

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 76

A Dívida Externa Brasileira
e o Endividamento Global
dos Países em Desenvolvimento:
Experiência recente e
Perspectivas de Reescalonamento

Luiz Aranha Corrêa do Lago



PUC-Rio – Departamento de Economia
www.econ.puc-rio.br

Setembro de 1984

O objetivo do presente trabalho é apresentar sugestões para um reescalonamento mais amplo da dívida externa brasileira a partir de um exame das contas externas e, mais especificamente, da questão do endividamento global dos países em desenvolvimento. A discussão das tendências das contas externas dos países devedores segue-se uma avaliação das condições de países específicos, visando evidenciar a existência de situações nacionais ou regionais muito diversas, que podem exigir soluções de diferente natureza. Assim, busca-se desenvolver a ideia de que deve-se procurar um encaminhamento específico para o problema da dívida externa brasileira e não sugestões de caráter universal, passíveis de aplicação aos demais países devedores.

Na primeira seção descreve-se a evolução recente do endividamento externo global, bem como da dívida dos principais países devedores. Na segunda seção examina-se a situação do balanço de pagamentos do conjunto dos países em desenvolvimento, e em particular da América Latina, e enfatiza-se o problema da transferência real de recursos à qual vêm sendo forçados diversos países endividados.

Na terceira seção aborda-se mais detalhadamente a questão do endividamento junto a bancos internacionais, destacando-se as tendências recentes do volume de empréstimos bancários e a evolução dos juros e dos *spreads*. A quarta seção, vinculada à terceira, contém uma descrição das experiências recentes de reescalonamento de dívidas e uma análise da situação recente dos principais países devedores.

Na quinta seção reúnem-se elementos para uma proposta de reestruturação da dívida externa brasileira, com base em diversas sugestões para a resolução dos problemas de países devedores em geral e apresentam-se esquemas alternativos para a capitalização integral ou parcial dos juros. Na conclusão resumem-se os principais componentes de proposta de renegociação mais ampla da dívida do Brasil.

I. Tendências recentes do Endividamento Externo Global

Não existe um levantamento completo em desenvolvimento e dos países do Leste Europeu que apresente uma visão exata do endividamento global desses dois grupos de países, mas é possível obter uma ideia satisfatória da questão a partir de informações de diversas fontes.

Em trabalho recente, estimou-se que a dívida total dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo teria aproximadamente quintuplicado entre 1973 e 1982, alcançando cerca de US\$ 612 bilhões naquele último ano. No final daquele ano, a dívida de quatro importantes países exportadores de petróleo e membros da OPEP, Argélia, Indonésia, Nigéria e Venezuela, que não têm superávit na sua conta de capital, somava cerca de US\$ 80 bilhões. Se a esta for adicionada a dívida líquida dos países do Leste Europeu (exclusive União Soviética) verifica-se que a dívida conjunta

dos três grupos de países chegava a cerca de US\$ 745 bilhões em fins de 1982¹.

Segundo o Banco Mundial, em trabalho com cobertura mais ampla, a dos países em desenvolvimento (inclusive exportadores de superávit de capital)² teria alcançado US\$ 766 bilhões em 1982, passando para US\$ 810 bilhões em fins de 1983, como se pode ver no Quadro 1. Mesmo estes totais, no entanto, excluem diversos países em desenvolvimento para os quais dados adequados não estavam disponíveis. Dada a comparabilidade entre os vários anos, no entanto, pode-se observar que a dívida dos países subdesenvolvidos aumentou pouco mais de US\$ 200 bilhões desde 1980, ou seja, um terço em termos percentuais. Em 1983, a dívida de curto prazo, da ordem de US\$ 145 bilhões, representava cerca de 18% do endividamento total enquanto a participação da dívida de fontes privadas (inclusive de curto prazo) alcançava cerca de 68,5%. Com empréstimos de US\$ 30 bilhões, o Fundo Monetário Internacional respondia por 3,7% do total emprestado, cabendo os restantes 27,8% a fontes oficiais de financiamento. Note-se, portanto, que cerca de 2/3 da dívida conjunta dos países em desenvolvimento está provavelmente sujeita a juros flutuantes³.

Segundo as últimas estimativas oficiais, a dívida externa total do Brasil era de US\$ 91,162 bilhões em fins de 1983, sendo US\$ 80,843 bilhões da dívida “registrada”, de médio e longo prazos, e US\$ 10,319 bilhões de dívida de curto prazo⁴. O país respondia, portanto, por pouco mais de 11% do endividamento total dos países em desenvolvimento.

¹ Ver William R. Cline, *International Debt and the Stability of the World Economy*, Institute for International Economics, Washington, Set. 1983, p. 13. O autor se baseia em dados do FMI sobre os “países em desenvolvimento não exportadores de petróleo”, que incluem países tais como o México e o Egito que exportam petróleo.

² Para fins desse trabalho, por razões estatísticas, utiliza-se a classificação adotada pelo FMI e aceita pelo Banco Mundial, que inclui em “países em desenvolvimento” alguns países da OECD, bem como a Iugoslávia e a Hungria. Somente estão *excluídos* os países classificados como “industrializados”, Alemanha Federal, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Holanda, Islândia, Irlanda, Itália, Japão, Luxemburgo, Noruega, Nova Zelândia, Reino Unido, Suécia, Suíça e os países de economia centralmente planejada do Leste Europeu, Albânia, Alemanha Ocidental, Bulgária, Tchecoslováquia e União Soviética. Os países exportadores de petróleo com superávit na conta de Capital, Arábia Saudita, Qatar, Irã, Iraque, Kuwait, Líbia, Omã e Emirados Árabes Unidos muitas vezes também são excluídos dos quadros de endividamento.

³ De fato, grande parte da dívida de fontes privadas é contratada a juros flutuantes. Os dados do Banco Mundial tendem a confirmar a afirmação de Cline, *Op. Cit.*, p. 23, de que “aproximadamente 2/3 da dívida dos países em desenvolvimento está indexada à libor”. Após dedução das reservas não mantidas em ouro, os países em desenvolvimento não exportadores de petróleo (classificação do FMI) tinham uma dívida flutuante de cerca de US\$ 329 bilhões, em fins de 1982. Como tal dívida líquida continuou a crescer em 1983, um aumento de 1% na Libor representa, para esse grupo de países, a necessidade de mais de US\$ 3,3 bilhões adicionais de financiamento.

⁴ Dados do trabalho do Banco Central do Brasil, *Brazil Economic Program – Internal and External Adjustment*, Vol. 2, março de 1984. Em contraste, em seu último relatório sobre o endividamento dos países em desenvolvimento, a OCDE estimou em US\$ 97 bilhões a dívida total do Brasil no final de 1983, sendo US\$ 15 bilhões de dívida de curto prazo, o que explicaria boa parte da diferença com relação aos dados do Banco Central. Estas informações estão reproduzidas in *Gazeta Mercantil*, 11/04/84.

Quadro 1

Dívida Externa Total dos Países em Desenvolvimento, 1980-1983 (US\$ bilhões)

Discriminação	1980	1981	1982 ¹	1983 ²
Dívida Total dos Países em Desenvolvimento ³	607	701	766	810
Dívida de Longo e Médio Prazos ⁴	466	523	574	635
De Fontes Oficiais	174	189	208	225
De Fontes Privadas	292	334	366	410 ⁵
Dívida de Curto Prazo	132	164	170	145 ⁵
Créditos do FMI	9	14	22	30

¹ Dados preliminares.

² Dados estimados.

³ Os dados incluem 102 países que prestaram informações do Debtor Reporting System (DRS) do Banco Mundial, bem como dados para outros países. Afeganistão, República Popular da China, Hungria, Irã, Iraque, Kampuchea, Laos, Romênia, África do Sul e Vietnã ou prestaram informações incompletas através do DRS ou em formato inadequado. O total *exclui* os países exportadores de petróleo que têm superávit na conta de capital.

⁴ Dívidas cujo prazo original era de mais de um ano.

⁵ Os dados refletem a transformação de um total estimado de US\$ 22 bilhões de dívidas de curto prazo em dívidas de mais longo prazo ao longo de 1983.

Fonte: Dados brutos – Banco Mundial, *World Debt Tables: External Debt of Developing Countries*, Washington, 1984, p. XII.

Segundo os dados preliminares e incompletos da CEPAL, a dívida externa conjunta da América Latina (inclusive Brasil) era de cerca de US\$ 310 bilhões em fins de 1983, sendo, portanto, de pelo menos 38% a participação da região na dívida global dos países em desenvolvimento naquele ano. Segundo a mesma fonte, que atribuía ao Brasil um total bastante subestimado de US\$ 83 bilhões, as dívidas do México, Argentina, Venezuela e Chile, eram de respectivamente US\$ 85 bilhões, US\$ 42 bilhões, US\$ 30 bilhões e US\$ 17,6 bilhões, destacando-se a região por incluir 4 dos 5 principais países em desenvolvimento devedores⁵.

O Quadro 2 lista estimativas da dívida total e de curto prazo dos principais países em desenvolvimento devedores, (com dívidas acima de US\$ 10 bilhões) em fins de 1982, bem como da taxa de crescimento das exportações e do endividamento total daqueles países entre 1976 e 1982. O Brasil aparece como o principal devedor, seguido pelo México, Argentina, Coréia do Sul e Venezuela, todos com dívidas acima de US\$ 30 bilhões. Outros 5 países tinham dívidas superiores a US\$ 20 bilhões e mais 9 tinham dívidas acima de US\$ 10 bilhões⁶. Conjuntamente esses 19 países respondiam

⁵ Comissão Econômica para América Latina, *Balanço Preliminar da Economia Latino-Americana Durante 1983*, CEPAL, Brasília, 1983, mimeo, Quadro 14.

⁶ Em fins de 1982, entre outros devedores importantes, mas com um endividamento externo inferior a US\$ 10 bilhões, destacavam-se Taiwan, Malásia, Costa do Marfim e Equador com, respectivamente, US\$ 9,3 bilhões, US\$ 8,6 bilhões, US\$ 8,4 bilhões e US\$ 6,6 bilhões. Ver Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, junho de 1983, Quadros 1 e 3. A República Sul Africana classificada como país desenvolvido em algumas fontes, tinha uma dívida para com os bancos internacionais de US\$ 13 bilhões no final de 1982 e, portanto, certamente também se inclui entre os 20 maiores devedores “não industrializados”.

por cerca de 65\$ da dívida total dos países em desenvolvimento em 1982, registrada no Quadro 1.

Pode-se notar que o endividamento daqueles países cresceu a taxas anuais bastante distintas entre 1976 e 1982, destacando-se a Nigéria, a Tailândia e a Venezuela, como os países com crescimento mais rápido, (mais de 30% a.a.) e o Peru, a Indonésia e a Colômbia com um crescimento mais lento (inferior a 14,2% a.a.). O crescimento da dívida total brasileira, da ordem de 21,4%, foi superior ao de 6 países, mas inferior ao de outros 10, para os quais se dispõe de informações. (Observe-se também a disparidade das taxas de crescimento das exportações dos vários países, havendo somente 6 países com taxas inferiores aos 13,5% a.a. registrados para o Brasil, e 10 países com taxas superiores). Assim o Brasil apresentou, com relação aos demais principais devedores, um comportamento “intermediário”.

Quadro 2

Dívida Externa Total e de Curto Prazo, Taxa de Crescimento da Dívida Externa Total e Taxa de Crescimento das Exportações dos Principais Países em Desenvolvimento Devedores, 1976-1982

Países e Regiões	Dívida Total em 1982 (US\$ bilhões)	Dívida de Curto Prazo em 1982 (US\$ bilhões)	Taxa de Crescimento Anual da Dívida Total 1976-1981 (%)	Taxa de Crescimento Anual das Exportações 1976-1982 (%)
América Latina	281,5	74,5		
Argentina	38,8	7,3	25,6	15,1
Brasil	86,3	16,7	21,4	13,5
Chile	17,2	3,2	18,4	17,7
Colômbia	10,2	3,3	14,2	12,8
México	84,6	25,8	23,3	24,8
Peru	11,2	3,2	8,3	13,3
Venezuela	33,2	15,0	32,2	10,5
Ásia	110,7	(23,1)		
Coréia do Sul	37,2	10,4	23,9	25,0
Filipinas	20,7	7,8	27,4	13,7
Índia	19,8 ¹	-	-	-
Indonésia	21,9	2,9	13,0	16,5
Tailândia	11,1	2,2	33,2	17,4
Europa, Oriente Médio, África	127,7	(25,8)		
Argélia	14,8	0,7	17,5	15,2
Egito	21,8	3,2	21,5	17,6
Israel	28,0	13,5	15,8	12,9
Iugoslávia	18,5 ²	-	-	-
Marrocos	10,8	1,0	28,7	5,9
Nigéria	11,2	3,0	35,6	7,0
Turquia	22,6	4,4	25,0	16,2

() Totais parciais.

¹Dívida de médio e longo prazos computada pelo Banco Mundial.

²Dívida total em 1981, reproduzida em Cline, *Op. Cit.*, p. 131.

Fonte: Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, junho de 1983, Quadros 1 e 3.

Um exame detalhado das diversas causas do aumento do endividamento externo dos países em desenvolvimento escapa aos objetivos do presente trabalho. Cabe destacar, no entanto, o forte aumento dos preços do petróleo em 1973-74 e 1979-80, o aumento das taxas de juros internacionais, a recessão e o crescente protecionismo nos países industrializados e finalmente a acentuada queda de preços de produtos primários, como elementos fundamentais para a deterioração das contas externas das nações em desenvolvimento. De fato, apesar de diferenças de intensidade nos vários países, esses diversos fatores levaram a crescentes déficits em transações correntes no conjunto dos países endividados, que foram também muitas, vezes agravados por sérios erros de política econômica interna⁷. Na seção seguinte, examina-se a evolução recente do balanço de pagamentos conjunto dos países em desenvolvimento, que está intimamente relacionada com o grande aumento do endividamento desses países.

II. O Balanço de Pagamentos dos Países em Desenvolvimento e a Questão da Transferência Real de Recursos

Segundo um pronunciamento recente do Diretor-gerente do Fundo Monetário Internacional, o déficit em contas correntes dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo diminuiu de cerca de US\$ 110 bilhões em 1981 para cerca de US\$ 67 bilhões em 1983. No mesmo período, os países latino-americanos envolvidos em programas com o FMI reduziram o seu déficit em contas correntes de US\$ 42 bilhões para US\$ 11 bilhões, enquanto a sua balança comercial conjunta passou de um déficit de US\$ 24 bilhões em 1981 para um superávit de US\$ 7 bilhões em 1983⁸.

Tal esforço por parte dos países endividados não foi acompanhado por um aumento dos empréstimos de diversas fontes, como se pode observar no Quadro 3. Pelo contrário, entre 1981 e 1982, os empréstimos externos líquidos se reduziram de US\$ 82 bilhões para US\$ 51 bilhões, o aumento de empréstimos de fontes oficiais de US\$ 29 bilhões para US\$ 35 bilhões não tendo contrabalançado a queda dos empréstimos líquidos de fontes privadas de US\$ 53 bilhões para cerca de US\$ 16 bilhões⁹.

⁷ A esse respeito, veja-se Cline, *Op. Cit.*, pp. 20-31. Sobre o caso brasileiro, ver Paulo Nogueira Batista Jr., *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1983.

⁸ Discurso de Jacques de Larosière, reproduzido in *IMF Survey*, 06/02/ 84, pp. 44 e 46. Ainda segundo esta fonte, os pagamentos de juros e amortizações dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo como percentagem de suas exportações declinou de 23,5% em 1982 para 19% em 1983. O serviço da dívida da América Latina como um todo, por sua vez, caiu de 53% para 39% das suas exportações. (Lembre-se que segundo a definição do FMI, os países em desenvolvimento não exportadores de petróleo excluem não apenas os países exportadores de petróleo com superávit na conta de capital, como também Argélia, Indonésia, Nigéria e Venezuela, que, como já se viu, se encontram entre os principais países devedores. Incluem, no entanto o México, o Egito, Equador e outros países que exportam algum petróleo).

⁹ O aumento dos empréstimos de longo prazo de fontes privadas em 1983 é, em grande parte ilusório por incluir a transformação de mais de US\$ 20 bilhões de dívidas de curto prazo em dívidas de mais longa maturação, o que também

Quadro 3

Balança Comercial e Padrão de Financiamento dos Déficits em Conta Corrente dos Países em Desenvolvimento Não Exportadores de Petróleo¹, 1981-1983 (US\$ bilhões)

Discriminação	1981	1982	1983
Balança Comercial	-75,6	-52,2	-41,4
Exportações (FOB)	344,1	329,6	350,5
Importações (FOB)	423,7	381,8	392,0
Serviços (líquidos) e Transferências Privadas	-28,1	-34,6	-26,4
Déficit em Conta Corrente	107,7	86,8	67,8
Uso de Reservas	-2,0	7,0	-7,0
Fluxos não Criadores de Dívida	28,0	25,0	24,0
Transferências Oficiais	13,8	13,2	13,1
Investimento Direto	13,9	11,4	10,9
Empréstimos Externos Líquidos	82,0	55,0	51,0
Fontes Privadas	53,0	24,0	16,0
Longo Prazo	40,0	26,0	40,0
Curto Prazo	13,0	-2,0	-24,0
Fontes Oficiais	29,0	31,0	35,0
Longo Prazo	23,0	20,0	24,0
Créditos do FMI e outros relacionados com Reservas	6,0	11,0	11,0

¹ Inclui países em desenvolvimento que exportam petróleo, tais como o México e o Egito, mas exclui os membros da OPEP.

² Projeções.

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook – 1983*, pp. 66, 188 e 194.

Enquanto em 1983 as transferências oficiais se mantiveram em nível bastante próximo ao do ano anterior, o investimento direto nos países em desenvolvimento não importadores de petróleo continuou sua tendência de queda¹⁰. Assim tornou-se necessária uma perda de reservas da ordem de US\$ 7 bilhões, para que o conjunto dos países cobrisse o seu déficit em transações correntes. (As reservas da América latina caíram para US\$ 24,2 bilhões, apresentando uma diminuição de US\$ 9,7 bilhões).

De acordo com o presidente do Banco Mundial, a transferência líquida de empréstimos de médio e longo prazos de fontes privadas para os países em desenvolvimento foi de US\$ 16 bilhões em 1981. Ou seja, neste ano, os novos empréstimos excederam os pagamentos de juros e amortizações naquele montante. Porém, a partir do ano seguinte, a situação se inverteu, verificando-se uma

explica boa parte da queda de empréstimos de curto prazo. Tal fato também explica a redução da dívida de curto prazo de US\$ 170 bilhões para US\$ 145 bilhões entre 1982 e 1983, no Quadro 1.

