

do Lago, Luis Aranha Correa

Working Paper

A dívida externa brasileira e o endividamento global dos países em desenvolvimento: experiência recente e perspectivas de reescalonamento

Texto para discussão, No. 76

Provided in Cooperation with:

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Suggested Citation: do Lago, Luis Aranha Correa (1984) : A dívida externa brasileira e o endividamento global dos países em desenvolvimento: experiência recente e perspectivas de reescalonamento, Texto para discussão, No. 76, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186324>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

SETEMBRO/1984

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 76

A DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA E
O ENDIVIDAMENTO GLOBAL DOS PAÍSES EM
DESENVOLVIMENTO: EXPERIÊNCIA RECENTE
E PERSPECTIVAS DE REESCALONAMENTO

Luiz Aranha Corrêa do Lago

Índice

Págs

INTRODUÇÃO	1
I - TENDÊNCIAS RECENTES DO ENDIVIDAMENTO EXTERNO GLOBAL	3
II - O BALANÇO DE PAGAMENTOS DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO E A QUESTÃO DA TRANSFERÊNCIA REAL DE RECURSOS	9
III - OS PAÍSES DEVEDORES E O MERCADO BANCÁRIO INTERNACIONAL: A TENDÊNCIA À REDUÇÃO DO CRESCIMENTO DOS ATIVOS BANCÁ- RIOS E A EVOLUÇÃO DOS JUROS INTERNACIONAIS	16
- Tendências Recentes da "Dívida Bancária" dos Países em Desenvolvimento	16
- A Evolução das Taxas de Juros Internacionais na Última Década	24
IV - A EXPERIÊNCIA DE REESCALONAMENTO DOS ÚLTIMOS ANOS E A SITUAÇÃO RECENTE DOS PRINCIPAIS DEVEDORES	31
V - ELEMENTOS PARA UMA PROPOSTA DE RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA	45
- Propostas Recentes para a Renegociação da Dívida Externa Global e do Brasil	46
- Para uma Proposta Tentativa de Reescalonamento da Dívida Externa Brasileira	58
CONCLUSÃO	68

ÍNDICE DOS QUADROS E GRÁFICOS

<u>QUADROS</u>	<u>Pág</u>
1 - Dívida Externa Total dos Países em Desenvolvimento, 1980-1983	5
2 - Dívida Externa Total e de Curto Prazo, Taxa de Crescimento da Dívida Externa Total e Taxa de Crescimento das Exportações dos Principais Países em Desenvolvimento Devedores, 1976-1982	7
3 - Balança Comercial e Padrão de Financiamento dos Déficits em Conta Corrente dos Países em Desenvolvimento Não Exportadores de Petróleo, 1981-1983	10
4 - Contas Seleccionadas do Balanço de Pagamentos da América Latina, 1981-1983	13
5 - Balanço de Pagamentos do Brasil - Principais Itens, 1968-1982	14
6 - Posição dos Empréstimos do Sistema Bancário Internacional aos Países em Desenvolvimento, Segundo o BIS, em Dezembro de 1982 e Setembro de 1983	18
7 - Participação dos Empréstimos Concedidos por Bancos Internacionais na Dívida Total de Países Seleccionados em Dezembro de 1982	21
8 - Empréstimos Bancários Totais a Países Seleccionados, e <u>Exposure</u> dos Bancos Americanos, Dezembro de 1982	22
9 - Evolução da Libor de 6 Meses e das Taxas Médias de Juros Nominais sobre Novos Empréstimos de Médio e Longo Prazos Contraídos ou Garantidos pelo Setor Público dos Países em Desenvolvimento e do Brasil, 1973-1983	25
10 - Renegociações Multilaterais de Dívidas Externas de Países-Membro do Banco Mundial, 1975-1983	32

11 - Prazos e Margens dos Novos Empréstimos e das Operações de Reescalonamento da Dívida de Países Latino-Americanos Seleccionados, em 1983	34
12 - Projeção de Contas Seleccionadas do Balanço de Pagamentos, das Reservas e da Dívida Externa do Brasil na Hipótese de uma Capitalização Parcial dos Juros Bancários, 1985-1989	63
13 - Evolução de Indicadores Seleccionados do Setor Externo da Economia Brasileira na Hipótese de uma Capitalização Parcial dos Juros Bancários de 1985 a 1989	64

