Em 1982, a crise da dívida era uma crise mundial, na medida em que ameaçava os principais bancos comerciais do Primeiro Mundo. Em meados dos anos 90, embora suas conseqüências estejam ainda bastante vivas nos países altamente endividados, particularmente nos da América Latina, pensa-se normalmente na crise da dívida como uma lembrança ruim, como algo que existiu no passado. Os anos 80 foram marcados pelas altas taxas de juros e pela restrita liquidez internacional; no começo dos anos 90, predominam as baixas taxas de juros nos países desenvolvidos, enquanto, perversamente atraídos pelas elevadas taxas de juros locais que a dívida deixou como herança, explodiu a oferta de fundos aos países altamente endividados, incluindo-se os que não renegociaram suas dívidas. Até 1989, a crise da dívida era vista pelas elites e pelos governos dos países credores como um problema não resolvido; atualmente, assume-se, de modo geral, que a crise foi adequadamente solucionada pelo Plano Brady, embora o desempenho econômico dos países altamente endividados mantenha-se essencialmente insatisfatório.¹

Albert Hirschman disse certa vez que “a compreensão do problema e a motivação para atacá-lo são os dois insumos necessários para a elaboração de políticas e para a solução de problemas, mas o *timing* desses dois ingredientes poderia estar significativamente desajustado” (1974: 152). Isto é exatamente o caso da crise da dívida dos países em desenvolvimento. Os diagnósticos da crise e as suas possíveis soluções foram bem definidos e são bastante conhecidos, mas a solução que foi encontrada — o Plano Brady — foi insatisfatória para os países devedores, na medida em que a redução da dívida por ele proporcionada não possibilitou a superação definitiva da crise do Estado provocada pela crise da dívida.

No Primeiro Mundo, a motivação para enfrentá-la desapareceu no momento em que o risco de uma crise financeira mundial foi superado. Atualmente, supõe-se que o Plano Brady tenha resolvido o problema. Em contraposição, nos países altamente endividados, essa motivação existe ou deveria existir, mas as elites locais percebem que, devido à unidade das elites dos países credores, não dispõem de poder suficiente para obter grandes concessões da parte dos credores.

A dívida externa dos países altamente endividados foi a causa fundamental, embora certamente não tenha sido a única, da crise fiscal que atingiu a América Latina nos anos 80. Atualmente, a dívida externa ainda representa uma carga pesada para a região, em função dos juros que devem ser pagos aos países credores. O forte ajustamento adotado por toda a região e, em um segundo momento, a redução das taxas de juros internacionais, fizeram com que se reduzisse o nível de endividamento da região e houvesse uma melhoria nos valores relativos da dívida. No entanto, a crise fiscal resultante não foi totalmente superada na maioria dos países latino-americanos, que foram capazes de estabilizar as suas economias, mas se deparam com baixas taxas de crescimento.

A idéia de 1987 de uma solução global para a crise da dívida, baseada na criação de um Título da Dívida Externa, que serviria para a securitização da dívida, está morta. O Plano Brady, proposto em fevereiro de 1989, encerrou o debate. O Plano Brady reconheceu que a crise da dívida não é apenas um problema de liquidez, como o FMI, o FED (Banco Central dos Estados Unidos) e os bancos comerciais costumavam dizer quando eclodiu a crise da dívida em 1982, mas sim uma questão de solvência. Assim, adotou o esquema de reduções da dívida via securitização da dívida velha e de uma “relativa desvinculação” (*de-linkage*) do FMI e do Banco Mundial em relação aos bancos comerciais.² Entretanto, a redução da dívida viabilizada pelo Plano Brady foi insuficiente. A solução propiciada foi tímida.

O México foi o primeiro país a negociar um acordo da dívida segundo os padrões do Plano Brady (agosto de 1989). A redução do total da dívida foi inferior a 15%. Depois que a taxa internacional de juros baixou, foi nula (Abud, 1996). Mas, desde então, à medida que a economia mexicana começou a apresentar um desempenho aparentemente satisfatório, e que aumentou a confiança dos capitalistas locais e dos mercados financeiros internacionais, expandiu-se a entrada de capitais no México. É verdade que a taxa de crescimento continuou insatisfatória, e que a estabilização de preços foi baseada em uma crescente sobrevalorização do peso. Como o México adotou, ou pareceu ter adotado, todas as políticas econômicas recomendadas por Washington e Nova York, a confiança na economia mexicana cresceu de forma constante. Apenas em 1994, quando o México enfrentou um déficit de conta corrente de cerca de 6% do PIB, o sistema financeiro internacional percebeu que a estratégia mexicana de construção da credibilidade tinha bases frágeis. Na verdade, o México, nos últimos anos, esteve preso a um *trade-off* perverso entre a manutenção dos fundamentos macroeconômicos e a estratégia de construção da credibilidade, assim como tinha estado preso a um *trade-off* igualmente perverso entre o

interesse nacional — que não foi adequadamente considerado no acordo da dívida — e, novamente, a construção da credibilidade.