¹⁰ A. W. Clausen, em um discurso em Davos, Suíça, reproduzido in *The New York Times*, 26/01/84, e in *Gazeta Mercantil*, 27/01/84, pp. 1 e 2, menciona uma queda dos investimentos diretos nos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo de US\$ 14 bilhões em 1981 para US\$ 10 bilhões em 1983. Assim, a previsão US\$ 10,9 bilhões no Quadro 4 parece otimista.

transferência líquida de recursos para os credores privados de US\$ 7 bilhões em 1982 e de US\$ 21 bilhões em 1983¹¹. O mesmo ocorreu no caso específico da América Latina. De fato, em muitos países em desenvolvimento, observa-se, a partir de 1982, uma “transferência real de recursos” para o exterior. Tal transferência significa que, nesses países, as despesas agregadas em consumo e investimento já vem sendo significativamente inferiores ao produto interno bruto. Em outras palavras, esses países, muitas vezes “sob supervisão do FMI, (vem adotando) políticas internas capazes de gerar ... um excesso de produto sobre gastos domésticos que permita cobrir uma parcela substancial e crescente de serviço da dívida e terna”¹² acumulada desde a década de 1970. Tal diferença (é) transferida para o exterior sob a forma de um saldo positivo nas contas comercial e de serviços “não-fatores” (que excluem juros, lucros e dividendos, além de remessas de trabalhadores emigrados para seus países de origem).

O Quadro 4 indica que, em 1983, a América Latina efetuou uma significativa “transferência real de recursos” para o exterior. As importações vêm se reduzindo muito mais rapidamente do que as exportações, gerando um apreciável superávit comercial e permitindo uma queda do déficit de transações correntes de US\$ 36,4 bilhões em 1982 para apenas US\$ 8,5 bilhões em 1983. Assim uma parte substancial das remessas de lucros e juros, que totalizaram US\$ 34 bilhões em 1983, passou a ser “coberta” pela diferença de US\$ 24,8 bilhões entre o saldo da balança comercial e o déficit de serviços “não-fatores”. Paralelamente, “o produto interno bruto da América Latina apresentou uma queda da ordem de 3,31, após ter diminuído 1% em 1982”. Verificou-se também, uma redução do produto *per capita* em 17 dos 19 países da região, resultando uma média negativa de 5,6%¹³.

Pode-se observar no Quadro 5 que tendência semelhante vem se verificando no caso brasileiro. Ocorreu uma transferência real de recursos de US\$ 4,1 bilhões em 1983, e está prevista para 1984 uma transferência ainda mais significativa, da ordem de US\$ 6,1 bilhões. Diante da queda do produto real de 3,2% em 1983 e da previsão oficial de um crescimento nulo em 1984, tal transferência também vem se realizando concomitantemente com uma forte queda acumulada do produto *per capita*.

Como se enfatiza em trabalho recente, o que se pretende com os programas de estabilização aprovados pelo FMI é que “os países devedores reduzam os seus déficits em conta corrente a níveis compatíveis com a retração de oferta de crédito bancário externo. No entanto, dado o volume da conta de juros, reflexo do endividamento acumulado e da persistência de elevadas taxas de juros no mercado financeiro internacional, a redução dos déficits em conta corrente a níveis considerados sustentáveis pelos bancos credores e pelo FMI envolve necessariamente a geração de vultosos superávits

¹¹ *Ibidem*.

¹² Para uma análise do problema da transferência de recursos reais, veja-se Paulo Nogueira Batista Jr., *Crise Financeira Internacional e Transferência de Recursos Reais*, dezembro de 1983, mimeo.

¹³ Comissão Econômica para a América Latina, “Balanço Preliminar ... 1983”, p. 2.

comerciais”¹⁴.

Na impossibilidade de um aumento significativo das exportações, impõe-se uma drástica redução das importações para aumentar o saldo da balança comercial e enfrentar os pagamentos de juros, o que tem por te impacto negativo sobre o nível de atividade interna. No caso de boa parte dos devedores, e certamente para a América Latina em conjunto¹⁵, a "transferência real de recursos" que vem se verificando em um contexto de recessão parece claramente prematura, podendo significar no futuro uma total impossibilidade, por parte dos vários países, de saldar seus compromissos externos, visto que impõe sérias restrições à retomada de taxas de crescimento satisfatórias.

Feita esta constatação, destaca-se a importância da conta de juros e mais especificamente do endividamento para com os bancos internacionais, que são objeto da seção seguinte.

Quadro 4

Contas Seleccionadas do Balanço de Pagamentos da América Latina, 1981-1983 (US\$ bilhões)

Discriminação	1981	1982	1983
Balança Comercial	-1,6	9,7	31,2
Exportações	96,8	88,6	87,5
Importações	98,4	78,5	56,3
Serviços e Transferências ¹			
Serviços Não-Fatores	-11,4	-9,6	-6,4
Lucros e Juros	-29,1	-36,8	-34,0
Déficit em Conta Corrente	-40,4	-36,4	-8,5
Movimento Líquido, de Capitais	38,0	16,6	4,5
Déficit Global	-2,3	-19,8	-4,0

¹ Inclui também, além de serviços não-fatores e remessas de juros, lucros e dividendos, remessas dos imigrantes europeus.

Fonte: Comissão Econômica para América Latina, *Balanço Preliminar da Economia Latino-Americana durante 1983*, Brasília 1983, Quadros 1, 6 e 7.

¹⁴ Ver Nogueira Batista Jr., *Crise Financeira Internacional e Transferência de Recursos Reais*, p. 11.

¹⁵ Mas não necessariamente no caso de alguns países, dependendo de sua situação de endividamento e da natureza de suas transações internacionais e de seus recursos internos.

Quadro 5

Balanço de Pagamentos do Brasil - Principais Itens, 1968-1982 (US\$ bilhões)

Discriminação	1968-73 ¹	1974-78 ¹	1979	1980	1981	1982	1983 ²	1984 ³
A- Balança Comercial	0,0	-2,3	-2,8	-2,8	1,2	0,8	6,5	9,1
Exportações (FOB)	3,3	10,3	15,2	20,1	23,3	20,2	21,9	24,6
Importações (FOB)	3,3	12,6	18,1	23,0	22,1	19,4	15,4	15,5
B- Balança de Serviços	-1,0	-3,7	-7,2	-9,6	-12,2	-15,5	-12,7	-14,4
Juros (líquido)	-0,3	-1,8	-4,2	-6,3	-9,2	-11,4	-9,6	-10,6
Outros ⁴	-0,7	-1,9	-3,0	-3,4	-3,2	-4,2	-3,2	-3,8
Lucros e Dividendos	-	-	-0,6	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8
C- Transações Correntes (A+B)	-1,0	-6,0	-10,0	-12,4	-11,0	-14,8	-6,2	-5,3
D- Conta de Capital	1,9	7,1	6,9	9,3	12,0	6,3	3,5	9,6
Investimentos Diretos (líquidos) ⁵	0,3	0,9	1,5	1,1	1,6	1,0	0,7	0,7
Empréstimos e Financiamentos - Médio e Longo Prazos	2,3	8,6	11,2	10,6	15,6	14,2	14,9	18,2
Amortizações - Médio e Longo Prazos	-0,9	-3,3	-6,4	-5,0	-6,2	-8,1	-9,9	-8,0
Outros	0,2	0,9	0,6	2,6	1,1	-0,8	-2,2	-1,3
E- Erros e Omissões	0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,0
F- Saldo Global (C + D + E)	1,0	0,9	-3,2	-3,5	0,6	-8,9	-3,3	4,3

¹Média anual.

²Dados preliminares.

³Previsões.

⁴Exclusive lucros reinvestidos e inclusive transferências unilaterais.

⁵Exclusive reinvestimentos.

⁶Inclui pagamentos atrasados devido ao Clube de Paris.

Obs.: Em alguns casos, a soma das parcelas não corresponde aos totais devido a diferenças de arredondamento.

Fonte: Banco Central do Brasil. Os dados de 1982, 1983 e 1984 constam do trabalho do Banco Central do Brasil, Brazil, *Economic Program – Internal and External Adjustment*, Vol. 2, março de 1984, pp. 78 e 84.

III. Os países devedores e o Mercado Bancário Internacional: a tendência à redução do crescimento dos ativos bancários e a evolução dos juros internacionais

Como foi visto na seção I, os dados do Quadro 1 mostram que cerca de 2/3 da dívida global dos países em desenvolvimento em fins de 1983 correspondiam a credores privados. Uma parcela significativa daquele montante foi contraída junto a bancos internacionais sendo, portanto considerável a participação desses ativos bancários no total do endividamento dos países em desenvolvimento. Por outro lado, dado o forte impacto da conta de juros sobre as contas correntes daqueles países, (ressaltado na seção II), a “dívida bancária” e o seu serviço são também cruciais para o desempenho conjunto do balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento.

Tendências Recentes da “Dívida Bancária” dos Países em Desenvolvimento

Novamente, como no caso da dívida global, não existe um levantamento completo do endividamento contraído junto aos bancos internacionais pelo conjunto dos países em desenvolvimento. Os dados coletados pelo BIS – têm uma cobertura variável, muito satisfatória no caso dos bancos dos EUA, mas menos completa no caso de diversos outros países credores, apesar de incluírem cifras para diversos centros *off-shore*. Na ausência de informações realmente abrangentes, no entanto, as estatísticas do BIS dão uma ideia aproximada de ordens de magnitude¹⁶.

O quadro 6 registra o endividamento dos países em desenvolvimento (na definição do FMI, adotada na seção I) segundo regiões selecionadas, a partir dos dados desagregados do BIS. Observe-se que aqueles países respondiam por uma “dívida bancária” de pelo menos US\$ 342 bilhões em fins de 1982 que teria passado para US\$ 349 bilhões em setembro de 1983, permanecendo praticamente constante. Destaca-se a participação da América Latina, com cerca de metade da dívida total, tanto em 1982 como em 1983.

Em dezembro de 1982 e setembro de 1983, a dívida dos países em desenvolvimento (segundo a definição do Quadro 6) correspondia a cerca de 20,5% dos ativos *externos* totais dos bancos internacionais que prestam informações ao BIS, sendo que mais de 2/3 daqueles ativos correspondiam a empréstimos concedidos a países industrializados também credores ou a centros *off-shore*. É ainda mais reduzida a participação dos empréstimos concedidos aos países em desenvolvimento nos ativos

¹⁶ A cobertura menos completa do BIS para bancos não americanos e certas complicações relativas aos centros *off-shore* tendem a subestimar as “dívidas bancárias” dos vários países. No caso do Brasil, segundo os dados do Banco Central, em 31/12/83, a dívida total (de curto, médio e longo prazos) para com os bancos estrangeiros era de US\$ 58,7 bilhões e de US\$ 7,8 bilhões para com os bancos brasileiros no exterior (que, pelo teoricamente, estão incluídos nas estatísticas do BIS), totalizando US\$ 66,5 bilhões, enquanto o BIS registrava, na mesma data, apenas US\$ 56,1 bilhões, ou seja, 84% do total (ver Quadro 6).

totais (internos e externos) dos bancos dos países industrializados. Segundo uma estimativa recente, tal participação não ultrapassava 6% em fins de 1982¹⁷. No entanto, se tal participação *média* parece muito reduzida, esta subestima a posição (*exposure*) de vários grandes bancos internacionais, notadamente dos EUA. Diversos grandes bancos americanos durante a década de 1970 lançaram-se agressivamente no mercado internacional de forma que empréstimos externos representam atualmente 50% dos ativos relativos a empréstimos desses bancos. Assim, no final de 1982, a dívida dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo para com os 9 maiores bancos americanos era de US\$ 60,3 bilhões, equivalentes a 10,6% dos seus ativos totais e a 222% do seu capital conjunto¹⁸.

Quadro 6

Posição dos Empréstimos do Sistema Bancário Internacional aos Países em Desenvolvimento*, segundo o BIS, em dezembro de 1982 e setembro de 1983 (US\$ milhões)

Classificação do BIS	Empréstimos em 31/12/82	%	Empréstimos em 30/09/83	%
América Latina ¹	169.271	49,4	173.982	49,8
Ásia ²	46.734	17,6	49.184	14,1
África ³	17.948	5,2	17.840	5,1
Oriente Médio ⁴	12.922	3,8	11.896	3,4
“Outros Desenvolvidos” ⁵	44.772	13,1	45.801	13,1
“Outros OPEP” (Países sem superávit na Conta de Capital)	50.756	14,8	50.724	14,5
Total Parcial	342.403	100,0	349.427	100,0
Empréstimos Externos totais do Sistema Bancário Internacional	1.688.793		1.707.195	
<u>% Países em Desenvolvimento</u>				
Total	20,3		20,5	

* Segundo a definição mais ampla do FMI. Ver seção I, p. 3.

¹ Exclui Venezuela, Equador e Trinidad Tobago incluídos em “Outros OPEP”.

² Exclui Brunei e Indonésia incluídos em “Outros OPEP”.

³ Exclui Argélia, Gabão e Nigéria incluídos em “Outros OPEP”.

⁴ Exclui membros da OPEP e Líbano.

⁵ Inclui apenas os países classificados como em desenvolvimento pelo FMI: Chipre, Grécia, Portugal, Turquia, Iugoslávia, República Sul Africana.

Fonte: Bank for International Settlements, *International Banking Developments; Third Quarter 1983*, Basle, Janeiro de 1984, Quadro 5.

¹⁷ Ver Société Générale, *Conjoncture*, setembro de 1983, p. 5. Segundo tal fonte, “um estudo recente dá OCDE sobre o endividamento mostra que o montante global dos empréstimos concedidos pelos bancos privados aos países em desenvolvimento representa ... somente 6% do total combinado dos seus empréstimos internos e externos”. A mesma fonte conclui que “na sua grande maioria, os bancos não estão ameaçados pelas dificuldades de pagamento dos países em desenvolvimento ... e (que) o maior problema, na hora atual não é o colapso do sistema bancário internacional”.

¹⁸ Ver Thomas J. Trebat, “Mexico’s Foreign Financing – A Perspective for the Next Decade”, novembro de 1983, *mimeo*, p. 31 e as declarações do Presidente do Federal Reserve System dos EUA, Paul A. Volcker reproduzidas in U.S. House of Representatives, *Hearing Before the Committee on the Budget, 07/03/83*, U.S. Government Printing Office, Washington, 1983, pp. 103 e 104. Segundo Volcker, em junho de 1983, os créditos dos nove maiores bancos relativos ao Brasil, México e Argentina eram de, respectivamente, US\$ 11,8 bilhões, US\$ 13,4 bilhões e US\$ 5,3 bilhões, correspondendo conjuntamente a 112,5% do capital desses bancos.

De fato, antes da sua desaceleração nos últimos anos, foi muito rápido o crescimento dos empréstimos bancários aos países em desenvolvimento. Dados preliminares da OCDE sobre a posição dos empréstimos dos bancos internacionais aos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo (agregado menos abrangente do que o do Quadro 6, por excluir países da OPEP) indicavam um total de US\$ 312 bilhões ao final de 1983. O aumento desses empréstimos teria sido de apenas 7% em 1983, contra 14% em 1982 e 21% em 1981, apresentando também um forte contraste com o crescimento médio anual de 23% verificado entre 1975 e 1980¹⁹.

Apesar da redução do ritmo de crescimento dos empréstimos bancários nos últimos anos, os dados do Quadro 6, em confronto com os dados do Quadro 1, mostram que a “dívida bancária” correspondia a pelo menos 44,7% do endividamento global dos países em desenvolvimento no final de 1982, e a pelo menos 63,8% dos compromissos contraídos por esses países junto a fontes credoras privadas, que na maioria dos casos estão sujeitas a taxas de juros flutuantes.

Ressalta, portanto, a grande importância relativa dessa “dívida bancária” na questão mais ampla do endividamento dos países em desenvolvimento, que é ainda mais marcante no caso dos principais países devedores. De fato, o Quadro 7, também baseado em estatísticas do BIS, indica que, em muitos desses países, a participação da “dívida bancária” na dívida total é bastante mais elevada do que a média verificada para o conjunto dos países em desenvolvimento. No que diz respeito aos principais devedores da América Latina, tal proporção alcança quase 2/3 o que, juntamente com o próprio montante global da dívida da região, explica a ênfase concedida aos empréstimos bancários em discussões recentes sobre o reescalonamento da dívida de vários países latino-americanos.

Dados mais abrangentes do que os apresentados no Quadro 7, relativos a alguns dos principais devedores, e reproduzidos no Quadro 8, mostram que a dívida bancária desses países em dezembro de 1982 era, na realidade, ainda mais elevada do que a que se infere das informações do BIS. Indicam também, que é muito significativa a participação dos bancos americanos nos empréstimos a esse conjunto de países, destacando-se a importância não apenas dos grandes bancos dos EUA, mas também de bancos regionais daquele país. Os dados desagregados para o Brasil e o México mostram que os 9 maiores bancos americanos tinham emprestado a esses dois países, até o final de 1982, respectivamente US\$ 13,3 bilhões e US\$ 12,9 bilhões, que correspondiam a respectivamente 22% e 20,53% do total de sua dívida bancária²⁰. Explica-se assim, o empenho e a ativa participação dos

¹⁹ Dados do relatório anual da OCDE sobre a dívida externa, reproduzidos in *Gazeta Mercantil*, 11/04/84, p. 12. A redução dos empréstimos privados registrada no Quadro 3 está intimamente relacionada com esta queda de ritmo.

²⁰ Distribuição percentual da Dívida Bancária do Brasil e do México no final de 1982:

País	Bancos americanos			Total	Bancos não-americanos	Total
	9 maiores	15 seguintes	Demais bancos			
Brasil	22,0	6,5	5,5	34,0	66,0	100
México	20,5	8,1	10,2	38,8	61,2	100

Fonte: Federal Financial Institutions Examination Council: *Country Exposure Lending Survey*, dezembro de 1982, dados reproduzidos in Thomas J. Trebat, *Mexico's Foreign Financing – A Perspective for the Next Decade*, novembro de 1983,

principais bancos americanos nos recentes acordos de reescalonamento das dívidas do México e do Brasil²¹.