GRÁFICOS

1 - Taxas Médias de Juros de Empréstimos de Médio e Longo Prazos, Contraídos por Países em Desenvolvimento, 1973-1983	26
2 - Margens (<u>Spreads</u>) sobre Empréstimos em Dólares no Euromercado, Montantes Superiores a US\$ 50 Milhões	29
3 - Margens (<u>Spreads</u>) sobre Empréstimos em Dólares no Euromercado a Países em Desenvolvimento Seleccionados da América Latina e da Ásia	29

INTRODUÇÃO

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

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

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

Na quinta seção reúnem-se elementos para uma proposta de reestruturação da dívida externa brasileira, com base em diversas sugestões para a resolução dos problemas de países devedores em geral e apresen

tram-se esquemas alternativos para a capitalização integral ou parcial dos juros. Na conclusão resumem-se os principais componentes de uma proposta de renegociação mais ampla da dívida do Brasil.

I - TENDÊNCIAS RECENTES DO ENDIVIDAMENTO EXTERNO GLOBAL

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

Em trabalho recente, estimou-se que a dívida total dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo teria aproximadamente quintuplicado entre 1973 e 1982, alcançando cerca de US\$ 612 bilhões naquele último ano. No final daquele ano, a dívida de quatro importantes países exportadores de petróleo e membros da OPEP, Argélia, Indonésia, Nigéria e Venezuela, que não têm superávit na sua conta de capital, somava cerca de US\$ 80 bilhões. Se a esta for adicionada a dívida líquida dos países do Leste Europeu (exclusive União Soviética) verifica-se que a dívida conjunta dos três grupos de países chegava a cerca de US\$ 745 bilhões em fins de 1982.*

Segundo o Banco Mundial, em trabalho com cobertura mais ampla, a dívida total dos países em desenvolvimento (inclusive exportadores de petróleo com superávit de capital)** teria alcançado US\$ 766 bilhões

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

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

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

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

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

** Dados do trabalho do Banco Central do Brasil, Brazil Economic Program - Internal and External Adjustment, Vol. 2, Mar./84. Em contraste, em seu último relatório sobre o endividamento dos países em desenvolvimento, a OCDE estimou em US\$ 97 bilhões a dívida total do Brasil no final de 1983, sendo US\$ 15 bilhões de dívida de curto prazo, o que explicaria boa parte da diferença com relação aos dados do Banco Central. Estas informações estão reproduzidas in Gazeta Mercantil, 11/04/84, p. 1.

Quadro 1 - Dívida Externa Total dos Países em
Desenvolvimento, 1980-1983
 (Em US\$ bilhões)

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

¹ Dados preliminares.

² Dados estimados.

³ Os dados incluem 102 países que prestaram informações ao Debtor Reporting System (DRS) do Banco Mundial, bem como dados para outros 31 países. Afeganistão, República Popular da China, Hungria, Irã, Iraque, Kampuchea, Laos, Romênia, África do Sul, e Vietnam ou prestaram informações incompletas através do DRS ou em formato inadequado. O total exclui os países exportadores de petróleo que têm superávit na conta de capital.

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

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

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

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

O Quadro 2 lista estimativas da dívida total e de curto prazo dos principais países em desenvolvimento devedores, (com dívidas acima de US\$ 10 bilhões) em fins de 1982, bem como da taxa de crescimento das exportações e do endividamento total daqueles países entre 1976 e 1982. O Brasil aparece como o principal devedor, seguido pelo México, Argentina, Coréia do Sul e Venezuela, todos com dívidas acima de US\$ 30 bilhões. Outros 5 países tinham dívidas superiores a US\$ 20 bilhões, e mais 9 tinham dívidas acima de US\$ 10 bilhões.** Conjuntamente esses 19 países respondiam por cerca de 65% da dívida total dos países em desenvolvimento em 1982, registrada no Quadro 1.

