

## Considerações sobre o endividamento externo dos países em desenvolvimento

*Considerations on developing countries' external indebtedness*

JOSÉ W. ROSSI\*, \*\*

---

**RESUMO:** Neste estudo, resumimos brevemente as dificuldades enfrentadas pelos países em desenvolvimento em relação à sua dívida externa. Também discutimos os fatores que estão por trás dos índices de endividamento mais usados. Por fim, apresentamos um resumo das principais propostas avançadas para reduzir a dívida externa dos países em desenvolvimento. **PALAVRAS-CHAVE:** Dívida externa; fatores de endividamento; moratória.

**ABSTRACT:** In this study we briefly summarize the difficulties faced by the developing countries concerning their foreign debt. We also discuss the factors which stand behind the ratios of indebtedness most commonly used. Finally, we present a summary of the main proposals which have been advanced to reduce the foreign debt of the developing countries.

**KEYWORDS:** Foreign debt; debt indexes; moratorium.

JEL Classification: F34.

---

### INTRODUÇÃO

O problema da dívida externa dos países em desenvolvimento, em geral, e dos países da América Latina, em particular, se vem agravando claramente nos últimos anos. Os números a seguir, extraídos de Bender (1989), são uma demonstração eloquente deste fato: 1. a dívida total dos países em desenvolvimento alcançou, em 1987, o nível de US\$ 1,217 trilhão; que é praticamente o dobro do seu valor em 1980; 2. a razão dívida/exportações de bens e serviços não-fatores desses países passou de 0,82 em 1980 para 1,69 em 1986, enquanto a razão serviço da dívida (juros e amortizações)/exportações aumentou de 0,13 para 0,25 no mesmo período; 3. para os países da América Latina, as razões dívida/exportações e serviço da dívida/exportações aumentaram, entre 1980 e 1986, de 1,83 para 3,49 e de 0,34 para 0,50, respectivamente.

---

\* Instituto de Planejamento Econômico e Social – IPEA/ INPES e Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Rio de Janeiro/RJ, Brasil.

\*\* Agradeço a Fábio Giambiagi pelos comentários e sugestões.

Além das razões dívida/ exportações de bens e serviços (D /X) e serviço da dívida/exportações (SD/X) também a razão dívida/PIB (D/Y) é às vezes usada para medir o endividamento de um país. Essas medidas podem, entretanto, produzir ordenamentos distintos. Isso se deve, no caso das duas primeiras, essencialmente, à existência de defasagens no tempo entre a tomada do empréstimo e o início efetivo do pagamento do seu serviço, e também devido à estrutura da dívida, a qual, se tomada junto aos bancos comerciais, tem os juros do mercado internacional de capitais, e, se tomada junto às agências governamentais e/ou instituições multilaterais de crédito, terá, provavelmente, juros subsidiados. Já a divergência entre a razão D/Y e as duas outras medidas decorre em geral de opções distintas de política econômica. Por exemplo, uma política de desvalorizações cambiais visando estimular as exportações tende a diminuir a razão D/X, embora aumente a razão D/Y, pois a desvalorização da taxa de câmbio representa uma perda de capital da dívida externa em termos das exportações de bens necessários para o serviço da dívida.

Para ilustrar a possibilidade de ordenamento distinto com essas medidas alternativas de endividamento, reportamos aqui os coeficientes de correlação de ordem (r) obtidos por Bender (1989) com dados para o ano de 1985 relativos a cinquenta países então altamente endividados:

$$r(D/X, DS/X) = 0,13 \text{ e } r(D/X, D/Y) = 0,39$$

Isto é, há uma correlação muito baixa entre essas medidas, sugerindo, pois, certo cuidado em análises comparativas que usam uma ou outra delas. Apesar das razões D/X e D/Y crescerem juntas para a maioria dos países devedores, essas medidas podem às vezes ir em direção oposta, como ocorreu, aliás, com a Turquia entre 1980 e 1986, onde D/X caiu cerca de 1/3, enquanto a razão D/Y aumentou nesse período (ver van Wijnbergen (1989)).

Para um diagnóstico mais adequado dos problemas de endividamento requer-se, de fato, análise detalhada dos componentes ligados às receitas de exportações, as quais são, em última instância, a fonte das divisas necessárias para o pagamento do serviço da dívida. Nesse sentido, vale ressaltar os seguintes fatos:

Na primeira metade da década de 80, a elevação dos juros internacionais e a valorização do dólar (esta última reduz a competitividade das exportações dos países em desenvolvimento para os países fora da área do dólar, já que as moedas dos primeiros se acham, em geral, direta ou indiretamente ligadas ao dólar) tiveram importante papel no agravamento da dívida externa dos países em desenvolvimento. Também a queda então verificada no nível de atividade econômica dos países industrializados, com o subsequente declínio nos preços de exportação dos produtos primários, bem como o aumento no protecionismo nesses países, contribuiu para agravar o quadro da dívida externa. A partir de 1985, entretanto, alguns desses fatores foram, revertidos. Os juros internacionais, por exemplo, caíram ligeiramente entre 1985 e 1986, enquanto o dólar desvalorizou-se nesse mesmo período, além do que houve expansão econômica nos países da OECD. Apesar disto, os países devedores tiveram as razões dívida/exportações e serviço da dívida/exportações aumentadas entre 1985 e 1986. Embora houvesse nesse período uma

queda no valor do estoque da dívida, as exportações caíram ainda mais intensamente que a dívida.

