

As dívidas dos países em desenvolvimento

Debts of developing countries

RUDIGER DORNBUSCH

RESUMO: Este artigo trata interesse dos EUA no problema da dívida mundial. Segundo o autor, o problema da dívida (1) afeta a lucratividade e até a estabilidade do sistema bancário norte-americano; (2) faz parte da crise comercial dos EUA e (3) é uma importante aposta da política externa na crise da dívida, pois a cobrança da dívida traz instabilidade social e política. O autor mostra os fatos da dívida e as origens do problema das dívidas analisando o grande problema dos devedores. No quadro geral denominado “problema de transferência” é discutido o problema do serviço da dívida onde o autor apresenta um estudo de caso do México e do Brasil. Ele conclui mostrando cinco soluções alternativas para o problema da dívida: uma macroeconomia mundial melhorada, uma facilidade, trocas de dívida por capital, uma reversão da fuga de capitais e alívio da dívida no estilo Bradley. PALAVRAS-CHAVE; Dívida externa; fluxo de capitais; crise da dívida.

ABSTRACT: This paper deals with the U.S. interest in the world debt problem. According to the author, the debt problem (1) affects the profitability and even the stability of the U.S. banking system; (2) is a part of the U.S. trade crisis, and (3) is a major foreign policy stake in the debt crisis in that debt collection brings about social and political instability. The author shows the debt facts and the origins of the debt problem analysing the major problem of debtors. In the general framework named “transfer problem” is discussed the problem of debt service where the author presents a case study of Mexico and Brazil. He concludes showing five alternative solutions to the debt problem: an improved world macro-economy, a facility, debt-equity swaps, a reversal of capital flight, and Bradley-style debt relief.

KEYWORDS: External debt; capital flows; debt crisis.

JEL Classification: H63; F34.

Este trabalho examina o interesse dos Estados Unidos no problema da dívida mundial. Há um grande risco na questão da dívida, pois esta afeta a lucratividade e mesmo a estabilidade do nosso sistema bancário. Mas ela também é importante porque o serviço da dívida requer superávits comerciais dos devedores. Estamos agora vendo o outro lado da moeda da cobrança da dívida: os países devedores, tendo tornado seus produtos extremamente competitivos, estão vendendo em nos-

* Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts, EUA.

so mercado e estão concorrendo com nossas exportações. O problema da dívida é assim uma parte, embora talvez uma parte pequena, da crise comercial dos Estados Unidos. Finalmente, há um grande risco de política externa na crise da dívida, porque a cobrança da dívida é causa da instabilidade social e política.

Este trabalho examina esses diversos aspectos do problema da dívida. A seção 1 apresenta os fatos da dívida, seguidos na seção 2 de um breve exame das origens do problema da dívida. Este ponto é importante por fornecer a base para soluções que envolvam compartilhar o ajuste. O “problema da transferência” é o quadro geral em que discutimos a questão do serviço da dívida para os países devedores, na seção 3. A seção 4 trata do risco bancário e da qualidade das dívidas dos países menos desenvolvidos. As implicações comerciais da crise da dívida para os Estados Unidos são brevemente examinadas na seção 6. O estudo se conclui com uma revisão geral das propostas alternativas para resolver o problema da dívida.

1- OS FATOS DA DÍVIDA

Nesta seção apresentamos uma visão dos fatos da dívida no conjunto e detalhadamente por países, quem deve e quanto e a quem, com que prazo e em que moeda.¹

Uma visão geral

A Tabela 1 mostra dados agregados da dívida para anos selecionados, em dólares correntes e constantes. Há um problema na escolha de um deflator adequado para a economia mundial. Alternativas possíveis são o deflator do PNB norte-americano, ou então os preços de importação ou exportação dos países menos desenvolvidos. Escolhemos, em vez disto, o preço (valor de unidade de exportação) das exportações dos países industrializados como um índice mais amplo de preços das tendências da economia mundial. Os preços no comércio mundial caíram desde 1980, e mesmo em 1986 estavam abaixo do seu nível de 1980. Portanto, este índice comporta-se de modo diferente do deflator norte-americano por exemplo, que tem crescido constantemente.

Desde 1978 a dívida dos países menos desenvolvidos cresceu em 142% em termos nominais e 88% em termos reais. Nestes dados agregados observamos a desaceleração do crescimento da dívida desde 1982 e o efeito de alterações das tendências dos preços internacionais, com a inflação no primeiro período e deflação desde 1980.²

O ponto mais interessante que se deduz destes dados é que as diferenças, pelo

¹ Há muita oscilação quanto aos dados da dívida. Uma boa referência dos problemas pode ser encontrada em Mills (1986). Usamos os dados do FMI, dados mencionados pelo World Financial Markets do Morgan Guaranty e da pesquisa de risco dos Estados Unidos, exceto quando outra menção é feita.

² A classificação dos países é a do FMI. Ver World Economic Outlook, Out. 1986 pp. 31-34.

menos neste nível de agregação, são pequenas. A América Latina normalmente é apresentada como o caso problema. Mas numa comparação de dívida e renda, os países não petrolíferos do Oriente Médio mostram ter um encargo ainda maior. O outro ponto a ser notado é a deterioração nas razões da dívida desde 1982. Isto é surpreendente quando se vê hoje o crédito racionado dos bancos. A explicação está primordialmente no fato de que o PIB em dólares norte-americanos da maior parte dos países devedores reduziu-se devido à grande depreciação real.³

Há uma outra relação interessante de razões dívida/renda, que diferencia grupos específicos de países. Interessante é que países com baixa renda têm uma razão dívida/PIB (64%) maior que a importação líquida de petróleo (35,3%), e mesmo que a do grupo de devedores problemáticos (46,6%). Assim, países agrupados como Afeganistão e o Bangladesh têm razões de dívida maiores que o grupo que inclui Brasil e México. Mais adiante veremos que isto não se traduz em maiores encargos da dívida, pois muito da dívida dos países pobres tem condições de privilégio.

Tabela 1: Dívida dos países menos desenvolvidos importadores de capital
(em bilhões de uss e bilhões de dólares de 1980)

| | 1978 | 1980 | 1982 | 1984 | 1986 | 1986 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|
| Total | 399 | 570 | 763 | 849 | 967 | 100.0 |
| África | 72 | 94 | 117 | 128 | 144 | 14.9 |
| Ásia | 93 | 135 | 180 | 212 | 265 | 27.4 |
| Europa | 48 | 68 | 77 | 82 | 101 | 10.4 |
| Oriente Médio não petrolífero | 30 | 43 | 56 | 68 | 75 | 7.8 |
| Hemisfério ocidental | 156 | 231 | 333 | 359 | 383 | 37.5 |
| Total (Preços de 1980) ^a | 523 | 578 | 822 | 974 | 987 | — |

Fonte: FMI, World Economic Outlook e IFS.

^(a) Deflacionados pelo valor da unidade de exportação dos países industrializados.

Uma outra perspectiva é fornecida pela comparação da dívida com alguma variável de escala. As variáveis de escala mais comuns são exportações de bens e serviços e PIB. A Tabela 2 mostra a dívida em relação ao PIB.

Tabela 2: Relações da dívida para o pib (%)

| | África | Ásia | Europa | Oriente Médio não petrolífero | Hemisfério ocidental |
|------|--|------|--------|-------------------------------|----------------------|
| 1978 | 32,2 | 15,9 | 23,7 | 52,9 | 31,8 |
| 1982 | 36,3 | 21,5 | 30,8 | 66,6 | 43,5 |
| 1986 | 44,3 | 30,0 | 40,0 | 63,2 | 47,0 |
| | Memo: Crescimento acumulado real do PIB de 1982 a 1986 | | | | |
| | 4,2 | 31,1 | 11,4 | -0,3 | 5,5 |

Fonte: FMI, World Economic Outlook.

³ Assinale-se que o PIB real e o PIB em dólares comportam-se de modo diverso. Uma depreciação real pode elevar o PIB real, mas certamente reduzirá o PIB em dólares.

Dívidas de curto e longo prazo, oficiais e privadas

A estrutura de vencimento da dívida é primordialmente de médio prazo. Ao longo do período 1978-1986 a parte de curto prazo (menos de um ano de vencimento) no total da dívida de todos os países menos desenvolvidos, importadores de capital, nunca excedeu 20%. É claro, no entanto, que existem diferenças significativas entre países. Quanto maior a tomada de empréstimos dos bancos comerciais, mais curto o vencimento da dívida. No período até 1982 houve um aumento da parcela de curto prazo da dívida, reflexo do crescente recurso ao financiamento dos bancos comerciais. Mas, desde então, com o reescalamento e o maior financiamento oficial a parcela de curto prazo da dívida caiu de 20% para apenas 13%. Como a maioria dos devedores não está em condições de amortizar suas dívidas, a distinção entre a dívida de curto e longo prazo torna-se cada vez mais irrelevante.

A Tabela 3 mostra a parcela da dívida a credores oficiais no total da dívida. A tabela registra dados para várias regiões.

Tabela 3: Parcela da dívida a longo prazo a credores oficiais no total da dívida (percentual do total)

| | África | Ásia | Europa | Oriente Médio não petrolífero | Hemisfério ocidental |
|------|--------|------|--------|-------------------------------|----------------------|
| 1978 | 34,0 | 54,9 | 27,6 | 57,6 | 15,9 |
| 1982 | 38,9 | 42,5 | 30,7 | 58,5 | 12,4 |
| 1986 | 48,6 | 43,5 | 33,3 | 58,5 | 20,3 |

Fonte: FMI, World Economic Outlook.

A diferença na origem dos fundos entre os grupos de países é bastante clara. A América Latina toma empréstimos de fontes privadas em muito maior medida que os demais países. Mas também há uma diferença interessante no comportamento ao longo do tempo. Para a América Latina e a África o crescimento absoluto e relativo do crédito oficial desde 1982 é muito mais importante do que para outras regiões. Em 1985, por exemplo, a presença dos bancos comerciais diminuiu em termos absolutos, enquanto aumentou a presença oficial, especialmente de agências multilaterais.

Encargos do serviço da dívida

O encargo do serviço da dívida compõe-se de pagamentos de juros e amortizações. Como tal, é afetado por três fatores:

- o perfil de vencimento da dívida, que determina o montante de amortização num ano dado. Qualquer acúmulo de vencimentos se traduziria em maiores flutuações de ano a ano no serviço da dívida;
- as taxas de juros sobre a dívida. Este fator depende da composição privada/oficial da dívida. A dívida oficial pode ser privilegiada e a longo prazo,

enquanto a privada tipicamente envolve pagamentos de juros a taxas flutuantes;

- o serviço da dívida medido em relação a um referencial, como exportações ou PIB. O referencial é afetado pela taxa real de câmbio do país. Uma depreciação real, conforme já assinalado acima, reduzirá o PIB real em dólares e assim elevará a razão dívida/renda. A mensuração da dívida em relação às exportações implica que alterações no valor das exportações, digamos como resultado de política cambial ou de alterações nos preços internacionais das matérias-primas, afetarão a razão dívida/exportações.

A distinção entre dívida de curto e longo prazo, numa situação de reescalonamento universal, torna-se cada vez mais desinteressante. Assim, enfocamos apenas os pagamentos de juros. A Tabela 4 mostra o serviço da dívida medido pelos pagamentos de juros como fração da dívida, PIB e exportações. O enfoque é novamente sobre a distribuição universal.

Tabela 4: Pagamentos de juros dos países menos desenvolvidos (1986)

| | África | Ásia | Europa | Oriente Médio não petrolífero | Hemisfério ocidental |
|----------------------------|--------|------|--------|-------------------------------|----------------------|
| Percentual da dívida | 6,8 | 5,8 | a.o | 7,3 | 8,4 |
| Percentual do PIB | 3,0 | 1,7 | 3,2 | 4,6 | 3,9 |
| Percentual das exportações | 14,4 | 6,1 | 10,8 | 17,0 | 27,7 |

Fonte: FMI, World Economic Outlook.

A primeira linha torna evidente a diferença de taxas reais dos juros pagos. A África e a Ásia têm uma parcela significativamente maior de empréstimos privilegiados e, em conformidade, o pagamento de juros como fração da dívida é menor em mais de dois pontos percentuais do que para a América Latina. Como indicador podemos comparar a taxa real de juros com a taxa LIBOR, que em 1985-1986 foi em média de 7,8%. As diferenças de taxa real para a LIBOR refletem empréstimos privilegiados e os *spreads* acima da LIBOR apontam para empréstimos de bancos comerciais.

O encargo dos juros como fração do PIB mostra a África e a Europa na faixa média, um valor baixo para a Ásia e elevados compromissos para a América Latina e o Oriente Médio não-petrolífero. As diferenças entre o PIB e as comparações baseadas nas exportações refletem a estrutura econômica. A Europa é bastante aberta enquanto a América Latina é muito mais fechada. A razão da exportação para o PIB na América Latina é muito menor que a da Ásia, por exemplo.