Pode-se notar que o endividamento daqueles países cresceu a taxas anuais bastante distintas entre 1976 e 1982, destacando-se a Nigéria, a Tailândia e a Venezuela, como os países com crescimento mais rápido, (mais de 30% a.a.) e o Peru, a Indonésia e a Colômbia com um crescimento mais lento (inferior a 14,2% a.a.). O crescimento da dí-

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

** Em fins de 1982, entre outros devedores importantes, mas com um endividamento externo inferior a US\$ 10 bilhões, destacavam-se Taiwan, Malásia, Costa do Marfim e Equador, com respectivamente US\$ 9,3 bilhões, US\$ 8,6 bilhões, US\$ 8,4 bilhões e US\$ 6,6 bilhões. Ver Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets, Jun./83, Quadros 1 e 3. A República Sul Africana classificada como país desenvolvido em algumas fontes, tinha uma dívida para com os bancos internacionais de US\$ 13 bilhões no final de 1982 e portanto certamente também se inclui entre os 20 maiores devedores "não industrializados".

Quadro 2 - Dívida Externa Total e de Curto Prazo, Taxa de Crescimento da

Dívida Externa Total e Taxa de Crescimento das Exportações dos

Principais Países em Desenvolvimento Devedores, 1976-1982

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

() Totais parciais.

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

² Dívida total em 1981, reproduzida em Cline, *op.cit.*, p. 131.

Fonte: Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, Jun./83, Quadros 1 e 3.

vida total brasileira, da ordem de 21,4%, foi superior ao de 6 países, mas inferior ao de outros 10, para os quais se dispõe de informações. (Observe-se também a disparidade das taxas de crescimento das exportações dos vários países, havendo somente 6 países com taxas inferiores aos 13,5% a.a. registrados para o Brasil, e 10 países com taxas superiores). Assim o Brasil apresentou, com relação aos demais principais devedores, um comportamento "intermediário".

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

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

II - O BALANÇO DE PAGAMENTOS DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO
E A QUESTÃO DA TRANSFERÊNCIA REAL DE RECURSOS

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

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

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

** O aumento dos empréstimos de longo prazo de fontes privadas em 1983 é em grande parte ilusório, por incluir a transformação de mais de US\$ 20 bilhões de dívidas de curto prazo em dívidas de mais longa maturação, o que também explica boa parte da queda de empréstimos de curto prazo. Tal fato também explica a redução da dívida de curto prazo de US\$ 170 bilhões para US\$ 145 bilhões, entre 1982 e 1983, no Quadro 1.

Quadro 3 - Balança Comercial e Padrão de Financiamento dos
Déficits em Conta Corrente dos Países em Desenvolvimento

Não Exportadores de Petróleo,¹ 1981-1983

(Em US\$ bilhões)

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

¹ Inclui países em desenvolvimento que exportam petróleo, tais como o México e o Egito; mas exclui os membros da OPEP. (Ver nota ** p. 3).

² Projeções.

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

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

De acordo com o presidente do Banco Mundial, a transferência líquida de empréstimos de médio e longo prazos de fontes privadas para os países em desenvolvimento foi de US\$ 16 bilhões em 1981. Ou seja, neste ano, os novos empréstimos excederam os pagamentos de juros e amortizações naquele montante. Porém, a partir do ano seguinte, a situação se inverteu, verificando-se uma transferência líquida de recursos para os credores privados de US\$ 7 bilhões em 1982 e de US\$ 21 bilhões em 1983.** O mesmo ocorreu no caso específico da América Latina. De fato, em muitos países em desenvolvimento, observa-se, a partir de 1982, uma "transferência real de recursos" para o exterior. Tal transferência significa que, nesses países, as despesas agregadas em consumo e investimento já vem sendo significativamente inferiores ao produto interno bruto. Em outras palavras, esses países, muitas vezes "sob supervisão do FMI, (vem adotando) políticas internas capazes de gerar ... um excesso de produto sobre gastos domésticos que permita cobrir uma parcela substancial e crescente de serviço da dívida externa"*** acumulada desde a década de 1970. Tal diferença (é) trans

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

** Ibidem.

*** Para uma análise do problema da transferência de recursos reais, veja-se Paulo Nogueira Batista Jr., Crise Financeira Internacional e Transferência de Recursos Reais, Dez./83, mimeo.

ferida para o exterior sob a forma de um saldo positivo nas contas comerciais e de serviços "não-fatores" (que excluem juros, lucros e dividendos, além de remessas de trabalhadores emigrados para seus países de origem).

