

# ALTERNATIVA PARA AS MORATÓRIAS NÃO-DECLARADAS

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Trabalho apresentado ao seminário sobre finanças internacionais patrocinado pela Fundação Desenvolvimento e Paz. Bonn, março 1990, e atualizado em maio. *Folha de S.Paulo*, 3.6.1990

O Brasil encontra-se desde julho de 1989 em uma moratória não declarada de sua dívida externa. E agora se prepara para fazer uma proposta aos credores. Uma proposta que, pelo que já foi possível depreender das manifestações do presidente e da ministra da Economia, acabará se constituindo em uma redução da dívida decidida pelo Brasil. Uma redução que faz parte essencial do Plano Collor. Uma redução que deverá representar uma contribuição de 1,5% do PIB no sentido da eliminação do déficit fiscal.

Recentemente os bancos credores, representados no Institute of International Finance, afirmaram que os atrasos – ou seja, as moratórias não declaradas – não são uma solução para a crise da dívida. A tese deste trabalho é exatamente a mesma. A diferença é que, como consequência, os bancos credores pretendem o impossível ou o absurdo: que os países altamente endividados paguem a dívida. Quando, na verdade, a única alternativa viável para esses países é a decisão de transformar essas moratórias não declaradas em uma decisão tranqüila e firme de reduzir de forma quase unilateral sua dívida em uma proporção semelhante, embora não tão forte quanto o deságio existente no mercado secundário, e de mandar eliminar das contas brasileiras a parte da dívida reduzida. No caso do Brasil, o deságio está em torno de 30% e o Brasil só deverá concordar em pagar os bancos que concordem com uma redução da dívida para aproximadamente 50%, mais um certo volume de Certificados de Privatização.

A decisão do governo brasileiro de primeiro fazer um acordo com o FMI, comprometendo-se com essa instituição multilateral em um programa austero de ajuste fiscal – programa esse que já foi iniciado com o Plano Collor – fortalecerá a posição do Brasil. Não faz sentido reduzir a dívida sem ao mesmo tempo fazer o ajustamento interno necessário. Mas também não faz o menor sentido fazer recair os sacrifícios do ajuste apenas sobre os nacionais, quando os bancos podem e devem compartilhar o ônus.

## **1. A iniciativa cabe aos devedores**

Alguns fatos recentes sugerem que em 1990 poderemos enfrentar uma mudança significativa na crise da dívida dos países altamente endividados da América Latina e do

Leste Europeu. Esta mudança, no entanto, não terá origem nos países credores, mas sim nos países devedores. Ao invés de recorrer a moratórias não declaradas ou de depender do Plano Brady, alguns países podem tomar decisões quase unilaterais como parte de seus planos de estabilização. O Brasil, a Argentina e a Polônia são típicos candidatos a esta alternativa. O sucesso dos corajosos planos de estabilização atualmente praticados dependerá simultaneamente – e não após, como inconsequentemente desejam os credores – da forte redução da dívida pública externa e das obrigações fiscais envolvidas.

A crise da dívida é uma crise permanente desde 1982, mas é também uma crise em constante transformação. Nesse ano a crise representava uma grande ameaça ao mercado financeiro mundial, mas hoje representa apenas uma terrível obrigação sobre os países altamente endividados. No início era tida como um problema de liquidez; no entanto, já há algum tempo admite-se que é uma crise de solvência. Acreditava-se no princípio que uma combinação de ajustamento, reformas estruturais e financiamento adicional resolveriam; desde pelo menos 1987 sabe-se da necessidade de uma grande redução na dívida.

As estratégias oficiais dos governos credores foram (1) em 1982, a estratégia De Larosiere-Volcker, voltada basicamente para a proteção dos bancos credores, (2) em 1985, o Plano Baker propondo mais financiamento para contrapor a estagnação econômica nos países altamente endividados, e, (3) em 1989, o Plano Brady reconhecendo que a redução da dívida seria crucial para a solução da crise.