Analisada de uma perspectiva atual, é evidente que foi espúria a correlação então estabelecida entre a “solução mexicana” para a crise da dívida, obtida pelo acordo de 1989 baseado no Plano Brady, e o fluxo de fundos em direção ao México que ocorreu logo em seguida. O México não superou a crise da dívida. Há uma relação entre o acordo da dívida e o desempenho da economia mexicana, na medida em que se foi de fato capaz de conquistar a credibilidade por parte dos investidores externos. Os resultados moderadamente bons que a economia mexicana apresentou ocorreram em consequência de um rigoroso ajuste fiscal, de um competente plano de estabilização heterodoxo, que congelou os preços em dezembro de 1987, e de arrojadas reformas econômicas, especialmente a liberalização comercial — todas reformas realizadas pelo governo De La Madrid — e não em função do acordo baseado no Plano Brady. Os vultosos fluxos de capital, que poderiam estar diretamente relacionados com esse acordo — com a credibilidade que esse acordo poderia ter propiciado à economia mexicana — na verdade coincidiram com um forte crescimento da liquidez internacional e com a redução das taxas de juros nos Estados Unidos, enquanto se mantinham elevadas as taxas de juros na América Latina. Em consequência, um país como o Brasil, que, até 1994, ainda não havia assinado um acordo baseado no Plano Brady, foi capaz de receber um considerável fluxo de capital a partir de 1991.

ABORDAGENS DA CRISE

As abordagens dadas pelos credores e devedores à crise da dívida logo após a definição do Plano Brady eram conflitantes. Dentre os credores poder-se-iam distinguir (1) a concepção oficial e dominante, definida pelo governo dos Estados Unidos e implementada pelas agências multilaterais com a concordância básica dos principais bancos americanos; (2) um número decrescente de discordantes, favoráveis a uma significativa e negociada redução da dívida. Nos países devedores, poder-se-ia distinguir a visão dos (1) nacionalistas e populistas; (2) dos altos funcionários do governo e das elites empresariais subordinadas aos interesses externos e (3) de um grupo de cidadãos favoráveis à adoção de uma combinação de pressões dos governos dos países devedores, incluindo medidas quase-unilaterais, direcionadas a absorver, de maneira negociada, os descontos no valor nominal da dívida existentes no mercado secundário.

As visões da comunidade credora oficial, incluindo os governos e as instituições financeiras internacionais, foram amadurecendo ao longo do tempo. Nos primeiros anos da crise, quando os principais bancos estavam ameaçados de insolvência, a abordagem dominante por parte dos credores estava exclusivamente direcionada a salvar os bancos, pressionando os países devedores para que pagassem o serviço de suas dívidas, não importando quão desesperadora era a situação desses países. Ao longo do tempo, na medida em que os países realizaram um ajuste de curto prazo do balanço de pagamentos, mas permaneceram em uma situação econômica desesperadora, quando não caótica, o foco do problema gradualmente deslocou-se dos bancos credores na direção de medidas para aliviar algumas das pressões sobre os países devedores. Os interesses dos bancos e os interesses nacionais dos países credores, que no início da crise eram praticamente idênticos, claramente tornaram-se divergentes, já que desapareceu a ameaça de uma crise financeira mundial em consequência da crise da dívida, enquanto as exportações dos Estados Unidos para os países altamente endividados continuaram a sofrer os efeitos negativos da crise. O Plano Brady foi a resposta oficial do governo dos Estados Unidos ao problema.

Após o Plano Brady e os acordos assinados pelo México e pela Venezuela, diminuiu a preocupação com a crise da dívida, pois o problema foi tido como resolvido.³ A estratégia dos credores, apesar das profundas transformações ocorridas, era ainda uma “abordagem de adiar a resolução dos problemas” (*muddling through*) — estratégia de contínua improvisação, incompatível com uma rápida e definitiva solução para o problema.

As fases da administração oficial da crise são bem conhecidas. Em 1982, havia a convicção de que o problema da dívida era meramente de liquidez, a ser resolvido por uma combinação de algum empréstimo novo e de uma rígida austeridade da parte dos países devedores. Em 1985, foi apresentado o Plano Baker, que defendia a concessão de novos empréstimos — nunca materializados — e o crescimento com ajustamento e reformas estruturais. A idéia de um “menu de opções” tornou-se então popular. Em 1987, inaugura-se uma terceira fase, dominada pela idéia de securitização da dívida. Tornou-se, então, claro que o problema da dívida era de solvência e que a redução da dívida era indispensável. A securitização, isto é, a substituição da dívida antiga por novos títulos garantidos por agências multilaterais, e a relativa desvinculação das agências multilaterais dos bancos comerciais tornaram-se dominantes.⁴ Nesse ano e no seguinte, formou-se um consenso de que uma nova iniciativa deveria ser tomada em relação à crise da dívida — uma que incluísse a redução da dívida via securitização. O Plano Brady, apresentado pelo novo

Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Nicholas Brady, foi a consequência desse consenso, e marcou a quarta fase da crise da dívida. O enfoque recaía sobre a “redução voluntária da dívida”, por meio da securitização. Para facilitar o processo de redução da dívida, o FMI e o Banco Mundial deveriam dispor de recursos adicionais para dar garantias e outras “facilidades” aos novos títulos. Por outro lado, o plano propunha que as negociações com os bancos e com o FMI fossem realizadas com uma relativa desvinculação uma da outra. A vinculação dos bancos ao FMI era tão estreita que praticamente inviabilizava qualquer acordo. Quando o acordo parecia estar próximo com os bancos, era inviabilizado pela falta de cumprimento de metas junto ao FMI. Quando este estava pronto para o acordo, os bancos apresentavam problemas, e nenhum acordo era logrado.

O Plano Brady foi também uma consequência das visões do Japão, da França e da Itália sobre a questão. Essas visões nunca foram totalmente definidas, mas desde 1988 tornou-se claro que esse países apoiavam uma alteração fundamental na política aplicada à crise da dívida no sentido de obter uma solução global para ela.⁵ Essencialmente, o Plano Brady foi o resultado da existência de um crescente número de pessoas nas elites econômica e política dos países credores que nunca aceitaram a visão da crise da dívida como uma crise de liquidez. Quando o Plano Baker fracassou, tais pessoas perceberam a natureza autodestrutiva das políticas de ajustamento interno quando não-acopladas a uma redução da dívida, e apoiaram uma solução global para capturar os descontos existentes no mercado secundário.

Nos países devedores, os radicais e populistas apoiavam uma moratória da dívida que permitiria, no curto prazo, o aumento dos salários e do consumo interno. O desastre peruano do governo Alan Garcia é o melhor exemplo dessa atitude em relação à dívida. No outro extremo, os governos dos países altamente endividados e suas elites empresariais subalternas estavam ansiosos por satisfazer os credores e sempre dobrarem-se a suas exigências, não obstante adotassem, em seus discursos e comunicados oficiais, uma retórica de defesa do interesse nacional, de condenação à dívida, exigindo sua redução. Finalmente, um terceiro grupo, que apareceu na América Latina em 1987, propôs a adoção de medidas firmes, incluindo-se a suspensão unilateral dos pagamentos, para forçar uma securitização negociada da dívida, combinada com severas medidas de ajustamento fiscal interno. É bastante claro que esse grupo teve um importante aliado nos dissidentes da visão oficial nos países credores, mas também é óbvio que, além desse apoio, foi essencial a utilização do único poder de barganha que os países devedores possuíam: a possibilidade de suspensão do pagamento dos juros. Esse grupo perdeu influên-

cia na medida em que o México negociou sua dívida segundo a linha do Plano Brady e os dissidentes do Primeiro Mundo praticamente desapareceram.

PROPOSIÇÕES SOBRE A CRISE DA DÍVIDA

Em 1990, algumas proposições sobre a crise da dívida estavam bem estabelecidas. Elas podem ser resumidas dessa forma:

1. O excessivo endividamento internacional nos anos 70 e a crise da dívida resultante foi uma consequência, por um lado, da crença de que os países em desenvolvimento deveriam e poderiam receber um influxo de capital por um período de tempo indeterminado, ignorando que os empréstimos seguem, necessariamente, um ciclo de pagamentos e reembolsos, e, por outro lado, do “esquema Ponzi” adotado pelos bancos e pelas agências multilaterais, segundo o qual os credores originais são pagos com recursos fornecidos por novos credores, propiciando a rolagem permanente da dívida (Payer, 1991).

2. A crise da dívida foi de fato uma crise para os países altamente endividados, e não para os credores; o perigo de uma crise financeira mundial foi logo afastado em função da ação coordenada dos governos credores e da melhoria da situação financeira dos bancos.⁶

3. A dívida era o principal problema não apenas porque implicava volumosas transferências de recursos reais para os credores, mas também devido a suas consequências fiscais. A dívida externa, na América Latina, era essencialmente uma dívida do governo. Por volta de 90% da dívida de longo prazo é dívida pública. Dessa forma, a dívida é um ingrediente essencial da crise fiscal do Estado.

4. A crise da dívida foi a principal, mas não a única, causa da relativa estagnação econômica da maioria dos países altamente endividados. Políticas populistas, baseadas na resistência em eliminar o déficit público e na tentativa de promover o desenvolvimento econômico e distribuir a renda no curto prazo foram a segunda razão dessa crise.