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

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

Como se enfatiza em trabalho recente, o que se pretende com os programas de estabilização aprovados pelo FMI é que "os países devedores reduzam os seus déficits em conta corrente a níveis compatíveis com a retração de oferta de crédito bancário externo. No entanto, dado o

* Comissão Econômica para América Latina, "Balauço Preliminar ... 1983", p. 2.

Quadro 4 - Contas Seleccionadas do Balanço de
Pagamentos da América Latina, 1981-1983
 (Em US\$ bilhões)

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

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

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

Quadro 5 - Balanço de Pagamentos do Brasil -

Principais Itens, 1968-1982

(Em US\$ bilhões)

Discriminação	1968-73 ¹	1974-78 ¹	1979	1980	1981	1982	1983 ²	1984 ³
A - <u>BALANÇA COMERCIAL</u>	0,0	-2,3	-2,8	-2,8	1,2	0,8	6,5	9,1
Exportações (FOB)	3,3	10,3	15,2	20,1	23,3	20,2	21,9	24,6
Importações (FOB)	3,3	12,6	18,1	23,0	22,1	19,4	15,4	15,5
B - <u>BALANÇA DE SERVIÇOS</u>	-1,0	-3,7	-7,2	-9,6	-12,2	-15,5	-12,7	-14,4
Juros (líquido)	-0,3	-1,8	-4,2	-6,3	-9,2	-11,4	-9,6	-10,6
Outros ⁴	-0,7	-1,9	-3,0	-3,4	-3,2	-4,2	-3,2	-3,8
Lucros e Dividendos	-	-	-0,6	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8
C - <u>TRANSAÇÕES CORRENTES</u> (A + B)	-1,0	-6,0	-10,0	-12,4	-11,0	-14,8	-6,2	-5,3
D - <u>CONTA DE CAPITAL</u>	1,9	7,1	6,9	9,3	12,0	6,3	3,5	9,6
Investimentos Diretos (líquidos) ⁵	0,3	0,9	1,5	1,1	1,6	1,0	0,7	0,7
Empréstimos e Financiamentos - Médio e Longo Prazos	2,3	8,6	11,2	10,6	15,6	14,2	14,9	18,2
Amortizações - Médio e Longo Prazos	-0,9	-3,3	-6,4	-5,0	-6,2	-8,1	-9,9	-8,0
Outros	0,2	0,9	0,6	2,6	1,1	-0,8	-2,2	-1,3 ⁶
E - <u>ERROS E OMISSÕES</u>	0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,0
F - <u>SALDO GLOBAL (C + D + E)</u>	1,0	0,9	-3,2	-3,5	0,6	-8,9	-3,3	4,3

¹ Média anual.

² Dados preliminares.

³ Previsões.

⁴ Exclusive lucros reinvestidos e inclusive transferências unilaterais.

⁵ Exclusive reinvestimentos.

⁶ Inclui Pagamentos atrasados devidos ao Clube de Paris.

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

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

volume da conta de juros, reflexo do endividamento acumulado e da persistência de elevadas taxas de juros no mercado financeiro internacional, a redução dos déficits em conta corrente a níveis considerados sustentáveis pelos bancos credores e pelo FMI envolve necessariamente a geração de vultosos superávits comerciais".*

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

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

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

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

III - OS PAÍSES DEVEDORES E O MERCADO BANCÁRIO INTERNACIONAL: A TENDÊNCIA À REDUÇÃO DO CRESCIMENTO DOS ATIVOS BANCÁ- RIOS E A EVOLUÇÃO DOS JUROS INTERNACIONAIS

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

Tendências Recentes da "Dívida Bancária" dos Países em Desenvolvimento

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

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

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

Em dez./82 e set./83, a dívida dos países em desenvolvimento (segundo a definição do Quadro 6) correspondia a cerca de 20,5% dos ativos externos totais dos bancos internacionais que prestam informações ao BIS, sendo que mais de 2/3 daqueles ativos correspondiam a empréstimos concedidos a países industrializados também credores ou a centros off-shore. É ainda mais reduzida a participação dos empréstimos concedidos aos países em desenvolvimento nos ativos totais (internos e externos) dos bancos dos países industrializados. Segundo uma estimativa recente, tal participação não ultrapassava 6% em fins de 1982.* No entanto, se tal participação média parece muito reduzida, esta subestima a posição (exposure) de vários grandes bancos internacionais, notadamente dos EUA. Diversos grandes bancos americanos durante a década de 1970 lançaram-se agressivamente no mercado internacional de forma que empréstimos externos representam atualmente 50% dos ativos relativos a empréstimos desses bancos. Assim, no final de 1982, a dívida dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo para com os 9 maiores bancos americanos era de US\$ 60,3 bilhões, equi