Os resultados práticos dessas estratégias, que ficaram conhecidas pela expressão *muddling through* (empurrar com a barriga) são, entretanto, sabidamente insuficientes. Os países altamente endividados enfrentam estagnação econômica e altas taxas de inflação. A maior parte dos países endividados encontra-se atualmente em situação de moratória não declarada, ou, como os bancos prefeririam eufemisticamente dizer, estão em atraso. Isto é verdade para o Brasil, Argentina, Venezuela, Polônia, Costa Rica, Bolívia, Equador, Iugoslávia, Nigéria, Peru e muitos outros países. Este fato é obviamente uma consequência da incapacidade de pagar desses países, combinada com a recusa totalmente compreensível por parte dos bancos de financiar ao menos parcialmente os juros devidos. É também consequência de um fato novo: as elites empresariais nos países altamente endividados estão se tornando cada vez mais favoráveis às moratórias não declaradas, apesar de temerem retaliações, apesar da relação dependente com os países credores, apesar da permanente esperança de obter boa vontade dos credores para pagar o que podem.

Essas moratórias não declaradas não são uma solução para a crise da dívida. Mas o mesmo é verdade em relação ao Plano Brady, cujas deficiências estão se tornando cada vez mais claras. Os bancos credores, no relatório do IIF (Washington, 2.5.90) criticam o Plano Brady porque teria estimulado a indisciplina dos devedores. Na verdade, o Plano Brady foi apenas realista ao reconhecer a impossibilidade de a dívida ser paga, ao afirmar que uma redução substancial na dívida é parte essencial da solução da crise.

Como, entretanto, alcançar a necessária redução da dívida dado que o Plano Brady foi realista em reconhecer essa necessidade, mas insistiu em uma solução voluntária, de mercado, para essa redução, e não fornece fundos suficientes ao FMI e ao Banco Mundial para que estas instituições forneçam garantias para os novos títulos? Está hoje muito clara a limitação do Plano Brady como solução para a crise da dívida. Por isso parece hoje claro que a iniciativa cabe agora aos devedores. Os Estados Unidos, que são eles próprios um país endividado, foram até onde podiam com o Plano Brady. Agora a redução da dívida

provavelmente ocorrerá através de decisões mais ou menos unilaterais tomadas pelos países devedores no contexto de programas de ajustamento. Na Polônia, na Argentina e no Brasil, nos quais corajosos planos de estabilização estão atualmente em vigor, a transformação de suas moratórias não declaradas em uma decisão de reduzir a dívida é claramente uma questão em pauta. Esses planos de estabilização têm pouca probabilidade de sucesso efetivo (controlar a inflação e retomar o crescimento) sem uma significativa redução na dívida externa.

Terão as elites nos países devedores a coragem necessária para tomar decisões quase unilaterais? E, em caso afirmativo, qual será a reação dos países credores – das elites e do governo desses países – se a Polônia ou o Brasil decidirem por uma forma quase unilateral de reduzir sua dívida em um terço? Serão eles compreensivos, sabendo que em termos práticos não há outra alternativa, ou responderão agressivamente a tal atitude? De qualquer forma, por que a necessidade de decisões quase unilaterais? Por que não ser prudente e aderir ao Plano Brady? Tentarei, a seguir, responder a essas questões.

## **2. A posição em mudança das elites**

Ao logo dos sete anos desta crise da dívida, a posição dos governos dos países altamente endividados da América Latina tem sido uma mistura de retórica contra o pagamento da dívida e condescendência com relação às exigências dos credores. A moratória do Brasil no início de 1987 foi uma das poucas exceções. Mas esta decisão foi prejudicada pela retórica nacionalista que a envolveu e pela falta de uma proposta real por parte do governo brasileiro no momento em que a decisão foi tomada. As propostas geralmente consideradas inovadoras provenientes do Brasil no segundo semestre daquele ano, no entanto, só foram possíveis devido à existência dessa moratória.

A razão básica pela qual os governos latino-americanos têm sido tão submissos às exigências dos credores sempre foi a posição de suas elites empresariais, que estão permanentemente tentando pagar a dívida. Chamam de calote uma situação de concordata. Sempre desaprovam qualquer atitude mais firme dos governos. E ao se darem conta que a dívida não pode ser paga, sua única reação é esperar pela boa vontade dos credores.