Quadro 7

Participação dos Empréstimos Concedidos por Bancos Internacionais na Dívida Total de Países Selecionados em dezembro de 1982*

Países	Dívida Total (US\$ bilhões) (1)	Dívida para com os Bancos Comerciais (US\$ bilhões) (2)	% $\frac{(2)}{(1)}$
América Latina			
Argentina	38,8	22,168	57,2
Brasil	86,3	56,082 ²	65,0 ¹
Chile	17,2	10,433	60,7
Colômbia	10,2	5,541	54,4
Equador	6,6	4,099	62,1
México	84,6	58,978	69,8
Peru	11,2	5,216	46,6
Venezuela	<u>33,2</u>	<u>22,657</u>	<u>68,3</u>
Subtotal	288,1	185,174	64,3
Ásia			
Coreia do Sul	37,2	18,828	50,7
Filipinas	20,7	8,325	40,3
Índia	19,8	1,649	8,4
Indonésia	21,9	6,172	28,2
Malásia	8,6	4,571	53,2
Tailândia	11,1	2,993	27,0
Taiwan	<u>9,3</u>	<u>5,242</u>	<u>56,4</u>
Subtotal	128,6	47,784	37,2
Europa, Oriente Médio e África			
Argélia	14,8	6,482	43,8
Costa do Marfim	8,4	2,905	34,6
Egito	21,8	4,338	19,9
Israel	28,0	6,414	22,9
Iugoslávia	18,5	9,329	50,5
Marrocos	10,8	3,557	33,0
Nigéria	11,2	6,980	62,4
África do Sul	-	(13,057)	-
Turquia	<u>22,6</u>	<u>2,940</u>	<u>13,0</u>
Subtotal	136,1	42,945	31,6

*Nota: a dívida bancária dos vários países está possivelmente subestimada, como se discute no texto.

mimeo, p. 32.

²¹ Segundo informações preliminares, era a seguinte a dívida dos quatro principais países devedores latino-americanos para com os grandes bancos americanos em 30/12/83, em milhões de dólares:

Banco	Argentina	Brasil	México	Venezuela
Citicorp	NR	4600	3000	1500
Bank for America	NR	2484	2741	1614
Chase Manhattan	800	2560	1553	1226
Manufacturers Hanover	1321	2130	1915	1084
Morgan Guaranty	741	1785	1174	464
Chemical (N.Y.)	NR	1276	1414	776
First Interstate	NR	532	758	NR
Continental Illinois	401	476	599	436
Security Pacific	NR	530	550	NR
Bankers Trust	NR	743	1286	436
First Chicago	NR	689	770	NR

NR – Total não revelado.

Fonte: The World Street Journal, dados reproduzidos in Gazeta Mercantil, 07 e 09/04/84, p. 2.

() A cifra entre parênteses não foi incluída no subtotal.

¹Segundo estatísticas incompletas do BIS.

²A dívida bancária do Brasil e a sua participação estão subestimados.

Fontes: Quadro 2 e Bank for International Settlements, *International Banking Developments, Third Quarter 1983*, Basle, Janeiro de 1984, Quadro 5.

Quadro 8

Empréstimos Bancários Totais a Países Seleccionados e “Exposure” dos Bancos Americanos, dezembro de 1982*

Países	Posição (“Exposure”) dos Bancos Comerciais (US\$ bilhões)	Participação Percentual dos Bancos Americanos na “Exposure” Total dos Bancos Comerciais	Participação dos Bancos Regionais no Total da “Exposure” dos Bancos Americanos
Argentina	25,7	36	16
Brasil	60,5	34	19
Chile	11,6	46	26
México	62,9	40	25
Venezuela	24,5	38	29
Coreia do Sul	23,2	56	21
Filipinas	12,6	53	11

*Nota: informações mais abrangentes do que as do BIS, o que explica a diferença positiva da dívida bancária de cada país com relação aos dados do Quadro 7.

Fontes: Bank for International Settlements, *International Banking Developments*; Financial Institutions Examination Council, *Country Exposure Lending Survey*. Dados reproduzidos in *Euromoney*, Outubro de 1983, p. 42.

Note-se, no Quadro 7, que a participação da dívida bancária também é bastante elevada nos casos da Nigéria, da Iugoslávia e da Coreia do Sul (+ de 50% do total), mas é muito menos significativa em alguns dos grandes devedores restantes, notadamente a Indonésia, a Índia, o Egito, Israel e a Turquia, onde varia entre 8,4% e 28,2% do total.

Esses últimos países são possivelmente bastante menos vulneráveis a flutuações nas taxas de juros internacionais, na medida em que é provavelmente bem maior a participação de empréstimos oficiais, menos sujeitos a variações de taxas, na sua dívida total. Mas de qualquer forma, para todos os grandes devedores, a conta de juros passou a representar um ônus considerável em termos do agravamento do seu déficit em transações correntes conjunto, corroendo o aumento de suas exportações. De fato, segundo dados do Banco Mundial, os juros relativos à dívida de médio e longo prazos dos países em desenvolvimento passaram de US\$ 4,8 bilhões em 1973, para US\$ 15,4 bilhões em 1978, US\$ 30,6 bilhões em 1980 e cerca de US\$ 46 bilhões em 1983²².

Nos mesmos anos, segundo o FMI, as exportações totais dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo alcançaram respectivamente, US\$ 85,5 bilhões, US\$ 200,7 bilhões, US\$

²² Ver The World Bank, *World Debt Tables, 1983-84 Edition*, p. IX.

326,8 bilhões e US\$ 350,5 bilhões²³. Portanto, entre 1973 e 1983 quadruplicaram as exportações dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo, enquanto a conta de juros dos países em desenvolvimento como um todo decuplicou. Cabe observar que entre 1978 e 1983 a conta de juros triplicou, enquanto as exportações aumentaram apenas 75%. Assim, para os países em desenvolvimento não exportadores de petróleo, a relação entre pagamentos de juros e exportação de bens e serviços passou de 6,1% em 1983 para 9,3% em 1980, alcançando 13,2% em 1982 e retornando a 11,4% em 1983²⁴. Fica claro, portanto, o grande descompasso entre o ritmo de crescimento das exportações e a evolução da conta de juros, principalmente neste último período, justificando-se um breve exame da evolução recente das taxas de juros internacionais.

A Evolução das Taxas de Juros Internacionais na Última Década

Entre 1973 e 1983, as taxas de juros internacionais mostraram acentuadas oscilações, como se pode observar no Quadro 9 e no Gráfico 1. A London Interbank Offer Rate (Libor) de seis meses, que sofreu queda considerável de 1974 para 1975, voltou a elevar-se significativamente de 1978 a 1981²⁵, retrocedendo gradualmente em 1982 e 1983. Estes movimentos foram acompanhados, com a devida defasagem, pelo custo médio da dívida total de médio e longo prazos dos países em desenvolvimento, bem como pelo custo dos novos empréstimos contraídos ou garantidos pelo setor público destes países.

Com relação ao período 1975-1977, e às décadas anteriores a 1973, as taxas de juros nominais permaneciam em nível elevado ao longo de 1983 e no início de 1984, especialmente em face da forte redução das taxas de inflação nos principais países industrializados, resultando em taxas de juros reais ainda muito elevadas.

²³ Ver International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Washington, 1983, p. 188, Table 19.

²⁴ International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, 1983, p. 204. No caso dos principais devedores, esta relação é muito mais elevada. No caso do Brasil, em 1983, as exportações de bens e serviços de US\$ 23,63 bilhões, corresponderam pagamentos líquidos de juros de US\$ 9,55 bilhões, resultando uma relação de 40,4%. Ver Banco Central do Brasil, *Brazil Economic Program – Internal and External Adjustment*, Vol. 2, março de 1984, pp. 83 e 84, para os dados brutos.

²⁵ No final dos três meses de julho, agosto setembro de 1981, a Libor de 6 meses excedeu 18% a.a. Ver Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, janeiro de 1984, p. 11.

Quadro 9

Evolução da Libor de 6 Meses e das Taxas Médias de Juros Nominais sobre Novos Empréstimos de Médio e Longo Prazos Contraídos ou Garantidos pelo Setor Público dos Países em desenvolvimento e do Brasil, 1973-1983

Ano	London Interbank Offer Rate ¹ (Libor) 6 Meses	Países em Desenvolvimento – Taxas Médias de Juros dos Empréstimos contraídos ou garantidos pelo Setor Público			Brasil – Taxas Médias de Juros dos Empréstimos contraídos ou garantidos pelo Setor Público		
		Média dos Credores	Credores Oficiais	Credores Privados	Média dos Credores	Credores Oficiais	Credores Privados
1973	9,32	6,6	4,1	9,0	8,6	7,0	9,3
1974	11,20	-	-	-	-	-	-
1975	7,62	6,8	4,9	8,7	8,6	7,6	8,9
1976	6,13	-	-	-	-	-	-
1977	6,15	6,9	5,3	8,1	8,3	8,0	8,4
1978	9,36	7,9	4,8	9,7	9,8	7,4	10,2
1979	11,99	9,4	5,0	11,6	11,1	8,3	11,5
1980	14,15	9,3	5,5	12,8	12,7	9,1	13,6
1981	16,52	11,6	6,7	14,6	15,3	10,8	16,4
1982	13,20	11,0	7,6	13,1	13,0	11,1	13,5
1983	9,79	-	-	-	-	-	-

¹Média anual das taxas de fim de mês.

Fontes: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets, Março de 1978 e Janeiro de 1984; The World Bank, World Debt Tables, 1983-84 edition, pp. 3 e 167.

Os dados mensais indicam que a queda da Libor em 1983 ocorreu principalmente em função de sua evolução no primeiro semestre, quando a média observada foi de 9,50%, já que no segundo semestre tal média subiu para 10,28%. Com o aumento da *prime-rate* nos EUA de 11% para 11,5% e depois para 12% e 12,5% entre março e maio de 1984, continua a tendência de alta daquela média, que alcançou 10,36% nos três primeiros meses de 1984, passando a barreira dos 11% na primeira metade de abril para alcançar a média de 11,23% naquele mês e 12,18% em maio²⁶. Como não existe expectativa de uma redução substancial das taxas de juros internacionais, principalmente em função de previsões sobre a evolução da economia americana ao longo do ano, a Libor média deverá apresentar novo aumento em 1984, revertendo a queda observada em 1983.

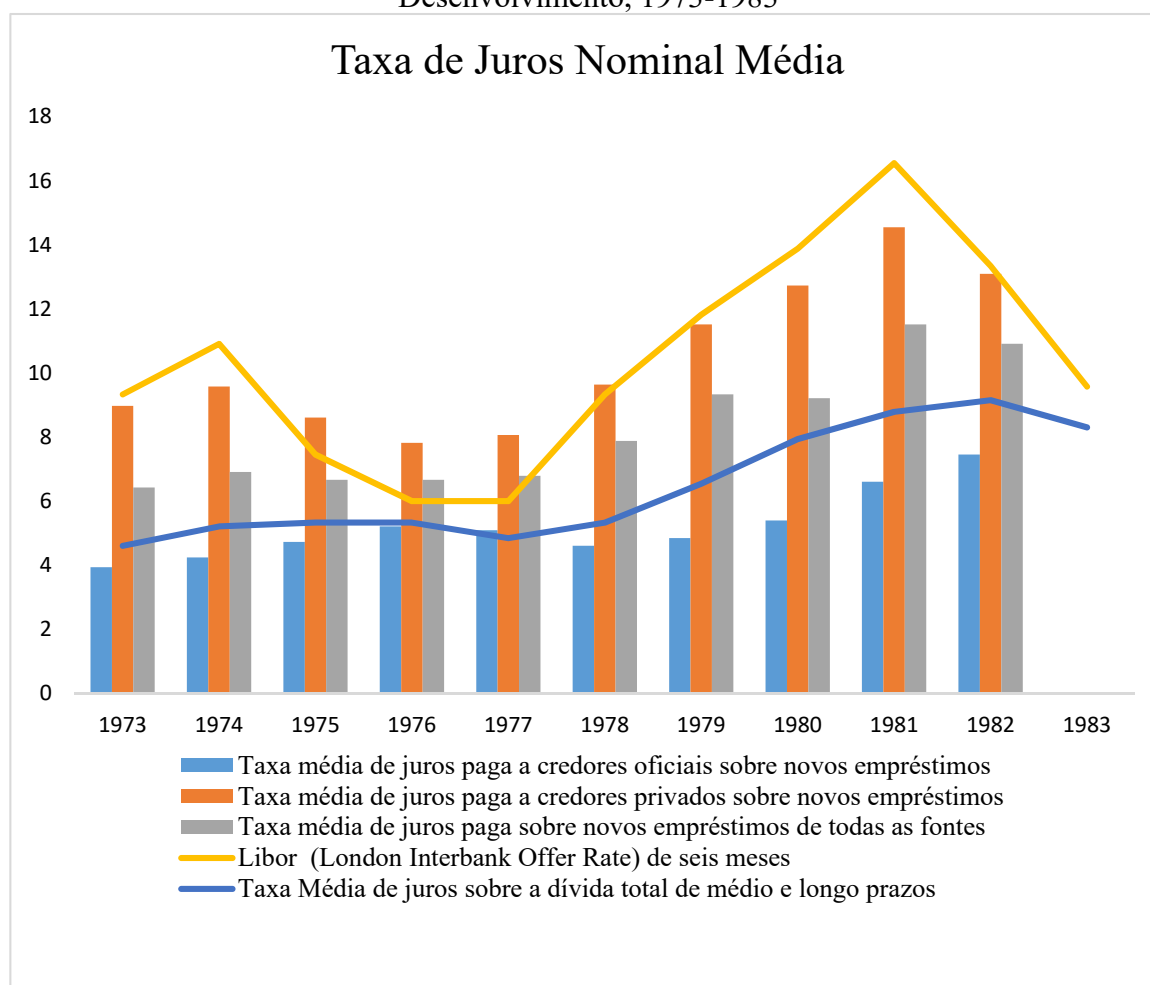
²⁶ Foi a seguinte a evolução das taxas *médias* mensais da Libor de 6 meses desde o início de 1983:

Jan. 83	9,23	Jun. 83	10,05	Nov. 83	10,06	Abr. 84	11,23
Fev. 83	9,57	Jul. 83	10,49	Dez. 83	10,37	Mai. 84	12,18
Mar. 83	9,52	Ago. 83	10,81	Jan. 84	10,06		
Abr. 83	9,41	Set. 83	10,19	Fev. 84	10,21		
Mai. 83	9,19	Out. 83	9,77	Mar. 84	10,81		

Fonte: Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional, CEMEI/IBRE/FGV, Banco de Dados Financeiros Nacionais e Internacionais, *mimeo*, vários números.

Gráfico 1

Taxas Médias de Juros de Empréstimos de Médio e Longo Prazos contraídos por Países em Desenvolvimento, 1973-1983



Fonte: Quadro 9 e The World Bank, *World Debt Tables, 1983-84 edition*, Figure 2, p. XI.

Essas tendências explicam em parte o forte aumento da conta de juros dos países em desenvolvimento nos últimos anos e não excluem nova pressão ao longo de 1984. No entanto, cabe enfatizar que os pagamentos de juros efetuados por esses países cresceram no último quinquênio não apenas em função da elevação das taxas de juros internacionais, mas também em função das margens (*spreads*) e comissões pagas sobre os empréstimos de credores privados.

Assim, por exemplo, enquanto a Libor mostrava acentuada tendência de queda entre o primeiro e último trimestre de 1982, o *spread* médio acima da Libor pago pelos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo passou de 0,83% para 1,47%. Aumentou posteriormente para 2,02% no primeiro trimestre de 1983 e permanecia em 1,80% no terceiro trimestre do mesmo ano²⁷.

O Gráfico 2 mostra a evolução semestral dos *spreads* pagos pelos países em desenvolvimento entre 1978 e 1982, em contraste com as margens cobradas de países da OCDE. Os vários países em desenvolvimento devedores estiveram, no entanto, sujeitos a *spreads* bastante diferenciados no

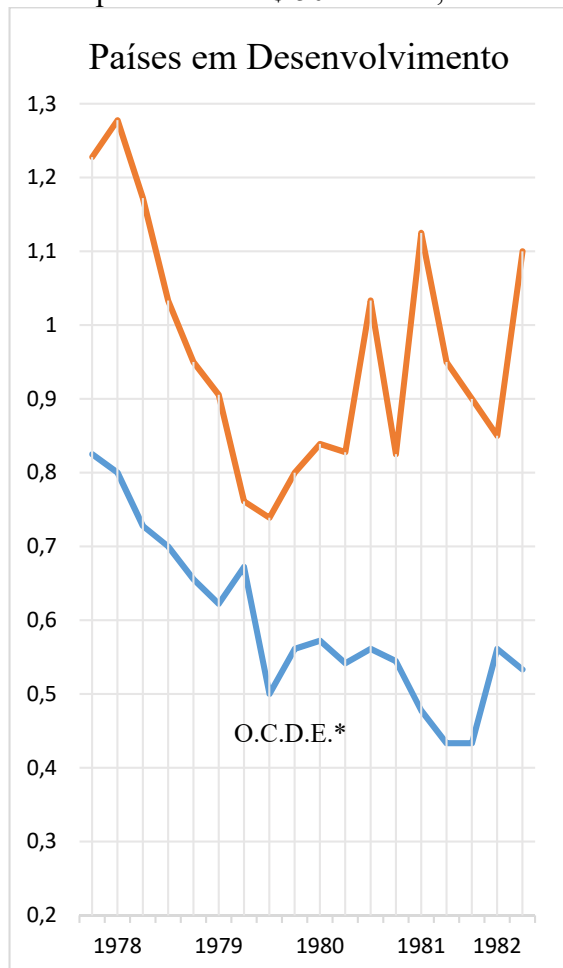
²⁷ Ver The World Bank, *World Debt Tables, 1983-84 Edition*, p. XIII.

período recente, como se pode inferir do Gráfico 3, que não se explicam apenas pelo diferente prazo médio de suas dívidas. O *spread* pago pelo Brasil destaca-se como o mais elevado, já no final de 1980, mesmo antes que tivesse ficado claro o agravamento de sua situação cambial e que tivesse sido decretada a suspensão de pagamentos pelo México²⁸.

Dadas as elevadas taxas de juros e os *spreads* observados nos últimos anos, a deterioração dos termos de troca dos países em desenvolvimento e a desaceleração do ritmo de expansão dos empréstimos bancários, acrescidos ao impacto do segundo choque do petróleo, não é de surpreender o crescente número de países que, diante da impossibilidade de honrar o serviço de sua dívida externa, foram levados a reescalonar parte de suas obrigações internacionais, principalmente ao longo de 1983. Essa experiência de reescalonamento é examinada na seção IV.