5. O relativo fracasso das políticas de ajuste nos países altamente endividados pode ser explicado pelas práticas populistas, mas sua causa principal, como vimos no capítulo anterior, foi o caráter autodestrutivo (*self-defeating*) do ajuste quando a dívida externa é muito elevada. Já que, nos países altamente endividados, o setor privado foi capaz de transferir a dívida externa quase inteiramente ao setor público, o pagamento dos juros sobre essa dívida agravou a crise fiscal, fazendo que os esforços em reduzir o déficit públi-

co se transformassem em medidas parcialmente ineficientes ou inócuas, a não ser que fossem tomadas medidas radicais de política econômica, incluindo o cancelamento de parte da dívida pública.⁷

6. Nos primeiros anos da crise, as desvalorizações reais da moeda local, necessárias para obter elevados superávits comerciais, aceleraram fortemente as altas taxas de inflação, que, particularmente nos casos do Brasil e da Argentina, tornaram-se, posteriormente, inerciais, por meio de sistemas formais e informais de indexação.⁸ Desde 1990, um movimento oposto tem ocorrido. Uma volumosa entrada de capital levou a uma sobrevalorização das moedas locais. Em consequência, as taxas de inflação foram reduzidas, mas surgiram déficits comerciais, e as indústrias manufatureiras locais foram postas em perigo. A ameaça às indústrias locais foi aumentada pelo fato de que a maioria dos países latino-americanos estão engajados em programas de abertura comercial. A abertura comercial é essencial à América Latina mas, acoplada a uma apreciação cambial, pode ser fatal à indústria manufatureira, como ocorreu com a Argentina no tempo de Martinez de Hoz, no final dos anos 70, e mais recentemente com o México.

7. A inflação inercial é resistente às políticas monetária e fiscal convencionais. Uma combinação de políticas monetária e fiscal tradicionais (ortodoxas) e de políticas heterodoxas é necessária. Nos anos 80, os bem-sucedidos programas heterodoxos de controle da inflação aplicados por Israel (1985) e pelo México (1987) mostraram que a combinação de políticas heterodoxas de neutralização da inércia com políticas ortodoxas de caráter fiscal e monetário é indicada quando a inflação é alta e crônica, ou inercial.⁹ Essa visão foi desafiada por inúmeros fracassos de tentativas heterodoxas de controlar a inflação no Brasil e na Argentina. Entretanto, quando a estabilização foi finalmente alcançada nesses dois países, respectivamente em 1991 e 1995, ela foi resultante da combinação de políticas ortodoxas e heterodoxas.

8. A estabilização foi atingida na América Latina e a estagnação econômica dos anos 80 deu lugar a modestas taxas de crescimento nos anos 90. A renda *per capita* está afinal crescendo novamente. No entanto, a concentração de renda aumentou, os salários permanecem muito baixos, e as novas democracias, que foram estabelecidas nesses países no começo dos anos 80, estão longe de estarem consolidadas. O golpe de Estado no Peru em 1991 e a tentativa de golpe na Venezuela em 1992 demonstram esse fato.¹⁰

9. Dado o fracasso da estratégia convencional (*muddling through*) para a crise da dívida (uma combinação de ajustamento e financiamento), no final dos anos 80 tornou-se consensual que era necessário reduzir os custos da dívida e a transferência de recursos reais aos países credores. O Plano Brady

foi a resposta a esse fato. Desde que, devido às baixas taxas de juros nos países credores e às altas taxas de juros na região, o fluxo de fundos para a América Latina tornou-se novamente positivo, extinguiu-se a motivação por uma solução definitiva e real para a crise da dívida.

10. O Plano Brady foi um grande avanço, na medida em que significou o reconhecimento, por parte dos países credores, de que (a) a dívida dever ser reduzida, (b) a securitização é a melhor forma para atingir esse fim, (c) o FMI e o Banco Mundial deveriam apoiar a política de redução da dívida, incluindo o fornecimento de garantias colaterais, e (d) essas duas instituições deveriam ser parcialmente desligadas dos bancos comerciais.¹¹

11. A estratégia dos países credores finalmente alterou-se, colocando-se na direção correta, mas o escopo limitado do Plano Brady foi uma indicação das hesitações e dilemas enfrentados pelos governos dos países credores em relação à dívida. Os países credores sabiam que deveria ser encontrada uma solução para a crise da dívida, mas não queriam confrontar os seus próprios bancos. O acordo assinado pelo México demonstrou esse fato. A redução da dívida foi insatisfatória, a crise fiscal do Estado não foi totalmente superada, o equilíbrio macroeconômico foi apenas parcialmente obtido, as taxas de crescimento permaneceram modestas apesar da volumosa entrada de capitais, e, finalmente, o país enfrentou uma crise gravíssima em dezembro de 1994.