Este tipo de atitude por parte das elites dos países devedores não é naturalmente monolítica. Há um número crescente de empresários, de políticos e de economistas que entende que a dívida não pode ser paga. A consciência de que o Brasil assinou um péssimo acordo em 1988 e que não pode mais repetir semelhante erro é hoje generalizada. Entretanto, não obstante a crescente evidência da impossibilidade de pagamento integral da dívida, a maioria das elites nos países devedores continua desejando pagar a dívida por uma série de razões.

A primeira razão, que é econômica, é o modo de retaliação. Os credores estão sempre ameaçando cortar os créditos de curto prazo ou tomar outras atitudes mais drásticas contra os países que tomarem medidas unilaterais, e as elites capitalistas nos países credores, por sua vez, acreditam nessas ameaças. Não importa que a evidência histórica recente esteja fortemente em contradição com esta teoria. No caso da moratória do Brasil, por exemplo, a retaliação foi insignificante. Na verdade, os bancos não têm nem poder nem interesse de retaliar. Os bancos não têm nenhuma vocação policial. Cortar os créditos de curto prazo não é um bom negócio para eles por duas razões: porque não receberiam mais os excelentes lucros desses empréstimos com *spreads* muito altos, e porque o único resultado a que chegariam seria ver seus empréstimos de curto prazo, que

hoje quase não têm desconto no mercado secundário, ficarem sujeitos ao mesmo desconto que os créditos de médio e longo prazo. Sua perda seria imensa.

A segunda razão é o fato de não serem as elites dos países devedores quem mais sofre com a crise da dívida. Os trabalhadores e as classes médias são muito mais afetados. Na verdade, para determinados setores da classe capitalista, como observou muito acertadamente Susan George (“Global Economic Security and the Political Implications of the Debt”, III World Foundation, 1988) a dívida é uma oportunidade para a especulação e o lucro. A elevação da taxa de juros interna como resultado da dívida obviamente interessa aos aplicadores e às instituições financeiras no Brasil. As conversões formais e informais (ilegais) da dívida em investimentos possibilitam extraordinários ganhos para alguns através da especulação.

A terceira razão, de natureza ideológica, é fundamental. Os capitalistas nos países devedores desejam fazer parte do Primeiro Mundo para ver suas economias integradas com as dos países capitalistas avançados. Esta integração não deveria significar somente mais desenvolvimento para o país, mas também mais segurança política para os capitalistas locais, que acreditam que qualquer tipo de confronto com os bancos, qualquer tipo de ação unilateral por parte do Brasil para aumentar a pressão sobre os credores ameaçará a desejada integração. Temos aqui dois erros de avaliação: primeiro, uma confusão do interesse do Primeiro Mundo com o dos banqueiros, e, segundo, a não percepção de que a integração com o Primeiro Mundo não se consuma através de bons modos mas através do crescimento econômico e da estabilidade de preços – exatamente os dois objetivos que a dívida inviabiliza.

Esta motivação das elites nos países devedores para tentar pagar a dívida fundamenta-se também num fator ideológico mais genérico: a subordinação cultural aos países centrais. Esta subordinação, esta crença de que a verdade encontra-se sempre nos países centrais, é por excelência uma característica do subdesenvolvimento, e se expressa de várias formas. Um exemplo disso é chamar de calote uma medida para reduzir unilateralmente a dívida, quando, de fato, possui todas as características de um estatuto jurídico universal (o Chapter 11 na lei norte-americana).

A quarta razão, estritamente política, é que os capitalistas nos países devedores tendem a acreditar que aqueles que exigem uma posição firme em relação à solução da dívida sejam esquerdistas e nacionalistas. Imaginam que somente esses setores, que falam em auditoria da dívida, mas na verdade querem pura e simplesmente o repúdio à dívida, são a favor das medidas unilaterais. Não percebem que o alívio da dívida (*debt relief*) foi uma idéia desenvolvida nos países credores e é aceita por boa parte das elites dos países credores.