Gráfico 2

Margens (“Spreads”) sobre Empréstimos em Dólares no Euromercado
Montantes Superiores a US\$ 50 milhões, em Percentagem



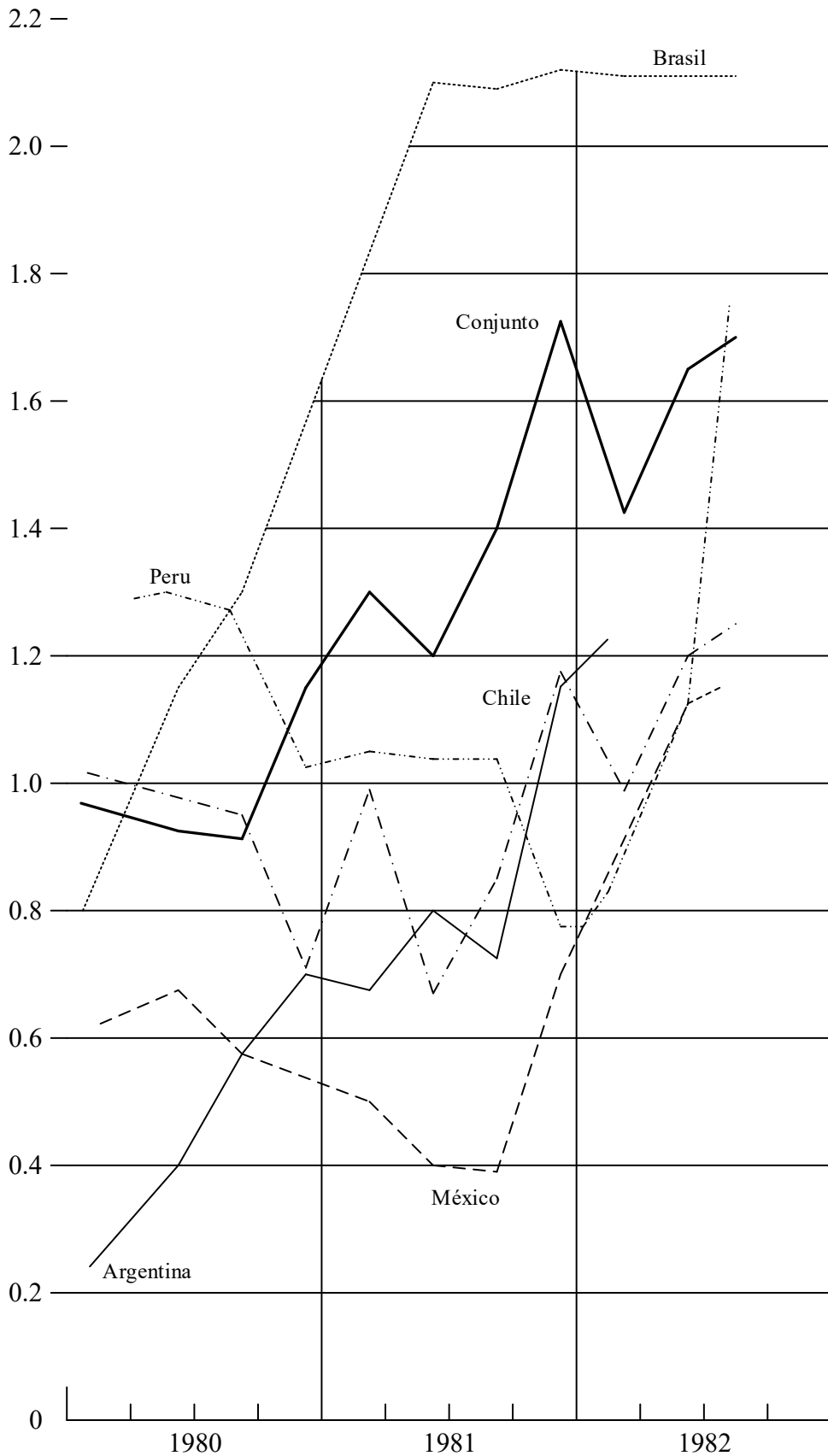
* Exceto Turquia.

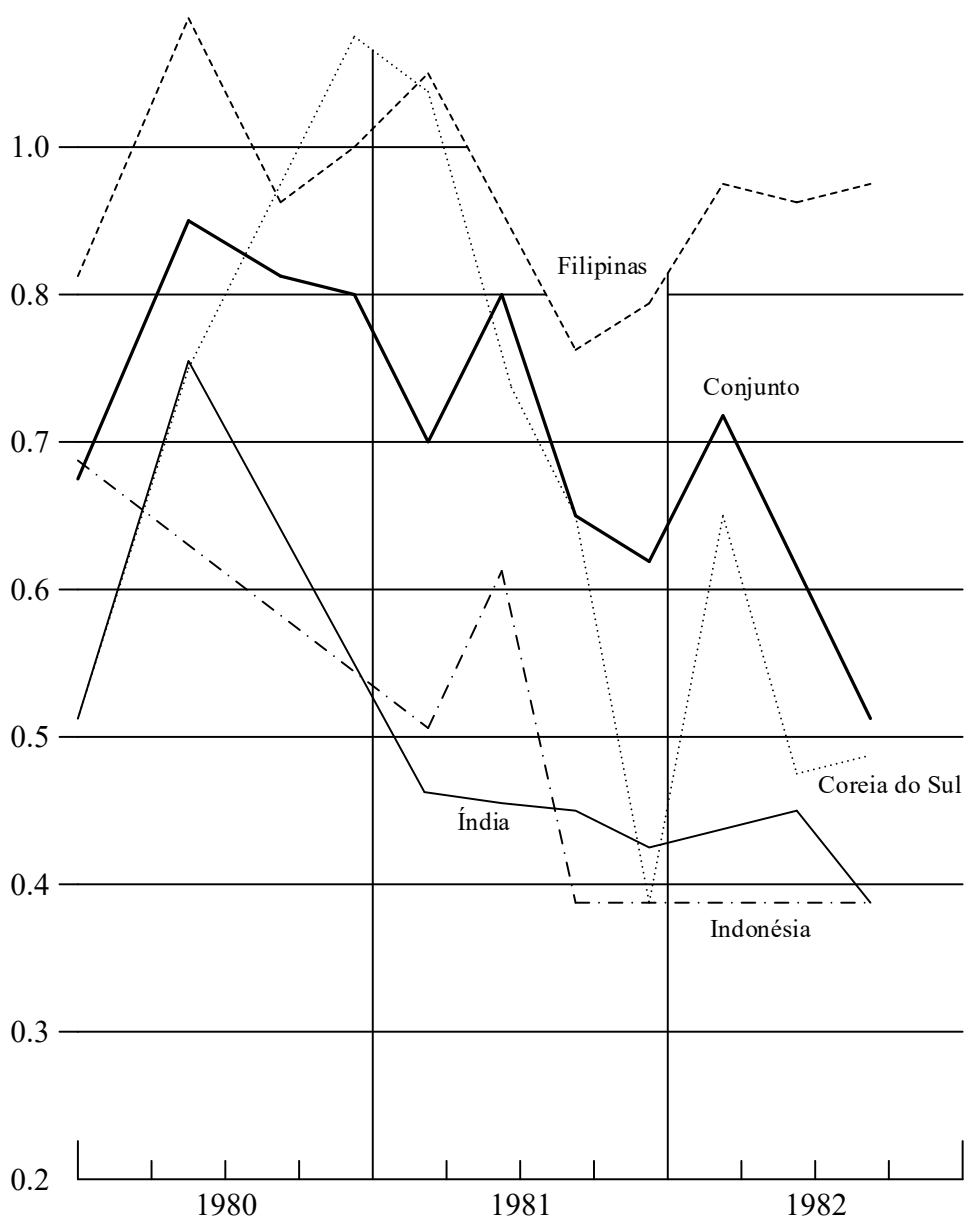
Fonte: OCDE, gráfico reproduzido in Société Générale, *Conjoncture*, junho de 1983, p. 8.

²⁸ Sobre os *spreads* pagos pelo Brasil entre 1974 e 1981, ver Nogueira Batista Jr., *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*, p. 118. A partir de fins de 1980, o país passou a pagar um *spread* de cerca de 2% sobre os seus empréstimos em moeda, situação que perdura até o presente, tendo a cifra de 2,25% sido frequentemente adotada nos últimos anos.

Gráfico 3

Margens (“Spreads”) sobre Empréstimos em Dólares no Euromercado a Países em Desenvolvimento Seleccionados da América Latina e da Ásia





IV. A Experiência de rescalonamento dos últimos anos e a situação recente dos principais devedores

O rescalonamento de parte da dívida de diversos países não é um fato novo, diretamente decorrente da crise do sistema financeiro internacional provocada pela suspensão de pagamentos pelo México em meados de 1982. Efetivamente, ao longo dos anos 1970, pelo menos quinze países foram levados a alterar os termos de suas obrigações externas. Nesse sentido, o que diferencia os dois últimos anos do período anterior é o grande número de países e o volume de recursos envolvidos nos acordos de rescalonamento ocorridos em 1985 e 1984.

O Quadro 10 reproduz um levantamento do Banco Mundial sobre as experiências de renegociação de obrigações externas de países em desenvolvimento desde meados da década de 1970. Entre 1975 e 1983, 34 países membros do Banco Mundial recorreram a esquemas de rescalonamento

de uma parcela de sua dívida para com os bancos comerciais ou com o Clube de Paris. Apenas em 1983 houve 27 casos, número que já aumentou ao longo de 1984. Na América Latina, a grande maioria dos países já propuseram algum tipo de reescalonamento aos seus credores²⁹.

Enquanto entre 1975 e 1980 os vários acordos envolveram apenas US\$ 13,8 bilhões, e em 1981 e 1982 as somas renegociadas foram de respectivamente US\$ 5,7 bilhões e US\$ 2,3 bilhões, os reescalonamentos ao longo de 1983 excederam US\$ 67 bilhões (dos quais US\$ 56 bilhões relativos a bancos comerciais). Entre os principais devedores que reescalonaram parte de suas dívidas encontram-se o México, o Brasil, a Argentina, a Iugoslávia, o Peru e a Nigéria, com montantes superiores a US\$ 1,8 bilhões. Destaca-se, assim, a importante participação dos bancos internacionais nos esquemas de reestruturação de dívidas externas, que somente em 1983 envolveram cerca de 1/6 do saldo dos empréstimos daqueles bancos aos países em desenvolvimento existentes em fins de 1982.

No entanto, os reescalonamentos da dívida bancária, quase sempre envolveram apenas amortizações³⁰, transformadas em novos empréstimos, enquanto os acordos com o Clube de Paris incluíram em algumas ocasiões tanto juros como amortizações, como ocorreu a pedido do Brasil em 1983. Como, para vários países, a conta de juros excede a de amortizações, vem se colocando atualmente a questão da inclusão dos juros nas negociações de reescalonamento com os bancos internacionais, notadamente no caso dos grandes devedores, para evitar o recurso a novos empréstimos-jumbo tais como os concedidos ao Brasil e ao México.

Porém, com relação à questão de juros, muitos banqueiros, e em particular os grandes bancos americanos, vêm demonstrando, contrariamente a diversas instituições europeias, pouca ou nenhuma disposição de negociação, descartando, pelo menos abertamente, a possibilidade de uma capitalização dos juros, mesmo que parcial, ou de taxas de juros “favorecidas”, abaixo dos níveis de mercado³¹. Por outro lado, cabe observar que os reescalonamentos de amortizações ao longo de 1983 não envolveram grandes concessões em termos de *spreads*, tendo, pelo contrário, ocorrido aumentos em certos casos, ainda que tenha havido maior boa vontade com relação a prazos de carência e à nova maturidade de dívidas reescaladas, como ressalta do Quadro 11. No caso do Brasil, que vinha sendo frequentemente submetido a um spread de 2,25% sobre a Libor, a redução para 2,125% ou para 2% não têm qualquer relevância em termos de uma maior capacidade de pagamento para o país: para cada bilhão de dólares reescalado, uma queda de 0,125% representa uma diminuição de apenas

²⁹ *Euromoney*, Março de 1984, p. 38. Entre os países de maior porte, apenas a Colômbia não propôs o reescalonamento de sua dívida.

³⁰ Constituem exceções, por exemplo, os casos da Polônia e da Nicarágua.

³¹ Em contraste, bancos europeus, notadamente suíços e alemães, têm admitido uma atitude mais flexível com relação aos juros, envolvendo alguma forma de capitalização dos juros pelo menos até o final de 1985. Cabe observar que tal atitude é facilitada por uma maior flexibilidade das autoridades de supervisão bancária desses países, que têm regras menos restritivas do que as americanas. Veja-se, por exemplo, *The Economist*, 31/03/84, p. 78.

US\$ 1,25 milhão na conta de juros.

Quadro 10

Renegociações Multilaterais de Dívidas Externas de Países-Membros do Banco Mundial, 1975-1983 (US\$ milhões)

País	Nº de Recebimento	1975-80		1981		1982		1983 ¹	
		Clube de Paris	Bancos Comerciais	Clube de Paris	Bancos Comerciais	Clube de Paris	Bancos Comerciais	Clube de Paris	Bancos Comerciais
Argentina	2		970						(6.000)
Bolívia	2				(444)				(536)
Brasil	2							(3.800)	(9.800)
Rep. Centro Afr.	2			55				(13)	
Chile	2	216							(4.100)
Costa Rica	2							(107)	(1.259)
Rep. Dominicana	1								(660)
Equador	2							(200)	(2.150)
Gabão	1	-105 ²							
Guiana	3		29				14		(24)
Honduras	1								(122)
Índia	3	436 ³							
Iugoslávia	1								(3.800)
Jamaica	3		126		103				(166)
Libéria	4	30		25			27	(25)	
Madagascar	3			142		103			(195)
Malawi	3					24		(30)	(57)
México	2							2.000 ⁴	(22.550)
Marrocos	1							(1.200)	
Nicarágua	3		582		190		(55)		
Níger	1							(29)	
Nigéria	1								(1.830)
Paquistão	1			263					
Peru	4	478	821					(450)	(2.320)
Romênia	4					(234)	(1.544)	(195)	(572)
Senegal	4			77		84		(81)	(92)
Serra Leoa	2	66							
Sudão	4	373			638	174		550	
Togo	5	170	68	(92)				(300)	(84)
Turquia	5	4.696 ³	2.640		(3.100)				
Uganda	2			27		(10)			
Uruguai	1								(170)
Zaire	6	1.594	402	574				(1,600)	
Zâmbia	1							(320)	
Total	84	8.164	5.638	1.255	4.475	629	1.640	10.900	56.487

Nota: Os acertos concluídos com bancos comerciais e credores oficiais no mesmo ano foram classificados como reescalamentos separados.

¹ Cobre acertos assinados, ou acordados em princípio, até dezembro de 1983. Cuba e a Polônia, que também renegociaram pagamentos do serviço da dívida com bancos comerciais ao longo de 1983, não sendo membros do Banco Mundial, estão excluídos desse quadro. O acordo de reestruturação da dívida do Panamá, assinado com os bancos comerciais credores em setembro de 1983, foi um refinanciamento, mais do que um adiamento ou reescalamento formal de vencimentos, e está omitido. As cifras indicam os montantes reescalados anunciados pelos países ou, quando entre parênteses, estimados pelo FMI ou o Banco Mundial.

² Este foi um acordo de um grupo especial de trabalho.

³ Refere-se a acordos de Consórcios de Ajuda (Aid Consortia Agreements).

⁴ Acordo de um encontro do grupo credor.

Fonte: The World Bank, *World Debt Tables, 1983-84 Edition*, Washington, 1984, p. XVIII.

Quadro 11

Prazos e Margens dos Novos Empréstimos e das Operações de Reescalamento da Dívida de Países Latino-Americanos Seleccionados, em 1983

País	Condições dos Novos Empréstimos		Condições dos Reescalamentos Recentes	
	Prazo	“Spread”	Prazo	“Spread”
Argentina	5 anos	2,250 (L)		2,125 (L)
		2,125 (P)		2,000 (P)
Brasil	9 anos	2,000 (L)		mesmos termos
		1,750 (P)		
Chile	7 anos	2,250 (L)	8 anos	2,125 (L)
		2,125 (P)		2,000 (P)
Costa Rica	3 anos	1,750 (L)	8 anos	2,250 (L)
		1,625 (P)		2,125 (P)
Cuba	-	-	7 anos	2,250 (L)
Equador	6 anos	2,375 (L)	7 anos	2,250 (L)
		2,250 (P)		2,125 (P)
México	6 anos	2,250 (L)	8 anos	1,875 (L)
		2,125 (P)		1,750 (P)
Panamá	6 anos	2,250 (L)		mesmos termos
		2,125 (P)		
Peru	8 anos	2,250 (L)	-	mesmos termos
		2,000 (P)		
Uruguai	6 anos	2,250 (L)		mesmos termos
		2,125 (P)		

(L) margem (*spread*) percentual adicional à Libor.

(P) margem (*spread*) percentual adicional à Prime Rate.

Fonte: *Euromoney*, novembro de 1983, p. 23.

Se os dados do quadro 10 sugerem que no período recente diversos países enfrentaram sérias dificuldades, tais informações não permitem inferências sobre a situação dos principais devedores nos últimos meses, cabendo alguns comentários sobre países individuais. De fato, nesse período têm-se verificado atitudes bastante diferentes das várias nações endividadas, que poderiam também provocar mudanças na atuação da comunidade bancária internacional.

O México, país responsável pela exacerbação da crise do sistema financeiro internacional em 1982, conseguiu firmar a imagem de sucesso do seu programa de estabilização. O empréstimo-jumbo de US\$ 5 bilhões negociado em fins de 1982, que se enquadra no conceito de “empréstimos forçados”, foi acertado em fins de 1983, havendo até mesmo casos esporádicos de oferta espontânea de pequenos empréstimos novos a este país, no segundo semestre do ano. No primeiro semestre de 1984, o México representa para os banqueiros internacionais um exemplo de país “bem sucedido” na implementação de um programa de ajustamento nas linhas preconizadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). De fato, o déficit em transações correntes da ordem de US\$ 3 bilhões em 1982, transformou-se em

um superávit de mais de US\$ 4 bilhões em 1985, em virtude de uma forte compressão das importações que, segundo dados preliminares, foi concomitante com uma queda de 3% do produto real do país³². Por outro lado, antes mesmo da confirmação de novos empréstimos bancários de US\$ 3,8 bilhões concedidos no final de abril de 1984, (dentro das condições impostas pelo FMI para a concessão de um empréstimo de US\$ 1,6 bilhões) o México participou como “coordenador” de uma operação de assistência à Argentina a qual aquele país aportou US\$ 100 milhões. Assim, apesar da perspectiva de uma nova queda do Produto Nacional Bruto para este ano, o México parece decidido a continuar implementando o programa decorrente dos compromissos assumidos com o FMI. Pode-se esperar, no futuro próximo, no máximo, uma tentativa no sentido de reduzir margens (*spreads*), como a redução conseguida por ocasião do já mencionado empréstimo de US\$ 3,8 bilhões, e alguma ampliação de prazos de pagamento e de consolidação, podendo esta última passar a ser plurianual³³.