* Ver Soci t  Générale, Conjoncture, Set./83, p. 5. Segundo tal fonte, "um estudo recente da OCDE sobre o endividamento mostra que o montante global dos empréstimos concedidos pelos bancos privados aos países em desenvolvimento representa ... somente 6% do total combinado dos seus empréstimos internos e externos". A mesma fonte conclui que "na sua grande maioria, os bancos não estão ameaçados pelas dificuldades de pagamento dos países em desenvolvimento ... e (que) o maior problema, na hora atual não é o colapso do sistema bancário internacional".

Quadro 6 - Posição dos Empréstimos do Sistema Bancário
Internacional aos Países em Desenvolvimento*, Segundo o
BIS, em Dezembro de 1982 e Setembro de 1983

(Em US\$ Milhões)

Classificação do BIS	Empréstimos em 31/12/82	%	Empréstimos em 30/09/83	%
América Latina ¹	169 271	49,4	173 982	49,8
Ásia ²	46 734	17,6	49 184	14,1
África ³	17 948	5,2	17 840	5,1
Oriente Médio ⁴	12 922	3,8	11 896	3,4
"Outros Desenvolvidos" ⁵	44 772	13,1	45 801	13,1
"Outros OPEP" (Países sem superávit na Conta de Capital)	50 756	14,8	50 724	14,5
TOTAL Parcial	342 403	100,0	349 427	100,0
Empréstimos Externos Totais do Sistema Bancário Internacional	1 688 793		1 707 195	
% <u>Países em Desenvolvimento</u> Total	20,3		20,5	

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

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

² Exclui Brunei e Indonésia incluídos em "Outros OPEP".

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

⁴ Exclui membros da OPEP e Líbano.

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

Fonte: Bank for International Settlements, International Banking Developments, Third Quarter 1983, Basle, jan./84, Quadro 5.

valentes a 10,6% dos seus ativos totais e a 222% do seu capital conjunto.*

De fato, antes da sua desaceleração nos últimos anos, foi muito rápido o crescimento dos empréstimos bancários aos países em desenvolvimento. Dados preliminares da OCDE sobre a posição dos empréstimos dos bancos internacionais aos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo (agregado menos abrangente do que o do Quadro 6, por excluir países da OPEP) indicavam um total de US\$ 312 bilhões ao final de 1983. O aumento desses empréstimos teria sido de apenas 7% em 1983, contra 14% em 1982 e 21% em 1981, apresentando também um forte contraste com o crescimento médio anual de 23% verificado entre 1975 e 1980.**

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

Ressalta, portanto, a grande importância relativa dessa "dívida bancária" na questão mais ampla do endividamento dos países em de-

* Ver Thomas J. Trebat, "Mexico's Foreign Financing - A Perspective for the Next Decade", Nov./83, mimeo., p. 31 e as declarações do Presidente do Federal Reserve System dos EUA, Paul A. Volcker reproduzidas in U.S. House of Representatives, Hearing Before the Committee on the Budget, 07/03/83, U.S. Government Printing Office, Washington, 1983, pp. 103 e 104. Segundo Volcker, em jun./83, os créditos dos 9 maiores bancos relativos ao Brasil, México e Argentina eram de respectivamente US\$ 11,8 bilhões, US\$ 13,4 bilhões e US\$ 5,3 bilhões, correspondendo conjuntamente a 112,5% do capital desses bancos.

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

desenvolvimento, que é ainda mais marcante no caso dos principais países devedores. De fato, o Quadro 7, também baseado em estatísticas do BIS, indica que, em muitos desses países, a participação da "dívida bancária" na dívida total é bastante mais elevada do que a média verificada para o conjunto dos países em desenvolvimento.