A diferença entre devedores com dívida comercial e aqueles com dívida privilegiada torna-se particularmente evidente quando se comparam os pagamentos de juros reais. Enquanto a taxa de juros reais para os países pequenos, de baixa renda, em 1986 era em média de 3,4%, para os restantes países estava entre 6,9 e 8,7%.

A moeda da dívida

A composição em moeda dos empréstimos aos países em desenvolvimento não está bem documentada. Não há dúvida que a maior parte dos empréstimos, talvez de 60 a 70%, é em dólares americanos. A questão da moeda é muito importante pois grandes variações das taxas reais de câmbio entre Estados Unidos, Europa e Japão implicam alterações dos encargos da dívida real e do risco bancário.

Desde fevereiro de 1985 o dólar caiu nos mercados internacionais em mais de 50% em relação às demais moedas principais. Durante o mesmo período os preços das exportações dos países industrializados, que podemos usar como índice de preços no comércio mundial, caíram apenas 5% enquanto os preços das matérias-primas exportadas pelos menos desenvolvidos caíram em 7% no período 1982-1986. Para os países devedores a variação do dólar não teria consequências significativas se a dívida fosse inteiramente em dólares. No entanto, se uma parte significativa estiver em ienes ou moedas europeias, as grandes alterações na taxa de câmbio significarão um aumento dos encargos reais da dívida.⁴

Os grandes devedores-problema

Concluimos a revisão de fatos com uma lista dos maiores devedores-problema. Este grupo de países corresponde aos “15 países pesadamente endividados”. A Tabela 5 mostra suas dívidas totais, pagamentos de juros e *dívida per capita*.

Na Tabela 5, Chile, Peru e Bolívia mostram ter a mais elevada razão dívida/PIB, enquanto Chile, Argentina e México registram os mais elevados valores da dívida *per capita*. A Bolívia e o Marrocos são interessantes porque suas dívidas são predominantemente para devedores oficiais. Finalmente, a Nigéria tem interesse devido à dívida *per capita* relativamente baixa em relação aos demais países.

AS ORIGENS DO PROBLEMA DA DÍVIDA

Nesta seção examinamos de onde surge o problema da dívida. Três fatos convergiram para a crise da dívida em 1982. As proporções variam de caso a caso, mas em quase todas as instâncias há uma combinação dos seguintes fatores:

- políticas macroeconômicas deficientes dos países devedores. Aqui se inclui especificamente a supervalorização de suas moedas;
- o descenso na economia mundial, envolvendo taxas de juros bem mais elevadas e crescimento menor;

⁴ Este aumento dos encargos reais da dívida teria superado quaisquer vantagens de taxas de juros menores acumuladas sobre a dívida em outras moedas. Como se sabe, as variações da taxa de câmbio superaram em muito a depreciação implícita nos diferenciais dos juros internacionais.

- facilidade inicial para empréstimos, seguida de recusa pelos bancos comerciais.

Examinaremos a seguir estes fatores.

Tabela 5: Quinze países pesadamente endividados

| País | Dívida ^a | Dívida per capita ^b | Razão juros/PIB ^c | Parcela da dívida a credores privados |
|-----------------|---------------------|--------------------------------|------------------------------|---------------------------------------|
| Argentina | 50,8 | 1662 | 7,9 | 86,8 |
| Bolívia | 4,0 | 622 | 10,0 | 39,3 |
| Brasil | 107,3 | 791 | 5,8 | 84,2 |
| Chile | 21,0 | 1740 | 12,9 | 87,2 |
| Colômbia | 11,3 | 395 | 3,3 | 57,5 |
| Equador | 8,5 | 906 | 6,0 | 73,8 |
| Costa do Marfim | 8,0 | 846 | 8,7 | 64, 1 |
| México | 99,0 | 1261 | 6,3 | 89, 1 |
| Marrocos | 14,0 | 842 | 8,2 | 39, 1 |
| Nigéria | 19,3 | 210 | 1,9 | 88,2 |
| Peru | 13,4 | 680 | 10,8 | 60,7 |
| Filipinas | 24,8 | 456 | 6,2 | 67,8 |
| Uruguai | 3,6 | 1204 | 9,8 | 82, 1 |
| Venezuela | 33,6 | 2000 | 8,1 | 99,5 |
| Iugoslávia | 19,6 | 848 | nd | 64,0 |

Fonte: Fortune, 23.12.1985, e Economist, 27.9.1986, International Financial Statistics, e Banco Mundial (1986). (a) Bilhões de dólares US; (b) Milhares de dólares US; (c) Pagamentos de juros sobre a dívida como percentual do PIB.

Má administração interna

No final da década de 1970 os países devedores, com raras exceções, aplicaram políticas de supervalorização de suas moedas. Estas políticas tinham um único propósito: conter e reduzir a persistente pressão inflacionária. A popularidade de tal política, no curto prazo, deriva do fato de que os salários reais aumentam. O aumento dos salários reais se traduz apenas gradualmente em menos emprego. Assim, há um período de euforia enquanto o padrão de vida é artificialmente melhorado pela valorização real enquanto o desequilíbrio externo é financiado pela sanção das reservas e pelos empréstimos externos.

Tabela 6: Taxas reais de câmbio
(Índice 1980-1982 = 100)

| | Argentina | Brasil | Chile | México | Venezuela | Coréia |
|-----------|-----------|--------|-------|--------|-----------|--------|
| 1976-1978 | 73 | 116 | 75 | 98 | 95 | 92 |
| 1979 | 101 | 96 | 79 | 98 | 94 | 95 |
| 1980 | 116 | 85 | 95 | 104 | 93 | 96 |
| 1981 | 107 | 103 | 108 | 114 | 100 | 101 |
| 1982 | 76 | 112 | 97 | 82 | 110 | 103 |
| 1983-1985 | 74 | 85 | 86 | 86 | 98 | 96 |

Fonte: World Financial Markets, do Morgan Guaranty.

Cada um dos países na Tabela 6 mostrou alguma valorização real em 1979-1982 conforme indica a elevação do índice da taxa real de câmbio. Por exemplo, na Argentina a taxa real de câmbio subiu de um valor de 73 em 1976-1978 para 116 em 1980. Nem todos os casos foram tão extremos e as médias anuais ocultam alguns dos picos ainda mais altos. Mas o ponto básico é que a maioria dos países devedores registraram valorização de certo grau em algum momento do período 1979-1982.

O momento exato da valorização pode variar, mas a história é invariavelmente a mesma. Há, no entanto, diferenças significativas na magnitude da supervalorização. Argentina, Chile, México e Venezuela têm experiências muito mais extremas que o Brasil ou a Coréia. O Brasil é interessante porque sua política de utilizar (normalmente) um gancho vinculado aos diferenciais de inflação entre Estados Unidos e Brasil garantia que um elevado aumento da produtividade em bens comerciáveis se traduzisse em constante depreciação real. A depreciação do dólar reforça o gancho em competitividade no final da década de 1970, mas, quando se fortalece no período 1980-1982, a competitividade se reduz. No caso da Coréia a valorização real teve curta duração e foi bastante menor que a da Argentina, por exemplo.

Os detalhes particulares da má administração diferem entre os países. Para concretizá-los examinemos os casos da Argentina, Brasil, Chile e México.

Argentina: No Ministério de Martínez de Hoz no governo militar depois de Perón a inflação foi reduzida de mais de 600% em 1976 para menos de 200% em 1978. Mas foi difícil conseguir uma redução maior da inflação. Uma razão óbvia era o grande déficit orçamentário. No entanto, o governo preferiu dedicar-se à espiral inflação-depreciação e ao papel das expectativas.

Apelando à lei do preço único e ao papel crítico das expectativas, o governo aplicou em dezembro de 1978 a política de anúncio prévio da depreciação da taxa de câmbio. A *tablita* anunciada mostrava uma desaceleração constante da taxa de desvalorização, e isto foi aplicado na realidade. Por isto a taxa real de câmbio ficava constantemente supervalorizada.⁵ Mesmo assim a política continuou até março de 1981 quando finalmente acabou.

⁵ Ver Dornbusch (1984, 1986a) sobre a experiência de Martínez de Hoz.

As consequências da supervalorização para a dívida derivam primordialmente da conta de capital. A Argentina tinha liberado inteiramente o fluxo de capital internacional. O resultado foi que os residentes no país, conscientes da crescente supervalorização, podiam passar livremente para valores externos, desde dólares em moeda a depósitos no exterior e letras ou propriedade imobiliária. A supervalorização extremada, chegando a mais de 40%, conduziu a uma fuga de capitais em grande escala. O governo tomou empréstimos em Nova Iorque, usando os recursos para sustentar a taxa de câmbio no nível previamente anunciado. O público comprava dólares e os depositava nos mesmos bancos dos quais o governo havia tomado os empréstimos. E este processo continuou, com pleno conhecimento de todas as partes envolvidas até que uma alteração no governo militar levou ao colapso desta política.

A minha estimativa da fuga de capitais da Argentina no período 1978-1982 é de 23 bilhões de dólares, sem contar os ganhos em juros não repatriados que elevariam os valores bem acima de 30 bilhões de dólares.

Chile: O governo Pinochet implantou reformas de mercado livre e de ortodoxia fiscal no país. Estas incluíam a eliminação de tarifas e quotas e um equilíbrio do orçamento.⁶ Mas a inflação, embora fortemente reduzida em relação aos níveis de quase hiperinflação de 1972-1974, não desaparecera. Em 1979, com a inflação sendo o único grande problema econômico, o governo fixou a taxa de câmbio. A taxa foi fixada em 39 pesos/dólar, embora a inflação ainda estivesse em torno de 30%, bem acima da inflação mundial, e os salários estavam indexados de maneira atrasada.

Previsivelmente, a taxa de câmbio tornou-se crescentemente supervalorizada. Os reajustes salariais superavam em grande medida a inflação mundial e assim a taxa real de câmbio valorizava-se continuamente. No curto prazo esta política era popular pois elevava o padrão de vida. No entanto ficava cada vez mais evidente que havia uma supervalorização insustentável se acumulando. Em 1981 o sistema começou a degingolar. O público respondeu da maneira habitual. Tirando vantagem do que era visto como uma “liquidação” muito transitória de importações, o país inteiro participou da compra de importados (em particular, de bens duráveis).

A taxa real de câmbio valorizou-se em mais de 25% entre 1978 e 1981. O valor das importações cresceu em 50%. Os índices do volume de importações mostram uma história extraordinária: bens de produção + 328%, automóveis + 226%, eletrodomésticos + 156%. O exemplo chileno prova que, especialmente no caso de bens de produção e de consumo duráveis, uma supervalorização transitória da taxa de câmbio tem efeitos maiores sobre a distribuição temporal das compras. O governo não se abalou com este desenvolvimento. As autoridades continuaram a manter a taxa de câmbio e afirmavam que a política cambial era visivelmente um sucesso, conforme demonstrava a queda da taxa de inflação.

Como em todos os demais casos a política acabou fracassando. As tarifas e as

⁶ Sobre o caso chileno ver Edwards e Edwards (1987) e Ramos (1986).

quotas voltaram e estão em vigor ainda hoje. A inflação voltou ao ponto em que a aventura começou. A diferença que permanece é uma extraordinária carga de dívida e um desemprego extremo. Voltaremos a estas questões mais adiante.

México: O grande aumento do preço do petróleo em 1978-1979 induziria a pensar que o México se sairia bem. Mas mesmo com acentuado aumento das rendas com o petróleo, a conta corrente se deteriorou no período 1979-1981 de 5 para 13 bilhões de dólares. Ao mesmo tempo houve uma grande saída de capitais.⁷

Uma estimativa do Morgan Guaranty indica para 1976-1982 um montante de 36 bilhões de dólares de fuga de capitais, enquanto uma estimativa do Banco Mundial para 1979-1982 dá 26,5 bilhões.⁸ A amplitude da fuga de capitais está associada com uma peculiar instituição mexicana: o sexto e último ano do mandato presidencial; 1982 foi o tal ano e as pessoas esperavam, corretamente, que a supervalorização e um excesso de gastos conduziriam a uma crise do balanço de pagamentos. Sob tais circunstâncias a fuga de capitais foi enorme.

Brasil: O caso brasileiro é especial porque os erros de política podem ter sido menores. O Brasil certamente padecia de déficits orçamentários muito grandes. Os aumentos do preço do petróleo e das taxas internacionais de juros foram absorvidos pelo déficit do setor público e o déficit externo resultante foi financiado pelos crescentes empréstimos do exterior. Mas é um fato que muito dos empréstimos anteriores tomados por empresas estatais, especialmente no período 1972-1978, financiaram um maciço esforço nacional de investimentos.⁹

No caso do Brasil severas restrições às importações, e a quase total ausência de fuga de capitais, delinearum um quadro diferente do da Argentina, México ou Chile. A fonte principal de acumulação da dívida era o setor público. Isto significa que o dano foi muito mais limitado que no caso dos outros países. De fato, no início de 1985 parecia que menores taxas de juros e preços acentuadamente reduzidos do petróleo ajudariam a resolver a maior parte dos problemas da dívida brasileira. Desde então a conta corrente deteriorou-se novamente, em parte como resultado de uma política exageradamente expansionista. Mas mesmo assim, o Brasil está entre os países devedores com maiores possibilidades de sustentar o crescimento e o serviço da dívida.