Parece que o fraco desempenho das exportações dos países em desenvolvimento nos anos 80 se deve também a fatores econômicos estruturais de ordem interna. Os dados de Bender relativos a trinta e cinco países devedores problemáticos mostram, por exemplo, uma correlação negativa entre a razão dívida/exportações (para o ano de 1985) e a taxa média anual de expansão das exportações (no período 1980-1985). Ou seja, os países mais endividados têm também, em geral, as menores taxas de expansão das exportações. Já os dados para trinta e um países altamente endividados mostraram correlação positiva entre a inflação (taxa média anual no período 1980-1985) e a razão serviço da dívida/exportações e também entre a inflação e a razão dívida/exportações, ambas essas razões relativas ao ano de 1985. Isto é, os países com os maiores coeficientes de endividamento tiveram também as maiores taxas de inflação.

Análises comparativas (ver Sachs (1985), por exemplo) entre os países altamente endividados e um grupo de países asiáticos sem problemas sérios de endividamento externo, têm mostrado também que estes últimos apresentam em geral menores taxas de inflação, maiores razões investimento/PIB, menores razões déficit fiscal/PIB, maiores taxas de expansão do PIB e das exportações, bem como exportações mais diversificadas. Há, ainda, evidência empírica de que os países com maiores aumentos nos seus déficits fiscais sofreram maior evasão de capitais, o que agravou, é claro, o seu endividamento externo (ver, a respeito, Khan & Ul Haque (1985)). Assim, parece que fatores econômicos estruturais de ordem interna tiveram papel tão importante no endividamento dos países em desenvolvimento quanto os fatores econômicos de ordem externa. Só o teste econométrico permitiria talvez determinar a influência relativa desses fatores, o que, entretanto, não será realizado nesta análise.

O estudo está assim organizado: além desta Introdução, apresentamos na Seção II uma discussão, a partir de identidades contábeis do balanço de pagamentos, sobre os fatores que afetam as três principais razões utilizadas para medir o endividamento externo de um país, procurando, inclusive, situar o caso brasileiro dentro do quadro tratado. Na Seção III discutimos alguns aspectos das várias propostas apresentadas nas discussões sobre a redução da dívida externa dos países altamente endividados. Finalmente, a Seção IV apresenta um resumo das conclusões.

## II. FATORES QUE AFETAM OS INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO<sup>1</sup>

O objetivo aqui é mostrar o papel que os componentes do balanço de pagamentos têm nas razões dívida/exportações ( $d1 = D/X$ ), serviço da dívida/expor-

---

<sup>1</sup> As discussões com relação às razões  $d1$  e  $d2$  seguem Bender (1989) e aquelas com relação a razão  $d3$  seguem van Wijnbergen (1989).

ções ( $d2 = SD/X = (i + a) dl$ , onde  $i = a$  taxa nominal de juros que incide sobre a dívida + spread e  $a =$  taxa de amortização da dívida), e dívida/PIB ( $d3 = D/Y$ ).

Ressalte-se, inicialmente, que há uma restrição básica para o balanço de pagamentos de um país, dada pela Lei de Walras, segundo a qual o saldo em conta corrente é sempre igual ao saldo da conta de capitais, sendo este último tomado com o sinal trocado. Isto é, a contrapartida do saldo da conta corrente é a importação de capitais. Para os nossos propósitos, essa restrição será escrita como:

$$X - M - iD + K - aD = 0 \quad (1)$$

onde  $M =$  importação de bens e serviços (exclusive os pagamentos com juros da dívida);  $K =$  entrada de capitais estrangeiros, e as outras variáveis são como definidas anteriormente. Presume-se aqui que o serviço da dívida, isto é,  $(i + a) D$ , não possa ser pago com as reservas do país e, ainda, que a saída de capitais equivale tão-somente à amortização da dívida (isto é,  $aD$ ), não havendo, pois, a possibilidade de fuga de capitais.

Seja a entrada de capitais considerada nos seus componentes.

$$K = ND + I \quad (2)$$

onde  $ND$  são os novos empréstimos junto aos bancos comerciais estrangeiros, agências governamentais e organismos multilaterais de crédito, e  $I$  são os investimentos diretos estrangeiros. Substituindo esta equação em (1) vem:

$$ND = M - X + (i + a) D - I \quad (3)$$

Como por definição a variação do estoque da dívida é dada por

$$\Delta D = ND - aD \quad (4)$$

substituindo então (3) em (4) obtém-se, para a variação da dívida:

$$\hat{D} = i - \frac{X-M}{D} - \frac{I}{D} \quad (5)$$

onde o circunflexo sobre a variável indica a sua taxa de variação temporal.

Supondo agora serem dadas as taxas de amortização ( $a$ ) e de juros ( $i$ ), segue que são idênticas as taxas de variação das razões dívida/expoções e serviço da dívida/expoções, ou seja:

$$\hat{di} = \hat{d2} = \hat{D} - \hat{X} = (i - \hat{X}) - \frac{X-M}{D} - \frac{I}{D} \quad (6)$$

Essa equação pode ser alternativamente escrita em função da taxa de juros real ( $r$ ) e da taxa de expansão real das expoções ( $\hat{x}$ ). Já que a taxa nominal de variação das expoções ( $\hat{X}$ ) é composta de variações nos seus preços ( $\hat{P}$ ) e variações no volume exportado ( $\hat{x}$ ), então substituindo  $\hat{X} = \hat{P} + \hat{x}$  em (6) obtém-se

$$\hat{di} = \hat{d2} = (r - \hat{x}) - \frac{X-M}{D} - \frac{I}{D} \quad (7)$$

onde  $r = i - \hat{P}$  é a taxa real de juros.

