



Os pesados custos da moratória unilateral

Antônio Carlos Lemgruber
e José Alfredo Lamy

TEM sido freqüente a formulação de críticas à forma de negociação da dívida externa que vem sendo utilizada pelas autoridades brasileiras. Nós mesmos, na Carta Econômica do Banco Boavista de julho, discutimos a eficiência do esquema de empréstimos-jumbo negociados a cada semestre, tendo ressaltado a necessidade de se buscar outras alternativas para a obtenção de recursos externos adicionais para o fechamento do balanço de pagamentos, não só em 1983 como também num prazo mais longo.

Em linhas gerais, em nossa opinião, o Projeto 2 deveria ser ampliado de forma a incluir todos os pagamentos de principal em 1983 (mantendo-se este esquema automaticamente válido para o ano de 1984), sendo necessária, portanto, a ida ao *Clube de Paris*. Além disso, a fim de ajustar o fluxo de caixa do País, e mesmo permitir algum aumento no nível de reservas internacionais, seria importante organizar um esquema mais automático de reescalonamento da dívida externa, em que novos créditos seriam concedidos ao Brasil proporcionalmente aos juros pagos no exterior. Uma parte do pagamento de juros seria transformada em empréstimos de longo prazo para o Banco Central, dentro de um esquema semelhante ao do Projeto 2. O percentual do pagamento de juros que entraria no esquema automático dependeria de algumas regras a serem estabelecidas, relacionando este percentual ao comportamento da balança comercial do país ou às exportações brasileiras.

O reescalonamento da dívida externa brasileira, no entanto, deve surgir necessariamente de um processo de negociação junto aos credores internacionais. A *moratória unilateral* — que vem sendo defendida por alguns setores da sociedade — só tenderia a criar um enorme desequilíbrio da balança comercial e um aprofundamento da recessão na economia brasileira.

Os argumentos em defesa da moratória unilateral baseiam-se, fundamentalmente, em dois pressupostos falsos. Em primeiro lugar, afirma-se que a recessão atual é consequência de uma política econômica ortodoxa que estaria sendo empregada pelas autoridades brasileiras, e que o fim da fase recessiva só poderia ser obtido através do rompimento com a comunidade financeira internacional e da denúncia do acordo com o Fundo Monetário Internacional. Em segundo lugar, acredita-se que a moratória unilateral não afetaria o saldo da balança comercial, o que revela, implicitamente, uma confusão entre o balanço de pagamentos *contábil* e o *fluxo de caixa* do balanço de pagamentos. Na verdade, a declaração de moratória unilateral tenderia a aprofundar a recessão, através do estrangulamento do setor externo da economia brasileira.

Quanto às causas da recessão atual, não se pode atribuir de modo algum à ortodoxia das políticas monetária e fiscal o mau desempenho da economia em 1982/83 e a elevação do nível de desemprego. O crescimento da base monetária passou de 50% para 100% em espaço de alguns meses, e o fato do crescimento monetário estar abaixo da taxa de inflação não representa um aperto na política monetária, mas simplesmente um aumento na velocidade da moeda em razão da taxa de inflação crescente. O indicador monetário mais apropriado é a *variação no crescimento monetário*, já que é ele quem indica a *tendência* da política monetária e afeta as expectativas inflacionárias. Por este indicador, a política monetária não tem sido contracionista nos últimos dois anos. Por outro lado, a política fiscal, apesar da retórica oficial, também tem sido nitidamente expansionista nos últimos anos, sem nenhum sinal concreto de redução efetiva no déficit do setor público.

A recessão atual, na verdade, é consequência da enorme instabilidade da política econômica nos últimos anos, que alimentou incerteza nos agentes econômicos e gerou expectativas desfavoráveis quanto ao futuro da atividade econômica. Torna-se necessário, portanto, a definição de uma

política estável e que inspire confiança na sociedade. A implantação de uma política econômica coerente — que passa necessariamente por uma redução no déficit do setor público — teria um forte impacto *favorável* sobre a taxa de inflação e apenas um moderado impacto *desfavorável* sobre a atividade econômica, desde que houvesse reversão de expectativas, ou seja, credibilidade na política adotada.

O rompimento com a comunidade financeira internacional, ao contrário, não implicaria o final da recessão. A declaração de moratória unilateral, ao lado da intenção de adotar uma política monetária ainda mais frouxa e uma política fiscal que estimule os gastos do Governo, só tenderia a gerar uma inflação crescente e acarretaria uma recessão ainda maior, já que não é possível ter uma economia em crescimento junto com um processo de hiperinflação.

O segundo pressuposto falso em que se baseia a defesa da moratória unilateral diz que o rompimento das negociações externas não afetaria o saldo da balança comercial. Como o superávit das contas comerciais é, hoje em dia, superior ao déficit da balança de serviços exceto juros, a suspensão unilateral do pagamento de juros — argumenta-se — permitiria que o país continuasse mantendo o fluxo de importações, já que as divisas obtidas com as exportações seriam mais do que suficientes para pagar os bens e serviços importados.

O erro desse raciocínio reside na confusão que se forma entre o balanço de pagamentos *contábil* e o *fluxo de caixa* do balanço de pagamentos. A abordagem tradicional da análise da balança comercial através do embarque e o desembarque das mercadorias perde todo o sentido num momento de crise cambial e situação dramática de reservas internacionais — como este em que vive o País. A balança comercial tem que ser analisada sob a ótica do *fluxo de caixa*, através do estudo da entrada e saída de divisas referentes às exportações e importações.