O Brasil enfrentou maiores dificuldades do que o México para concretizar o empréstimo-jumbo de US\$ 6,5 bilhões com os bancos internacionais que deveria servir para “fechar” as contas externas do país em 1983 e 1984. O acordo somente foi firmado em fins de janeiro de 1984, tendo o ano de 1983 terminado com atrasos de pagamentos (inclusive de juros) da ordem de US\$ 2,340 milhões. No caso do Brasil, o princípio de “empréstimos forçados”, ou seja, a obrigação por parte dos bancos de fornecer créditos proporcionais à sua *exposure* com relação a um determinado país, encontrou fortes resistências, não apenas de pequenos bancos regionais americanos, mas também de bancos de maior porte de vários países. Tal resistência foi dirigida contra o princípio em si, mas também fundamentou-se no desempenho da economia brasileira em 1983. De fato, o superávit na balança comercial de US\$ 6,5 bilhões de dólares, permitindo uma redução do déficit de transações correntes de US\$ 14,8 bilhões para US\$ 6,2 bilhões em 1983, resultado inegavelmente positivo, contrastou com uma taxa de inflação de 211%, muito superior aos 99,7% observados no ano anterior. Ambas as partes envolvidas parecem, portanto, céticas, com relação à possibilidade de novos empréstimos-jumbo para “resolver” o problema de endividamento do país.

Mas se o México e o Brasil aceitaram as recomendações do FMI e optaram por programas recessivos, com seus inevitáveis custos sociais, a Argentina escolheu um curso diferente. O novo governo, respaldado pela sua legitimidade baseada no voto popular, declarou que suspenderia os seus pagamentos até 30/06/1984 e passou a tentar negociar um reescalonamento da dívida externa argentina com os banqueiros internacionais e o FMI que não implique recessão no país. Dada a iminência do não pagamento de juros devidos a bancos americanos em fins de março deste ano pela

³² Ver *IMF Survey*, 06/02/84, p. 44.

³³ Ver Peter Montagnon, “Devedores mais Fortes para Negociar”, in *Gazeta Mercantil*, 26/04/82, p. 2. O crédito ao México de US\$ 3,8 bilhões teve excesso de adesões e prevê um spread de 1,5% acima da Libor ou 1,125% sobre a prime rate americana, além de uma comissão de 0,625%. Ver *Gazeta Mercantil*, 27/04/82, p. 2.

Argentina³⁴, o que colocaria os empréstimos correspondentes na categoria de *non-performing* e o país em posição de default (não pagamento), este recebeu do México, Brasil, Colômbia e Venezuela um empréstimo de US\$ 300 milhões, enquanto os principais bancos credores do comitê de assessoramento do reescalonamento argentino também adiantaram US\$ 100 milhões, (apesar de um acordo não ter sido firmado com o FMI)³⁵. Cabe observar que, mesmo nesse contexto, a Argentina continua buscando grandes concessões, o que certamente dificultará qualquer acordo. Além de pretender obter um novo empréstimo dos bancos internacionais, o país vem sondando essas instituições no sentido de renegociar os termos do acordo de reescalonamento concluído pelo ex-regime militar (envolvendo mais de US\$ 6 bilhões), visando tanto uma ampliação de prazo como uma redução, de *spread* (estipulado em 2,5% acima da Libor ou 2% acima da prime rate). Tal fato, sem precedentes, poderia levar a reivindicações semelhantes de outros países devedores, cujo desempenho econômico tem sido mais satisfatório do que o argentino, iniciativa que os bancos certamente tentariam bloquear³⁶. Quanto ao acordo com o FMI, a resistência a um programa recessivo representa um obstáculo fundamental para um acerto com esta instituição. Enquanto não se alcança uma situação de compromisso, o país vem tentando acumular reservas através de atrasos de pagamentos, já que em 1983 apresentou um déficit de transações correntes da ordem de US\$ 1,9 bilhões.

A Venezuela, apesar de uma situação de reservas internacionais relativamente folgada vem, há um ano (desde março de 1983), conseguindo adiamentos sucessivos por 90 dias do pagamento do principal da dívida do setor público, e solicitou um quinto adiantamento em fins de abril de 1984. Desde fevereiro de 1983 vêm-se acumulando atrasados relativos a juros da dívida do setor privado, (estimados em US\$ 800 milhões) e somente em março de 1984 foi eliminada boa parte dos atrasados de juros relativos à dívida do setor público³⁷. Portanto, o governo empossado em fevereiro de 1984 na Venezuela vem prorrogando o que se constitui em uma situação de suspensão parcial do pagamento da dívida, enquanto tenta concluir negociações para o reescalonamento de cerca de US\$ 18 bilhões da dívida externa do setor público junto a 450 bancos privados³⁸. Como os bancos insistem

³⁴ Segundo uma estimativa de meados de março de 1984, os atrasados de juros e amortizações totalizavam então US\$ 2,5 bilhões. Ver *Euromoney*, março de 1984, p. 41.

³⁵ Tal empréstimo está supostamente garantido por depósitos argentinos junto ao Federal Reserve americano, e foi complementado com cerca de US\$ 100 milhões de recursos argentinos. Ver *The Economist*, 04/04/84, p. 11 e *Gazeta Mercantil*, 26/04/84, p. 2.

³⁶ Nesse contexto, cabe recordar as declarações recentes do Ministro do Planejamento do Brasil, Antônio Delfim Netto, segundo o qual “os bancos sabem que quem apresenta melhor desempenho deve pelo menos receber o mesmo tratamento dos que têm pior desempenho”. Por outro lado, em dezembro de 1983, o México também ameaçou rediscutir o seu acordo de reescalonamento de 1983/84, no sentido de pressionar os banqueiros a concederem o novo empréstimo de US\$ 3,8 bilhões com condições mais favoráveis. Ver Peter Montagnon, “Devedores Mais Fortes para Negociar”, in *Gazeta Mercantil*, 26/04/84, p. 2.

³⁷ Ver *Gazeta Mercantil*, 30/04/84, p. 2, artigo reproduzido do Financial Times.

³⁸ Segundo estimativas recentes, a dívida total do setor público venezuelano é de US\$ 28 bilhões, sendo US\$ 18,4 bilhões a vencer entre 1983 e 1984, enquanto a dívida externa privada do país está estimada em US\$ 8 bilhões. Veja-se *Gazeta Mercantil*, 03/03/84, p. 2 e 27/04/84, p. 2. Em março de 1984, as reservas da Venezuela eram estimadas em US\$ 10

em um acordo da Venezuela com o FMI como pré-requisito para o reescalonamento e o novo presidente venezuelano parece não aceitar um programa de austeridade, também no caso venezuelano, como no caso argentino, pode verificar-se uma situação de impasse.

Dos cinco principais países devedores, apenas a Coreia do Sul se destaca por uma situação comparativamente favorável, tanto em termos de balanço de pagamentos como em termos de crescimento econômico. Entre 1980 e 1983 o país reduziu o seu déficit em conta corrente de mais de US\$ 5 bilhões para US\$ 1,6 bilhões, mas paralelamente o seu PNB continuou crescendo a taxas elevadas (9% em 1983), estando também prevista uma taxa de crescimento de 7,5% ao ano para os próximos anos. O Plano Quinquenal, revisto recentemente, prevê um saldo de transações correntes de US\$ 400 milhões em 1986, resultante de um crescimento de exportações suficiente para contrabalançar os significativos pagamentos do serviço da dívida, que em 1983 alcançaram 65% do total das exportações. Esse elevado coeficiente resulta do perfil temporal da dívida coreana, cujo total de US\$ 40,1 bilhões em dezembro de 1983 incluía 14,2 bilhões de dívidas de curto prazo (35,4% do total). Porém, com reservas internacionais de US\$ 6,9 bilhões no fim do mesmo ano e exportações de mercadorias da ordem de US\$ 23,2 bilhões, e dadas as perspectivas para o corrente ano, a Coreia do Sul claramente enfrenta um problema de dívida externa muito menos grave do que o dos países examinados acima³⁹.

Diferentes situações também se observam entre outros grandes devedores. Portanto, sem se proceder a um exame exaustivo, cabem também alguns comentários sobre outros países. A Indonésia, negativamente afetada pela queda do preço do petróleo, procedeu a uma série de reformas ao longo de 1983 (redução de subsídios ao consumo interno de derivados de petróleo, adiamento de diversos projetos de investimento de grande porte, eliminação de controles sobre as taxas de juros, reforma tributária e, principalmente, maxidesvalorização da rúpia de 27,5%). Apesar de uma significativa redução de importações, o déficit em contas correntes excedeu US\$ 6 bilhões no final do ano, sendo parcialmente financiado por uma queda de reservas e por entradas espontâneas de capital de empréstimo. A previsão para 1984 é de um novo déficit de cerca de US\$ 4,4 bilhões, que deverá ser financiado por US\$ 1,4 a US\$ 1,6 de empréstimos oficiais, uma pequena perda adicional de reservas e empréstimos bancários de pouco menos de US\$ 2 bilhões⁴⁰. Assim, a Indonésia não recorreu ao

bilhões. Veja-se *The Economist*, 31/03/84, p. 78.

³⁹ Para dados recentes sobre a economia coreana e uma análise da política econômica no período recente, veja-se “Korea: Adjustment Model for the 1980s?”, in Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, março de 1984 e Marine Midland Bank, *Asia-Pacific Outlook*, Winter 1983-84, pp. 22-24. Segundo as informações mais recentes, da dívida de US\$ 40,1 bilhões em fins de 1983, os bancos comerciais respondiam por US\$ 24 milhões. Dos US\$ 14,2 bilhões de dívida de curto prazo, US\$ 10,3 bilhões correspondiam a créditos comerciais e US\$ 3,9 bilhões a obrigações de bancos estrangeiros na Coreia para com as suas matrizes. Da dívida de maturidade superior a 1 ano, que alcançava US\$ 25,9 bilhões, US\$ 23,9 bilhões correspondiam a empréstimos e apenas US\$ 0,6 bilhões a bônus (bonds). Empréstimos do FMI respondiam pelos US\$ 1,4 bilhões restantes.

⁴⁰ Marine Midland Bank, *Asia-Pacific Outlook*, Winter 1983-84, pp. 13-15 e Chemical Bank, *Asian Economic Trends*, Janeiro de 1984, pp. 22-23.

FMI e continua a ser considerada um “mercado confiável” para a comunidade bancária internacional. Evidência de tal fato é a facilidade com que foram levantados US\$ 600 milhões junto aos bancos internacionais em fevereiro de 1984, que resultaram de respostas favoráveis e espontâneas a um pedido de US\$ 500 milhões⁴¹.

Em contraste, as Filipinas, com uma dívida externa da ordem de US\$ 25 bilhões e diante da erosão de suas reservas em função da fuga de capitais, foram forçadas em outubro de 1983 a requerer um adiamento de 90 dias de todas as amortizações devidas a bancos internacionais e a recorrer ao FMI para um empréstimo *stand-by* de 615 milhões de direitos especiais de saque (DES). No final do ano verificaram-se substanciais atrasos de pagamentos referentes a juros e operações comerciais e, ao longo de 1984 o país vem enfrentando sérias dificuldades para concluir um acordo com o FMI (inclusive em virtude da falta de confiabilidade e de incoerências das estatísticas oficiais, notadamente quanto a reservas). Tal acordo é fundamental para a tentativa de reescalonamento de cerca de US\$ 10 bilhões da dívida e de obtenção de US\$ 3 bilhões de novos empréstimos⁴². As Filipinas encontram-se, portanto, em uma situação particularmente precária.

Entre os demais grandes devedores da Ásia, pode-se deixar de lado o caso de Israel, em que o endividamento externo é muito mais resultado de considerações político-militares e de uma relação especial com os Estados Unidos do que decorrência da evolução da economia nos últimos anos, o que certamente significa que o país continuará a não ter problemas para “rolar” a sua dívida. Quanto à Índia, esta vem sendo recentemente apontada pelo FMI como um exemplo de país que, submetendo-se a um programa de ajustamento acordado com aquela instituição, foi bem-sucedido na tentativa de reestabilizar a sua economia. A estabilidade observada no déficit em contas correntes foi compatível com um crescimento médio do PIB de 4,5% entre os anos fiscais de 1981/82 e 1983/84. A situação das contas externas tornou-se suficientemente favorável para que a Índia desistisse de sacar junto ao FMI a última parcela de 1,1 bilhões de DES à que tinha direito pelo acordo firmado em 1981⁴³. Como a dívida da Índia para com os bancos internacionais é muito reduzida, (segundo os dados do quadro 7, esta alcançava 8,4% da dívida total em 1982), não se poderiam esperar grandes perturbações do mercado financeiro internacional a partir do desempenho desse país.

Tal não é o caso de alguns países africanos e, notadamente, da Nigéria. O novo governo militar

⁴¹ Ver a respeito *Gazeta Mercantil*, 14/02/84, p. 2. O empréstimo teve prazo de 8 anos, com 4 anos e meio de carência. Três quartas partes do volume do crédito estão sujeitas a um *spread* de 0,75% sobre a Libor e o restante a 0,2% sobre a *prime rate* americana, 32 bancos participaram do empréstimo.

⁴² Em função do atraso no acordo no primeiro trimestre de 1984, várias indústrias já tinham diminuído consideravelmente o seu ritmo de produção, em virtude da sua dependência da importação de matérias-primas. Veja-se, *Gazeta Mercantil*, 14/02/84, p. 2, artigo reproduzido do Financial Times, e Marine Midland Bank, *Asia-Pacific Outlook*, Winter 1983-1984, pp. 28 e 32. Ver também, Chemical Bank, *Asian Economic Trends*, janeiro de 1984, pp. 30-31.

⁴³ Ver *IMF Survey*, 06/02/84 e 26/03/84. Cabe observar que o programa previa um ajustamento bastante gradual, com a consecução de um déficit em contas correntes da ordem de 2% do PIB nos três primeiros anos do acordo, enquanto o déficit do governo foi fixado em 6 a 7% do PIB no mesmo período.

instaurado na virada do último ano verificou a existência de elevados atrasados comerciais, que eram estimados em cerca de US\$ 6 bilhões no primeiro trimestre de 1984. A dívida para com os bancos comerciais aumentou de US\$ 4,8 bilhões em junho de 1981 para US\$ 9,2 bilhões em junho de 1983, enquanto a dívida total teria alcançado cerca de US\$ 17 bilhões no início de 1984⁴⁴. Além dos atrasados comerciais, o país teria, em princípio, que enfrentar despesas com o serviço da dívida externa da ordem de US\$ 3,3 bilhões em 1984. Mesmo sendo bem-sucedido na conclusão de um acordo com o FMI para a obtenção de um crédito ampliado de US\$ 2,6 bilhões a US\$ 3,2 bilhões, o país não poderá saldar seus compromissos sem uma ampla renegociação de sua dívida. Mesmo antes desse acordo, já estão sendo adotadas diversas medidas de austeridade (grandes cortes reais nos gastos governamentais, redução das importações, estreitos limites sobre empréstimos bancários, abatimentos nas remessas de trabalhadores estrangeiros para o exterior)⁴⁵. Porém, o novo governo vem se recusando a desvalorizar o naira, medida sugerida pelo FMI, o que pode ser um sério obstáculo para um acordo com o Fundo. Cabe observar que o problema da dívida externa Nigeriana é menos de volume (cerca de 1/4 do PIB) do que de maturidade, com picos de pagamento entre 1984 e 1986. Em 1984, o serviço da dívida está calculado em cerca de 28% das exportações, que vêm sendo prejudicadas pela evolução do preço do petróleo. O país está tentando soluções específicas para as dívidas comerciais não garantidas e para aquelas garantidas pelos governos dos credores. Aos fornecedores não segurados por governos, a Nigéria propôs a “conversão dos débitos em notas promissórias de 6 anos, com um prazo de carência de 2 anos e meio e uma taxa de juros de 1% sobre a Libor”. Para saldar os créditos garantidos por agências governamentais de financiamento de exportações, o país está tentando levantar um empréstimo bancário para a rolagem por 6 anos de atrasados comerciais da ordem de US\$ 2 bilhões⁴⁶. Somente se estas questões forem resolvidas, a Nigéria poderá evitar o *default*.

Finalmente, no caso do Chile e do Peru, outros dois grandes devedores latino-americanos, observa-se também a busca de acordos com o FMI. Em abril de 1984 foi acertado um empréstimo de US\$ 340 milhões do FMI ao Peru, incluindo um crédito *stand-by* de US\$ 262,5 milhões e US\$ 78,4 milhões de compensação pela queda da receita de exportação em 1983, como resultado do programa de austeridade proposto pelo governo do Peru. Paralelamente as negociações com o FMI, o país estava tentando negociar o reescalonamento de US\$ 2,6 bilhões da dívida para com os bancos comerciais, para cobrir as suas necessidades de crédito em 1984 e 1985⁴⁷. O Chile também apresentou uma carta

⁴⁴ Ver *The Economist*, 21/01/84, p. 72 e 04/03/84, p. 79, e *Gazeta Mercantil*, 20/02/84, p. 2.

⁴⁵ Ver *Gazeta Mercantil*, 07/05/84, p. 2 e 08/05/84, p. 2, artigos reproduzidos do Financial Times.

⁴⁶ Ver *The Economist*, 04/02/84, p. 79 e *Gazeta Mercantil*, 16/04/84, p. 2. Cabe mencionar que segundo estimativas do diretor da Câmara de Comércio Brasil-Nigéria, os créditos atrasados e a vencer de empresas brasileiras à Nigéria estavam entre US\$ 200 e 300 milhões em março de 1984. Veja-se a *Gazeta Mercantil*, 12/03/84, p. 3.

⁴⁷ Ver *Gazeta Mercantil*, 15/02/84, p. 2 e 27/04/84, p. 2. Cabe observar que no início de fevereiro de 1984, o Peru chegou em princípio a um acordo para refinanciar US\$ 1,5 bilhões de sua dívida de curto e médio prazos com melhores termos. O prazo estabelecido foi de 9 anos, com cinco de carência, e *spreads* de 1,5% sobre a prime rate americana de 1,75%

de intenções ao Fundo no início de 1984, após verificar-se uma redução no seu déficit de contas correntes de US\$ 1,16 bilhões em 1982 para US\$ 540 milhões em 1983, que permitiu ao país terminar o ano com cerca de US\$ 2 bilhões de reservas. A recente mudança do ministro de finanças em abril de 1984, poderá levar à alteração de algumas das metas anteriormente acertadas, mas não dos termos básicos do acordo. Paralelamente, o Chile solicitou aos bancos comerciais um empréstimo de US\$ 784 milhões para enfrentar os seus pagamentos externos este ano. Até fins de abril de 1984, apenas US\$ 500 milhões estavam comprometidos, confirmando a morosidade dos “empréstimos forçados”, mas o grupo de assessoramento da dívida pretendia assinar o empréstimo em fins de maio⁴⁸.