Assim como faz Bender (1989), distinguimos aqui três cenários especiais:

**Cenário A:**  $ND = (i + a) D$ .

Isto é, novos empréstimos externos são feitos apenas para cobrir o serviço da dívida (juros e amortizações). Neste caso tem-se

$$\hat{d}_1 = \hat{d}_2 = 1 - \hat{X} = r - \hat{x}$$

já que agora  $\Delta D = ND - aD = iD$ . Vale dizer, para que as razões dívida/exportações ( $d_1$ ) e serviço da dívida/exportações ( $d_2$ ) baixem é preciso que a taxa de expansão das exportações seja maior do que a taxa de juros, tomadas essas variáveis tanto no conceito nominal como em termos reais. Note-se, entretanto, que isso é tão-somente uma condição necessária. Para viabilizá-la é preciso, efetivamente, também satisfazer a restrição do balanço de pagamentos, dada na forma da equação (6); isto é, as importações (exclusive juros) não podem exceder às exportações além do nível dos investimentos externos. Com as taxas de juros internacionais presentemente em torno de 10% ao ano, há que se ter, pois, as exportações crescendo acima desse nível, e como os investimentos diretos são hoje no Brasil quase nulos, não poderia haver, conseqüentemente, déficit na balança comercial.

**Cenário B:**  $ND = aD$ .

Isto é, novos empréstimos são obtidos apenas para cobrir a amortização da dívida. Neste caso, é óbvio que  $\Delta D = 0$ , seguindo-se então que

$$\hat{d}_1 = \hat{d}_2 = -\hat{X}$$

Agora, a condição necessária para a redução das razões  $d_1$  e  $d_2$  é simplesmente que seja positiva a taxa de expansão das exportações. A compatibilização dessa condição com aquela da restrição do balanço de pagamentos dada na equação (6), requer um superávit na balança comercial (exclusive juros) que, quando medido como proporção da dívida, seja pelo menos igual à diferença entre a taxa de juros e a razão investimento direto/dívida; isto é  $(X - MD/D = i - I/D)$ . Como agora toma-se emprestado apenas para rolar a dívida, a condição necessária para reduzir a razão  $d_1$  (ou  $d_2$ ) é mais branda do que aquela do *Cenário A*; isto é, basta que seja positiva a taxa de expansão das exportações. Por outro lado, porém, para viabilizar a estratégia de redução de  $d_1$  (ou  $d_2$ ), requer-se um esforço maior da balança comercial. Conforme já foi ressaltado, sendo os investimentos diretos estrangeiros hoje, no Brasil, praticamente nulos, há que se ter, então, um superávit que seja pelo menos 10% do valor da dívida.

**Cenário C:**  $ND = 0$ .

Isto é, nenhum novo empréstimo é realizado. É claro que nestas circunstâncias  $\Delta D = -aDe$

$$\hat{d}_1 = \hat{d}_2 = -(a + \hat{X})$$

Agora a condição necessária para a redução das razões  $d1$  e  $d2$  é que seja positiva apenas a soma das taxas de amortização da dívida e de expansão das exportações. Mas note-se que para o sucesso dessa estratégia há, uma vez mais, que se atender também a restrição do balanço de pagamentos dada na equação (6). Isso significa que se tem agora uma exigência ainda mais restritiva do que no *Cenário B*, quanto ao superávit comercial a ser atingido, pois requer-se  $(X - M/D = i + a - I/D)$ . Assim, com as taxas de juros a 10%, amortização de, digamos, 5% da dívida, e ausência de investimentos diretos, exige-se um superávit comercial que seja pelo menos 15% do valor da dívida.

Quanto ao indicador  $d3$ , é interessante considerar, além do papel dos elementos do balanço de pagamentos, também os efeitos que têm sobre tal indicador as taxas de câmbio, de juros e de expansão do PIB. Assim, seja a razão dívida/PIB definida como

$$d3 = \frac{D \cdot E}{P_y} = \frac{D \cdot e}{P^* y} \quad (8)$$

onde  $D$  é o estoque da dívida em moeda estrangeira,  $E(e)$  é a taxa de câmbio nominal (real) entre a moeda doméstica e a moeda estrangeira,  $y$  é o PIB real,  $P$  e  $P^*$  são os níveis dos preços doméstico e estrangeiro, respectivamente. É fácil verificar então que (van Wijnbergen (1989)):<sup>2</sup>

$$\Delta d3 = \frac{(M-X)E}{P_y} + (r^* - n)d3 + \hat{e}d3 \quad (9)$$

onde  $(M-X)$  é o déficit da balança em transações correntes (exclusive os gastos com juros da dívida),  $r^*$  é a taxa real de juros que incide sobre a dívida externa,  $n$  é a taxa real de expansão do PIB,  $\hat{e}$  é a taxa de variação da taxa de câmbio real. Note-se que o primeiro termo dessa equação é a diferença entre a renda gerada no país e os dispêndios totais (exclusive os gastos com os juros da dívida) efetuados pelos nele residentes; como contrapartida, têm nas contas do setor externo os recursos líquidos transferidos do exterior.<sup>3</sup> Vale dizer, essa diferença equivale ao acréscimo da dívida menos os gastos com juros. Deste modo se  $(M-X) = 0$  então a taxa de expansão da dívida é igual à taxa de juros. Por outro lado, se  $(M-X) < 0$ , a necessidade de recursos externos será menor que o pagamento de juros, havendo, neste caso, pois, uma transferência líquida de recursos para o exterior. É claro que a situação inversa, isto é  $(M-X) > 0$ , implica em crescimento da dívida a taxas maiores do que a taxa de juros, o que pode levar a uma eventual insolvência do país deve-

<sup>2</sup> Para obter esse resultado, primeiramente considere-se, como na equação (5), que  $\Delta D = (X - M) + iD$ , ignorando, pois, os investimentos estrangeiros. Defina-se ainda a taxa real de juros como  $r^* = i - \Pi^*$  onde  $\Pi^*$  é a taxa de inflação externa. Simples manipulações algébricas permitem obter então o resultado em (9).