DUAS ESTRATÉGIAS ALTERNATIVAS

O Plano Brady foi uma solução limitada para a crise da dívida. Para entender o porquê disso, é necessário distinguir claramente as duas estratégias básicas em relação à crise da dívida que dominaram o debate sobre esse tema no final dos anos 80. A idéia de uma redução da dívida — que, alguns anos antes, fora considerada como uma ameaça aos bancos — foi finalmente aceita. A securitização foi a estratégia básica para alcançar esse resultado. O problema, entretanto, era saber de quanto deveria ser essa redução. De um lado, havia aqueles favoráveis a uma redução negociada e global da dívida, baseada na criação de uma *International Debt Facility* que administraria caso a caso, mas seguindo uma fórmula geral, todo o processo de alto endividamento. De outro lado, desde fevereiro de 1989, tivemos o Plano Brady, firmemente apoiado pelos principais países credores, favorecendo uma redução da dívida de forma voluntária, controlada pelo mercado.¹² Vou chamar a primeira de abordagem “negociada”, e a segunda, de abordagem “voluntária” ou mais precisamente de abordagem *free rider* para a redução da dívida.

A abordagem negociada pode ser resumida dessa forma:

Primeiro, a securitização da dívida de longo prazo dos países altamente endividados, isto é, a conversão da dívida em títulos de longo prazo, capturando o desconto existente no mercado secundário, deveria ser o mecanismo financeiro básico para solucionar a crise da dívida.

Segundo, esses novos títulos apenas seriam atrativos aos bancos se eles fossem garantidos pelos países credores.

Terceiro, as organizações que deveriam oferecer essas garantias deveriam ser o FMI e o Banco Mundial, pois essas instituições multilaterais estão, ambas, diretamente envolvidas na condução da crise da dívida, e seus maiores acionistas são os países credores.

Quarto, o Banco Mundial e o FMI, para que coordenassem suas políticas, deveriam criar uma *International Debt Facility (IDF)* que, além de dar garantias aos novos títulos, administraria a crise da dívida.

Quinto, o *board* do IDF, após avaliar a capacidade econômica do país para pagar suas dívidas, tomando como base, não exclusivamente, o desconto no mercado secundário, e após debater a questão com devedores e credores, chegaria a uma proposta negociada (mas não necessariamente unânime) sobre o desconto que o país estaria apto a receber. Estando isso decidido, seria feita aos bancos uma oferta do tipo *once and for all* para renegociação da dívida: ou o banco aceitava a oferta, e passaria a ter a garantia do IDF, ou não a aceitava, e continuava a tentar cobrar individualmente — obviamente com poucas chances — do país devedor.

Sexto, para receber o desconto, o país devedor teria de observar as condicionalidades acordadas com o IDF; o desconto estaria permanentemente na dependência da habilidade dos devedores em ajustar e manter ajustadas as suas economias.

Sétimo, o custo dessa alternativa seria relativamente pequeno para os países credores, embora haja um custo em oferecer garantias, pois um fundo deveria ser criado pelos governos credores no IDF.

Se os governos credores adotassem essa abordagem, seria possível vislumbrar uma solução efetiva para a crise da dívida. Os governos dos países credores, no entanto, aferraram-se ao Plano Brady, isto é, à abordagem de mercado ou do tipo *free rider*, rejeitando a criação do IDF e não suprimindo o FMI e o Banco Mundial com os fundos especiais necessários para lastrear as garantias. Assim, a redução obtida da dívida foi mantida em nível limitado, tornando-se incapaz de contribuir efetivamente para a solução da crise fiscal. O custo do ajuste fiscal continuou a recair totalmente sobre os países devedores.

Os bancos, que são especialistas em semântica, chamavam sua abordagem para a redução da dívida de “abordagem voluntária ou de mercado”, como se a abordagem negociada ou global não fosse voluntária ou baseada no mercado. A primeira e mais importante diferença entre as duas abordagens é que uma permite estratégias do tipo *free rider* enquanto a outra não o faz. Uma segunda diferença é que abordagens do tipo *free rider* favorecem também as conversões de dívida em títulos, ao passo que a abordagem global exclui esse tipo de arranjo.

A idéia de redução da dívida controlada pelo mercado esteve em voga por alguns anos, antes de 1989, mas a redução da dívida efetivamente obtida foi insignificante. O principal canal para a redução da dívida tinham sido as trocas de dívida por títulos, que, ironicamente, são uma forma de redução da dívida penosa para os países devedores. De fato, apesar das enormes pressões realizadas pelos bancos comerciais a favor desses tipos de programas, eles foram suspensos em quase todos os países em que foram introduzidos.