A macroeconomia mundial

Parte importante nas origens da crise da dívida cabe à acentuada queda da economia mundial de 1979 a 1981. Na década de 1970, em parte devido aos choques do petróleo, mas também por políticas exageradamente expansionistas, os Estados Unidos registraram inflação crescente. Em 1979-1981, sob a pressão do

⁷ Sobre o caso mexicano ver Cardoso e Levy (1986).

⁸ World Financial Markets, do Morgan Guaranty, março de 1986, e World Development Report, 1986.

⁹ Sobre o Brasil ver Cardoso (1986).

colapso do dólar, as políticas norte-americanas modificaram-se radicalmente. O orçamento de pleno emprego foi cortado em cerca de 1,5 pontos percentuais do PNB. As taxas nominais de juros puderam subir de 9% em 1978 para 17% em 1981 e as taxas reais cresceram sensivelmente.

A modificação acentuada do quadro econômico mundial é mostrada na Tabela 7, que compara o início dos anos 70 e o período prévio à crise da dívida. Os primeiros anos eram favoráveis aos devedores: forte crescimento, inflação elevada e baixas taxas de juros. Em comparação, em 1980-1982 a inflação era baixa, as taxas de juros eram extraordinariamente elevadas e o crescimento estagnara.

Tabela 7: Principais variáveis macroeconômicas da economia mundial
(Taxas percentuais anuais)

| | Libor | Inflação ^(a) | | Crescimento OCDE |
|-----------|-------|-------------------------|-------------|------------------|
| | | Manufaturas | Commodities | |
| 1970-1973 | 7,6 | 12,4 | 14,4 | 5,9 |
| 1980-1982 | 14,7 | -2,4 | -13,3 | 0,9 |

Fonte: IFS, do FMI, e Commodity Trade and Price Trends, do Banco Mundial.

^(a) Taxa de inflação no comércio mundial.

É particularmente importante neste contexto ver a questão da taxa real de juros. Para os países devedores menos desenvolvidos a taxa real de juros dos Estados Unidos é pouco adequada. Uma alternativa é a taxa de inflação no comércio internacional. Assinalamos que os preços das manufaturas estavam caindo 2,4%, enquanto os preços das *commodities* caíam 13,3% ao ano. Qualquer estimativa realista das taxas reais de juros não pode deixar de registrar taxas extremamente elevadas.

Deve-se sublinhar que a evolução dos preços dos bens primários tem efeitos diferentes dependendo em particular de ser um devedor exportador ou importador líquido de *commodities*. A questão é importante numa comparação entre Coreia e América Latina. A Coreia (como o Japão, por exemplo) é um importador líquido de *commodities*. O resultado é que a queda dos preços das *commodities* em 1979-1981 ajudou pelo menos em parte, a compensar a elevação do preço do petróleo. O Brasil, por sua vez, é exportador líquido de *commodities* e tem uma estrutura produtiva que o torna vulnerável a aumentos do preço do petróleo e quedas dos preços das *commodities*. A Tabela 8 mostra os termos das trocas comerciais e evidencia as experiências muito diversas dos vários grupos de devedores.

Tabela 8: Termos do Intercâmbio Comercial: 1978-1982
(Alteração percentual acumulada)

| Exportadores de combustível | 15 grandes devedores | Países pequenos e de baixa renda | Exportadores não-petrolíferos menos desenvolvidos | Importadores de petróleo |
|-----------------------------|----------------------|----------------------------------|---|--------------------------|
| 54,5 | 7,9 | - 27,8 | 18,2 | - 20,1 |

Fonte: World Economic Outlook, do FMI.

Este desenvolvimento da economia mundial significou que a maioria dos países menos desenvolvidos experimentou uma acentuada piora de suas contas correntes. Receitas menores na exportação, devido à queda dos preços das *commodities* e à recessão mundial, foram agravadas pela marcada elevação dos encargos nominais do serviço da dívida. Assim os devedores foram atingidos pela inadimplência. Para continuar o curso habitual o financiamento externo deveria aumentar sensivelmente. A falta de financiamento ágil no caso do México produziu então um racionamento generalizado.

Liberalidade e racionamento dos créditos

No período até a metade de 1982, a regra era a concessão generosa de créditos. Hoje é possível examinar a discussão do problema da dívida em 1980-1981, à procura de avisos quanto à crise que viria. O BIS (Bank of International Settlements) já havia manifestado preocupação pelo menos desde 1978. Uma investigação pelo Grupo dos Trinta em 1981, procurou saber se os bancos sentiam que a dívida era uma questão maior, e não conseguiu detectar uma preocupação dominante.¹⁰ Numa pesquisa de 100 bancos, apresentou-se a questão: “Na última vez não ocorreram sérias inadimplências da dívida. Na sua opinião, será que poderá ocorrer agora um problema generalizado da dívida afetando os países ... ?”. Na resposta, 72 dos bancos questionados manifestaram a opinião de que não era provável uma crise da dívida, 13 disseram que talvez fosse possível e apenas 15 responderam claramente pela afirmativa.¹¹

Mas se havia alguma preocupação, certamente não foi suficiente para pôr um fim a um último *boom* de concessões de empréstimos. A Tabela 9 mostra o déficit em contas correntes da América Latina e o seu financiamento. Entre 1979 e 1981 os empréstimos privados à América Latina duplicaram. Não está claro como tais empréstimos foram justificados na ocasião. Havia dois argumentos. Um era o da necessidade de reciclar o que havia funcionado bem no momento do primeiro choque do petróleo. O outro era a falta de informação quanto ao risco por país. É evidente que nenhum deles é uma boa explicação.

¹⁰ Ver Grupo dos Trinta (1981) e Kraft (1984).

¹¹ Ver Grupo dos Trinta (1981b).

Tabela 9: América Latina: desequilíbrio em contas correntes e financiamentos
(em bilhões de dólares)

| | Contas correntes | Empréstimos | |
|------|------------------|----------------------------------|-------------------|
| | | Credores oficiais ^(a) | Credores privados |
| 1978 | 19,4 | 2,2 | 25,8 |
| 1979 | 21,8 | 2,7 | 27,4 |
| 1980 | 30,2 | 6,1 | 35,9 |
| 1981 | 43,3 | 6,5 | 54,1 |
| 1982 | 42,0 | 14,6 | 28,8 |
| 1983 | 11,4 | 17,7 | 2,0 |
| 1984 | 4,9 | 10,7 | 7,0 |
| 1985 | 5,9 | 5,1 | -0,6 |

Fonte: World Economic Outlook, do FMI.

^(a) Incluindo compromissos relativos às reservas. Os fluxos (fugas) de capital privado e erros e omissões explicam as diferenças nas somas das colunas.

A liberalidade na concessão de créditos foi seguida pelo racionamento, após a moratória mexicana de agosto de 1982. Conforme mostra a Tabela 9, os empréstimos privados caíram dramaticamente e em 1985 foram mesmo negativos. O fenômeno de racionamento do crédito não deve surpreender: em face da incapacidade de um país de cumprir o serviço da dívida, cada credor individual reluta em adiantar dinheiro que apenas serviria para o pagamento dos débitos a outros bancos. Assim, sem um cartel não há empréstimos. Mas se não há empréstimos, então é claro, o serviço da dívida é impossível e assim os devedores ficarão inadimplentes.

O problema em 1982 era assim o de desenvolver um sistema que organizasse os credores. Estes deveriam fornecer a parte do serviço da dívida que não podia ser coberta pela melhora dos balanços externos dos países devedores. Ao mesmo tempo, o cartel serviria, muito à semelhança da ocupação das alfândegas nos velhos tempos, para extrair o máximo do serviço da dívida através de um penhor das políticas macroeconômicas dos devedores. O FMI, que fora ignorado na década de 1970, com satisfação (e habilidade) assumiu a tarefa de orquestrar a cobrança da dívida, a disciplina fiscal e os empréstimos obrigatórios.

O PROBLEMA DA TRANSFERÊNCIA E O PESO DO SERVIÇO DA DÍVIDA¹²

Perguntamos agora por que o serviço da dívida parece ser um problema tão grande. Num sentido, a resposta é bastante direta: os países acostumados a gastar, tomando recursos de credores oficiais e privados (com pouca preocupação em atender ao serviço ou mesmo em pagar os empréstimos), agora não mais comandam estes recursos: estão limitados em seus gastos. O ajuste é complicado por dois fatos. O primeiro é a macroeconomia da obtenção de moeda estrangeira, o segun-

¹² Esta seção baseia-se em Dornbusch (1985, 1986).

do é o problema de política econômica de encontrar recursos orçamentários extraordinários para o serviço da dívida. Estas questões são conhecidas da discussão dos pagamentos de reparações de guerra pela Alemanha após a Primeira Guerra Mundial.¹³ Exatamente as mesmas questões surgem no contexto do serviço involuntário da dívida, atualmente em curso.

A redução das despesas

A primeira questão é como um país se ajusta a uma redução dos seus recursos para despesas. Antes da crise da dívida os empréstimos externos complementavam a renda interna, ampliando os recursos que podiam ser gastos. Os pagamentos dos juros sobre os empréstimos eram automaticamente cobertos sob forma de dinheiro novo e o principal das dívidas era automaticamente rolado. Administrando-se a dívida com tal facilidade, e com acesso rápido a recursos além do necessário ao serviço da dívida, os gastos eram elevados. Depois que o racionamento do crédito começou em 1982, a despesa tinha que ser limitada, e a absorção caiu abaixo do nível de saída, com os juros tendo de ser pagos então com a produção corrente. Os pagamentos de juros tinham agora que ser cobertos por superávits não usuários das contas correntes.

Tabela 10: América Latina: Investimento E Superávit Externo Não Usuário (Percentual do PIB)

| | 1977-1982 | 1983-1985 | Alteração |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Investimento bruto | 24,3 | 18,5 | - 5,8 |
| Superávit externo não usuário | - 0,6 | 4,7 | 5,3 |

Fonte: World Economic Outlook, do FMI.

A Tabela 10 mostra o andamento do processo do serviço da dívida no período posterior a 1982. De empréstimos involuntários os países devedores haviam atingido uma virada em seu balanço externo não usuário de cerca de 5% do PIB. Esta melhora do balanço externo serve para fazer transferências líquidas de juros para os credores. Isto foi compensado por uma redução quase igual nos investimentos nos países devedores.

Esta transferência perversa de recursos, é claro, ocorre às custas do padrão de vida nos países em desenvolvimento. Mais importante, no entanto, é que a transferência tem como contrapartida uma queda brusca no investimento. Os pagamentos de juros são assim financiados realmente por uma hipoteca sobre os padrões de vida futuros e sobre o potencial de crescimento dos devedores. Em países onde o

¹³ Ver em especial Fraga (1986) para uma comparação entre a Alemanha nos anos 1920 e o Brasil nos anos 1980. Ver, também, Dornbusch (1985).

crescimento da população é rápido e a distribuição de renda é desigual uma tal política pode revelar muita falta de visão.

Permanece assim a questão de como distribuir o corte na despesa, entre seus vários componentes: governo, consumo e investimento. Conforme vimos acima, grande parte do corte ocorreu na forma de menor investimento. Mas é claro que houve também uma queda do consumo. Uma queda no investimento não foi suficiente devido a duas características especiais do processo de ajuste. Em primeiro lugar, o corte na demanda total tem efeitos macroeconômicos multiplicadores que se refletem em redução da produção, da renda e portanto da despesa do setor privado. Em segundo lugar, ao mesmo tempo que começou o serviço involuntário da dívida, também ocorreu uma deterioração na economia mundial que exigiu um ajuste redutor extraordinário na despesa.

O problema do câmbio

A segunda questão macroeconômica no ajuste da dívida relaciona-se com o fato de que o país tem necessidade de ganhar dólares e não pesos. Em outras palavras, é preciso gerar um superávit comercial. O corte na despesa reduzirá, é claro, a demanda por importações e liberará exportáveis para a venda no exterior, mas por dois motivos isto não é suficiente. Em primeiro lugar, uma fração importante do corte nos gastos recai sobre bens domésticos (não vendidos) e não sobre os comerciáveis. O corte nos gastos cria assim desemprego direto em vez de ganhos potenciais em divisas. Mesmo para os bens diretamente comerciáveis não é garantido que maiores disponibilidades possam ser exportadas. Muitas vezes há o problema de obter acesso ao mercado e, se os bens não são *commodities* homogêneas como o algodão ou o cobre, uma redução de preço se faz necessária para aumentar as vendas. Mesmo assim, a não ser que a demanda seja suficientemente adequada, os ganhos totais podem não crescer.