<sup>3</sup> Ver, a propósito desses pontos, Dornbusch (1980).

dor.<sup>4</sup> O segundo termo da equação (9) mostra a importância que tem o confronto entre a taxa de juros e a taxa de expansão da economia no comportamento da razão dívida/PIB. Observe-se, em particular, que se  $(M-X) = 0$  então, como acabamos de citar, a dívida cresce igual à taxa de juros. É evidente, neste caso, que  $d3$  aumentará (diminuirá) se  $r^*$  for maior (menor) do que  $n$ . Assim, se  $r^*$  exceder  $n$  por margem apreciável, restará pouco espaço de manobra para o déficit em transações correntes. Já o terceiro termo da equação (9) mostra que como a desvalorização real da moeda equivale a uma queda no valor relativo dos bens domésticos em face dos bens estrangeiros, segue que a razão  $d3$  deve aumentar. O aumento das exportações que decorre dessa desvalorização cambial facilita, entretanto, o acesso do país aos empréstimos externos.

Para concluir esta seção, ressalte-se que da conhecida identidade contábil: déficit público = (poupança privada – investimento privado) + déficit em conta corrente; ou, se visto pelo lado das suas fontes de financiamento: déficit público = emissão de moeda + uso de reservas + endividamento interno e externo, estabelece-se um canal direto de ligação entre a dívida externa e os problemas de desempenho interno da economia de um país.<sup>5</sup>

### III. BREVE DESCRIÇÃO E AVALIAÇÃO DE ALGUMAS PROPOSTAS RECENTES PARA REDUZIR A DÍVIDA EXTERNA

Os elementos discutidos na seção anterior são certamente úteis ingredientes num programa de tratamento da dívida. Entretanto, com o sério agravamento, a partir de 1982, da situação da dívida dos países em desenvolvimento tornou-se evidente que o problema – a princípio tratado como mera questão de falta de caixa e, portanto, passível de solução via empréstimos externos adicionais (a tônica, aliás, das recomendações até o plano Baker) – era, de fato, uma questão de solvência. Foi em reconhecimento a esta nova realidade, aliás, que o plano Brady mudou o enfoque do problema e passou a recomendar esquemas explícitos de perdão parcial da dívida. A seguir apresentamos os principais aspectos de várias propostas sugeridas para reduzir a dívida.<sup>6</sup>

As principais propostas para reduzir o estoque da dívida junto aos bancos comerciais têm sido a conversão da dívida, tanto em investimento de risco (*debt-*

---

<sup>4</sup> Para uma classificação dos países devedores latino-americanos segundo o confronto dos componentes  $(M-X)$  e  $iD$ , ver Romans e Warren (1990). Nesse estudo, os autores tentam determinar ainda até que ponto o agravamento da dívida nesses países é devido aos componentes aumento dos empréstimos realizados e aumento dos juros internacionais.

<sup>5</sup> Para uma apresentação didática dessas relações, ver Fischer e Easterly (1990); para discussões de tais relações no caso do Brasil, ver Cardoso e Reis (1986), Cardoso (1988) e Bresser-Pereira (1990); para uma aplicação ao caso da Turquia, ver van Wijnbergen (1989).

<sup>6</sup> Ver em Carmichael (1989) uma boa análise sobre a crise da dívida externa e avaliação das propostas para a sua redução.

-*equity swaps*), como em títulos do governo (*debt-bond swaps* ou *exit-bonds*), ou então a simples recompra da dívida com fundos colocados à disposição do país devedor por um espécie de agência Internacional da Dívida ligada aos organismos multilaterais de crédito (FMI, Banco Mundial etc.). Vejamos, pois, no que consistem tais propostas.

Tomando-se primeiramente a conversão da dívida, a questão pode ser analisada no contexto das usuais curvas de demanda e oferta da teoria microeconômica e nisto seguimos Bird (1988). Cabe notar que são distintos os preços na conversão para compradores e vendedores. O preço da dívida, inversamente relacionado ao tamanho do deságio no mercado secundário de títulos, é para o vendedor, se ignorarmos os custos de transação, aquele cotado no mercado secundário. Já para o comprador, esse preço deve ser ajustado pelo diferencial entre a taxa de câmbio oficial e a taxa efetivamente usada na conversão dos dólares em cruzeiros. De qualquer modo, mantido constante esse diferencial, a curva de demanda para a conversão será negativamente relacionada ao preço da dívida, enquanto a curva de oferta tem relação positiva com tal preço. É claro que o melhor desempenho presente e/ou futuro da economia, ou variações no diferencial das taxas de câmbio acima mencionadas provocam deslocamentos nessas curvas. No primeiro caso, a curva de demanda se deslocaria para a direita e a de oferta para a esquerda, aumentando assim o preço da dívida (isto é, reduzindo o deságio). Note-se que, caso a atividade de conversão venha a melhorar as perspectivas econômicas do país devedor, tem-se, então, pelo lado da oferta uma inibição ao volume realizado de conversão. O aumento no diferencial entre as taxas de câmbio, por outro lado, leva a uma redução na demanda pela conversão. Se esse diferencial se tornar atrativo, os detentores dos títulos da dívida poderão preferir convertê-la diretamente em moeda doméstica, reduzindo desse modo, a oferta da dívida no mercado secundário.