Os esquemas de redução da dívida deveriam ser avaliados com base em um padrão de restauração do crédito do país devedor. Especificamente, a redução da dívida deveria ser ampla o bastante para cumprir as seguintes metas: (1) permitir que os países devedores sirvam à dívida externa segundo bases contratuais revisadas sem a necessidade de refinarciar o pagamento dos juros; (2) permitir que o setor privado dos países devedores possa atrair créditos à produção, ao comércio externo e ao financiamento de projetos, em uma base descentralizada.

No caso dos arranjos “voluntários”, um pequeno número de bancos *free riders* pode frustrar um acordo abrangente sobre a dívida do país. Cada credor está livre para escolher se vai ou não participar. A não-participação implica que os credores continuam a deter os mesmos direitos, e podem tentar, tanto quanto possível, receber com base nesses direitos. Assim, há uma condição básica de arbitragem relacionada ao esquema voluntário: a participação no esquema deve, na margem, não ser pior do que continuar à espera e apegar-se aos seus direitos originais. Dessa forma, em esquema voluntário, os credores devem comparar o valor dos direitos atuais após a redução da dívida ter sido realizada com o valor alternativo dos direitos disponíveis por meio da participação nos esquemas de redução da dívida.

Mas, surge então um paradoxo óbvio, que pode ser melhor ilustrado no caso da certeza. Uma completa restauração do crédito implicaria que todos os direitos sobre os débitos, incluindo as dívidas “antigas” que não partici-

param do processo de redução da dívida, terão o seu valor de face elevado. O preço da dívida antiga no mercado secundário será de 100 centavos para cada dólar, após a redução da dívida, se o crédito for de fato totalmente restaurado. Assim, sob uma condição de certeza, não haveria motivação para um credor individual, que possui uma pequena parcela do débito global, em participar de um esquema voluntário se os credores receberem algo menor que 100% do valor de face.

O resultado, que foi formalmente demonstrado por Helpman (1989), é que a redução voluntária da dívida pode ser impossível como um mecanismo de mercado, mesmo quando, em relação ao *status quo*, os credores como um todo se beneficiassem com a redução da dívida. Assim, a insistência de que a redução da dívida seja voluntária, na verdade, prejudica os credores como um todo, a não ser que a redução acabe sendo mínima, como foi o caso do Plano Brady.

A “abordagem voluntária” é uma expressão atrativa, mas equivocada. O que existia, de fato, como alternativa à abordagem negociada da dívida era uma abordagem do tipo *free rider* — a última versão da abordagem de “empurrar a crise com a barriga” adotada pelos credores desde o início da crise da dívida. Stanley Fischer, analisando as possíveis soluções para a crise da dívida, foi favorável à criação de títulos da dívida. Mas alertou que mesmo esse esquema “cria um problema do tipo *free rider*. Se a International Debt Facility comprar boa parte da dívida dos países em desenvolvimento e tornar possível alguma forma de redução da dívida, então haverá uma melhoria do crédito dos devedores. Aqueles credores que permanecerem fora do IDDC terão um ganho de capital. Por essa razão, uma IDDC deveria encontrar alguns meios para assegurar uma participação quase completa por parte dos credores” (1989: 320-321).

O Plano Brady foi insuficiente para enfrentar a crise da dívida. Isto decorreu de duas outras razões relacionadas com sua insistência em uma abordagem “voluntária”: não fornecia ao FMI e ao Banco Mundial os fundos necessários para garantir os títulos da dívida e não dizia nada a respeito de uma ação conjunta das duas instituições a fim de criar tais títulos. Dadas essas limitações, o desconto que os países mais endividados obtiveram por meio do Plano Brady foi muito pequeno, se é que houve algum desconto. Mais importante para resolver em parte a crise da dívida foi, domesticamente, a desvalorização da taxa de câmbio e o ajuste fiscal, nos anos 80, e, internacionalmente, a redução das taxas de juros no começo dos anos 90.

Se a securitização negociada era a melhor solução para a crise da dívida, por que não se materializou? Não é difícil identificar os obstáculos a essa abordagem — obstáculos que se originaram nos países credores e devedores.

Pelo lado dos credores, as barreiras contra a redução negociada da dívida foram: (1) a inerente barreira à ação coletiva no sentido de uma redução abrangente da dívida; (2) o problema dos precedentes; (3) o problema das finanças do setor público; (4) a estrutura do ciclo de barganha (ver Jeffrey Sachs, 1989b); e, mais recentemente, o desempenho relativamente bom dos países que assinaram o acordo do tipo Plano Brady.