No que diz respeito aos principais devedores da América Latina, tal proporção alcança quase 2/3 o que, juntamente com o próprio montante global da dívida da região, explica a ênfase concedida aos empréstimos bancários em discussões recentes sobre o reescalonamento da dívida de vários países latino-americanos.

Dados mais abrangentes do que os apresentados no Quadro 7, relativos a alguns dos principais devedores, e reproduzidos no Quadro 8, mostram que a dívida bancária desses países em dez./82 era, na realidade, ainda mais elevada do que a que se infere das informações do BIS. Indicam também, que é muito significativa a participação dos bancos americanos nos empréstimos a esse conjunto de países, destacando-se a importância não apenas dos grandes bancos dos EUA, mas também de bancos regionais daquele país. Os dados desagregados para o Brasil e o México mostram que os 9 maiores bancos americanos tinham emprestado a esses dois países, até o final de 1982, respectivamente US\$ 13,3 bilhões e US\$ 12,9 bilhões, que correspondiam a respectivamente 22% e 20,5% do total de sua dívida bancária.* Explica-se assim, o empenho e a ativa participação dos principais bancos americanos

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

	Bancos Americanos			Total	Bancos Não Americanos	Total
	9 Maiores	15 Se- guintes	Demais Bancos			
Brasil	22,0	6,5	5,5	34,0	66,0	100
México	20,5	8,1	10,2	38,8	61,2	100

Fonte: Federal Financial Institutions Examination Council: Country Exposure Lending Survey, Dez./82, dados reproduzidos in Thomas J. Trebat, México's Foreign Financing - A Perspective for the Next Decade, Nov./83, mimeo., p. 32.

Quadro 7 - Participação dos Empréstimos Concedidos por Bancos
Internacionais na Dívida Total de Países Selecionados

em Dezembro de 1982*

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

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

() A cifra entre parênteses não foi incluída no sub-total.

¹ Segundo estatísticas incompletas do BIS.

² A dívida bancária do Brasil e a sua participação estão subestimados. Ver a nota *, à pág. 16.

Fontes: Quadro 2 e Bank for International Settlements, International Banking Developments, Third Quarter 1983, Basle, jan./84, Quadro 5.

Quadro 8 - Empréstimos Bancários Totais a Países Selecionados, e

"Exposure" dos Bancos Americanos, Dezembro de 1982*

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

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

Fontes: Bank for International Settlements, International Banking Developments; Financial Institutions Examination Council, Country Exposure Lending Survey.
Dados reproduzidos in Euromoney, out./83, p. 42.

nos recentes acordos de reescalonamento das dívidas do México e do Brasil.*

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

Esses últimos países são possivelmente bastante menos vulneráveis a flutuações nas taxas de juros internacionais, na medida em que é provavelmente bem maior a participação de empréstimos oficiais, menos sujeitos a variações de taxas, na sua dívida total. Mas de qualquer forma, para todos os grandes devedores, a conta de juros passou a representar um ônus considerável em termos do agravamento do seu déficit em transações correntes conjunto, corroendo o aumento de suas exportações. De fato, segundo dados do Banco Mundial, os juros relativos à dívida de médio e longo prazos dos países em desenvolvimento passaram de US\$ 4,8 bilhões em 1973, para US\$ 15,4 bilhões em 1978, US\$ 30,6 bilhões em 1980 e cerca de US\$ 46 bilhões em 1983.**

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

<u>Bancos</u>	<u>Argentina</u>	<u>Brasil</u>	<u>México</u>	<u>Venezuela</u>
Citicorp	NR	4 600	3 000	1 500
Bank for America	NR	2 484	2 741	1 614
Chase Manhattan	800	2 560	1 553	1 226
Manufacturers Hanover	1 321	2 130	1 915	1 084
Morgan Guaranty Chemical (N.Y.)	741	1 785	1 174	464
First Interstate	NR	1 276	1 414	776
Continental Illinois	401	532	758	NR
Security Pacific	NR	476	599	436
Bankers Trust	NR	530	550	NR
First Chicago	NR	743	1 286	436
		689	870	NR

NR - Total não revelado.