Em suma, a demanda pela conversão da dívida depende da taxa de retorno esperada pela compra de títulos, a qual é determinada por (Bird (1988)):

$$r = [(1/p) (e^*/e)] - 1$$

onde  $p$  = preço da dívida,  $e$  = taxa de câmbio oficial,  $e^*$  = taxa de câmbio efetivamente usada na conversão; a taxa de câmbio é definida como Cr\$/US\$. Nesta fórmula, pressupõe-se  $e^*/e \leq 1$ ; isto é, supõe-se que as autoridades não beneficiariam os interessados na conversão, dando-lhes uma taxa de câmbio mais vantajosa que a taxa oficial. Cabe notar que, caso  $p = e^*/e$ , então o deságio é igual ao diferencial das taxas de câmbio, ou seja, é nula a taxa de retorno para o comprador do título, não havendo assim demanda pela conversão da dívida. Para que haja demanda pela conversão requer-se, na verdade,  $p < e^*/e$ .

Neste ponto é instrutivo mostrar como se dá a conversão da dívida tanto em investimentos de risco como em títulos do governo, usando para isso o caso concreto do México. Seguimos aqui o relato apresentado em Bender (1989). Na primeira situação, a dívida a ser convertida em investimento de risco tem o valor de face de US\$ 60 milhões, e o deságio no mercado secundário é de 50%. Após negociar com o banco credor da dívida e com a concordância do Banco Central mexi-



cano, o agente interessado no investimento de risco compra essa dívida por US\$ 40 milhões. Note-se que, do ponto de vista do banco credor, a transação é realizada com um deságio mais favorável (isto é, 33% contra os 50% do mercado secundário). Em seguida, o Banco Central mexicano adquire os títulos da dívida, agora em mãos do investidor privado, a um deságio ainda menor, no caso 10% (ou seja, no valor de US\$ 54 milhões), mas pagando em peso e de acordo com a taxa de câmbio oficial. Há, ainda, cláusulas contratuais exigindo que esses recursos sejam totalmente investidos no setor para o qual foram previamente aprovados, existindo também restrições quanto à questão da remessa de seus lucros para o exterior etc.

A transação acima certamente é vantajosa para o investidor estrangeiro, já que o custo dos juros (cujas taxas anuais eram então cerca de 10%) baixou de US\$ 5,4 milhões para US\$ 4 milhões. Note-se que o investidor obtém um investimento de US\$ 54 milhões, embora tenha desembolsado apenas US\$ 40 milhões; isto é, a taxa efetiva de juros é de 7,4%, ao invés dos 10% do mercado.

A operação descrita é, à primeira vista, também vantajosa para o país devedor, já que se consegue reduzir o estoque da dívida em US\$ 60 milhões, o que ocasiona ainda uma redução nas despesas de juros de US\$ 6 milhões. Observe-se, entretanto, que o pagamento é feito pelo governo mexicano com a emissão de moeda pelo Banco Central, podendo ter implicações inflacionárias. De fato, argumenta-se abaixo que a conversão da dívida nos termos que acabamos de apresentar é provavelmente desvantajosa para o país devedor, mesmo ignorando-se as possíveis consequências inflacionárias embutidas no programa de conversão.

Note-se que, além do efeito direto que a conversão tem sobre o estoque da dívida, há ainda a possibilidade de efeitos indiretos que poderiam reduzir as razões dívida/exportações e serviço da dívida/exportações. Esses últimos ocorreriam, por exemplo, caso a conversão viesse a estimular investimentos diretos adicionais no país, aumentando assim as exportações e/ou diminuindo as importações. Não é certo, todavia, que tais efeitos venham a ocorrer. Aliás, os efeitos indiretos podem até afetar o balanço de pagamentos de modo desfavorável. Isso aconteceria se, por exemplo, o programa de conversão fosse visto como uma evidência da impossibilidade de o país vir eventualmente a saldar os seus compromissos externos. Em tais circunstâncias, aumentaria a percepção de risco do país para a comunidade financeira, aumentando, conseqüentemente, a taxa de juros (inclusive *spread*) nos empréstimos futuros.

Os possíveis efeitos inflacionários da conversão da dívida em investimentos privados são, talvez, o ponto mais delicado desse esquema. Se há um aumento da oferta monetária devido ao programa da conversão, deveria haver então uma compensação equivalente numa outra importante fonte de expansão monetária, qual seja o déficit do governo, o que é problemático, pois os países devedores têm, em geral, uma série de demandas sociais que não podem ser adiadas. Alternativamente, a redução da dívida poderia ser obtida aumentando-se a taxa de poupança privada e assim gerar superávits na balança comercial, o que facilitaria a amortização da dívida, mas esta é uma tarefa para o longo prazo. De qualquer modo, tais superávits podem ser inflacionários, como sugere, aliás, a experiência recente do Brasil.