As importações brasileiras, por exemplo, não são pagas no momento do desembarque da mercadoria, mas somente alguns meses depois — geralmente seis meses — ou seja, elas são pagas a prazo, e não à vista. A obrigatoriedade do financiamento externo às importações brasileiras está regulamentada pela Resolução nº 767 do Banco Central, que estabelece que as importações — com poucas exceções — só podem ser autorizadas pela Cacex com a garantia do financiamento no exterior. As importações de petróleo também estão vinculadas a esquemas de financiamento, com um prazo médio estimado entre 90 e 120 dias.

ISTO tudo significa que o País está pagando hoje as importações (petróleo e não-petróleo) efetuadas há alguns meses atrás e que as importações realizadas hoje só serão pagas daqui a alguns meses. Caso o Brasil decretasse a moratória unilateral, todas as importações teriam que ser pagas à vista, já que não haveria mais crédito no exterior. Todavia, para se comprar a mercadoria importada à vista seria necessário primeiro pagar as importações anteriores que estavam financiadas, já que nenhum fornecedor externo estaria disposto a nos vender mercadorias sem antes o país saldar os financiamentos tomados no passado. No caso específico do petróleo, o impasse seria dramático.

Seria preciso um volume enorme de divisas disponíveis para se efetuar novas importações. Isto porque, após a decisão unilateral, para se importar novos produtos, o País teria que pagar imediatamente à vista as importações dos últimos seis meses, por exemplo. Por outro lado, o único meio de gerar divisas para pagar as importações, é através de exportações. E estas, numa situação de moratória unilateral, não teriam condições de gerar divisas imediatas, já que o fluxo de caixa das exportações é exatamente *inverso* ao fluxo de caixa das importações, como veremos a seguir.

Enquanto o pagamento das importações em determinado mês está associado ao desembarque de mercadorias de alguns meses atrás, o recebimento das divisas de exportações se refere ao embarque de

mercadorias de meses na frente. Em cada momento do tempo, a saída de divisas de importação se refere às importações *passadas*, enquanto a entrada de divisas de exportação se refere às exportações *futuras*.

As linhas de *pre-export financing* (Projeto 3) permitem que as exportações com previsão de embarque só daqui a alguns meses produzam, antecipadamente, a entrada de divisas. Num exportação que será realizada daqui a seis meses, por exemplo, o exportador tem a opção do fechamento de câmbio de hoje até seis meses, dependendo das disponibilidades de linhas de pré-financiamento no exterior e do seu próprio interesse em fechar o câmbio agora ou mais tarde.

Pode-se dizer, portanto, que uma grande parcela das exportações com previsão de embarque nos próximos seis meses já realizou o fechamento de câmbio, ou seja: já houve a entrada de divisas correspondente a essas exportações. No caso de moratória unilateral, as linhas de pré-financiamento às exportações não seriam renovadas, o que provocaria a paralisação temporária das exportações brasileiras e impediria o pagamento das importações.

DE forma simplificada, o dia-a-dia da balança comercial brasileira pode ser resumido da seguinte maneira: as importações passadas (inclusive petróleo) estão sendo pagas, de fato, com os pré-financiamentos à exportação concedidos pelos bancos estrangeiros. A moratória unilateral viria romper este equilíbrio do fluxo de caixa da balança comercial, já que o País teria de pagar à vista as importações não só de hoje como de meses atrás. Além disso, não haveria divisas para pagar as importações, já que as exportações (atuais e futuras) seriam afetadas negativamente com o corte nas linhas *pre-export* concedidas pelo sistema bancário internacional.

Neste contexto, falar-se na alternativa de *barter* e *countertrade* em grande escala — ou seja, trocas de produtos sem moeda e sem crédito — não faz muito sentido. O fato concreto é que, antes de tentar fazer trocas, o País carregaria, no instante da moratória unilateral, uma dívida de curto prazo relacionada ao financiamento do comércio exterior da ordem da US\$ 10 bilhões. Os *credores aparentes* seriam os banqueiros internacionais que fazem o crédito *pre-export*, mas os *credores verdadeiros* seriam os fornecedores de produtos importados. Se os fornecedores não recebessem o crédito relativo às importações dos últimos seis meses, digamos, novas importações com estes fornecedores seria fazer *barter* com novos fornecedores seria uma idéia pouco realista e extremamente limitada, bastando exemplificar com o caso dos países exportadores de petróleo.

A declaração da moratória unilateral, em suma, representa o aprofundamento da recessão — pelo virtual estrangulamento da balança comercial — e não o caminho para a recuperação econômica. Durante o período de ajustamento do fluxo de caixa comercial (que pode ser de mais de um ano), a recessão viria pelos dois lados da balança comercial: paralisação das importações (já que haveria a concentração de pagamentos à vista de compras passadas) e redução das exportações (que seriam afetadas pelo corte das linhas de crédito do exterior, impedindo a geração de divisas para o pagamento das importações).

Sem dúvida alguma, a situação seria muito mais dramática e muito mais caótica do que a atual — maior inflação, maior recessão, escassez de produtos importados, filas, e *fechamento* econômico em termos financeiros e reais. A escassez de derivados de petróleo seria apenas o exemplo mais gritante do que ocorreria com uma longa série de produtos importados, que teriam de ser racionados violentamente, e arbitrariamente.

Antônio Carlos Lemgruber é diretor-executivo do Banco Boavista, PhD em Economia e professor da Fundação Getúlio Vargas. José Alfredo Lamy é assessor econômico do Banco Boavista e Doutor em Economia pela FGV.