Para que o corte nos gastos se traduza em ganhos de divisas, é preciso um aumento da competitividade. O ganho em competitividade atrai recursos para o setor de bens comerciáveis e no mercado internacional possibilita a venda da maior produção destes bens. Evidentemente, a única maneira de ganhar competitividade é reduzir o salário real em dólares através de uma desvalorização real. Mas o corte no salário real gera também, pelo menos a curto prazo, maior desemprego, pois a renda disponível dos assalariados é reduzida. A dimensão do corte necessário dos salários reais exige um exame mais profundo. Ela é maior quanto maior for a parcela de bens comerciáveis na renda e quanto menor a parcela dos salários no PIB.

A dificuldade maior no processo de ajuste é que o ajuste externo através do ganho em competitividade reduz o emprego. O efeito dominante sobre o emprego deriva-se da redução dos salários reais e da conseqüente queda na demanda interna. A resposta positiva em termos de emprego que se pode esperar no setor de bens comerciáveis a partir do ganho em competitividade é frequentemente débil e lenta. Uma das razões para isto é que as expectativas de uma alteração prolongada na competitividade não se cumprem imediatamente. O setor de bens exportáveis ado-

ta assim uma atitude de esperar para ver, o que faz com que a desvalorização real seja um instrumento de política bastante precário. A experiência mexicana quanto a isto é particularmente instrutiva.

Uma segunda dificuldade de importância deriva do ajuste em escala mundial ao serviço forçado da dívida. Como a maioria dos países devedores estava gastando em excesso no início da década de 1980, e hoje estão sob um regime de serviço forçado da dívida, todos precisam adotar medidas de desvalorização real para melhorar sua competitividade. Mas isto significa que estão cortando seus salários em concorrência um com o outro, e não apenas em relação aos países credores. O resultado é que um país em particular, que corte seus salários em dólares, digamos em 50%, ganhará muito menos em termos de receitas em dólares porque todos os países menos desenvolvidos concorrentes estão fazendo o mesmo.

O problema do orçamento

O terceiro problema macroeconômico no processo de ajuste envolve o orçamento público. Grande parte da dívida externa é pública ou com garantia pública. E da parte que não o era inicialmente, muito acabou assumido pelo setor público na sequência das crises, como resultado das quebras bancárias. O governo fica assim tendo que atender ao serviço de uma dívida que antes ou era de responsabilidade privada ou então era automaticamente coberto por dinheiro novo. O problema, é claro, é onde encontrar os três ou quatro por cento extraordinários de receita fiscal para pagar os novos custos de juros.

Existem basicamente quatro caminhos: elevar impostos e preços dos serviços públicos, reduzir as despesas do governo, emitir moeda ou lançar papéis da dívida interna. Elevar impostos é sabidamente difícil pois a maioria dos impostos já são recolhidos sob forma de taxas de previdência social sobre os trabalhadores. Uma solução mais fácil é elevar os preços dos serviços públicos ou eliminar subsídios. A eliminação de subsídios é particularmente apreciada pelos credores e pelas agências internacionais, pois significa aproximar-se de uma alocação mais eficaz de recursos.¹⁴ É evidente que a imposição de novas taxas ou a retirada de subsídios são inevitavelmente inflacionárias pelo lado dos preços, a não ser que a elevação de impostos ou o corte de subsídios sejam compensados por uma redução de outros preços ou de salários. Evidentemente, pelo lado da renda, reduz o crescimento do meio circulante e, portanto, em combinação, conduz a uma recessão com pressão inflacionária sustentada pela inflação já existente.

Outra opção é o corte dos gastos públicos. A atenção aqui se focaliza na frequentemente extrema ineficiência do setor público. O público percebe que é preciso haver um meio de pagar as contas com maior eficiência em vez de com reduzida absorção privada. O fato é, evidentemente, que há pouco espaço para melhorias

¹⁴ O fato de que com frequência são os subsídios aos alimentos que são cortados, sem a proverbial taxa global neutra para compensar os perdedores, não parece limitar o caso à recomendação de política.

no serviço público a curto prazo. A dispensa em grande escala de empregados excessivos criaria um sério problema político. O fechamento de fábricas entra na mesma categoria e a venda de empresas ineficientes, muito influenciadas pelos sindicatos, visualiza o problema óbvio de que os compradores em potencial teriam que ser compensados para assumir as dificuldades. Talvez a melhor solução fosse simplesmente a doação de empresas do setor público. O problema é que os empregados também poderiam se opor a isto.

O ajuste mais comum é um corte ou congelamento dos salários no setor público. Isto ocorreu na maioria dos países devedores, em alguns casos em escala ampla. O orçamento é aliviado, mas surgem problemas específicos. A redução relativa dos salários do setor público promove um êxodo do tipo errado. Os trabalhadores eficientes saem e apenas aqueles com poucas alternativas permanecem no emprego público.

Em muitos dos países devedores a resposta ao serviço forçado da dívida tem quase que inevitavelmente sido o aumento do déficit público e o seu financiamento pelo lançamento de dívida ou emissão de moeda. O financiamento com emissão traz consigo o problema da inflação elevada e mesmo extrema. Não foi por acidente que a Argentina e o Brasil registraram taxas elevadíssimas de inflação, nos rastros da crise da dívida. Quando os déficits são financiados por dívida, embora o problema da inflação possa estar ausente, há ainda a questão da acumulação excessiva de dívida, que em última instância produz o risco de uma liquidação inflacionária ou do não reconhecimento, conforme é discutido por Sargent e Wallace (1982).

Há uma vinculação entre os problemas do câmbio e do orçamento. A necessidade de desvalorizar para ganhar competitividade implica no crescimento do valor do serviço da dívida em moeda nacional. Um pagamento específico de, digamos, 1 bilhão de dólares passa então a valer mais em pesos, produz um déficit maior em pesos e faz surgir assim a necessidade de maior financiamento inflacionário. Assim a desvalorização é uma fonte de inflação não apenas diretamente, através dos preços maiores dos bens vendidos e de qualquer efeito de indexação. Também age indiretamente elevando a taxa adequada de inflação. Nas hiperinflações clássicas, movimentos amplos na taxa de câmbio foram o prelúdio à irrupção da inflação descontrolada e há indícios de que exatamente o mesmo processo está em curso hoje nos países devedores.¹⁵

O orçamento também é afetado negativamente pelo problema da fuga de capitais. Para controlar a fuga de capitais, provocada pelas consequências inflacionárias do serviço da dívida ou talvez pela expectativa de uma reforma fiscal, o país terá que elevar as taxas reais de juros a níveis muito altos. Estas taxas reais elevadas, por sua vez, aplicam-se à dívida interna, provocando seu crescimento mais rápido, elevando deste modo os futuros déficits orçamentários e por consequência as perspectivas de instabilidade. Isto mais uma vez estimula a fuga de capitais e taxas de juros ainda maiores. Existe assim um extraordinário círculo vicioso em torno da

¹⁵ Ver Dornbusch e Fischer (1986) e Fischer (1986).

súbita urgência do serviço da dívida e da incapacidade de atendê-lo através da tributação ordinária.

Deve-se mencionar um fenômeno importante no processo de ajuste. Para ganhar divisas o salário real deve ser cortado em termos de bens comerciáveis, aumentando assim a competitividade. Mas para equilibrar o orçamento muitas vezes é preciso, ou pelo menos é interessante, que se cortem os subsídios para itens tais como alimento ou transporte e isto também significa um corte no salário real. Há assim uma concorrência entre dois objetivos, um corte no salário em dólares ou um corte no salário em pesos. Uma escolha deve ser feita porque há apenas um tanto que pode ser cortado. Devido às defasagens com que o setor comercial se ajusta, sugere-se que o acerto da competitividade deve ter precedência e que o equilíbrio do orçamento deve seguir, uma vez que sejam realocados os recursos da economia. Como a desvalorização real por si mesma já deve produzir uma desaceleração, não há risco de superaquecimento na sequência do ajuste.

Um último ponto digno de nota é o vínculo entre o corte no orçamento e a queda acentuada dos investimentos na América Latina. A razão é que na categoria das despesas públicas os cortes mais fáceis estão no investimento. Adiar o investimento e a manutenção é mais fácil que dispensar empregados. O impacto resultante sobre o investimento agregado é tão grande porque o setor público, na forma de empresas estatais, responde por uma grande parcela do investimento total, e porque o setor público estava na linha de frente do ajuste. Fica imediatamente óbvio que este é um meio muito ineficiente de ajuste, que falha no reconhecimento da diferença entre contas correntes e de capital do setor público.

Estudo de caso: México

O México ilustra de modo bastante claro muitas dessas questões. O fato menos notado, evidente na Tabela 11, é o dramático deslocamento no orçamento ao longo dos últimos três anos. O orçamento não lucrativo, ou primário, cresceu em mais de 7% do PIB. De um déficit de cerca de 4% do PIB em 1982 o balanço não lucrativo passou a superávit estimado de 3,2% em 1986. A melhora é impressionante tendo-se em vista a grande queda nas receitas do petróleo em 1986. Note-se que todo o crescimento no orçamento não lucrativo foi destinado a financiar os pagamentos crescentes de juros das dívidas interna e externa.

Tabela 11: Orçamento Do México (Percentual Do Pib)

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986* |
|----------------------|------|------|------|------|-------|
| Déficit orçamentário | 17,1 | 8,9 | 7,7 | 8,4 | 15,8 |
| Déficit primário | 3,7 | -5,2 | -5,4 | -4,2 | -3,2 |
| Déficit operacional | n.d. | -0,2 | -0,7 | -0,9 | -2,1 |
| Investimento público | 9,3 | 6,6 | 6,5 | 6,1 | 5,1 |

Fonte: México, Presidencia de la República, e Secretaria de Hacienda y Crédito Público.

* Estimativa.

O orçamento global registra um déficit de cerca de 16% do PIB para 1986. O aumento no pagamento de juros é em grande medida um reflexo da inflação. A inflação e a depreciação da taxa de câmbio que a acompanha elevam as taxas nominais de juros necessárias para os mexicanos manterem os valores em depreciação. Estas taxas de juros por sua vez se traduzem em uma conta maior de juros no orçamento. Há um déficit fiscal porque há inflação, não o contrário.

A Tabela 12 mostra maiores detalhes da situação macroeconômica mexicana. Já vimos o corte no investimento do setor público. A tabela mostra que o investimento total revela uma queda acentuada, deixando pouco investimento líquido.

Tabela 12: México: indicadores macroeconômicos

| | 1970-1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986* |
|---------------------------------|-----------|------|------|------|------|-------|
| Crescimento per capita | 3,5 | -2,8 | -7,5 | 1,4 | 0,4 | -6,3 |
| Inflação | 17 | 99 | 81 | 59 | 60 | 100 |
| Investimento/PIB | 23,6 | 21,1 | 16,0 | 16,3 | 16,9 | 14,9 |
| Salário real (1981 = 100) | n.d. | 105 | 76 | 73 | 67 | n.d. |
| Contas correntes/PIB | -3,5 | -3,8 | 3,8 | 2,5 | 0,3 | -2,6 |
| Juros externos/PIB | n.d. | 7,5 | 7,1 | 7,0 | 6,0 | 6,4 |
| Preço do petróleo (US\$/barril) | 12,4 | 28,6 | 26,4 | 26,8 | 25,4 | 11,2 |

Fonte: FMI e Secretaria de Hacienda y Crédito Público.

* Estimativa.

Consideremos agora a conta corrente. Há uma notável virada, dos déficits antes da crise a superávits depois. Em 1983-1984 os superávits eram suficientes para servir ao financiamento da fuga de capitais e cobrir também os pagamentos de juros. Em 1985 os juros foram pagos por estes superávits e atraindo um retorno de capitais privados através de taxas muito altas de juros. Mas com a queda do preço do petróleo o problema do financiamento externo ressurgiu, forçando uma escolha entre maior depreciação real ou uma alteração nos termos do serviço da dívida.

Tanto a taxa real de câmbio quanto o salário real caíram sensivelmente nos anos recentes. Os salários reais estão hoje 40% abaixo de seus níveis de 1980 e a competitividade externa melhorou em 40%. Estes ajustes são extraordinários para serem feitos por qualquer país. Finalmente há a história do emprego. A força de trabalho está aumentando em 3,5% ao ano, mas o emprego após uma queda inicial tem se mantido totalmente estagnado nos últimos quatro anos. O setor informal e a migração para o Estados Unidos foram os principais absorventes do choque no emprego. Assim o desemprego está crescendo e assim também cresce o conflito social. A falta de crescimento de emprego, mesmo depois de uma depreciação real tão acentuada, é uma questão preocupante. A indicação é que a desvalorização reduz o emprego por bastante tempo antes que a substituição ocorra.