Cabe agora uma breve descrição do programa mexicano de conversão da dívida em títulos do governo realizado, em fins de 1987, com o governo americano e bancos privados credores. Essencialmente, o governo mexicano pagou US\$ 1,866 bilhão por títulos do Tesouro americano que prometiam um principal de US\$ 10 bilhões em 20 anos (*zero-coupon-bond*), os quais seriam depositados no próprio Tesouro. A função desses títulos era apenas a de servir de lastro para uma emissão de títulos pelo governo mexicano com semelhante valor e igual maturidade que a dos títulos do Tesouro americano. Os títulos mexicanos pagariam taxas de juros de 9,6% (isto é, US\$ 962 milhões anuais). Incluindo o desembolso de US\$ 1,8 bilhão, a taxa efetiva de juro dessa transação foi para o México de 11,2% ou US\$ 1,12 bilhão por ano. Os bancos credores assumiriam então os títulos mexicanos, permitindo, em contrapartida, que fossem abatidos US\$ 14,3 bilhões da dívida mexicana. Como a taxa de juros que incidia sobre essa parte da dívida mexicana era de 8,8%, isso representava gastos anuais de US\$ 1,26 bilhão.

Observe-se que, como o governo mexicano estava pagando US\$ 1,12 bilhão de juros para obter uma redução de US\$ 1,26 bilhão nos juros da sua dívida externa, o resultado líquido da transação foi uma queda de US\$ 140 bilhões anuais nas suas despesas com juros. Quanto ao estoque da dívida, esta reduziu-se em US\$ 4,3 bilhões. Aparentemente este último número indicaria a perda dos bancos credores. Entretanto, como os títulos da dívida mexicana estavam valendo no mercado secundário apenas 50% do seu valor de face, com a conversão os bancos obtiveram efetivamente 70% do valor de face dos títulos negociados (isto é, 10/14,3). Na verdade, os bancos trocaram títulos duvidosos por títulos contendo risco bem menor e taxa de juros maiores (9,6% contra 8,8%). Note-se que, tendo os títulos mexicanos sido lastreados com os títulos do Tesouro americano, não haveria qualquer risco quanto ao seu ressarcimento futuro; o único risco com a transação seria a possibilidade do não-pagamento das parcelas anuais de juros.

Talvez uma vantagem da conversão da dívida em títulos do governo sobre a conversão em investimento de risco é que tal operação parece menos inflacionária, pois não depende da emissão de moeda pelo Banco Central. É claro que a conversão da dívida em títulos do governo diminui a dívida externa às custas do aumento da dívida interna e, se esta última tem taxa de juros maior do que aquela da dívida externa, como ocorre, aliás, hoje no Brasil, aumenta o déficit fiscal do governo.

Duas outras propostas de conversão são as dos fundos em contrapartida (*counterpart funds*) e da recompra da dívida. A primeira destas é reservada para os países mais pobres e que se acham excessivamente endividados, sobretudo, junto a agências governamentais dos países ricos. Pela proposta, o país devedor poderia abater a sua dívida externa usando a sua própria moeda. O país credor depositaria esses recursos em um fundo destinado a financiar projetos de investimento no país devedor. Note-se que as implicações inflacionárias dessa proposta são semelhantes àquelas da conversão em investimento de risco discutidas acima.

Quanto à proposta de recompra da dívida, o débito junto aos bancos privados é adquirido pelo país devedor com recursos colocados à sua disposição por organismos multilaterais de crédito do tipo FMI e Banco Mundial. Para usar o exemplo

de Bender (1989), suponha que o desconto da dívida no mercado secundário para dado país devedor seja de 40%. Assim, é possível abaterem-se US\$ 10 bilhões da dívida com um empréstimo de US\$ 6 bilhões. Desta forma, o estoque da dívida seria reduzido em US\$ 4 bilhões, que com as taxas de juros a 10% representaria uma economia anual de US\$ 0,4 bilhão nas despesas com juros. Ressalte-se que por tal proposta substituem-se os créditos duvidosos e, por isso mesmo, com elevado desconto, pelos créditos cujo perfil é uma maturidade maior e taxa de juros menores.

As colocações até aqui sobre a conversão da dívida e também sobre a recompra da dívida seguem, na realidade, posições convencionais sobre a matéria. Um ponto de vista alternativo é apresentado por Bulow e Rogoff (1988). Em linhas gerais, os autores sugerem que não faz sentido pagar, na recompra, preços médios (*average sovereign debt*) para abater valores marginais da dívida (*marginal sovereign debt*). O preço médio da dívida é o seu valor de mercado dividido pelo valor de face, isto é, o seu preço no mercado secundário de títulos. Já o preço da dívida marginal é o valor de mercado total para o credor, resultante do aumento de um dólar no valor de face da dívida do país devedor.

O caso da Bolívia é, então, usado por Bulow e Rogoff para ilustrar os pontos principais do raciocínio, que indica as desvantagens da recompra da dívida. Como cada dólar da sua dívida valia, no início de 1987, no mercado secundário, apenas seis centavos de dólar, a vantagem da recompra parecia inegável. Assim, a Bolívia reuniu, em março de 1988, cerca de US\$ 34 milhões com o propósito de recomprar parte da sua dívida junto aos bancos privados, a qual era, então, registrada como valendo US\$ 670 milhões.<sup>7</sup> A simples notícia das intenções bolivianas fez aumentar de seis para onze centavos de dólar o valor da sua dívida no mercado secundário, permitindo ao país abater, então, US\$ 308 milhões da dívida (isto é, US\$ 34 milhões divididos por 0,11). Desta forma, o valor de mercado da dívida que antes era de US\$ 40,2 milhões (isto é, US\$ 670 milhões vezes 0,06) caiu, apenas marginalmente, para US\$ 39,8 milhões (isto é, US\$ 670 menos US\$ 308 vezes, 0,11). Portanto, foram usados US\$ 34 milhões para reduzir o valor de mercado da dívida em tão-somente US\$ 0,4 bilhão. O benefício para a Bolívia, como porcentagem do seu custo, foi assim de 1,2 apenas. Houve, de fato, nesse caso, uma mera doação de US\$ 34 milhões para os bancos credores. Note-se que, se era baixo o preço médio da dívida, o seu valor marginal era quase nulo. Os autores ressaltam que mesmo no caso mais favorável para o país devedor, onde a recompra é feita, por exemplo, secretamente, sem afetar então o seu preço no mercado secundário, ainda assim a recompra pode ser ineficiente. Agora os US\$ 308 milhões da dívida recomprada custariam US\$ 18,5 milhões (isto é, US\$ 308 vezes 0,06), para um benefício ainda