A barreira inerente à ação coletiva estava relacionada à insistência nos esquemas “voluntários” que já discutimos. O problema do precedente se aplica especialmente aos países pequenos; uma solução para a dívida não é alcançada em função, como diriam os bancos, do “risco do precedente”. A terceira razão pela qual uma redução negociada é difícil é a contínua sinalização da comunidade oficial de que recursos públicos virão em socorro das deficiências do processo de negociação; na medida em que os bancos limitem os novos empréstimos ou a redução da dívida, sabem que a comunidade oficial proverá pelo menos parte da diferença em empréstimos oficiais aos países devedores. Quarto, há forte resistência dos grandes bancos americanos em subcrever a dívida por causa da maior fragilidade dos países menos desenvolvidos em relação ao capital externo, porque têm, em relação aos pequenos bancos, maior acesso ao mecanismo de troca de dívida por títulos, e porque estarão em melhor situação se outro pequeno credor voluntariamente fizer uma concessão ao devedor. Quinto, no ciclo de negociação o poder de barganha dos países devedores enfraqueceu-se porque um acordo com os bancos tornou-se a condição *sine qua non* para um bom relacionamento com os países credores. No caso da moratória brasileira, em fevereiro de 1987, esse último fenômeno ficou patente. A solidariedade dos governos credores e das agências multilaterais para com os bancos foi bastante clara.

OBSTÁCULOS POR PARTE DOS PAÍSES DEVEDORES

Os países devedores, quando o problema fazia parte da agenda dos países credores, estavam obviamente interessados na redução de suas dívidas. Esse interesse foi manifestado oficialmente pela primeira vez no encontro de Aca pulco entre oito presidentes de países da América Latina, em novembro de

1987. Mas as elites dos países devedores e seus respectivos governos não foram capazes de exercer uma pressão suficiente sobre os países credores de forma a poderem adotar uma decisão unilateral de suspensão do pagamento da dívida e de redução da dívida devido a três razões: (1) porque temiam retaliações, (2) por se identificarem ideologicamente com os países credores e (3) porque as elites sofrem menos com a dívida, que, especialmente no caso da troca de dívida por títulos, pode ser uma fonte de lucros especulativos.

A ameaça de retaliação estava sempre presente no discurso dos banqueiros e, apesar de ela nunca se materializar, continuava a provocar medo entre as elites dos países devedores. Em todos os casos de moratória, as retaliações foram mínimas. No caso da moratória brasileira, não fazia sentido a declaração do ministro da Fazenda, Mailson da Nóbrega, em fevereiro de 1988, de que, em função das retaliações, ela havia causado mais danos que benefícios ao país. Ele estava apenas tentando justificar a suspensão da moratória e a assinatura de um acordo convencional com os bancos, que não solucionou nenhum dos problemas brasileiros. Na verdade, as retaliações contra o Brasil foram muito pequenas. Os bancos comerciais reduziram moderadamente os créditos de curto prazo e o Banco Mundial, pela primeira vez naquele ano, apresentou um fluxo de caixa negativo com relação ao Brasil. Isso deve ter causado uma perda de reservas para o Brasil de, no máximo, 1,3 bilhões de dólares, contra um ganho de 4,3 bilhões — os juros relativos aos empréstimos de longo prazo que deveriam ter sido pagos em 1987 aos bancos comerciais.

De fato, os bancos não têm interesse em suspender seus empréstimos de curto prazo aos países altamente endividados. Eles conseguem grandes *spreads* em decorrência desses empréstimos e o desconto no mercado secundário para esses empréstimos é bastante pequeno. Se decidem, como forma de retaliação, suspender esses créditos, o país devedor não pagará, e o empréstimo será imediatamente transformado em crédito de longo prazo, descontado a uma taxa muito maior no mercado secundário. As perdas para os bancos serão abruptas e elevadas. Estão bastante cientes desse fato e assim não fazem retaliações. Os bancos estão interessados em obter lucros — no presente e no longo prazo. Ameaças podem ajudá-los a alcançar esse objetivo, retaliações não.

Um segundo obstáculo a que as elites locais exerçam maior pressão sobre os credores — que deveria incluir, em certos casos, a declaração unilateral de moratória — é sua identificação ideológica com os países credores. Essas elites querem fazer parte do Primeiro Mundo. Querem ser respeitadas e identificam o Primeiro Mundo com os bancos e o governo dos Estados Unidos. Apenas no final dos anos 80, começaram a perceber que as elites nos países credores estavam divididas, que elas não podiam ser reduzidas aos bancos, e

que há um crescente número de cidadãos bastante influentes no Primeiro Mundo que pressionavam em favor de uma redução negociada da dívida. Pouco depois, porém, essa divisão desapareceu com o anúncio do Plano Brady.

Finalmente, os pobres, e não as elites, são os que mais sofrem com a crise da dívida. Na realidade, para alguns, a dívida é uma oportunidade para a especulação e para a obtenção de lucros. Especialmente as trocas de dívida por ativos possibilita a obtenção de ganhos expressivos por parte dos banqueiros e agentes financeiros locais, de investidores, advogados.