Os primeiros resultados no comércio foram decepcionantes. Ultimamente o México começou a desenvolver um forte crescimento da exportação não petrolífe-

ra. Mas isto revelou-se uma benção de duas faces. Os interesses comerciais dos Estados Unidos caíram sobre o México sob a forma de mais de 100 casos de anulação de taxas!

Estudo de caso: Brasil

O Brasil, exatamente como o México, deu início ao seu ajuste com uma grande redução da renda *per capita* e com uma rápida aceleração da inflação. A aceleração da inflação foi devida em grande parte à desvalorização real necessária para gerar um superávit não usuário. A presença da indexação transformou a desvalorização cambial em aceleração inflacionária. A inflação maior, por sua vez, refletiu-se num déficit orçamentário bem mais acentuado (ver Tabela 13).

Tabela 13: Brasil: Indicadores Macroeconômicos

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986* |
|---|------|------|------|-------|-------|
| Inflação | 99 | 142 | 197 | 227 | n.d. |
| Crescimento per capita | -1,3 | -5,5 | 2,3 | 6, 1 | 6,8 |
| Déficit orçamentário ^(a) | | | | | |
| Déficit real | 16,7 | 19,9 | 22,2 | 27, 1 | 10,9 |
| Déficit operacional | 6,5 | 3,0 | 1,6 | 3,5 | 5, 1 |
| Déficit em. contas correntes ^(a) | 8,5 | 3,5 | - | 0, 1 | -0, 1 |
| Juros externos | 6,5 | 5,3 | 5,4 | 4,7 | 3,7 |
| Déficit não usuário | 2,0 | -1,8 | -5,4 | -4,6 | -3,6 |

Fonte: Banco Central do Brasil. *Estimativa ^(e) Percentual do PIB.

A balança externa não usuária melhorou sensivelmente. Isto pode ser visto na Tabela 13 na passagem na conta corrente não usuária de um déficit de 2% do PIB em 1982 para um superávit de 3,5 a 5% em 1984-1986. Em contraste com o México o orçamento brasileiro não melhorou sensivelmente. Isto significou mais estímulo ao crescimento e à recuperação.

A diferença entre México e Brasil, em 1986, está tanto no petróleo quanto na macroeconomia. Preços menores de petróleo no caso do Brasil mais do que compensaram as condições adversas do desenvolvimento da balança externa. Mas a balança externa certamente também é melhorada pela substituição de importações e a expansão da capacidade de exportação tornada possível pelos investimentos do início da década de 1970, que passou a ter efeito exatamente a tempo de ajudar no serviço da dívida.

RISCO BANCÁRIO E A QUALIDADE DAS DÍVIDAS

Nesta seção revemos o problema da dívida do lado dos bancos comerciais credores. Examinamos a extensão do risco e a qualidade das dívidas.

Risco

A Tabela 14 fornece uma ampla visão dos empréstimos por bancos norte-americanos a regiões que não os países industrializados ou centros bancários estrangeiros. Nestas categorias, a Nigéria e a Venezuela estão incluídas entre os países da OPEP enquanto o México está entre os não membros da OPEP.

Tabela 14: Créditos dos bancos dos Estados Unidos junto a países não industrializados (bilhões de dólares)

| Anos | OPEP | Não membros da OPEP | Europa Ocidental |
|------|------|---------------------|------------------|
| 1977 | 14,3 | 45,0 | 7,0 |
| 1982 | 23,2 | 101,9 | 6,6 |
| 1985 | 20,4 | 100,9 | 5,1 |

Fonte: Federal Reserve.

Entre 1977 e 1982 os créditos junto aos países fora da OPEP mais do que duplicaram. Desde então, porém, tem havido uma parada completa na concessão de empréstimos. A tabela mostra que os créditos à Europa Oriental são pequenos e relativamente estáveis em volume. O risco com os países da OPEP é maior e tem se reduzido desde 1982.

A Tabela 15 mostra os créditos a países em desenvolvimento fora da OPEP, desta vez com desagregação por tamanho dos bancos. Também mostramos como estes créditos evoluíram em relação ao capital acionário.

Tabela 15: Créditos de Bancos Norte-Americanos Com Países Fora Da OPEP

| | Todos Os Bancos | 9 maiores | 15 maiores | Todos os demais |
|---|-----------------|-----------|------------|-----------------|
| Créditos totais de bancos norte-americanos (bilhões de dólares) | | | | |
| 1978 | 52,5 | 33,4 | 9,9 | 8,9 |
| 1982 | 101,9 | 61,5 | 20,6 | 19,8 |
| 1985 | 100,9 | 63,5 | 19,8 | 16,9 |
| <i>Percentual do capital</i> | | | | |
| 1978 | 110 | 163 | 107 | 57 |
| 1982 | 154 | 227 | 162 | 75 |
| 1985 | 99 | 156 | 99 | 41 |

Fonte: Federal Reserve.

Três conclusões emergem da Tabela 15. Primeiro, a dívida é um problema dos grandes bancos. Mais do que 60% da dívida total cabem aos maiores bancos dos centros financeiros, e cerca de 85% a apenas 25 grandes bancos. Em segundo lugar, os pequenos bancos conseguiram reduzir seus créditos em 15% ao longo dos últimos três anos. Em terceiro lugar, todos os bancos, e em particular os bancos dos centros financeiros, foram capazes de reduzir seu risco medido como percentual do

capital. A redução do risco ocorreu primordialmente através do aumento de capital, em parte emitindo debêntures. Mas em parte a redução do risco se deu através da transferência de direitos sobre os empréstimos, redução contábil e simplesmente por uma diminuição ou suspensão da concessão de dinheiro novo.

Para julgar as implicações do problema das dívidas dos países menos desenvolvidos para o sistema bancário vejamos a Tabela 16, no grupo dos países mais endividados. Para simplificar tomamos toda a América Latina (inclusive a Venezuela) mais a Nigéria, Filipinas, Marrocos e Iugoslávia. O risco total em 1985 estava próximo de 100 bilhões de dólares e de cerca de 90% do capital dos bancos. Assim, na situação extrema de todos estes devedores repudiarem suas dívidas completamente, os acionistas dos bancos seriam grandemente prejudicados, enquanto os depositantes seriam plenamente protegidos. Este quadro é mais favorável do que se poderia acreditar a partir da discussão pública acerca da “bomba da dívida dos países menos desenvolvidos”. É claro que este ponto se sustenta apenas em termos de agregação e não é, assim, muito revelador. A comparação mais clara é a desagregada por tamanho dos bancos. Neste caso fica evidente que seu risco é bastante grande em relação ao seu capital acionário. Brasil, Argentina e Filipinas sozinhos (para tomar os casos principais de comparação em 1987) respondem por mais da metade do capital dos maiores bancos.

Tabela 16: Risco dos bancos Norte-Americanos com os devedores problema: 1985¹
(Bilhões de dólares e percentual do capital)

| | Todos os Bancos | 9 maiores | 15 maiores | Todos os demais |
|------------------|-----------------|-------------------------|------------|-----------------|
| | | (Bilhões de dólares) | | |
| América Latina | 80,4 | 60,5 | 16,0 | 15,2 |
| Outros devedores | 12,6 | 8,8 | 1,9 | 1,2 |
| | | (Percentual do capital) | | |
| América Latina | 78,9 | 148,6 | 80,0 | 36,9 |
| Outros devedores | 12,3 | 21,7 | 9,5 | 2,9 |

Fonte: Federal Reserve.

O segundo ponto digno de nota é que mesmo a dívida da América Latina é em grande medida com bancos fora dos Estados Unidos. O BIS informa que a dívida da América Latina em 1985 com os bancos que forneceram dados era de 160 bilhões de dólares. A Tabela 17 mostra que apenas cerca da metade desta dívida era com bancos norte-americanos. Para os demais devedores problemáticos o total fornecido pelo BIS é de 37 bilhões de dólares. No seu caso os empréstimos de bancos norte-americanos são apenas um terço do total do risco bancário.¹⁶

¹⁶ Ver International Banking and Financial Markets Developments, do Bank for International Settlements, out. 1986.

Tabela 17: Preço do mercado da dívida problemática: dezembro de 1986
(bilhões de dólares e cents por dólar)

| Pais | Dívida total | Dívida para bancos dos Estados Unidos | Preço ^(a) |
|-----------------|--------------|---------------------------------------|----------------------|
| Argentina | 50,8 | 8,4 | 66,0 |
| Bolívia | 4,0 | 0, 1 | 7,5 |
| Brasil | 107,3 | 22,2 | 75,5 |
| Chile | 21,0 | 6,5 | 68,0 |
| Colômbia | 11,3 | 2,2 | 86,5 |
| Equador | 8,5 | n.d. | 65,5 |
| Costa do Marfim | 8,0 | 0,4 | 77,0 |
| México | 99,0 | 24,2 | 56,5 |
| Marrocos | 14,0 | 0,8 | 69,5 |
| Nigéria | 19,3 | 0,9 | 39,0 |
| Peru | 13,4 | 1,5 | 19,0 |
| Filipinas | 24,8 | 5, 1 | 73,5 |
| Uruguai | 3,6 | 0,9 | 66,5 |
| Venezuela | 33,6 | 9,7 | 74,5 |
| Iugoslávia | 19,6 | 2,2 | 79,0 |
| Média Ponderada | | | 67, 1 |

Fonte: Informação dos negociadores.

^(a) Média do preço. de oferta e procura em cents por dólar de dívida.

Há, no entanto, uma diferença importante entre bancos europeus e norte-americanos. Durante o período da valorização do dólar os bancos europeus foram obrigados a aumentar suas reservas contra empréstimos em dólares. Além disto estas provisões de empréstimos foram facilitadas por vantagens fiscais. Desde 1985 o dólar desvalorizou-se significativamente e isto contribuiu para aumentar as reservas europeias em relação aos seus direitos de créditos. Como resultado afirma-se que os bancos europeus, em alguns casos, puderam lançar mão das reservas contra perdas, para cobrir plenamente as dívidas problemáticas. Este, é claro, não é o caso dos bancos norte-americanos.

A qualidade das dívidas

No século XIX e até a Primeira Guerra Mundial, a dívida dos países menos desenvolvidos tinha sobretudo a forma de títulos negociados em mercados organizados e amplamente em mãos do público. A dívida do pós-guerra, pelo contrário, é com instituições oficiais e bancos comerciais. Portanto, não há cotações adequadas de preços que possam ser usadas como medida da qualidade das dívidas. Mui-

to pouco dos direitos sobre os países devedores toma a forma de títulos.¹⁷ Mas por algum tempo os direitos dos bancos sobre vários países menos desenvolvidos foram transferidos entre bancos, vendidos diretamente entre bancos, e agora estão mesmo sendo vendidos para instituições não bancárias. O mercado tornou-se o centro das discussões da permuta dívida/ações. Nestas transações, cuja discussão aparece mais adiante, a aquisição de dívida com desconto é o ponto de partida para um investimento estrangeiro num país devedor.

A Tabela 17 mostra a média dos preços de oferta e procura no mercado secundário. Seria um erro supor que todas as dívidas sejam negociadas assim. Mas os preços fornecem uma indicação do valor no mercado.

Há diferenças acentuadas de preços. Bolívia, Peru e Nigéria tem avaliações baixas. Mas talvez mais interessante seja entre o México e o Brasil. Por que se considera o Brasil um risco de crédito tão melhor que o México? A maior diferença estaria no fato de ser importador ou exportador de petróleo. O preço médio de dívidas problemáticas é de 67 *cents* por dólar. Descontos de 25% e mais sugerem que se trata realmente de dívidas problemáticas, e que deve ser bastante remota a perspectiva de retorno à concessão voluntária de créditos.

No entanto, a história não é tão simples. Vejamos o caso do Uruguai. A dívida do país está na faixa de desconto de 23,5%, sugerindo que a dívida é pobre. No entanto, no outono de 1986 o Uruguai emitiu títulos do setor público a longo prazo na mesma taxa do Tesouro dos Estados Unidos. Isto sugeriria que os grandes descontos refletem acima de tudo a estreiteza do mercado, de modo que é a falta de liquidez dos bancos que é dominante na depressão dos preços.

EFEITOS DA CRISE DA DÍVIDA SOBRE O MERCADO NORTE-AMERICANO

Há uma considerável dificuldade em definir a origem da deterioração da balança externa dos Estados Unidos entre causas concorrentes: o dólar extremamente forte, o rápido crescimento interno em relação ao externo, o déficit fiscal, e a virada forçada nas balanças comerciais dos devedores para atender ao serviço da dívida.