---

<sup>7</sup> Os recursos financeiros para a recompra teriam vindo de uma doação feita, presumivelmente, por países como a Holanda, Espanha e mesmo alguns países latino-americanos. A origem dos recursos é, todavia, irrelevante para os argumentos aqui, pois a análise é a mesma caso os recursos venham de doação, empréstimo ou redução das reservas do país.

de apenas US\$ 0,4 milhão no valor de mercado da dívida total, permanecendo, pois, um ótimo negócio para os bancos credores.

Nesse raciocínio, a recompra da dívida por aqueles países com endividamento muito acima daquilo que possa ser considerado como possível de ser amortizado é puro contrassenso. No caso da Bolívia, a recompra só não traria vantagens para os bancos credores se o país conseguisse com os US\$ 40 milhões (isto é, o valor de mercado da dívida) eliminar totalmente a sua dívida. É claro que a recompra total da dívida nesses termos só é possível no caso dos países mais pobres, pois, seria pouco provável encontrar patrocinadores para a recompra do total da dívida de países como o Brasil e o México.

As considerações acima aplicam-se também à conversão da dívida em ativos de risco ou títulos do governo, as quais têm sido quantitativamente bem mais expressivas do que a recompra da dívida. Conforme salientam Bulow e Rogoff (1988), a conversão da dívida em ativos de risco, por exemplo, é simplesmente a soma do investimento estrangeiro direto, convencional e a compra da dívida marginal a preços da dívida média, que ocorre nos esquemas de recompra hoje em prática. Isso é fácil de verificar. Na conversão da dívida, o investidor primeiramente compra a dívida no mercado secundário para, em seguida, trocá-la por ativos físicos no país de interesse, o que equivale às duas transações seguintes. O país devedor, primeiramente, vende (recebendo em dólar) o ativo físico para o investidor através de um programa convencional de investimento direto. Em seguida, o país usa os recursos assim obtidos para abater a dívida marginal, mas pagando o seu preço médio. Essa segunda transação é desfavorável ao país, conforme já se argumentou. Como a primeira dessas transações não implica na necessidade de também executar a segunda, segue que o investimento direto é superior, em termos dos interesses econômicos do país devedor, à conversão da dívida em investimentos de risco.

Sachs (1988) sugere que o argumento de Bulow e Rogoff é válido quando a recompra envolve pequena parcela da dívida de um país irremediavelmente endividado. Para o país altamente endividado faz pouco sentido usar os recursos para abater apenas uma pequena parcela do valor de face da dívida, mesmo que se pague tão-somente o preço do mercado secundário, já que isso em pouco alteraria a perspectiva do país de vir a saldar o restante de sua dívida. De fato, o autor tem outras posições mais específicas sobre a matéria: “Na recompra o país usa recursos correntes para abater o principal que fora reescalonado por muitos anos. O encargo contratual corrente da dívida recomprada é apenas o juro devido. Se o preço da recompra da dívida for maior do que a taxa de juros – por exemplo, se a dívida é negociada a cinquenta centavos de dólar quando a taxa de juros é de dez centavos por dólar – então a recompra reflete aceleração no pagamento da dívida, mesmo que a dívida seja recomprada com desconto”. (p. 708)

Embora Sachs reconheça que o preço da dívida no mercado secundário indica, efetivamente, o valor presente dos pagamentos que se espera o país devedor venha a realizar no futuro, há, porém, outros custos para um país inadimplente que vão além desse valor. Isso sugere então que talvez seja do interesse do país devedor pagar, na recompra da dívida, até mais do que o seu valor no mercado secundário.

Como exemplos desses outros custos para o país inadimplente, vale citar: 1. dificuldades na obtenção de novos empréstimos, mesmo para investimentos altamente rentáveis; 2. possíveis sanções dos credores, do tipo corte nos créditos para o comércio; 3. desestímulos às reformas econômicas cujo objetivo é aumentar a capacidade de pagamento do serviço da dívida, pois os encargos dessas reformas recaem sobre o país devedor, enquanto que muitos dos benefícios acabam indo para o país credor sob a forma de maiores desembolsos pelos países devedores.