ATRASOS NÃO SÃO SOLUÇÕES

O fracasso da abordagem tradicional (*muddling through*) em relação à dívida, as limitações do Plano Brady e a falta de motivação para adotar uma solução global que previsse a securitização da dívida levaram um número crescente de países à inadimplência no final dos anos 80. As negociações basicamente perderam o sentido já que o mecanismo do “dinheiro novo” — a base da abordagem convencional — provou-se ilógico mesmo do ponto de vista dos bancos. A única alternativa ao dinheiro novo seria obter consideráveis reduções negociadas para o montante da dívida — reduções que os administradores profissionais dos bancos não poderiam aceitar.

A inadimplência conduz a uma moratória não declarada. Essa é a alternativa óbvia quando as negociações fracassam. Isso já ocorreu na crise da dívida dos anos 30, como nos recorda Robert Devlin: “como resultado do ano de 1988, a situação da região [América Latina] começou a apresentar algumas semelhanças marcantes com a crise da dívida dos anos 30... Apenas poucos países mantinham uma condição de pagadores regulares junto a seus credores; a maioria dos devedores estavam, de uma forma ou de outra, em um estado de inadimplência ou mesmo reescalando o serviço da dívida” (1989a: 234).

O não-pagamento puro e simples não é uma solução para a crise da dívida. É uma forma negativa de responder a ela, pois nada está realmente solucionado. A teoria econômica afirma que os agentes econômicos se comportam de acordo com suas expectativas. Expectativas que são racionais e que se auto-realizam, para alguns economistas; expectativas que enfatizam a incerteza do comportamento econômico, para outros. Mas, as expectativas sempre estão baseadas em fatos. Se as economias dos países altamente endividados tendem a se tornar vítimas de uma crise fiscal, se uma parcela substancial do déficit orçamentário origina-se dos juros pagos pelo Estado

pela dívida externa, as expectativas em relação à inflação necessariamente tenderão a ser de que a inflação aumentará. Por outro lado, os investidores tendem a ter expectativas negativas sobre a economia de um país que carregue uma enorme dívida não paga.

O problema da insolvência foi afinal resolvido quando as desvalorizações da taxa de câmbio produziram um superávit comercial na maioria dos países latino-americanos altamente endividados. Em alguns países, o acordo da dívida baseado no Plano Brady teve também importância para a regularização do pagamento da dívida. O problema foi definitivamente solucionado quando alteraram-se as direções dos fluxos de fundos e interrompeu-se a transferência de recursos reais para os países credores.

CONCLUSÃO

Em 1989, a probabilidade de que um país devedor se tornasse inadimplente ou adotasse uma solução quase unilateral era elevada; atualmente é zero. A crise da dívida não foi totalmente resolvida, mas a sua importância é atualmente menor do que era nos anos 80. O relativo sucesso do Plano Brady, a redução das taxas de juros internacionais e a mudança da direção do fluxo de recursos internacionais levaram as elites dos países credores a considerar esse problema como resolvido.

As elites dos países credores estavam divididas entre 1986 e 1989. A percepção desse fato foi um elemento decisivo para que eu me convencesse da oportunidade de propor, em 1987, como ministro da Fazenda, uma solução negociada para a crise da dívida. Eu não faria as propostas que fiz se não tivesse verificado que uma grande parcela das elites nos países credores seria favorável a algum tipo de perdão para a dívida.

Naquele momento, entretanto, esses setores das elites que eram solidários aos devedores assumiam que a iniciativa deveria sempre vir dos governos dos países credores. Era difícil para eles admitir que a iniciativa para reduzir a dívida poderia ser tomada por parte dos devedores. Atualmente, mesmo essa atitude limitadamente favorável deixou de existir, pois crê-se que os acordos da dívida baseados no Plano Brady foram bem-sucedidos.

Assim, nos países credores, a motivação para resolver a crise da dívida deixou de existir. A crise da dívida não é mais uma fonte de crise para esses países, a nova liquidez internacional está fazendo com que todo mundo acredite que também para os países devedores a crise está superada. Isto é apenas parcialmente correto, pois a carga representada pelo pagamento dos ju-

ros continua sendo elevada, e representa uma alta carga fiscal para os países altamente endividados. Os governos dos países **devedores** possuem por volta de 90% da dívida e têm uma capacidade fiscal de pagamento limitada. Assim, além de ser uma causa para a transferência real de recursos, a crise da dívida continua sendo um problema majoritariamente fiscal. Um problema que está reduzindo a taxa de crescimento dos países devedores e continuará a fazê-lo por muitos anos. No entanto, isso não é mais um problema para os bancos, nem para os países credores. Assim, esse é um problema que não está na agenda internacional. É um problema morto que, nos anos 90, sobrevive apenas em função de seus efeitos: taxas de crescimento modestas e atraso nos padrões de vida na América Latina.