Isto nos leva à quinta razão: as elites nos países devedores são muito parcamente informadas sobre os problemas relacionados com a dívida, embora lhes seja muito importante permanecer bem informadas. Simplesmente ignoram, ou apenas muito recentemente tomaram conhecimento de que as elites nos países centrais estão divididas a respeito deste assunto e que uma parcela crescente dessas elites já é favorável a uma solução global para alívio da dívida.

Desde 1987, entretanto, estamos vendo uma mudança progressiva na atitude das elites nos países altamente endividados no tocante à dívida. Este fenômeno é muito claro no Brasil. Os sucessivos fracassos das estratégias dos credores associados ao

aprofundamento da crise em seus países – uma crise da dívida que se tornou uma crise fiscal – levaram as elites empresariais a mudar de atitude com relação a esta questão. De um comportamento passivo e receoso, pronto para transigir com as demandas dos credores, o que vemos hoje é uma nítida mudança para uma posição na qual uma decisão unilateral para reduzir a dívida como ponto de partida para um ciclo de negociações não deve ser descartada. Pelo contrário, as evidentes limitações do Plano Brady, e, por outro lado, as sangrentas reações populares ao ajustamento da Venezuela e a hiperinflação argentina levaram ao reconhecimento no Brasil de que a redução da dívida externa é uma parte essencial da estratégia para se alcançar a estabilização. Mais do que isto, ficou claro recentemente para as elites empresariais no Brasil que a solução para a crise fiscal irá necessariamente incluir uma redução da dívida pública. Esta dívida, originalmente externa, é hoje cada vez mais interna. Assim, uma moratória sobre a dívida externa é uma alternativa ou um complemento para a moratória sobre a dívida interna – uma alternativa que as elites empresariais estão entendendo cada dia melhor como sendo uma boa solução. As atitudes que o governo Collor vem tomando em relação ao problema são uma excelente confirmação desse fato.

O curioso é que nos países credores está se desenvolvendo uma posição semelhante. Ao serem realistas, os governos desses países não vêem outra alternativa senão a moratória não declarada. Em alguns casos eles até administram a moratória. Foi o caso da Argentina em 1988. Ao perceber que a Argentina não tinha possibilidades de pagar os juros, o Tesouro norte-americano orientou as autoridades argentinas com relação aos seus atrasos. “Agora vocês não pagam... agora vocês pagam alguma coisa”, costumavam dizer as autoridades norte-americanas. Sabemos os resultados. Em março de 1988 iniciou-se a moratória não declarada na Argentina: um ano depois, o país estava às voltas com a hiperinflação.

### **3. Entre moratórias não declaradas e decisões unilaterais**

As moratórias não declaradas, como é o caso do Brasil desde julho de 1989, constituem uma forma muito negativa de responder à crise da dívida, uma vez que na realidade nada se resolve. A teoria econômica diz que os agentes econômicos se comportam de acordo com suas expectativas. Como é possível esperar que os agentes econômicos reduzam suas expectativas em relação à inflação nos países altamente endividados, visto que vêem que uma parte considerável do déficit público origina-se nos juros pagos pelo Estado sobre a dívida externa? Como é possível esperar que decidam investir nesses países quando vêem o enorme volume da dívida?

Por outro lado, estou convencido de que o Plano Brady representou um grande avanço em direção à análise correta da crise da dívida, porque reconheceu oficialmente a redução da dívida como sendo uma parte crucial para a solução do problema. No entanto não é realista esperar que esse plano resolva a crise, uma vez que foi adotada uma estratégia voluntária para a redução da dívida e que o plano não conta com recursos suficientes: o Banco Mundial e o fundo não dispõem do capital necessário para fazer o plano funcionar. Também não é realista esperar que os governos credores façam muito mais no sentido de solucionar a crise da dívida da América Latina. Na verdade, dadas as suas limitações políticas e econômicas, o governo americano foi provavelmente tão longe quanto seria possível com o Plano Brady.