A Tabela 18 dá alguma indicação da modificação do comércio norte-americano com a América Latina. Nem tudo pode ser atribuído à crise da dívida pois a perda em competitividade deve certamente responder por parte do que aconteceu. Também é verdade que os dados do comércio do início da década de 1980 estão inflados pela supervalorização e pelo excesso de gastos da América Latina. Mas

¹⁷ Há uns poucos títulos pendentes do setor público. Edwards (1985) e Dornbusch (1986) examinam as emissões de títulos do México, Argentina, Venezuela e Brasil.

mesmo assim é bem evidente que houve uma grande alteração na balança bilateral que chega a 10-12 bilhões de dólares de 1979 a 1985.¹⁸

Tabela 18: Comércio dos Estados Unidos com a América Latina
(bilhões de dólares)

| | Exportações | Importações | Balança comercial |
|------|-------------|-------------|-------------------|
| 1979 | 13,6 | 13,2 | 0,4 |
| 1980 | 17,4 | 14,4 | 3,0 |
| 1981 | 17,7 | 15,5 | 2,2 |
| 1982 | 15,3 | 14,4 | 0,9 |
| 1983 | 10,5 | 16,0 | - 5,5 |
| 1984 | 11,0 | 21,0 | - 10,0 |
| 1985 | 11,0 | 20,9 | - 9,9 |

Fonte: Survey of Current Business.

É interessante comparar a evolução do comércio da América Latina com diferentes países, para compará-la com o que houve com os Estados Unidos. Isto é feito na Tabela 19. A tabela mostra uma alteração substancial em direção a superávits bilaterais em relação a cada um destes grupos. Enquanto o superávit com os Estados Unidos é bem maior em termos absolutos, não é este o caso quando a alteração é expressa em relação às exportações. Esta é uma maneira genérica de ilustrar que a valorização do dólar pode não ser tão dominante nesta virada da balança comercial bilateral.

Se 10 bilhões de dólares são tomados como a alteração na balança comercial bilateral, então, mesmo atribuindo tudo isto à crise da dívida, não se percebe grande prejuízo para os Estados Unidos. Afinal, isto é menos que um quarto de 1% do PNB dos Estados Unidos. É claro que isto não elimina o prejuízo e o PNB não é a variável de escala mais adequada. Outros prejuízos para os interesses comerciais e de investimentos dos Estados Unidos ocorrem através da depressão de demanda e lucratividade nos países devedores. As multinacionais norte-americanas que produzem nestes países registraram reduções acentuadas de vendas e lucros. Igualmente, há quedas nas exportações norte-americanas de serviços (que não juros) para os devedores. Não há estimativas acabadas de perdas nas exportações de serviços.

¹⁸ A alteração na balança comercial bilateral de manufaturados é mais significativa que a mudança no total da balança comercial bilateral. A razão é que a queda dos preços do petróleo e das commodities reduz a conta de importações dos Estados Unidos, e se reflete assim numa alteração menor da balança total.

Tabela 19: Balança comercial bilateral da América Latina com vários grupos (bilhões de dólares)

| | Estados Unidos | Japão | MCE | Países industrializados |
|--------------------------------|----------------|-------|------|-------------------------|
| 1980 | -3,4 | -2,4 | 2,8 | -4,2 |
| 1985 | 10,8 | 0 | 7,7 | 18,7 |
| Alteração em % das exportações | 42,9 | 54,8 | 20,8 | 35,1 |

Fonte: Directions of Trade Statistics, do FMI.

Para julgar se uma deterioração de 10 bilhões de dólares na balança comercial é grande, é preciso ter dois pontos em conta. Primeiro, uma virada no déficit comercial facilita uma absorção não inflacionária do déficit fiscal norte-americano. Transferindo a concessão de créditos dos países menos desenvolvidos para o Tesouro dos Estados Unidos ajuda-se a financiar os próprios déficits sob condições macroeconômicas melhores (curto prazo). Mas há evidentemente um custo para as indústrias afetadas. Uma grande parcela da deterioração do comércio, por exemplo, está no setor de bens de capital, pois a queda no investimento na América Latina reduziu as exportações norte-americanas. Para este setor a deterioração do comércio com a América Latina está, é claro, bem acima de 1/4 de 1% do faturamento. Mas mesmo assim seria difícil apresentar a crise da dívida como a principal razão do problema de 150 bilhões de dólares do comércio dos Estados Unidos

SOLUÇÕES PARA O PROBLEMA DE DÍVIDA¹⁹

A sequela mais comum de empréstimos imprudentes e de condições internacionais adversas, como nos casos mais recentes das décadas de 1920 e 1930, é provocar a inadimplência dos devedores. As dívidas sofrem normalmente redução contábil, ou não são honradas em seu serviço por muitos anos. Quando o serviço é finalmente retomado, isto ocorre sem pleno pagamento dos atrasados e muitas vezes a taxas reduzidas de juros.

As grandes diferenças na crise atual da dívida são duas. A primeira é que os bancos comerciais e os governos, em vez dos portadores de títulos, é que são os principais credores. Uma diferença mais significativa é o fato de que os governos dos maiores países industrializados têm insistido no serviço da dívida e montaram um sistema de cobrança da dívida, com o FMI como principal agente coordenador. O sistema evita a falta de liquidez pondo à disposição “dinheiro novo” essencial, com *spreads* lucrativos acima dos custos dos recursos para os bancos, e cobra a dívida com pressão política de bastidores. Os credores estão eficazmente organiza-

¹⁹ Para uma discussão mais profunda das soluções ver Lessard e Williamson (1985).

dos nesta abordagem caso a caso enquanto os devedores foram incapazes de formar uma frente unida.²⁰

O problema dos devedores, especialmente no caso da América Latina, é como obter alívio ou crédito adicional, de modo a tornar disponíveis recursos para investimento e desenvolver a especulação em apoio à capacidade do governo de promover políticas de crescimento sem o risco da instabilidade financeira. A reforma fiscal e melhor controle da tributação têm certamente importância decisiva neste contexto. Maior eficiência do setor público é importante, mas medidas para atrair capitais ou garantir alívio da dívida externa parecem ser as alternativas mais desejáveis ou exequíveis. Veremos a seguir cinco possíveis rotas de mudança: uma melhora macroeconômica mundial, uma operação de socorro, conversão de dívidas em ações, uma reversão na fuga de capitais, e uma desopressão da dívida do tipo Bradley.

A macroeconomia mundial

Em 1982, as perspectivas de crescimento acentuado nos países industrializados, baixas taxas de juros, um dólar debilitado e preços fortes das *commodities* cumpriram o quadro que estimulou a “confusão em processo”. Este cenário favorável significaria que no final da década as razões dívida/exportações teriam se reduzido significativamente. Alguns destes fenômenos ocorreram de fato, e para alguns países eles foram mesmo reforçados por uma grande e inesperada queda do preço do petróleo. Mas em geral não se materializaram os esperados benefícios em termos de melhores possibilidades de créditos. É verdade que a Coreia do Sul não é hoje um devedor problemático, mas o Brasil certamente é, e o mesmo acontece com vários outros países.

Olhando à frente para os próximos anos, que evolução macroeconômica pode ser esperada e como ela afetará a situação da dívida? O fato mais importante para a economia mundial é o equilíbrio fiscal dos Estados Unidos. São três as situações possíveis. Na primeira, um rápido corte orçamentário é compensado pela expansão monetária nos Estados Unidos e no resto do mundo. Neste contexto, as taxas de juros caem rapidamente, o crescimento é mantido e as principais taxas de câmbio entre países industrializados permanecem inalteradas. Esta é uma situação altamente favorável para os países em desenvolvimento porque taxas de juros mais baixas implicam em transferências para eles de recursos dos contribuintes dos países credores, em volume muito maior do que poderia ser esperado.

A segunda situação prevê o mesmo corte orçamentário, talvez mais demorado, mas sem a acomodação monetária. Neste caso as taxas de juros caem um pouco, mas haverá recessão mundial. A maioria dos devedores não seria beneficiada, ou

²⁰ O acerto mexicano obrigou os bancos comerciais a dar urna grande e inesperada contribuição. O acerto demonstrou que o problema da dívida não está resolvido e também que o envolvimento governamental pode revelar-se um bumerangue.

pelo menos muito pouco, pois as taxas mais baixas de juros seriam compensadas pela contração dos seus mercados de exportação.

Uma terceira situação configuraria um quadro duro: corte no orçamento e uma fuga do dólar que forçaria o Federal Reserve a elevar as taxas de juros para enfrentar o impacto inflacionário da desvalorização. Um tal desenvolvimento certamente produziria falta de liquidez do sistema e provável inadimplência.

A macroeconomia mundial promete algo. Um corte orçamentário ao estilo Gramm-Rudman-Hollings, sem demora e com acomodação monetária em escala mundial, produziria um grande avanço em direção da solução do problema da dívida. Mas por enquanto não há muitas indicações, seja de um corte orçamentário, seja de acomodação monetária.

Conversão da dívida em ações

O problema da dívida tem dois aspectos. O primeiro é que os devedores não podem atender ao serviço de suas dívidas conforme o contratado. Além disto, os juros pagos saem às custas dos investimentos muito necessitados por suas economias. Assim, os devedores têm falta de recursos e de investimentos. Do lado dos credores os pequenos bancos estão cansados das acrobacias necessárias à cobrança da dívida desejando evitar mais uma etapa de reescalonamento. Mas não há dinheiro nos países devedores para pagá-los, nem os grandes bancos podem fazê-lo, dado o seu já extraordinário risco. Estes problemas paralelos exigem muito do talento de fiscais, contadores e políticos através do mundo.

A má qualidade dos empréstimos aos países menos desenvolvidos pode ser julgada pelo desconto com que são negociados no mercado secundário emergente. Os grandes descontos sugerem que é muito improvável uma retomada rápida das concessões voluntárias de créditos. A atenção dos credores está se voltando assim para novas maneiras de liquidar as dívidas sem sofrer perdas diretas e maciças do total da dívida. Mas se os bancos querem cair fora, quem deverá entrar?

As conversões da dívida em ações surgiram como solução aparentemente atrativa para o problema da dívida. Claramente, não é *a* solução, mas uma contribuição saudável com todos os traços da livre iniciativa.²¹ A sua vantagem evidente está em resolver dois problemas de uma só vez: permite aos bancos transferir os créditos sem uma queda maciça dos preços dos mesmos, e os devedores podem reduzir sua dívida externa e ao mesmo tempo atrair investimentos externos. Considerando-se todos os aspectos da questão, parece se tratar de uma boa ideia. Mas há motivos para ceticismo. Antes de examinar estas objeções, é importante um esclarecimento. Não deveria haver dúvida de que as conversões feitas entre empresas privadas e os bancos privados credores seus (sem intervenção ou subsídios governamentais) são plenamente adequadas. Igualmente não pode haver qualquer objeção ao investi-

²¹ Para uma firme defesa das permutas dívida/ações ver World Financial Markets, do Morgan Guaranty, edição de setembro de 1986.

mento externo direto. Pelo contrário, deveria ter havido mais no passado, e quanto mais houver no futuro, melhor. As objeções levantadas aqui referem-se exclusivamente ao uso de orçamentos já estourados do devedor para lubrificar as engrenagens.

A dificuldade básica é que as conversões de dívida em ações envolvem um subsídio orçamentário pelos países devedores, que permitirão a saída dos bancos e a entrada dos investidores estrangeiros. O mecanismo é o seguinte: o First Regional Bank vende títulos do governo brasileiro com desconto à Dreams, Inc., uma empresa norte-americana especializada em serviços. A Dreams Inc. apresenta a dívida ao Banco Central para ser paga em cruzados. Estes recursos são usados para a compra de uma empresa brasileira. Parece que todos ganham: o banco encontrou um modo de vender parte de sua carteira sem liquidez sem deprimir o mercado de segunda mão; a empresa investidora tem a vantagem de comprar cruzados com desconto e o Brasil ganha porque pode pagar a dívida externa em moeda própria em vez de dólares. Além disto, existe um investimento bastante necessário.

O governo devedor terá que financiar a recompra da dívida do investidor estrangeiro. Não se pode simplesmente emitir dinheiro para pagar. Na verdade, o governo emitirá dívida interna e usará recursos para recomprar sua dívida externa na apresentação pelo investidor estrangeiro. Assim, quando tudo estiver feito, o governo tem uma dívida externa menor, mas uma dívida interna correspondentemente maior. O país controla menos de seu capital, uma vez que o investidor estrangeiro comprou parte da dívida externa.

Há alguma vantagem para o orçamento? No orçamento se registrarão agora menos pagamentos de juros sobre a dívida externa, compensados por maior serviço da dívida interna. Há uma redução líquida nos juros se o país devedor puder se apropriar da maior parte do desconto com que for negociada a dívida externa e se a taxa de juros (em dólares) da dívida interna não for muito alta em relação ao custo do serviço da dívida externa. O resultado líquido mais provável será um aumento no serviço da dívida, porque as taxas reais de juros nos países devedores são excepcionalmente elevadas.