Sachs ressalta ainda que, apesar de a recompra da dívida a um preço acima do seu preço do mercado secundário parecer vantajosa para os bancos credores, os bancos americanos mais comprometidos com os países devedores, em geral, se opõem a tais transações. Isso por uma razão particular americana. Suponha que o banco credor tenha um empréstimo de 100 com um país devedor, cuja contrapartida no balanço do banco seja 90 no passivo com os depositantes e 10 na conta com os acionistas. Suponha ainda que o preço da dívida no mercado secundário seja de cinco centavos por dólar, mas que a compra seja feita ao dobro deste valor. Com a recompra, o banco teria que dar baixa na dívida, mas com os recursos arrecadados não saldaria os seus compromissos junto aos depositantes, isto é, o seu livro-caixa apresentaria valor negativo. Nestas circunstâncias, o banco provavelmente seria liquidado pelo Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), que cobriria, neste caso, os compromissos do banco com os seus depositantes. Se a recompra não for feita, entretanto, o banco poderia manter a dívida no livro-caixa com o seu valor de face. Os seus depósitos continuariam sendo plenamente segurados pelo FDIC e agora o banco não mais seria liquidado. Nesta situação, a recompra da dívida, apesar de vantajosa para o FDIC, pois o seu custo com o seguro dos depositantes seria reduzido no longo prazo, a operação é contrária aos interesses tanto da administração do banco como dos seus acionistas. Observe-se que mesmo no caso em que a recompra da dívida não resulte na liquidação do banco, a redução de capital no seu livro-caixa poderia levar à intervenção no banco pelas autoridades do FDIC, e quase que certamente resultaria em mudanças na sua cúpula administrativa.

Com o objetivo, aliás, de resguardar a administração dos mais importantes bancos comerciais dos Estados Unidos, o governo americano tem-se oposto a esquemas generalizados de recompra da dívida empenhando-se de fato, para que os países devedores continuem pagando o serviço de sua dívida. É, aliás, tal governo, mais do que os próprios bancos credores, quem determinou os parâmetros da negociação da dívida.<sup>8</sup> Desta forma, os países devedores pagam as suas dívidas muito mais devido ao receio de uma ruptura com o governo americano do que em função da possível reação dos bancos credores.

---

<sup>8</sup> Recorde-se que, como ressaltado por Sachs (1988), quando em 1987 o Brasil tentou negociar um pacote de conversão da dívida, foi o secretário do Tesouro americano quem primeiro se opôs às pretensões do governo brasileiro, e não os bancos credores.

#### IV. CONCLUSÕES

Conforme procuramos mostrar neste estudo, é bastante séria a situação dos países devedores. A solução da dívida passa por considerações que envolvem, entre outras coisas, a redução no custo dos juros internacionais, a expansão das exportações e limitação nas importações, a atração de investimentos estrangeiros, e, parece cada vez mais claro, o simples perdão de parte da dívida.

Os esquemas propostos para a redução da dívida através da sua conversão em investimento de risco e/ou títulos do governo, bem como a recompra dessa dívida com fundos fornecidos por organismos multilaterais de crédito, não parecem muito promissores, sobretudo devido às implicações inflacionárias das duas primeiras e a falta de fundos da última. De fato, tais propostas de redução da dívida tendem a beneficiar muito mais os bancos credores do que os países devedores, e só poderiam ser atrativas para estes últimos caso fossem complementadas com a abertura de linhas de crédito, a taxas subsidiadas, obtidas junto aos organismos multilaterais e agências governamentais dos países ricos. Como não há, no momento, perspectivas muito favoráveis para a abertura de tais créditos, o problema da dívida deverá continuar sufocando as economias dos países em desenvolvimento por ainda algum tempo.

Para concluir, está tornando-se cada vez mais evidente que a dívida dos países altamente endividados é, nos termos atuais, impagável. Assim, talvez a única solução para o problema seja alguma forma de perdão parcial da dívida, provavelmente com base em seu valor no mercado secundário.

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BENDER, D. (1989) "The Role of Financial Innovation in Solving International Debt Problems", *Economics*, vol. 39, pp. 57-82.
- BIRD, G. (1988) "Debt Swapping in Developing Countries: A Preliminary Investigation". *Journal of Developing Studies*, vol. 34, n. 3, abril, pp. 293-309.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. (1990) "The Perverse Logic of Stagnation: Debt, Deficit, and Inflation in Brazil", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 12, n. 4, pp. 503-518.
- BULOW, J. and ROGOFF, K. (1988) "The Buyback Boondoggle", *Brookings Papers on Economic Activity* n. 2, pp. 675-698.
- CARDOSO, E.A. (1988) "O Processo Inflacionário no Brasil e suas Relações com o Déficit e a Dívida do Setor Público", *Revista de Economia Política*, vol. 8, n. 2, abril.
- CARDOSO, E.A. e REIS, E.J. (1986) "Déficits, Dívidas e Inflação no Brasil", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 16, n. 3, dezembro, pp. 575-598.
- CARMICHAEL, J. (1989) "The Debt Crisis: Where Do We Stand After Seven Years?" *The World Bank Research Observer*, vol. 14, n. 2, julho, pp. 121-142.
- DORNBUSH, R. (1980) *Open Economy Macroeconomics*, Basic Books, Nova York.
- FISCHER, S. e EASTERLY, W. (1990) "The Economics of the Government Budget Constraint" *The World Bank Research Observer*, vol. 5, n. 2, julho, pp. 127-142.
- KHAN, M.S. e UI HAQUE. (1985) "Foreign Borrowing and Capital Flight: a Formal Analysis", *IMF Staff Papers*, vol. 23, n. 4, dezembro, pp. 606-628.

- ROMANS, J.T. e WARREN, S.A. (1990) "A Balance of Payments Analysis of Latin American Debt Crisis". *The Review of Income and Wealth*, series 36, n. 2, pp. 207-213.
- SACHS, J. D. (1988) "Comprehensive Debt Retirement: The Bolivian Example", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, pp. 705-713.
- SACHS, J.D. (1985) "External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, pp. 523-573.
- WIJNBERGEN, S. van (1989) "External Debt, Inflation and the Public Sector: Toward Fiscal Policy for Sustainable Growth", *The World Bank Economic Review*, vol. 3, setembro, pp. 297-320.