Em resumo, mesmo um exame superficial da situação dos principais países devedores revela situações bastante distintas quanto às tendências recentes do balanço de pagamentos e a abordagem da questão da renegociação da dívida. Muitos países devedores têm recorrido ao FMI, aceitando programas de austeridade com inevitáveis custos sociais, enquanto a Argentina e a Venezuela vêm tentando conciliar o auxílio do FMI ou o reescalonamento da dívida com a não adoção de medidas recessivas. Por outro lado, a Coreia do Sul, a Indonésia e a Índia, com uma dívida conjunta da ordem de US\$ 85 bilhões parecem estar enfrentando seus problemas recentes com sucesso, sem representar uma “ameaça” imediata para a comunidade bancária internacional.

Ressalta desse breve exame de diferentes desempenhos no período recente que, apesar de que subsista um problema global da dívida para o qual os programas de ajustamento inspirados pelo FMI vêm sendo apontados como a solução, inclusive pelos banqueiros internacionais, os vários países podem e devem estudar individualmente uma solução específica para o seu problema de dívida externa, que atenda aos seus próprios interesses. É possível que a generalização desta solução possa criar problemas para os credores externos, e notadamente para os bancos internacionais, mas tal constatação não deve impedir a adoção das medidas pertinentes. Na seção seguinte, examinam-se sugestões recentes visando o reescalonamento da dívida externa brasileira e busca-se apresentar um esboço de proposta nesse sentido.

V. Elementos para uma proposta de Renegociação da Dívida Externa Brasileira

Uma vez examinadas a evolução do endividamento global dos países em desenvolvimento, aspectos da reação recente da comunidade financeira internacional em face do problema e a diferente situação dos principais países devedores, cabe analisar as possibilidades de uma abordagem alternativa da questão da dívida externa brasileira.

sobre a Libor. Ver *Gazeta Mercantil*, 09/02/84, p. 2.

⁴⁸ Ver *Gazeta Mercantil*, 20/03/84, p. 2 e 27/04/84, p. 2. No primeiro trimestre de 1984, as reservas chilenas eram estimadas em US\$ 2 a 2,6 bilhões.

Existe uma crescente percepção, por parte de vários observadores no Brasil e em outros países, de que os esquemas de ajustamento promovidos pelo FMI, que envolvem o acompanhamento de curto e médio prazos do desempenho dos vários devedores para a liberação de recursos adicionais pelos bancos internacionais e o Fundo, não representam uma solução para o problema do endividamento e sim um adiamento de uma questão que, inevitavelmente, deverá ser tratada envolvendo um prazo mais longo e diversas adaptações dos esquemas de reescalonamento atualmente em curso.

Não há dúvida de que o comércio mundial se encontra em franca recuperação, após um período de estagnação e até mesmo de declínio⁴⁹, e que se observa uma tendência de elevação das cotações de diversos produtos primários exportados pelos países em desenvolvimento⁵⁰, principalmente em decorrência do processo de gradual retomada de crescimento dos países industrializados. Porém, o aumento recente das taxas de juros internacionais apenas vem reforçar a convicção de muitos observadores de que uma solução duradoura para a questão da dívida global não pode repousar apenas em um melhor desempenho da balança comercial dos países devedores⁵¹. Trata-se, portanto, de examinar alternativas que necessariamente envolvem as variáveis que afetam diretamente a magnitude e o crescimento dessa dívida, bem como do seu serviço anual.

Propostas Recentes para a Renegociação da Dívida Externa Global e do Brasil

⁴⁹ Segundo estimativas do FMI, o volume do comércio mundial cresceu a uma taxa de 8,51 entre 1963 e 1972. A taxa média aritmética ainda alcançou 5,4% entre 1973 e 1980, tendo declinado para 2% neste último ano. Segundo a mesma fonte, entre 1981 e 1983 o volume do comércio ficou estagnado, já que segundo estimativas preliminares as taxas anuais teriam sido de respectivamente 0,5%, -2,5% e 1%. Os números correspondentes para as exportações dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo foram de 6,7% entre 1963 e 1972, 6,6% entre 1973 e 1980 e respectivamente 6,3%, 0,8% e 4,5% entre 1981 e 1983. Ver International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Washington, D.C., 1983, p. 176, Quadro 8. Dados mais recentes do GATT, mostram um crescimento de 2% no volume do comércio mundial em 1983, e uma previsão de 5 a 6% para 1984. Ver *Gazeta Mercantil*, 25/05/84, p. 2, dados reproduzidos do Financial Times.

⁵⁰ O índice ponderado dos preços médios de 30 produtos básicos computado pelo FMI (que inclui alguns produtos também exportados por países desenvolvidos) mostra um aumento de 6,7% em 1983, “depois de ter registrado queda de 12,1% em 1982 e de 14,6% em 1981”, permanecendo, no entanto, ainda em nível 20% abaixo do observado em 1980. Ver *Boletim del FMI*, 27/02/84, pp. 49 e 59. Para 1984, o mesmo órgão prevê uma ligeira melhora nos termos de troca dos países em desenvolvimento (excluindo os exportadores de petróleo). Ver Press Summary, *World Economic Outlook*, 08/05/84. Naturalmente um forte aumento das taxas de juros internacionais pode reverter, pelo menos parcialmente, esta tendência.

⁵¹ Essa constatação não exclui a possibilidade de que certos países possam não necessitar de um reescalonamento amplo de sua dívida, como se pode inferir da discussão da situação de países específicos na seção IV. Existe, certamente, uma relação entre o crescimento das exportações e o crescimento do produto desses países. Entre 1960 e 1973, os países em desenvolvimento cresceram a uma taxa média de 6% a.a., taxa que se manteve em 5% entre 1973 e 1980, reduzindo-se para 2% em 1981-82 e cerca de 1% em 1983. (Ver Banco Mundial, *World Debt Tables*, 1983-84 Edition, World Bank, Washington, 1984, p. XIV). O estrangulamento externo resultante do serviço da dívida, no entanto, tende a comprimir as importações (ver seção II) que são muitas vezes cruciais para a manutenção de uma taxa de crescimento satisfatória, da qual depende uma maior capacidade de pagamento no futuro. A mera obtenção de saldos comerciais elevados, se resultante da compressão de importações, não garante a retomada de um crescimento adequado. Segundo o FMI, a relação entre o déficit em transações correntes dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo e suas exportações de bens e serviços declinou de 18,7% em 1982 para 12,6% em 1983, estando prevista uma queda para 10% em 1984. Neste último ano, a mesma fonte prevê uma taxa de crescimento média para os países em desenvolvimento da ordem de 3,5% contra 1,5% em 1982-83. Ver Press Summary, *World Economic Outlook*, 08/05/84.

Diversas propostas vêm sendo feitas recentemente, no sentido de alterar as condições dos empréstimos concedidos pelos bancos internacionais aos países em desenvolvimento, envolvendo o prazo para o pagamento do principal, o custo da dívida (juros, *spread* e comissões) e até mesmo uma mudança na natureza das obrigações. Alguns elementos dessas propostas, cujo número vem aumentando em função da pressão adicional sobre os países em desenvolvimento resultante dos recentes aumentos da *prime-rate* e da Libor, podem ser aproveitados para a elaboração de uma proposta-síntese cabendo, portanto, uma discussão, ainda que não exaustiva, dessas sugestões.

A ênfase das várias propostas é geralmente sobre mecanismos de reescalonamento dos juros e de ampliação de prazos de pagamento, já que a questão dos *spreads* é relativamente mais simples: na medida em que se encontre um mecanismo ou esquema que garanta o pagamento do serviço da dívida mesmo que sob novas condições, minimiza-se o risco de *default* e os pagamentos de taxas de risco tendem a se tornar injustificados. Uma proposta óbvia, portanto, que até agora tem tido alguma receptividade pelos bancos apenas no caso de países específicos, é a de substancial redução dos *spreads*, (se não a de sua supressão). No caso da dívida brasileira, o ex-ministro de Fazenda Prof. Octávio Gouvêa de Bulhões chega a propor a eliminação completa do *spread*, considerado como uma taxa de risco dispensável⁵². Como foi visto nas seções III e IV, no entanto, os bancos vêm mantendo margens relativamente elevadas nos acordos de reescalonamento recentes e certamente oporão certa resistência à suspensão pura e simples dos *spreads*⁵³.

Um grupo de propostas afins baseia-se na ideia da “capitalização” dos juros. Esta consiste no adiamento da quitação de parte dos juros, que se transformariam automaticamente em novos empréstimos. Ou seja, uma fração a ser negociada dos pagamentos anuais de juros deixaria de ser paga durante um determinado período ou prazo de carência sendo agregada ao principal, de forma semelhante ao que vem ocorrendo com as amortizações, no caso de vários países, desde 1983⁵⁴. Tal capitalização pode resultar tanto da fixação de uma quantia anual máxima de desembolso de juros, como do estabelecimento de uma taxa de juros máxima, além da qual todos os “juros excedentes” seriam reescalados, já que ambas têm por efeito reduzir a conta anual de juros. A proposta mais “extremada”, nesse sentido, para o caso brasileiro, foi formulada pelo ex-presidente do Banco Central, Paulo Pereira Lyra, e envolve a capitalização da totalidade dos juros bancários por um período de 5 anos, que o autor classifica como um “desengajamento temporário” do mercado financeiro internacional. Pressupondo taxas de crescimento médias de 12% a.a. para as exportações,

⁵² Ver *Gazeta Mercantil*, 24/05/84, p. 1.

⁵³ Argumento parecido pode ser desenvolvido com relação a comissões que, no entanto, são bem menos aparentes e bastante variáveis.

⁵⁴ Nesse sentido, a capitalização muito se assemelha com os empréstimos-jumbo que vêm sendo negociados ultimamente para o pagamento de juros, que apresentam, no entanto, diversos inconvenientes destacados em trabalho recente, bem como elevados custos de transação e a não participação de todos os credores. Ver a respeito Paulo Nogueira Batista Jr., “Elementos Centrais para uma Renegociação mais Ampla da Dívida Externa Brasileira”, *mimeo*, setembro de 1983.

de 8% para as importações + serviços não-fatores, juros de 12,5% e uma remuneração média anual de 9% para as reservas, bem como uma retomada do crescimento da economia a taxas de 1% a.a. (facilitada pela descompressão das importações), Lyra projeta uma dívida externa de US\$ 164 bilhões no final de 1988, e uma acumulação paralela de reservas de US\$ 41,2 bilhões. Nesse período, seriam pagos juros apenas sobre empréstimos comerciais e de instituições internacionais, bem como sobre bônus emitidos pelo país. A grande vantagem do esquema seria transformar o déficit em transações correntes em superávit em 1991, e garantir ao país um crescimento a taxas elevadas, que por sua vez poderia atrair um maior influxo de capital de risco⁵⁵.

Tal supressão total de pagamentos de juros sobre a dívida bancária de médio e longo prazos, pelo período de 5 anos, seria muito provavelmente inaceitável para os bancos internacionais e teria que resultar de uma decisão unilateral do Brasil. De fato, para certos observadores, tal plano não difere muito de propostas recentes de moratória, como por exemplo a do Governador de Minas Gerais, que envolveria a suspensão de pagamentos de juros e de amortizações por cinco anos, e que acrescenta a condição de *fixação* de taxa de juros, possibilidade não defendida por Lyra⁵⁶.

Feita esta constatação, cabe mencionar outras propostas que visam apenas uma capitalização parcial, que envolveria ainda substanciais desembolsos anuais com juros. Variantes dessa sugestão, feita até mesmo por alguns banqueiros no primeiro semestre de 1985 e formalizada por A. C. Lemgruber em meados do ano⁵⁷ foram recentemente apresentadas pelo ex-ministro M. H. Simonsen e inclusive por autoridades americanas, tais como o presidente do Federal Reserve Bank de Nova Iorque, A. Solomon e o presidente do Federal Reserve System, P. Volcker⁵⁸.

⁵⁵ A proposta foi apresentada em diversos trabalhos. Ver, por exemplo, Paulo H. Pereira Lyra, “A Crise Internacional da Dívida Externa – Um Tratamento Orientado para o Crescimento”, *mimeo*, artigo preparado para Conferência em 05/10/83, na The City University, Londres. Para as projeções mais recentes do autor, ver *Gazeta Mercantil*, 07/05/84, p. 12. Cabe observar que um crescimento de apenas 8% a.a. das importações é incompatível com a retomada de um crescimento real de 7% a.a., mesmo que se aceitem valores extremamente baixos para a elasticidade-renda das importações: admitindo-se uma inflação externa de 4 a 5% a.a., mesmo com uma elasticidade-renda das importações igual a 1 ter-se-ia um crescimento das importações nominais da ordem de 11,3% a 12,4% a.a. Tal observação, no entanto, não invalida a ideia básica do autor que efetivamente permite uma substancial acumulação de reservas.

⁵⁶ Ver as declarações de Tancredo Neves, in *Jornal do Brasil*, 24/04/84, p. 5.

⁵⁷ Ver a respeito Antônio Carlos Lemgruber, “Brazil: Suggestions for a New Round of Rescheduling”, *mimeo*, junho de 1983. O autor propunha o seguinte esquema para 1985, mas este poderia também ser adotado a partir de 1984: a) 50% dos pagamentos de juros, seriam efetuados em divisas estrangeiras; b) 50% seriam pagos em cruzeiros em contas especiais no Banco Central. Esta metade seria automaticamente transformada em empréstimos de 5 a 8 anos concedidos ao Banco Central, através de esquema semelhante ao do projeto 2 do acordo feito com os bancos em fins de 1982 e início de 1983. Dependendo da evolução da balança comercial do país, a percentagem desembolsada em divisas poderia ser gradualmente aumentada nos anos seguintes.

⁵⁸ As declarações de Paul A. Volcker e Anthony Solomon estão reproduzidas in *Gazeta Mercantil*, 04/05/84, p. 1, 10/05/84, p. 2 e 12 e 14/05/84, p. 2. Tais declarações podem sugerir que essas autoridades acreditam em um aumento das taxas de juros americanas ou internacionais no futuro próximo, cujo efeito deve ser amenizado por algum mecanismo, para tornar a política monetária menos dependente do problema da dívida dos países em desenvolvimento. Recentemente M. H. Simonsen comentou que a proposta de Paulo Pereira Lyra “representa uma moratória unilateral, a mais inadequada para países como o Brasil, altamente dependentes de créditos comerciais”, mas considerou o adiamento de parte dos juros viável. Ver *Gazeta Mercantil*, 09/05/84, pp. 1 e 13 e *Institutional Investor*, abril de 1984, p. 80. Em artigo recente Carlos Geraldo Langoni, que vem propondo taxas de juros acima da inflação americana, afirma que mesmo com redução de *spreads* e da taxa de juros básica cobrada sobre os empréstimos, “algum tipo de capitalização de juros ainda pode ser necessário”. Ver Carlos Geraldo Langoni, “Sharing the LDC Adjustment Burden”, in *Institutional Investor*, abril de 1984,

Tal capitalização parcial pode, em tese, ocorrer com ou sem “perdas” para os bancos. Na medida em que for fixada uma taxa máxima de juros para os pagamentos anuais, mas que seja capitalizada a diferença entre esta taxa e a taxa de mercado a juros de mercado, tem-se apenas um adiamento de pagamentos com a vantagem, no entanto, de que os aumentos nas taxas nominais são automaticamente absorvidos e não afetam os desembolsos presentes. O mesmo resultaria do estabelecimento de um montante máximo de pagamento de juros em determinado ano (vinculado ou não ao desempenho das exportações)⁵⁹, sendo o montante restante reescalonado *a juros de mercado*. Nesses dois casos, não se pode afirmar que os bancos internacionais estejam sendo propriamente “lesados”, mas em certos países (especialmente EUA e Canadá) estes podem enfrentar dificuldades em virtude de regras de supervisão bancária, na medida em que parte de seus empréstimos passe a ter uma receita diferida (se não considerada duvidosa) e afete a sua conta de resultado. (O problema então, se resumiria em obter um “afrouxamento” das regras, de supervisão, para que os empréstimos não fossem considerados *non-performing*, o que possivelmente requereria negociação entre governos). Cabe lembrar que esse tipo de capitalização encontra bastante receptividade entre banqueiros suíços e alemães, como se mencionou anteriormente neste trabalho. Por outro lado, ao diminuir os pagamentos imediatos de juros, a capitalização parcial abriria algum espaço para o crescimento das importações e da economia, porém claramente muito menor do que no caso da proposta de Paulo Pereira Lyra⁶⁰.

Maior receptividade entre os banqueiros teria a ideia de empréstimos de contingência (*contingent loans*), discutida recentemente no Brasil no âmbito da SEPLAN. Esta implicaria na fixação de uma taxa nominal de juros internacionais considerada normal ou razoável. Se a taxa de mercado excedesse esse valor por um determinado período de tempo, a despesa adicional seria coberta por empréstimos concedidos pelos governos dos países desenvolvidos “em condições mais favoráveis que as de mercado”⁶¹. Tal ideia, por sua vez, certamente esbarraria em resistência a nível político nos países adiantados, e notadamente nos EUA, e teria, portanto, uma chance mínima de aplicação em prazo curto.

Na realidade, em diversas discussões do tema, o fato que se tenta evitar é que o processo de ajustamento seja simétrico, no sentido de que não apenas os países devedores mas também os bancos

p. 31.

⁵⁹ A ideia de vincular os pagamentos de juros a uma certa fração do total das exportações do país, pode ser conciliada com diversos esquemas de renegociação, envolvendo ambas taxas de juros fixas como taxas de juros variáveis. A vinculação limita apenas o *montante* pago anualmente na conta de juros. É compatível, por exemplo, com o já citado esquema sugerido por Lemgruber.

⁶⁰ Cabe aqui mencionar uma variante mais drástica de capitalização, que não envolve novo empréstimo com prazo de carência para o excedente de juros, e que a revista *The Economist* (12/05/84, p. 77) define como “pagamentos-balão”. Toda a diferença abaixo de taxa de mercado não cobrada se transformaria em um único “pagamento-balão” na maturidade do empréstimo. Mas, como indaga a mesma fonte, de onde viriam os recursos para saldar esses pagamentos?

⁶¹ Ver *Gazeta Mercantil*, 17/05/84, p. 15.

internacionais (e, se necessário, os governos dos países de origem dessas instituições) venham a incorrer em parte dos *custos*, como se enfatiza em trabalho recente⁶². O próprio pagamento de *spreads* muito elevados nos últimos anos só tinha como justificativa o risco de que perdas pudessem vir a ocorrer.