No aspecto do balanço de pagamentos, no entanto, as conversões podem revelar-se boas: a dívida externa é reduzida e o resultado é que os gravosos pagamentos de juros ao exterior diminuem. Mas os pagamentos menores de juros são compensados, pelo menos potencialmente, pelas maiores remessas de dividendos ou lucros pelos novos proprietários estrangeiros do capital nacional. Assim, no aspecto dos pagamentos esta solução não é tão benéfica. De fato, o país passa a ter menor liquidez, pois é mais fácil controlar o serviço da dívida bancária do que as remessas das multinacionais. O fluxo maciço de remessas do Brasil em 1986 comprova este ponto.

As conversões de dívida em ações são primordialmente uma operação contábil, não uma transferência líquida de recursos. Poderia se argumentar que o governo deveria definir objetivos de modo a torná-las menos uma transação com valores existentes e mais um investimento novo. Provavelmente, os intermediários financeiros procurarão empresas, internas ou estrangeiras, que já estejam investindo.

Estas serão contactadas com a apresentação de um novo tipo de pacote financeiro envolvendo conversão da dívida em ações que, devido a um subsídio implícito pelo governo, revela-se menos custoso que fontes alternativas de financiamento. Assim as conversões financiarão o investimento, mas ao custo orçamentário, de um investimento que de qualquer maneira seria feito. Isto explica a relutância dos países devedores em entrar no esquema.

As conversões da dívida em ações juntam, com a cola do dinheiro do orçamento, duas operações inteiramente separadas que ocorreriam num mercado livre, não regulado. Para resolver o problema dos bancos, a negociação das dívidas dos países menos desenvolvidos ocorreria e assim as dívidas seriam vendidas ao público não bancário. Para enfrentar o problema dos recursos os países devedores estabeleceriam fundos de investimento em que não residentes aplicariam na economia privada com regras liberais para a remessa de dividendos. As duas fases separadas garantem que dívida antigas, de má qualidade, não impedem o investimento novo. As dívidas ruins são distribuídas mais amplamente, embora com possíveis perdas para os acionistas de todos os bancos. Os países devedores recebem recursos extraordinários que podem usar para expandir o investimento ou para resgatar a sua dívida, conforme o que for mais vantajoso. Esta é a solução de mercado. Conversões de dívida em ações, pelo contrário, são um modo de nacionalizar a transação, passando subsídios orçamentários para os acionistas dos bancos em vez de conduzi-los para investimento novo.

Operações contábeis não substituem o levantamento de recursos reais extraordinários para o investimento. Orçamentos governamentais melhores nos países devedores, maior poupança privada, maior eficiência do setor público e transferência líquida de recursos do exterior são a única maneira de retomar o investimento e o crescimento. Os países devedores, é claro, deveriam abrir todas as portas para o investimento estrangeiro direto - quanto mais cedo e mais amplamente, tanto melhor. Mas não há justificativa para subsidiar tal investimento.

Reversão da fuga de capitais

Os desejos se voltam para os 100 bilhões de dólares ou mais de valores da América Latina, que fugiram da instabilidade financeira e da tributação para os países industrializados, especialmente os Estados Unidos. Reverter estas fugas de capitais, primordialmente nos casos do México e da Argentina, tornaria quase possível pagar a dívida externa. A razão é que grande parte da dívida foi contraída em primeiro lugar para financiar o êxodo do capital privado.

Variam muito as estimativas do montante da fuga de capitais na década de 1970 e início da de 1980. Mas sejam quais forem os métodos para as estimativas da grandeza, não está em questão o fato de que pelo menos 100 bilhões de dólares deixaram a América Latina. As estimativas são particularmente grandes para o México, a Argentina e a Venezuela e bem menores para o Brasil ou o Chile. Tanto para a Argentina como para o México estimativas de 25 a 35 bilhões de dólares

não são incomuns. Daí a sugestão de que a reversão da gigantesca fuga ajudaria a pagar a dívida sem choro.

A ideia que o capital privado poderia ser a principal solução, ou pelo menos dar uma contribuição importante, é ingênua. Há poucos precedentes históricos de um grande refluxo e quando aconteceu, foi como o último vagão do trem. Einaudi observou certa vez que os poupadores “têm a memória de um elefante, o coração de um cordeiro e as pernas de uma lebre”. O capital esperará até que os problemas tenham sido resolvidos, não será parte da solução e é mesmo menos provável que seja uma cabeça de ponte.²²

Afirma-se com frequência que somente se os países adotassem políticas garantindo aos poupadores taxas reais de juros positivas e estáveis não haveria problema de fuga de capitais. Mas este argumento não é muito realista, em três aspectos. Primeiro, no contexto dos programas de ajuste a desvalorização é frequentemente inevitável. Compensar os poupadores pelas perdas que evitariam mantendo valores em dólares representaria um encargo enorme para o orçamento, que por sua vez alimentaria a instabilidade financeira. Segundo, a manutenção de elevadas taxas reais de juros representa um sério risco para as finanças públicas. A dívida pública que carrega estas elevadas taxas reais vira uma bola de neve, e isto por sua vez é fonte de instabilidade. Terceiro, é uma péssima solução elevar o retomo sobre papéis acima do retorno previsível sobre o capital real. Esta é uma economia ruim do lado da oferta, que em última instância corrói a base tributária e abala o sistema financeiro azedando os empréstimos. Um país com problemas simplesmente não pode ter como prioridade principal manter a posição dos portadores de títulos.

O controle dos capitais, quando factível, é uma estratégia melhor para restaurar a ordem das finanças públicas do que empurrar as dificuldades por um tempo usando taxas reais de juros extremamente elevadas. Esta última estratégia foi, de fato, a fonte da balbúrdia sob Martínez de Hoz e explica algumas das dificuldades no México de hoje. Deve-se reconhecer também que o problema da fuga de capitais é aumentado pela isenção de impostos oferecida pelo governo dos Estados Unidos aos valores de não residentes. Com este retorno isento de tributação, qualquer um que investisse no México (pagando impostos) necessitaria de um diferencial de rendimento de alguns pontos percentuais, sem levar em conta a depreciação do câmbio e outros riscos.

Fala-se muito acerca do problema de os bancos fornecerem dinheiro novo apenas para vê-lo ser usado pelos devedores como o México para financiar a fuga de capitais. Diz-se que de cada dólar de dinheiro novo concedido pelos credores 70 cents sairiam sob forma de fuga de capital. Isto indica a necessidade de uma abordagem de cooperação em que os governos dos países devedores, as autoridades fiscais nos

²² A pesquisa de opinião pública sobre o México referida no New York Times, de 16.11.1986, evidencia de modo cabal quão pessimistas são os cidadãos dos países devedores acerca das chances de recuperação econômica.

países credores e os bancos comerciais cooperem em bloquear a fuga de capitais e a evasão fiscal. É claro que nenhuma das três partes pode ter êxito sozinha.

O programa especial

Têm sido feitas várias propostas nos últimos quatro anos por acadêmicos, líderes empresariais e políticos numa tentativa de introduzir uma cunha entre dívidas antigas e ruins e a necessidade reconhecida de novos investimentos nos países devedores. As dívidas antigas são vistas como hipotecas superdimensionadas sobre os países devedores que impedem o fluxo livre e voluntário de novos recursos. O meio de conseguir um tal fluxo é um programa de compra das dívidas dos países menos desenvolvidos junto aos bancos e de redução dos custos do serviço da dívida para os devedores.²³ Aliviar o encargo de velhas dívidas e usar um fundo internacional com suas possibilidades de diversificação e de crédito constante, fornece importantes oportunidades de transferir benefícios para os devedores, sem efeitos destrutivos sobre a solvência dos bancos ou a posição dos valores dos seus acionistas.

Os detalhes de tais esquemas variam. Invariavelmente seriam administrados pelo Banco Mundial e envolve alusões ao Plano Marshall, reciclagem e a partilha de encargos internacionais por países com moeda forte ou países com superávits externos significativos. Com base numa subscrição de capital a ser feita por um doador ainda não designado, impulsionado por empréstimos significativos no mercado mundial de capitais, o programa receberia as dívidas dos bancos ou as compraria no mercado secundário. Os benefícios aos países menos desenvolvidos terão lugar porque o programa teria um custo menor para o capital do que teriam os países individualmente, tanto por causa da diversificação como das garantias. O benefício do custo reduzido do capital, e das aquisições pelo programa das dívidas com descontos junto aos bancos seria passado aos devedores sob forma de taxas de juros mais favoráveis ou de dívida menor.

A concepção de um programa chama a atenção para um problema prático importante nos mercados de crédito. Quanto mais elevada a taxa de juros sobre o crédito menos provável é que ela possa e seja paga. Assim, uma política de prêmios de risco faz exatamente isto, tornar os empréstimos um risco. Assim o programa evitaria este problema ao impor uma taxa comum de juros, mas premiaria os países pelo seu desempenho reduzindo a dívida existente.

Um tal programa introduziria um novo elemento nas negociações da dívida. Preocupada com a solvência e a produtividade do programa a sua administração poderia tomar posições sobre acordos de reescalonamento para garantir que o valor dos recursos envolvidos não seja prejudicado por arranjos extorsionários ou programas de ajuste inviáveis. Poder-se-ia imaginar que o programa torna possível

²³ As propostas mais recentes são o editorial de David Obey e Paul Sarbanes no *New York Times*, de 9.11.1986, e a sugestão de um Fundo do Japão feita em várias palestras por Jim Robinson, do *American Express*.

um empréstimo de reconstrução a longo prazo a um país em particular, como o México, por exemplo, e em troca obtém dos bancos reduções extraordinárias nos *spreads* ou nos vencimentos. É claro que para exercer esta função agressivamente o administrador do programa deveria ter estatura e independência para ficar além do alcance imediato do Tesouro dos Estados Unidos.

A questão principal do programa, à parte o problema do doador, é quem seriam os beneficiários? O programa deve, em última análise, envolver dinheiro de contribuintes embora isto possa acontecer de modo bastante remoto, fora do orçamento e com fases intermediárias. O uso de dinheiro de contribuintes justifica a pergunta se o programa deveria beneficiar os desnutridos devedores africanos, a América Latina de renda média ou vencedores como a Coreia. Destinar o uso dos fundos primordialmente para a América Latina em vez da África cuja dívida maior é com governos e organizações internacionais, poderia sugerir que o programa teria traços marcantes de uma solução para os bancos.

A desopressão da dívida

Os países devedores não conseguiram formar um cartel efetivo que pudesse impor um alívio da dívida sob forma de redução contábil, de taxas de juros menores, de períodos generosos de graça, ou a consolidação da dívida em anuidades. Pelo contrário, os países devedores têm competido uns com os outros e como resultado, terminaram em termos desfavoráveis e rédeas curtas.

Até agora só houve duas tentativas de transformar o serviço da dívida em questão política maior. Uma foi o caso do Peru, onde o governo limitou unilateralmente o seu serviço da dívida a uma fração específica dos ganhos com a exportação. A outra é o caso mexicano em 1986. Em cada caso os grandes custos internos do serviço da dívida e os efeitos danosos sobre o investimento, a inflação e o potencial de crescimento conduziram o governo a tentar limitar o prejuízo. É difícil acreditar que o Peru tenha ido muito longe. Mas é certo que o México deu início a uma importante mudança de política e de procedimentos. O êxito mexicano sugere a alguns observadores que com suficiente determinação (e uma localização geográfica favorável) os devedores podem de fato obter *spreads* menores, fundos de contingência e mesmo uma garantia para o crescimento.

Ao mesmo tempo, o problema da dívida começa a se tornar uma questão política. Henry Kissinger, Lord Lever, o senador Bradley e um número crescente de políticos e economistas políticos estão defendendo uma abordagem política do problema da dívida. Isto acontece em parte por razões de política externa. Mas a má *performance* comercial dos Estados Unidos também começa a ser vista como reflexo da necessidade dos países devedores de obter divisas para o serviço da dívida.

Este ponto tem sido sublinhado especialmente pelo senador Bradley (1986a, e 1986b) para a dívida e justamente dá ênfase à necessidade de criar um veículo para as discussões em torno de comércio e dívida. Enfocando explicitamente a ligação entre concessões comerciais pelos países devedores e desopressão definido e limitado da dívida, esta abordagem torna conscientemente a dívida uma questão

política. Além de adaptar o sistema regulador para facilitar reduções acordadas entre devedores e credores, a proposta também defende pagamentos menores de juros, dinheiro novo e reduções contábeis da dívida.