Neste momento o Brasil se depara com três estratégias para negociar sua dívida. A primeira é aderir ao Plano Brady, ao mesmo tempo em que tenta pagar parcialmente os

juros. A segunda é aderir ao Plano Brady, mas não pagar um centavo de juros enquanto não for encontrada uma solução. A terceira é aderir aos princípios do Plano Brady com exceção do seu caráter voluntário e tomar a iniciativa de reduzir a dívida quase unilateralmente. A primeira estratégia é a proposta pelos bancos, a terceira, a que estou propondo aqui. A segunda, uma alternativa intermediária que não levará a muita coisa. Será também uma estratégia muito custosa porque os bancos continuarão insistindo na necessidade de um acordo provisório ou de pagamentos parciais para prosseguir com as negociações. O resultado final será insatisfatório, como se pode ver pelos acordos do Plano Brady já firmados.

Em suma, se as moratórias não declaradas não constituem uma boa solução, se a redução da dívida é essencial, se a redução gradual, voluntária e controlada pelo mercado não é compatível com a solução da crise, se as deficiências do Plano Brady são claras o bastante, e se não podemos esperar por iniciativas mais arrojadas por parte dos países credores, fica claro que a redução da dívida só será possível através de reduções unilaterais ou quase unilaterais decididas pelos países devedores, como parte de programas de estabilização mais amplos.

Digo quase unilateral porque a decisão não precisa ser totalmente unilateral. Assim como os contratos de trabalho coletivos, as primeiras iniciativas serão tomadas pelo país devedor, que irá suspender o pagamento dos juros – ou manter a suspensão – e dirá o quanto irá pagar aos bancos que aceitarem assinar novos contratos reduzindo a dívida. As negociações prosseguirão necessariamente entre os bancos credores e os devedores.

É desejável que a redução da dívida seja antecedida por um plano de estabilização sob a supervisão do FMI. As reformas estruturais deveriam ter a orientação ou a participação do Banco Mundial.

Mas a redução da dívida terá um caráter basicamente quase unilateral, considerando que o governo do país devedor irá informar os bancos credores – incluindo-se os bancos do Clube de Paris – que pagaria somente os bancos que concordarem em reduzir a dívida e estendê-la por mais ou menos 30 anos. No caso do Brasil, em que as autoridades têm falado na inclusão de conversão da dívida em investimento na solução do problema, o pagamento aos bancos poderia ser dividido em duas parcelas: 40% seriam pagos em 30 anos a juros de mercado e 10% seriam pagos imediatamente na forma de Certificados de Privatização. Os demais 50% seriam, naturalmente, eliminados da dívida, como ocorre nas concordatas.

Nesse sentido o governo deverá orientar os funcionários encarregados de calcular os números do balanço de pagamento e do orçamento público de que uma determinada parte da dívida (50% no caso do Brasil) e os juros correspondentes foram reduzidos e deverão ser eliminados dos registros contábeis. Desta forma, as expectativas dos agentes econômicos não serão mais influenciadas por uma enorme dívida externa que sabem não pode ser paga, nem influenciada por altos juros devidos e não pagos.

A mudança de moratórias não declaradas para uma redução quase unilateral da dívida dependerá muito, por um lado, da coragem dos governos dos países devedores e, de outro, da atitude dos países credores – e das agências multilaterais – em relação a esta decisão. Pessoalmente acredito que esta atitude não será agressiva. As elites nos países credores sabem que a dívida não pode ser paga e que o Plano Brady não é uma solução realista para o problema. Sabem que o interesse nacional dos seus países em relação aos

países devedores mudou. Que no início da estratégia *muddling through* era necessário proteger os bancos, mas hoje não é mais. As reduções unilaterais da dívida estão sendo esperadas nos países credores à medida que fica claro que não resta outra alternativa para os devedores. Desta forma a questão de como enfrentar essas decisões unilaterais deve começar a ser amplamente discutida nos países credores. O que não é razoável é insistir na estratégia *muddling through*, pretendendo que uma solução totalmente negociada seja alcançada.