Na medida em que os bancos aceitassem tal necessidade, haveria espaço para o estabelecimento de taxas de juros *fixas* nominais ou reais, ou seja, de taxas “concessionais”, abaixo das taxas de mercado. A resistência a essa ideia resulta da constatação de que os bancos captam e continuarão a captar recursos a taxas de juros variáveis, que poderiam se-afastar consideravelmente das taxas “concessionais” efetivamente cobradas. Mas como é lembrado em trabalho recente, “não há nenhuma razão lógica para que se apliquem condições de mercado a uma situação que claramente não é de mercado”⁶³, como a que se chegou no caso da dívida dos países em desenvolvimento. Esse é também o espírito de declarações recentes do ex-presidente do Banco Federal da Alemanha, Otmar Emminger, segundo o qual “haverá ocasiões nas quais os bancos terão de fazer ‘concessões reais’ para auxiliar os países em desenvolvimento a superar a crise da dívida. Em alguns casos, poderá ser mais vantajoso capitalizar os juros vencidos, em lugar de fornecer novos empréstimos, repetidamente, apenas para cobrir os pagamentos de juros não saldados”⁶⁴.

Nessa linha de raciocínio, poder-se-ia garantir uma taxa de juros real para os credores ainda que inferior à taxa de juros real de mercado. A taxa nominal poderia ser fixada em, por exemplo, 1% acima da inflação americana (ou da inflação dos países industrializados), como Langoni propôs recentemente⁶⁵. Alternativamente, foi também proposta a fixação de uma taxa de juros real com base na sua tendência histórica, enquanto o *principal* da dívida estaria sujeito a algum tipo de correção monetária⁶⁶. Tais propostas novamente esbarram com a modalidade de captação de recursos pelos bancos internacionais, e exigem a “conscientização” da necessidade de alguma perda por parte dessas

⁶² Ver Carlos Geraldo Langoni, “Sharing the LDC Adjustment Burden”, in *Institutional Investor*, abril de 1984, p. 31. Ver também, do mesmo autor, “O que irá mudar na Renegociação Externa”, in *Jornal do Brasil*, 28/05/84, p. 9.

⁶³ Langoni, “Sharing the LDC Adjustment Burden” e “O que Irá Mudar na Renegociação Externa”.

⁶⁴ Declarações reproduzidas in *Gazeta Mercantil*, 03/05/84, p. 2, transcritas do Financial Times.

⁶⁵ Declarações de Carlos G. Langoni, reproduzidas in *Gazeta Mercantil*, 24 e 26/04/84, p. 2.

⁶⁶ Ver, a respeito, Stephen C. Kanitz, “Uma Proposta de Renegociação da Dívida Externa Brasileira”, novembro de 1983, *mimeo*, especialmente pp. 8-13, 20-21 e 30. O autor alega que “o Brasil está sendo obrigado a pagar toda a correção monetária de toda a sua dívida no ato” e propõe o “desdobramento dos juros” em juros reais e juros relativos à inflação. Partindo da constatação de que a taxa de juros real nos últimos 50 anos tem oscilado entre 2 e 4%, o autor sugere a fixação de uma taxa de juros real nessa faixa, um *spread* (“remuneração justa”) de 20% sobre a taxa de juros real, e a correção monetária do principal da dívida com base na inflação dos países credores, (por exemplo, índice de custo de vida dos EUA). Criar-se-ia assim “um mercado internacional baseado em taxas reais sobre saldos devedores corrigidos e não taxas nominais sobre saldos devedores corroídos pela inflação”. Quanto à reação dos banqueiros internacionais, o autor acredita que estes “poderão dizer aos seus acionistas que o Brasil se comprometeu a pagar uma taxa de juros real e positiva pela primeira vez na história, e ainda por cima garantiu o poder aquisitivo do dinheiro emprestado”. Esses banqueiros prefeririam “um juro real menor, mas garantido, do que um juro real maior, mas incerto” e já teriam percebido que cobrar um *spread* muito alto atualmente simplesmente aumenta o risco de não pagamento (*default*). Tal proposta, por mais engenhosa que pareça, certamente teria que ser acompanhada de uma mudança radical nas práticas bancárias internacionais, que é extremamente improvável. (Ver também a respeito, *Institutional Investor*, abril de 1984, pp. 80-81).

instituições.

As várias propostas relativas a juros são compatíveis com uma ampliação do prazo para o pagamento da dívida. Tal ampliação reduziria substancialmente os pagamentos de amortizações e poderia aplicar-se não apenas a empréstimos existentes, para redistribuir as amortizações, (que hoje estão sendo automaticamente reescaloadas), ao longo de um horizonte de tempo bastante mais amplo, mas também ao pagamento dos juros capitalizados, envolvendo prazos realmente longos (pelo menos 10 anos) e períodos de carência também mais extensos.

Uma proposta bastante simples seria vincular a maturidade dos empréstimos à taxa de juros de mercado. Quando esta excedesse um certo patamar previamente acordado, o empréstimo teria automaticamente o seu prazo ampliado “como ocorre no caso de certos empréstimos hipotecários para casa própria”. Porém, tal proposta não aliviaria a carga dos juros no futuro, que continuariam a ser pagos a taxas de mercado, como no caso de capitalização sem taxas concessionais. Por outro lado, os bancos não disporiam de qualquer garantia de longo prazo, que no caso do empréstimo hipotecário é o próprio bem financiado⁶⁷.

Sugestão bem mais abrangente, envolvendo não apenas o prazo, mas também outras variáveis relacionadas com a dívida, foi formulada pelo embaixador do Brasil em Washington, Sérgio Corrêa da Costa. Em artigo recente, este diplomata elabora uma proposta articulada, com base em diversas ideias, que cabe reproduzir na íntegra: “Não mais do que uma percentagem razoável das receitas de exportação deve ser utilizada no serviço da dívida, de modo que níveis adequados de produção interna possam ser mantidos. Taxas de juros e comissões devem ser reduzidas. Prazos de vencimento e carência mais favoráveis devem ser assegurados: parcelas substanciais da dívida acumulada devem ser transformadas em obrigações de longo prazo. Créditos adicionais de fontes públicas e privadas devem ser colocados imediatamente à disposição. O acesso dos países devedores aos mercados mundiais precisa ser facilitado”⁶⁸.

O autor combina as propostas de vinculação do serviço da dívida com a receita de exportações, de redução de *spreads*, de taxas de juros concessionais (e de redução do protecionismo e preservação do nível de atividade interna) com a de ampliação dos prazos de pagamento da dívida e de um maior envolvimento de fontes públicas no suprimento de créditos.

Essa proposta, que pela sua abrangência deverá ser adotada pelo menos em parte, ainda que não inclua explicitamente a capitalização dos juros, é também compatível com a ideia de criação de algum tipo de agência internacional, semelhante ao FMI, para auxiliar os países endividados, que permitiria ampliar o prazo médio das dívidas e que envolveria recursos principalmente de países industrializados. Mas por mais factível que viesse a se tornar tal ideia, o que é muito duvidoso, tanto

⁶⁷ Ver a respeito *The Economist*, 12/05/84, p. 77.

⁶⁸ Sérgio Corrêa da Costa, “Crise da Dívida Externa: A Única Saída”, in *Gazeta Mercantil*, 13/04/84, p. 4.

em função de obstáculos políticos como econômicos, essa agência internacional não poderia ser posta em funcionamento em prazo suficientemente breve para resolver o problema presente dos países endividados.

Tal ideia permanece válida, no entanto, como instrumento potencial de normalização do mercado financeiro no mais longo prazo⁶⁹. Propostas mais específicas incluem a criação de uma “agência internacional de redesconto da dívida”, que compraria dívidas de longo prazo dos bancos por uma fração elevada do seu custo (por exemplo, 90 cents por cada dólar) e venderia a esses bancos títulos de longo prazo (de 10 a 30 anos) rendendo taxas de juros “um pouco inferiores” à dos empréstimos originais aos países subdesenvolvidos⁷⁰. A aceitabilidade dessa medida dependeria fundamentalmente da taxa de juros estabelecida para os títulos, que para os bancos teria que ser muito próxima das taxas de mercado.

Nesse contexto, existe também a possibilidade de iniciativas de países em desenvolvimento específicos no sentido de ampliar o prazo de sua dívida que envolvem não apenas a *maturidade* da dívida, mas a sua própria *natureza*, ou seja, a transformação de empréstimos em outros tipos de obrigações. Nessa linha existem dois tipos de propostas. O Prof. Dornbusch sugeriu que a dívida brasileira fosse unilateralmente convertida em títulos federais de longo prazo (*bonds*) que teriam 5 anos de carência, prazo de 30 anos, juros reais de 2% e que seriam transferíveis. O autor reconhece que os bancos internacionais poderiam ter perdas de capital. Porém, dependendo do desconto sobre esses títulos, haveria investidores dispostos a adquiri-los, o que poderia no longo prazo envolver menores perdas para os bancos do que tentar manter a situação presente, que de qualquer forma não garante o pagamento da dívida⁷¹.

Esta ideia, bem como a de criação de uma agência internacional de redesconto para a conversão de dívida bancária em títulos de longo prazo, encontra forte resistência por parte da comunidade bancária internacional. Um economista de um grande banco americano comenta que “enquanto supostamente tais propostas estão orientadas para resolver os problemas de bancos que concedem grandes empréstimos à América Latina, estas na realidade subestimam o seu impacto final sobre o

⁶⁹ Um quadro institucional mais flexível, seria um “Clube de Paris” ampliado, para cobrir dívidas privadas, que congregasse funcionários do FMI, banqueiros privados e representantes e autoridades monetárias dos países industrializados e em desenvolvimento, possibilidade recentemente recomendada por Langoni, in “Sharing the LDC Adjustment Burden”.

⁷⁰ Propostas nessa linha foram apresentadas por Peter Kenen, in *The Wall Street Journal*, 08/02/83 e por Felix Rohatyn, in *The Economist Financial Report*, 15/09/85. Segundo este último, no caso de perdas elevadas de alguns bancos, os Bancos Centrais dos países industrializados teriam que atuar como emprestadores de última instância.

⁷¹ Dornbusch lembra que mesmo quando a cidade de Nova Iorque estava a ponto de entrar em *default*, havia compradores que se arriscavam a comprar títulos da cidade, em vista de seu elevado desconto e, portanto, rendimento, o que também teria ocorrido nos anos 1920 e 1930 com títulos brasileiros. O autor conclui que “certamente muitas pessoas estariam dispostas a manter os títulos (por ele propostos) com um rendimento de 20%. Parece, portanto, plausível que as perdas de capital não excederiam os limites das presentes alocações de recursos” por parte dos bancos. Ver Rudiger Dornbusch, *Stabilization Policy for Brazil*, mimeo, agosto de 1983. Cabe observar que a transformação da dívida externa em títulos é apenas um dos aspectos de um programa de estabilização proposto pelo autor para o país, que envolveria uma nova maxidesvalorização do cruzeiro e uma consolidação da dívida interna.

capital bancário e, portanto, sobre os incentivos futuros para emprestar”⁷². Na medida em que a adoção unilateral da conversão da dívida em títulos poderia levar a uma forte retaliação dos bancos, inclusive com relação a empréstimos comerciais, tal alternativa parece ainda menos aceitável do que, por exemplo, a capitalização integral dos juros, no esquema de Paulo P. Lyra.

Outra “transformação” da dívida externa seria a conversão de parte dos empréstimos externos em capital de risco. Tal proposta foi veiculada pelo Prof. Allan Meltzer⁷³. O autor acredita que os bancos deveriam abrir mão (*write off*) de cerca de 20 a 30% dos empréstimos cujo serviço não estivesse em dia (*non-performing*) e tentar transformar parte ou a totalidade da dívida restante em posições acionárias minoritárias em empresas estatais, como por exemplo as empresas petroquímicas mexicanas e as empresas hidroelétricas brasileiras. Um professor brasileiro, apresenta uma variante dessa medida, que seria a “conversão da dívida, externa das grandes empresas em debêntures conversíveis em ações, com características de amortização, prazo e rentabilidade semelhantes” aos dos bônus federais sugeridos por Dornbusch. A vantagem nesse caso, seria a de “o credor (ter) a opção de tomar-se acionista da empresa sempre que ela acene com a possibilidade de vir a ser lucrativa”⁷⁴. Tais propostas são simplesmente inaceitáveis, de um ponto de vista político, se envolverem somas muito elevadas e as grandes empresas estatais dos principais países devedores, onde o nacionalismo tende a se exacerbar diante do problema da dívida. Em pequena escala, e envolvendo empresas privadas, esse tipo de conversão já vem inclusive ocorrendo no Brasil, mas não se pode esperar um grande alívio das contas externas a partir dessas iniciativas isoladas.

Em suma, entre o repúdio puro e simples da dívida e o “fechamento” de países específicos com relação à comunidade financeira internacional e a tentativa de manter os atuais esquemas de financiamento, existe um espectro considerável de possibilidades de ação com relação ao pagamento da dívida externa, que envolvem maiores ou menores custos para os credores e os devedores. Obviamente para os banqueiros, soluções que preservam taxas de juros de mercado, prazos mais curtos e *spreads* elevados são preferíveis, enquanto para os países devedores, a redução ou supressão dos *spreads*, a fixação de taxas de juros mais baixas e a capitalização da maior parte possível dos pagamentos de juros nos próximos anos, com prazos e carências mais longos, constituem opções desejáveis. Na subseção seguinte, apresenta-se uma proposta para o caso brasileiro que busca levar em conta esses interesses conflitantes sem, no entanto, eliminar a inevitabilidade de que ambas as partes envolvidas incorram em custos e não apenas os países devedores, persistindo a possibilidade de que até mesmo os governos dos países devedores tenham que comprometer recursos.

⁷² Ver Thomas J. Trebat, “A US Perspective on the Debt Crisis”, *mimeo*, dezembro de 1983, trabalho apresentado em seminário na EPGE/FGV. Haveria também o temor de que, se adotada unilateralmente por um país, conforme a sugestão de Dornbusch, a conversão da dívida em títulos se generalizasse, mesmo na ausência de um organismo internacional de redesconto.

⁷³ Ver Allan H. Meltzer, “How to Defuse the Debt Bomb”, in *Fortune*, 28/11/83, pp. 137-143.

⁷⁴ Ver Carlos Longo, “A Renegociação da Dívida Brasileira: do Discurso à Forma”, in *Gazeta Mercantil*, 17/04/84, p. 4.

Para uma Proposta Tentativa de Reescalonamento da Dívida Externa Brasileira

Diversas sugestões recentes quanto ao problema global da dívida externa dos países em desenvolvimento foram apresentadas acima. Cabe agora uma tentativa de elaboração de uma proposta para o caso específico do Brasil, sem a preocupação de que esta deva servir para todos os demais devedores. Deve-se, no entanto, de início, ter em mente que quanto maior for o custo para a comunidade bancária internacional de um esquema de reescalonamento proposto para um dado país e quanto maior for a possibilidade de sua adoção por outros países endividados, maiores podem ser os obstáculos colocados pelos bancos internacionais para a sua aceitação.

Em trabalho recente delinear-se os pontos básicos a ser contem piados por uma ampla reestruturação da dívida externa brasileira:

- “ a) reescalonamento ou capitalização dos juros;
- b) conversão da dívida financeira de curto prazo em dívida de médio e longo prazos;
- c) redução substancial dos *spreads* e outras sobretaxas e comissões cobradas pelos bancos no processo de refinanciamento e renegociação em curso; e
- d) extensão do horizonte de tempo contemplado pelo processo de reescalonamento da dívida e ampliação dos prazos de carência e amortização”⁷⁵.

Como se pode observar, vários desses pontos constam de propostas mencionadas na subseção anterior. A capitalização parcial ou integral dos juros é uma ideia que ganha cada vez maior força e cujos efeitos positivos podem ser extremamente palpáveis com base em diversas projeções, como se verá a seguir. Resta definir a *taxa* de juros a que se fará tal capitalização.

A conversão da dívida financeira de curto prazo em dívida de médio e longo prazos é um ponto de menor importância, mas deixaria nova mente caracterizada a dívida de curto prazo como dívida puramente comercial. Sobre esta dívida comercial, fundamental para o bom desempenho da balança comercial, não se aplicaria o princípio de capitalização, para inclusive amenizar a resistência dos banqueiros i capitalização dos juros de médio e longo prazos.

A redução dos *spreads*, sobre taxas e comissões deve ser particularmente significativa em vista do fato de o país ter pago taxas excessivamente elevadas nos últimos anos. Como a *prime-rate* e a Libor são superiores ao custo de captação dos bancos internacionais, mesmo a eliminação do *spread*, hipótese desnecessariamente extremada, poderia não implicar prejuízos para os bancos. Mas esta é

⁷⁵ Ver Luiz Aranha Corrêa do Lago, Margaret Hanson Costa, Paulo Nogueira Batista Jr., Tito Bruno Bandeira Ryff, O Combate à Inflação no Brasil: Uma Política Alternativa, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1984, capítulo 9 que, por sua vez está baseado em Paulo Nogueira Batista Jr., “O Reescalonamento da Dívida Externa Brasileira: Evolução Recente e Perspectivas”, *mimeo*, FGV/IBRE/CEMEI, outubro de 1983.

também uma questão relacionada com a taxa de juros a ser paga sobre juros reescalados e amortizações, que será discutida mais adiante.

A extensão do prazo das dívidas existentes e daquelas resultantes do processo de capitalização dos juros é crucial para tornar viável em espaço para crescer e a acumulação de reservas pelo país. Deveriam ser contemplados, um prazo não inferior a 10 anos e uma carência não inferior a 5 anos.

Levando-se em conta esses vários elementos, uma primeira opção é a de capitalização integral dos juros por um período de vários anos conforme, por exemplo, proposta detalhada e internamente consistente de Paulo Nogueira Batista Jr.⁷⁶ Enfatizando não apenas a necessidade da capitalização, mas também da redução substancial dos spreads e da extensão dos prazos de carência e amortização (consolidação da dívida) esse autor sugere um programa de reescalonamento de 5 anos que permita uma recuperação simultânea de importações e reservas. Partindo de hipóteses básicas bastante realistas⁷⁷, as projeções de Nogueira Batista de uma capitalização integral dos juros resultam em um aumento da dívida externa bruta de cerca de US\$ 100 bilhões em fins de 1984 para US\$ 170 bilhões em 1989, (com crescimento a uma taxa de 11% a.a.) enquanto a dívida externa líquida passa de US\$ 98 bilhões em 1984 para US\$ 146 bilhões em 1989, (crescendo à taxa de 8,2% a.a.) já que paralelamente se acumulam reservas de cerca de US\$ 24 bilhões. Tal evolução permitiria uma melhoria substancial em todos os principais indicadores de endividamento em 1989⁷⁸, quando, tendo sido recuperado o controle sobre as contas externas e a política cambial, se poderia encarar a retomada

⁷⁶ Ver Paulo Nogueira Batista Jr., “Países Devedores e Bancos Internacionais: O Padrão Atual de Administração da Crise Financeira e a Alternativa de uma Reestruturação Ampliada das Dívidas”, *mimeo*, maio de 1984, (Versão Preliminar), Capítulo V.