Várias respostas negativas à proposta Bradley têm sido ouvidas, sugerindo que o plano é pouco prático ou indesejável. Um argumento é que os detalhes particulares - por exemplo o encontro anual sobre a dívida - são pouco plausíveis, complicados ou indesejáveis. A questão do comércio, vista da perspectiva do setor externo e do crescimento dos Estados Unidos, é pequena, pois houve apenas um deslocamento de 12 a 15 bilhões de dólares no balanço bilateral com a América do Sul. Além disso, as reduções contábeis são vistas como estando insuficientemente condicionadas ao desempenho dos países devedores e, portanto, não valendo a pena ser feitas. Outra crítica é mais fundamental. Trata-se da afirmação de que todo e qualquer tipo de alívio da dívida reduz ou mesmo destrói as chances dos beneficiários de acesso renovado ao mercado internacional de capitais. Países que aceitam o alívio da dívida, argumenta-se, ficariam marcados. Apenas aqueles que humildemente cumprem o serviço verão o dia do crédito voluntário. O precedente histórico para toda a América Latina sugere o oposto.

Soluções políticas para o problema da dívida provavelmente seriam parecidas com o arranjo que o México garantiu, e estariam longe do ambicioso plano Bradley. A resistência a reduções contábeis pode diminuir, embora no momento não haja indicações neste sentido, e os termos podem se tornar mais flexíveis. Mas mesmo assim o problema da dívida permanecerá pesando sobre as perspectivas de crescimento da América Latina. Os contribuintes não têm vontade de subscrever o crescimento latino-americano e os políticos não desejam subscrever os bancos. O crescimento na América Latina dependerá assim em partes iguais de uma solução do problema do déficit norte-americano com generosa acomodação monetária, e da introdução de finanças públicas saudáveis nos países devedores. Atendidas estas duas condições, e sem episódios extremos como a queda do petróleo mexicano em 1986, o crescimento pode recomeçar, embora as perdas da década de 1980 não sejam recuperadas.

A desopressão da dívida pode vir de uma intervenção governamental direta. Mas também pode ocorrer se os governos se afastarem da organização do processo de cobrança da dívida. Maltzer (1984) defendeu esta linha e Milton Friedman (1984, p. 38) observou: “Acho que a maneira de resolver o problema da ‘bomba da dívida’ dos países menos desenvolvidos é pedir às pessoas que tomaram os empréstimos que os paguem. Se elas puderem fazê-lo, ótimo, e se não puderem, o problema é delas”.

Não há dúvida de que uma retirada dos governos (e do FMI) do processo de cobrança da dívida levaria a uma rápida desintegração do cartel dos credores e uma redução das dívidas a níveis mais adequados aos devedores.

O risco moral

As soluções para a crise da dívida envolvendo desopressão da dívida enfrentam uma objeção aparentemente insuperável: a dívida da América Latina reflete em

grande medida má administração e fuga de capitais. Conceder alívio da dívida a devedores latino-americanos, e não a países onde a administração foi mais cuidadosa, equivale a recompensar o mau desempenho de políticas e assim fazer um convite à repetição.

Mas um argumento de risco moral pode ser feito em duas outras direções. Primeiro, não conceder desopressão da dívida significaria que os governos de países credores estimulam empréstimos ruins. Eles assim encorajariam políticas más de empréstimos pelos bancos comerciais que agora esperariam que seus governos os ajudassem a cobrar mesmo os piores empréstimos autônomos.

Segundo, no contexto da fuga de capitais argumenta-se frequentemente que a anistia para a fraude fiscal e a transferência ilegal de capitais é uma política eficaz e desejável para estimular um refluxo. É claro que o mesmo argumento do risco moral se aplica aqui, pois seria minada a futura moralidade fiscal.²⁴

A maior debilidade do argumento do risco moral em casos como do México e da Argentina está na fuga de capitais: quem paga primordialmente são os trabalhadores, cujos salários reais são cortados. Os donos de valores no exterior são premiados por ganhos de capital e assim se tornam beneficiários líquidos da crise da dívida. O argumento do risco moral pode assim ser usado a favor da desopressão da dívida.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Mundial (1986), *A Strategy for Restoration of Growth in Middle-Income Countries that Face Debt-Servicing Difficulties*, Development Committee.
- Bell, Geoffrey L. e Heimann, John G. (1982), *Risks in International Bank Lending*, Grupo dos Trinta.
- Bergsten, Fred C., Cline, William R. e Williamson, John, (1985) *Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives*, Institute for International Economics, abril.
- Bradley, B. (1986a), "A Proposal for Third World Debt Management". Apresentado em Zurique em 29.6.1986.
- Bradley, B. (1986b), "Defusing the Latin Debt Bomb", *Washington Post*, 5.10.1986.
- Cardoso, E. (1986), "What Policy Makers Can Learn From Brazil and México", *Challenge*, set./out.
- Cardoso, E. e R. Dornbusch (1986), "Two Stabilizations in Brazil", *American Economic Review* (artigos e atas), a ser publicado.
- Cardoso, E. e S. Levy (1986), "México", in R. Dornbusch e L. Helmers (eds.), *The Open Economy: Tools for Policy Makers in Developing Countries*, Banco Mundial.
- Cline, W. (1983), *International Debt and Stability of the World Economy*, Institute for International Economics. Washington DC, set. 1983.
- Cohen, D. e Sachs, J. (1986), "Growth and External Debt Under Risk of Repudiation", *European Economic Review*, junho.
- Cooper, R. N. e J. Sachs (1985), "Borrowing Abroad: The Debtors Perspective" in Smith, G. e J. Cuddington (eds.) *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial.

²⁴ Há uma diferença interessante na ideologia das finanças públicas: a redução da dívida pelos governos sob forma de coleta de capitais é tida como prejudicial aos próprios fundamentos do crédito governamental, mas a anistia fiscal é vista como resposta pragmática.

- Dale, Richard e Mattione, Richard P. (1983), *Managing Global Debt*, The Brookings Institution, Washington, DC.
- De Grauwe, P. e M. Fratianni (1984), "The Political Economy of International Lending", *The Cato Journal*, primavera-verão.
- Delamaide, D. (1985), "Debt Shock", *Anchor Press/Doubleday*, 1985.
- Dillon, Burke, K., Watson, Maxwell C., Kincaid, Russell G. e Puckahtikom, Chanpen, (1985), *Recent Development in External Debt Restructuring*, Fundo Monetário Internacional, out.
- Dornbusch, R. (1985a), "External Debt, budget Deficits, and Disequilibrium Exchange Rates", in G. Smith e J. Cuddington (eds.) *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial.
- Dornbusch, R. (1985b), "Policy and Performance Links between LDC Debtors and Industrial Countries", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Dornbusch, R. (1986a), "The Bradley Plan: A Way Out of the Latin Debt Mess", *Washington Post*, 27.8.1986.
- Dornbusch, R. (1986b), "Impact on Debtor Countries of World Economic Conditions", a ser publicado em *External Debt, Investment and Growth in Latin America*, Fundo Monetário Internacional.
- Dornbusch, R. (1986c), "International Debt and Economic Instability", in Federal Reserve Bank of Kansas, *Debt, Financial Stability and Public Policy*, a ser publicado.
- Eaton, J., Gersowitz, M. e J. Stiglitz (1986), "The Pure Theory of Country Risk", *European Economic Review*, jun.
- ECLA (1985), *External Debt in Latin America*, Lynne Rienner Publishers, Inc., publicado em cooperação com as Nações Unidas.
- ECLA (1986), *Debt, Adjustment, and Renegotiation in Latin America*, Lynne Rienner Publishers, Inc., publicado em cooperação com as Nações Unidas, 1986.
- Edwards, S. (1986), "The Pricing of Bonds in and bank loans in International Markets: An Empirical Analysis of Developing Countries Foreign Borrowing", *European Economic Review*, jun.
- Edwards, S. e A Cox Edwards (1986), *Monetarism and Liberalization*, Ballinger Publishing Co., a ser publicado.
- Eichengreen, B. e R. Portes (1986), "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences", *European Economic Review*, jun.
- Feldsteins, M. (1986), "International Debt Service and Economic Growth: Some Simple Analytics", *NBER Working Paper*, n. 2076.
- Fischer, S. (1986a), "The International Debt Problem and the Baler Plan", Pronunciamento antes do "Joint Economic Committee", 23.1.1986.
- Fischer, S. (1986b), "Sharing the Burden of the International Debt Crisis", *American Economic Review* (artigos e atas), a ser publicado.
- Fishlow, A. (1985), "Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period.", *International Organization*, verão.
- Fraga, A. (1986), German Reparations and Brazilian Debt: A Comparative Study, *Princeton Essays in International Finance*, n. 163, set.
- Friedman, M. (1984), *Politics and Tyranny*, Pacific Institute for Public Policy Research.
- Gersovitz, M. (1985), "Banks' International Lending Decisions: What We Know and Implications for the Future", in G. Smith e J. Cuddington (eds.), *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial.
- Grupo dos Trinta (1981a), *The Outlook for International Bank Lending*, Nova Iorque.
- Grupo dos Trinta (1981b), *Risks in International Bank Lending*, Nova Iorque.
- Guttentag, Jack e Herring, Richard (1983), *The Lender-of-Last-Resort Function in an International Context*, International Finance Section, Princeton University, n. 151, maio.
- Guttentag, Jack e Herring, Richard (1986), *Disaster Myopia in International Banking*, International Finance Section, Princeton University, n 164, set.
- Hakim, P. (1986), "The Baker Plan: Unfulfilled Promises", *Challenge*, set./out.
- Kaletsky, Anatole, (1985) *The Costs of Default*, 20th Century Fund.
- Kenen, P. (1983), "A Bailout for the Banks" *New York Times*, 6.3.1983.

- Kindleberger, C. P. (1982), "The Cyclical Pattern of Longterm Lending", in M. Gersovitz et alii, *The Theory and Experience of Economic Development*, George Allen & Unwin.
- Kraft, J. (1984), *The Mexican Rescue*, Grupo dos Trinta.
- Krugman, P. (1985), "International Debt Strategies in an Uncertain World", in G. Smith e J. Cuddington (eds.) *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial.
- Lessard, D. e Williamson, J. (1985), *Financial Intermediation Beyond the Debt Crisis*, Institute for International Economics, Washington DC, set.
- Lever, H. e Huhne, C. (1986), *Debt and Danger*, Atlantic Monthly Press.
- Maddison, A. (1985), *Two Crises: Latin America and Asia, 1929-38 and 1973-83*, OCDE.
- Maddison, A. (ed.) (1986), *Latin America, the Caribbean and the OECD*, OCDE.
- Meltzer, A. (1984), "The International Debt Problem", *The Cato Journal*, primavera/verão.
- Mehran, Hassanali (1985), *External Debt Management*, Fundo Monetário Internacional.
- Mendelsohn, M. S. (ed.) (1981), *The Outlook for International Bank Lending*, Grupo dos Trinta.
- Mills, R. H. (1986), "Foreign Lending by U.S. Banks: A Guide to International and U.S. Statistics", *Federal Reserve Bulletin*, out.
- Moreira Marques, M. (1986), *The Brazilian Quandary*; 20th Century Fund.
- Niehans, J. (1985), "International Debt with Unenforceable Claims", Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Review* n. 1.
- Nowzad, S. e Williams, R. C. (1981), *External Indebtedness of Developing Countries*, Fundo Monetário Internacional, maio.
- Obey, D. e P. S. Sarbanes (1986), "Recycling Surpluses to the Third World", *The New York Times*, 9.11.1986.
- OCDE (1986), *Financing and External Debt of Developing Countries: 1985 Survey*, Posner, M. (ed.) (1985), *Problems of International Money, 1972-85*, Fundo Monetário Internacional.
- Ramos, J. (1986), *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-83*, Johns Hopkins University Press.
- Reiffel, A. (1985), *The Role of the Paris Club in Managing Debt Problems*, International Finance Section, Princeton University, n. 161. dez.
- Sachs, J. (1986), "Conditionality and the Debt Crisis: Some Thoughts for the World Bank", Harvard University, não publicado.
- Sachs, J. (1983), "LDC Debt in the 1980s: Risk and Reforms", in Wachtel, Paul (ed.), *Crises in the Economic and Financial Structure*.
- Sachs, J. (1985), "External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Sachs, J. (1984), *Theoretical Issues in International Borrowing*, International Finance Section, Princeton University, n. 54, jul.
- Sjaastad, L. (1983), "International Debt Quagmire-to Whom do We Owe it?", *The World Economy*, set.
- Simonsen, M. (1985), "The Developing Country Debt Problem", in G. Smith e J. Cuddington (eds.) *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial.
- Senado Norte-Americano, Comitê de Finanças (1932), Safe of Foreign Bonds or Securities in the United States, jan.
- Watkins, Alfred J. (1986), *Till Debt do Us Part*, Roosevelt Center for American Policy Studies, University Press of America.
- Watson, M., Mathieson, D., Kincaid, R. e Kalter, E. (1986), *International Capital Markets*, Fundo Monetário Internacional, fev. 1986.
- Weinert, R. (1983), "Banks and Bankruptcy" *Foreign Policy*, primavera.
- Winkler, M. (1933), *Foreign Bonds*, Filadélfia, Roland Swain Company.

