financeira internacional, através da recessão prolongada, com taxas de juros elevadíssimas. Outra vez, as advertências foram feitas quanto aos riscos e conseqüências deletérias desta opção. Riscos e conseqüências que afetarão, irremediavelmente, o fluxo de financiamento externo, a médio prazo, porquanto: a) fragilizará perigosamente a capacidade de financiamento externo do setor público, decorrente da falta de projetos; b) enfraquecerá muito as operações de dívida das grandes empresas privadas via Lei 4.131, em virtude da ausência de investimentos a serem financiados; c) tudo isso implicaria uma dependência crescente de obter financiamentos para importações (*supplier's credits*) e, também, das operações de endividamento através da Resolução 63. Esta última é particularmente inconveniente, não apenas por estabelecer um piso extremamente elevado para a taxa interna de juros, mas, também, por comprometer uma parcela crescente da estrutura empresarial nacional (de pequenas e médias empresas) com os riscos do processo de endividamento externo. Infelizmente estas tendências já estão ocorrendo e, à medida que o processo recessivo se prolonga, deverão continuar se agravando.

Em outubro de 1981, quando se discutia as perspectivas para 1982, publi-

quei, em parceria com o meu colega Luiz Gonzaga Belluzzo, uma série de artigos na *Gazeta Mercantil* e, no último deles, concluímos com as seguintes observações para o ano que viria:

“Um segundo cenário, menos favorável, corresponderia à manutenção da atual política americana. Nesta hipótese a taxa real de juros permaneceria elevada diante do prosseguimento da política monetária apertada do Federal Reserve e, em razão do alargamento do déficit fiscal, o que decorreria da incapacidade de efetuar reduções no dispêndio na mesma proporção em que foram cortados os impostos. As tendências recessivas já instaladas na economia americana, desde meados do ano, encontrariam clima adequado para se concretizarem. Não é preciso dizer que a Europa e o Japão sofreriam as conseqüências da recessão americana e dos juros elevados, retardando as suas perspectivas de recuperação. A situação do balanço de pagamentos americano permaneceria relativamente equilibrada, sobretudo pelo efeito positivo do afluxo de capitais, sustentando-se a posição forte do dólar.

A persistência dos níveis atuais da taxa real de juros, além de dificultar o refinanciamento das posições devedoras de empresas e países, também atua de forma desfavorável sobre a capacidade de criação de crédito dos bancos, como já elucidamos anteriormente. Isto significa, em termos práticos, a perpetuação do estado atual de estreitamento de *todas* as formas de financiamento a longo prazo. No que diz respeito aos preços do petróleo, a recessão da economia mundial e a alta rentabilidade das aplicações financeiras deverão mantê-los relativamente estáveis e, portanto, declinantes em termos reais. Os demais produtos primários permaneceriam com suas cotações deprimidas, pela estagnação da demanda e pelo alto custo de retenção de estoques.

É desnecessário ser alarmista para avaliar com pessimismo as conseqüências deste cenário para nosso balanço de pagamentos. No que respeita à balança comercial, os benefícios da estabilidade dos preços do petróleo seriam suplantados pela perda de receita na exportação de primários e por um desempenho menos brilhante dos manufaturados. Podemos até admitir o equilíbrio ou pequeno superávit da balança comercial, decorrente de um controle mais estrito das importações. Permaneceria, porém, o déficit de serviços (exclusive juros) e o ingresso líquido de capital de risco seria prejudicado.

Mais grave seria a pressão da taxa de juros sobre o serviço da dívida. . . . A simples hipótese de permanência das taxas de juros nos níveis atuais é desalentadora. . . . Nossa dívida continuaria crescendo a uma taxa muito superior àquela desejada por nossos credores. Os *spreads*, neste caso,

continuariam elevadíssimos e os coeficientes de vulnerabilidade seguiriam piorando. Se, além disso, o governo americano insistir em nos alijar do acesso às fontes oficiais de financiamento, seremos objetivamente conduzidos à insolvência. A necessidade do reescalonamento *de toda a dívida* será incontornável, desejem-no ou não os credores.”

Infelizmente a previsão cumpriu-se quase à risca. Hoje o país não dispõe mais de raio de manobra e o governo, forçado pela forte erosão das nossas reservas, resolveu, finalmente, adotar controles diretos sobre as importações. E o faz, contudo, de forma temerária, no quadro de significativos cortes planejados para o gasto público e de mais arrocho creditício, o que, no contexto da atual taxa de juros escorchantes, aprofundará de modo catastrófico a recessão. Mesmo que se consiga evitar a insolvência nestes próximos meses<sup>8</sup> defrontamo-nos com uma perspectiva duríssima para 1983. Os banqueiros já nos fizeram saber que não emprestarão mais que US\$ 11,0 bilhões, as nossas exportações dificilmente ultrapassarão 23 bilhões de dólares (diante das perspectivas de recuperação apenas moderada da economia mundial no 2.º semestre do ano vindouro) e, mesmo considerando uma taxa média de 11% sobre a nossa dívida em 83 teremos de pagar pelo menos US\$ 10 bilhões em juros (e mais US\$ 8 bilhões de amortização). Para equilibrar as contas externas o governo pretende rebaixar as importações para US\$ 17 bilhões, para “fazer” um superávit de 5 a 6 bilhões na balança comercial. Tudo isso é a confissão de um estado de pré-insolvência. Qualquer acidente ou conflito político internacional, uma nova subida da taxa internacional de juros ou a simples continuidade da recessão mundial será suficiente para nos arrastar à inadimplência aberta.

Curioso é notar que a prática veio demonstrar a meia-falácia do argumento de que a renegociação redundaria na interrupção do fluxo de novos recursos, enquanto que — em contraposição — a política de “ajustamento voluntário” garantiria a sua continuidade. O grave estreitamento do fluxo de financiamento era uma possibilidade bastante provável em 82 (se a evolução da economia mundial se mantivesse recessiva e com juros reais elevados, como aliás havíamos previsto). Mais ainda, este estreitamento decorreria, como decorreu, de um processo objetivo de asfixia independente da vontade dos devedores e dos próprios credores. O fato é que a interrupção do fluxo de novos recursos (talvez até mais grave) veio, sem a renegociação e apesar da política submissa. Resta-nos o consolo de que, pelo menos, este argumento não poderá mais ser utilizado. Resta, também, a expectativa de que a situação de pré-insolvência já criada venha ensejar a adoção de uma nova política com relação à dívida externa,

<sup>8</sup> O Banco Central vem fazendo um grande esforço nas últimas 3 semanas para obter recursos na forma de *club deals*, montados a toque de caixa, para angariar fundos.

objetivando estabilizá-la, reduzi-la e recuperar a soberania nacional. Resta, ainda, a esperança de que isto venha a ser alcançado sem uma recessão cega e catastrófica — o que reclama, com urgência, a redução do sufocante patamar de juros — evitando-se o purgatório que o governo já está armando para 83.

(Comentário escrito por solicitação da *Revista de Economia Política*, recebido na primeira quinzena de outubro de 1982)