⁷⁷ Algumas das hipóteses e simplificações adotadas por Nogueira Batista Jr. nas projeções (que também são parcialmente aceitas para exercícios na presente seção) são as seguintes:

- “os ingressos líquidos relacionados à dívida não bancária de médio e longo prazos, à dívida de curto prazo, ao capital estrangeiro direto e a transferências unilaterais, seriam compensados pelos pagamentos líquidos referentes a empréstimos ao exterior e a serviços fatores exceto juros, lucros e dividendos. (Em consequência desta simplificação e do reescalonamento integral do serviço da dívida bancária, o crescimento das reservas fica determinado pela diferença entre as exportações e as importações de bens e serviços não-fatores)”.
- Ao longo de cinco anos, seria indispensável manter a cada ano as exportações significativamente acima das importações de bens e serviços não-fatores (excetuando, portanto, juros, lucros e dividendos).
- Os parâmetros básicos para a projeção são: 1) taxa de crescimento das exportações de bens e serviços (exceto juros, lucros e dividendos), 12%; 2) taxa média de juros (pagamentos líquidos de juros/ dívida externa líquida no início do ano), 12%; 3) transferência de recursos (= acumulação de reservas)/PIB, II; 4) taxa de crescimento do PIB nominal (resultante de uma taxa de aumento de 4% do deflator do produto real dos EUA e de 41 de crescimento real do PIB brasileiro), 8,2%; 5) taxa de amortização sobre a dívida de médio e longo prazos (tomada como 93% da dívida total, correspondendo os 7% restantes à dívida de curto prazo), 10%.

⁷⁸ É a seguinte a relação dos principais indicadores da dívida no período 1984-89, segundo as projeções de Nogueira Batista Jr.:

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Dívida Líquida/Exportações	365,8	353,8	341,8	329,6	318,9	307,8
Serviço da Dívida/Exportações	72,5	70,1	68,8	67,2	66,0	64,3
Reservas/Importações	10,0	21,6	32,7	42,2	50,0	56,5
Reservas/Dívida Bruta	2,0	5,1	7,8	10,2	12,2	14,1
Serviço da Dívida/Reservas	975,0	370,2	239,2	180,1	148,4	127,6
Coefficiente de Vulnerabilidade	83,6	73,1	62,0	52,1	43,7	36,3

de um pagamento mais regular da dívida.

Segundo este esquema, continuaria havendo uma transferência real de recursos segundo a definição da seção II, mas tal transferência se destinaria exclusivamente à recomposição de reservas internacionais e não ao pagamento de juros, sendo também substancialmente inferior à que se observaria sob o esquema atualmente em curso.

As projeções estão baseadas em uma taxa de juros média de 12% (já resultante da redução de “spreads” e de uma relativa estabilidade das taxas básicas de juros) e em uma relação de 1% do PIB para recomposição anual de reservas (igual à transferência real de recursos). Esta reconstituição de reservas subtraída das exportações (que aumentam à taxa de 12% a.a.) determina como resíduo as importações, que crescem a elevada taxa anual de 16,1% a.a. Em confronto com um crescimento do produto nominal em dólares da ordem de 8,2% esta taxa de crescimento das importações parece muito elevada, principalmente levando-se em conta que no período de projeção os investimentos dos últimos anos da década de 1970 em atividades substitutivas de importações deverão estar maturando e que existe capacidade ociosa no setor industrial⁷⁹.

A partir desse caso extremo, ainda que muito realista, que exigiria uma ação unilateral do Brasil, podem ser feitas simulações alternativas que permitam uma recomposição de reservas paralelamente a *algum* pagamento de juros anualmente, subtraído do excedente das exportações sobre as importações de bens e serviços (exceto juros, lucros e dividendos).

O quadro 12 reproduz os resultados de um exercício desse tipo, que parte de diversas hipóteses comuns as projeções de Nogueira Batista Jr. Para as importações, no sentido de evitar uma projeção excessivamente otimista da balança comer ciai, adotou-se uma taxa de crescimento anual das importações nominais à taxa de 13,9%. Esta resulta de um crescimento do produto real da ordem de 4%, de uma elevada elasticidade-renda das importações de 1,6 e de um crescimento médio dos preços das importações brasileiras da ordem de 7% a.a. Por outro lado, alocou-se metade da diferença entre a exportação e a importação de bens e serviços não-fatores (exceto juros, lucros e dividendos) à recomposição de reservas e o restante ao pagamento de uma parcela dos juros. Tal pagamento parcial de juros tem a vantagem de levar a um crescimento menos intenso do endividamento total. A dívida bruta crescerá à taxa anual de 7,6% no quinquênio 1985-1989 alcançando US\$ 144,5 bilhões em 1989, enquanto a dívida líquida aumentaria para US\$ 121,9 bilhões, crescendo a 4,4% a.a., resultando, portanto, cerca de US\$ 22,6 bilhões de reservas. Por outro lado, o esquema permitiria saldar anualmente pouco mais de 30% do total dos juros devidos (ou seja, cerca de 40% dos juros bancários devidos), o que certamente seria mais atraente para os banqueiros do que uma capitalização integral, mas não toma necessariamente aceitável esse esquema alternativo. Porém, a transferência

⁷⁹ Assim, com a capitalização integral proposta por Nogueira Batista Jr., seria possível um crescimento do produto real acima de 4% com o mesmo nível de importações utilizado nas projeções.

real de recursos da ordem de 2% do PIB anualmente seria *maior* do que no caso da proposta de Nogueira Batista Jr.⁸⁰

Como se pode ver no Quadro 13, com esse tipo de capitalização parcial torna-se possível uma substancial melhoria de diversos indicadores da dívida externa até 1989. A partir desse ano, mantida uma diferença positiva significativa entre exportações e importações de bens e serviços não fatores, seria possível retornar gradualmente ao serviço integral da dívida, graças às reservas acumuladas.

Cabe observar que ambos exercícios dependem de forma crucial da taxa de juros média, estimada em 12% (já incluídos *spreads* e comissões). Qualquer desvio significativo para cima desta variável compromete as projeções, podendo tornar qualquer esquema de capitalização inviável diante de metas plausíveis para o desempenho das exportações⁸¹.

A partir desta constatação, parece indicado o estabelecimento de um limite superior para a taxa de juros aplicável aos empréstimos bancários, mesmo no caso de capitalização. Uma taxa de crescimento realista para as exportações poderia ser um parâmetro para a fixação desse limite.

Quadro 12

Projeção de Contas Seleccionadas do Balanço de Pagamentos, das Reservas e da Dívida Externa do Brasil na Hipótese de uma Capitalização Parcial dos Juros Bancários, 1985-1989 (US\$ bilhões)

Discriminação	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1 - Exportações ¹	26,9	30,1	33,7	37,8	42,5	47,4
2 - Importações ¹	20,0	22,8	25,9	29,6	53,7	38,3
3 - Saldo (1 - 2)	6,9	7,3	7,8	8,2	8,6	9,1
4 - Aumento de Reservas	1,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,6
5 - Sobra para Pagamento Parcial dos Juros (3 - 4)	-	3,6	3,9	4,1	4,3	4,5
6 - Juros Devidos (líquidos)	11,5	11,8	12,3	12,9	13,5	14,0
7 - Amortizações (médio e longo prazos)	8,0	9,3	10,1	10,9	11,7	12,5
8 - Serviço da Dívida (6 + 7)	19,5	21,1	22,4	23,8	25,2	26,5
9 - Fração dos Juros Efetivamente Paga (% 5/6) ²	100,0	30,5	31,7	31,8	31,9	32,3
10 - Reservas ³	2,0	5,7	9,6	13,7	18,0	22,6
11 - Dívida Bruta	100,4	108,6	117,0	125,8	135,0	144,5
12 - Dívida Líquida (11 - 10)	98,4	102,9	107,4	112,1	117,0	129,0

⁸⁰ Mantém-se as hipóteses da nota 77, alterando-se apenas o crescimento das importações, obtidas por resíduo no caso da projeção de Nogueira Batista Jr., e o montante de transferência real de recursos, dividido entre acumulação de reservas e pagamento parcial de juros. O crescimento das exportações de 12% adotado nas duas projeções não é excessivamente otimista, tendo em mente a experiência passada do Brasil e o crescimento real das exportações de países em desenvolvimento nos anos 1970. (Ver nota 42 e Quadro 2). De qualquer forma, algum otimismo nas projeções de exportações, fica compensado pelas hipóteses relativamente “pessimistas” (no sentido de superestimação) adotadas para as importações.

⁸¹ Sobre a importância da taxa de crescimento das exportações não ser inferior à taxa de juros para possibilitar o pagamento da dívida externa em período mais curto ou até mesmo viabilizar esse pagamento, ver M. H. Simonsen, “Os Recursos da Dívida Externa”, in *Conjuntura Econômica*, março de 1984, p. 94.

¹ Bens e Serviços exceto juros, lucros e dividendos.

² Esta fração poderia ser destinada integralmente ao pagamento de juros de empréstimos bancários, já que se supõe que os juros de empréstimos não-bancários são cobertos por novos empréstimos. Admitindo-se que a participação da dívida bancária na dívida total não sofra grande alteração ao longo do quinquênio, a fração de *juros bancários* efetivamente paga seria maior do que a que consta do quadro, e da ordem de 40%.

³ Reservas brutas disponíveis.

Obs.: Principais parâmetros: crescimento nominal das exportações, 12% a.a.; crescimento das importações, 13,9% a.a. (elasticidade-renda das importações, 1,6, crescimento do produto real, 4% a.a. e crescimento dos preços das importações brasileiras, 7% a.a.); aumento de reservas, 1/2 do saldo do balanço de bens e serviços exceto juros, lucros e dividendos; juros, 12% da dívida bruta no início do ano; amortizações, 10% da dívida de médio e longo prazos; dívida de médio e longo prazos, 93% da dívida total.

Fonte: Dados de 1984: projeções oficiais e estimativas de Paulo Nogueira Batista Jr., in “Países Devedores e Bancos Internacionais: O Padrão Atual de Administração da Crise Financeira e a Alternativa de uma Reestruturação Ampliada das Dívidas”, *mimeo*, maio de 1984; Versão Preliminar.

Adotando-se, por exemplo, a taxa de 12% como teto (novamente, incluídos *spreads* e comissões), qualquer excedente dessa percentagem não seria capitalizado e sim “perdoado”, (na linguagem bancária haveria um *write-off*). Nesse caso, naturalmente os bancos internacionais poderiam incorrer em prejuízo, dependendo do nível efetivo de suas taxas de captação. Assim, uma política monetária excessivamente restritiva nos países credores, e principalmente nos Estados Unidos, que levasse a uma forte elevação de juros, não inviabilizaria um esquema de capitalização razoável adotado por um país específico.

Quadro 13

Evolução de Indicadores Seleccionados do Setor Externo da Economia Brasileira na Hipótese de uma Capitalização Parcial dos Juros Bancários de 1985 a 1989 (%)

Discriminação	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Dívida Líquida/Exportações	365,8	341,9	318,7	296,6	276,6	257,2
Serviço da Dívida/Exportações	72,5	70,1	66,5	63,0	59,6	55,9
Reservas Brutas/Importações	10,0	25,0	37,1	46,3	53,4	59,0
Reservas Brutas/Dívida Bruta	2,0	5,2	8,2	10,9	13,3	15,6
Serviço da Dívida/Reservas Brutas	975,0	370,2	233,3	173,7	140,0	117,3
Coefficiente de Vulnerabilidade ¹	83,6	70,1	57,2	46,3	37,8	28,5

¹ Serviço da dívida mais três meses de importações menos reservas internacionais brutas/exportações.

Fonte: Quadro 12.

Em suma, além dos quatro pontos mencionados no início dessa subseção (capitalização, conversão da dívida financeira de curto prazo em dívida de prazo mais longo, redução substancial de *spreads* e comissões e extensão de prazos) um esquema viável de reescalonamento da dívida

brasileira pode requerer também taxas de juros máximas.

Do entanto, a discussão não deve permanecer em um plano meramente econômico. As regras de agências de supervisão, notadamente nos EUA e no Canadá, que supostamente dificultam a adoção de um esquema de capitalização, podem tornar-se passíveis de amenização e partir de entendimentos de governo a governo como já mencionado. O recente episódio de assistência do Federal Reserve System ao banco Continental Illinois, sugere que os Estados Unidos não estão dispostos a deixar que seus maiores bancos enfrentem dificuldades que prejudiquem a estabilidade do sistema financeiro americano. A queda de rentabilidade desse banco parece ter resultado de problemas com devedores internos, mas é evidente que outros grandes bancos teriam muito a perder em termos de receita líquida (*net income*) e de rentabilidade com a inadimplência de alguns dos principais devedores⁸², podendo provocar maior desconfiança no sistema bancário⁸³. É razoável supor que algumas concessões em termos de maior flexibilidade de regras de supervisão bancária aplicáveis a empréstimos externos pudessem ser obtidas a partir de convenções a nível diplomático entre países devedores e os EUA. Por outro lado, não parece factível a adoção dos já mencionados “contingent loans” para compensar perdas de rentabilidade dos bancos, nem um maior envolvimento financeiro dos governos dos países devedores no curto prazo. No caso dos EUA, o que se poderia esperar, caso os bancos incorressem em prejuízos temporários sobre os seus créditos externos, seria uma assistência pelos canais normais de atuação do Federal Reserve System, como ocorreu no caso do Continental Illinois⁸⁴.

Assim, as concessões obtidas através do Clube de Paris relativas a empréstimos garantidos por governos (cujo reescalonamento no caso do Brasil incluiu os juros, como já foi mencionado) poderiam ser complementadas por uma maior uniformização das regras dos órgãos de supervisão bancária na Europa e na América do Norte, que facilitariam esquemas de capitalização, (aliás já encarados como viáveis por uma parcela da comunidade bancária internacional).

⁸² As regras americanas determinam que um empréstimo sobre o qual não tenham sido pagos juros por mais de 90 dias sejam declarados non-performing ou seja, que os juros correspondentes não possam ser incluídos na receita líquida, e que se aumentem as provisões para devedores duvidosos, resultando uma menor rentabilidade para os bancos. Segundo declarações do presidente do Federal Reserve Bank de Nova Iorque quanto ao possível impacto do não pagamento de juros pela Argentina, teria sido a seguinte a contribuição dos juros sobre empréstimos aquele país para a. receita (*net income*) de alguns bancos selecionados no primeiro trimestre de 1984 (em percentagem):

Bank of America	4,0
Bank of Boston	3,6
Bankers Trust	1,3
Chemical Bank	3,8
Citicorp	2,5
Manufacturers Hanover	23,0
Morgan Guaranty Trust	8,4

Ver “Statement by Anthony Salomon, ... before the Subcommittee on International Finance and Monetary Policy”, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate, Washington, DC, 03/05/84.

⁸³ O episódio do Continental Illinois, e os rumores sobre o Manufacturers Hanover levaram em maio de 1984 a uma forte queda do preço das ações de bancos na bolsa de Nova Iorque.

⁸⁴ Nesse caso específico, o “Fed” concedeu adiantamentos ao banco e estendeu a todos os depositantes, sem limite; a garantia da Federal Deposit Insurance Corporation, evitando uma corrida ao banco.

Em resumo, a capitalização dos juros acompanhada de outras medidas delineadas nesta seção, longe de representar um mero adiamento de pagamentos para o futuro, pode representar o restabelecimento de condições para que o Brasil possa retomar o serviço regular de sua dívida após um período de cinco anos, mantendo um crescimento econômico satisfatório, seja no caso extremo de uma capitalização integral, seja no caso de uma capitalização apenas parcial da dívida bancária. Tal esquema não teria necessariamente custos muito elevados para os bancos internacionais, que dependeriam fundamentalmente da evolução das taxas de juros internacionais. Cabe agora uma tarefa de convencimento das várias partes envolvidas quanto à viabilidade e desejabilidade desse tipo de esquema.

Conclusão

Ao longo do presente trabalho, examinaram-se sucessivamente as principais características do endividamento global dos países em desenvolvimento e o caso de devedores específicos, com o objetivo de defender a ideia de que, diante de situações nacionais bastante diversas, não se justifica a formulação de soluções de caráter universal para o problema da dívida externa. Torna-se fundamental, no entanto, a implementação de propostas a nível de cada país, em prazo tão breve quanto possível, sem prejuízo de uma ação conjunta dos países devedores na área diplomática.

Para o caso brasileiro, a partir de várias sugestões discutidas ao longo do estudo e da atitude recente dos bancos internacionais, buscou-se destacar os elementos básicos para uma proposta-síntese de reescalonamento ampliado da dívida externa. Cabe, portanto, um breve resumo dos principais pontos sugeridos.

Uma primeira ideia, que pode ser objeto de menor resistência, é a do alongamento dos prazos de carência e de amortização. No tocante à dívida brasileira, em função de sua magnitude, seria interessante uma ampliação de prazo para pelo menos dez anos, com cinco anos de carência, aplicável tanto às amortizações que fossem vencendo e sendo reescaloadas quanto aos juros que viessem a ser capitalizados.

No que diz respeito ao custo médio da dívida, parece fundamental uma redução substancial dos *spreads*, sobretaxas e comissões, buscando-se sua virtual eliminação. As taxas de juros deveriam ser pagas integralmente (ou capitalizadas) somente até um determinado teto (real ou nominal) considerado razoável para os juros de mercado (inclusive comissões etc.), sendo o eventual excedente “perdoado” pelos bancos.

A existência ou não de taxas “concessionais” dependeria, portanto, da própria política monetária e fiscal nos países industrializados. Nesse contexto, surge como uma necessidade inescapável a capitalização integral ou parcial dos pagamentos dos juros. Na ausência de novos

empréstimos, tais pagamentos não devem exceder a metade do saldo das transações de bens e serviços não-fatores (exclusive juros, lucros e dividendos) devendo aplicar-se a capitalização a cerca de 2/3 dos juros bancários de médio e longo prazos, a fim de permitir uma acumulação de reservas satisfatória. Qualquer capitalização com base em proporções muito, mais baixas não permitiria uma melhora significativa dos indicadores de endividamento, não representando uma solução para o problema. O Brasil deve, na medida do possível, evitar um confronto com a comunidade financeira internacional, mas caso não se alcance um acordo para a capitalização da quase totalidade dos juros por um período mais longo, e para extensões de prazo e reduções de *spreads*, pode tornar-se inevitável a adoção unilateral da capitalização integral.

Finalmente, parece também inevitável, ainda que de forma indireta, alguma participação dos governos dos países industrializados no processo de reescalonamento das dívidas dos países em desenvolvimento. Somente se as várias partes envolvidas – países, bancos, internacionais e governos – se dispuserem a fazer concessões e a incorrer em certos custos se tornará factível um encaminhamento satisfatório do problema do endividamento, tanto a nível global como em países específicos.