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

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

~~mesmos anos, segundo o FMI, as exportações totais dos países em desen-~~
volvimento não exportadores de petróleo alcançaram respectivamente,
US\$ 85,5 bilhões, US\$ 200,7 bilhões, US\$ 326,8 bilhões e US\$ 350,5 bi-
lhões.*. Portanto, entre 1973 e 1983 quadruplicaram as exportações dos
países em desenvolvimento não exportadores de petróleo, enquanto a con-
ta de juros dos países em desenvolvimento como um todo decuplicou.
Cabe observar que entre 1978 e 1983 a conta de juros triplicou, enquan-
to as exportações aumentaram apenas 75%. Assim, para os países em de-
senvolvimento não exportadores de petróleo, a relação entre pagamen-
tos de juros e exportação de bens e serviços passou de 6,1% em 1983
para 9,3% em 1980, alcançando 13,2% em 1982 e retornando a 11,4% em
1983.** Fica claro portanto o grande descompasso entre o ritmo de cres-
cimento das exportações e a evolução da conta de juros, principalmen-
te neste último período, justificando-se um breve exame da evolução
recente das taxas de juros internacionais.

A Evolução das Taxas de Juros Internacionais na Última Década

Entre 1973 e 1983, as taxas de juros internacionais mostraram acen-
tuadas oscilações, como se pode observar no Quadro 9 e no Gráfico 1.
A London Interbank Offer Rate (Libor) de seis meses, que sofreu queda
considerável de 1974 para 1975, voltou a elevar-se significativamente
de 1978 a 1981,*** retrocedendo gradualmente em 1982 e 1983. Estes

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

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

*** No final dos três meses de julho, agosto setembro de 1981, a Libor de 6 meses excedeu 18% a.a. Ver Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets, Jan./84, p. 11.

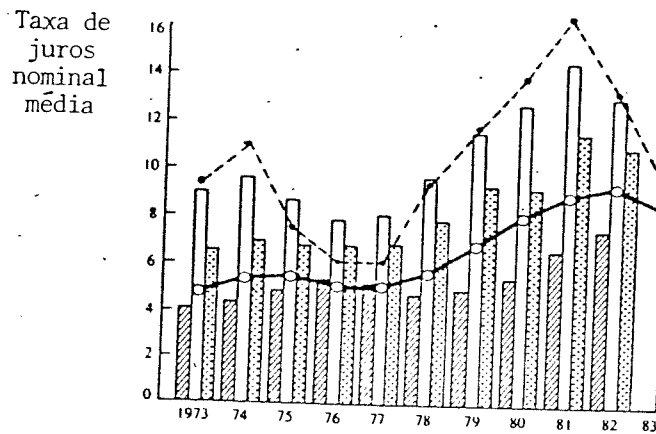
Quadro 9 - Evolução da Libor de 6 Meses e das Taxas Médias de Juros Nominais sobre Novos Empréstimos de Médio e Longo Prazos Contraídos ou Garantidos pelo Setor Público dos Países em Desenvolvimento e do Brasil, 1973-1983

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

¹ Média anual das taxas de fim de mês.

Fontes: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets, Mar./78 e Jan./84; The World Bank, World Debt Tables, 1983-84 edition, pp. 3 e 167.

Gráfico 1 - Taxas Médias de Juros de Empréstimos de
Médio e Longo Prazos, Contraídos por Países
em Desenvolvimento, 1973-1983



- Taxa média de juros paga sobre a dívida total de médio e longo prazos.
- - - △ - - - Libor (London Interbank Offer Rate) de 6 meses.
- ▨ Taxa média de juros paga a credores oficiais sobre novos empréstimos.
- Taxa média de juros paga a credores privados sobre novos empréstimos.
- ▤ Taxa média de juros paga sobre novos empréstimos, de todas as fontes.

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

movimentos foram acompanhados, com a devida defasagem, pelo custo médio da dívida total de médio e longo prazos dos países em desenvolvimento, bem como pelo custo dos novos empréstimos contraídos ou garantidos pelo setor público destes países.

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

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

Essas tendências explicam em parte o forte aumento da conta de juros dos países em desenvolvimento nos últimos anos e não excluem nova

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

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

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

pressão ao longo de 1984. No entanto, cabe enfatizar que os pagamentos de juros efetuados por esses países cresceram no último quinquênio não apenas em função da elevação das taxas de juros internacionais, mas também em função das margens (spreads) e comissões pagas sobre os empréstimos de credores privados.

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

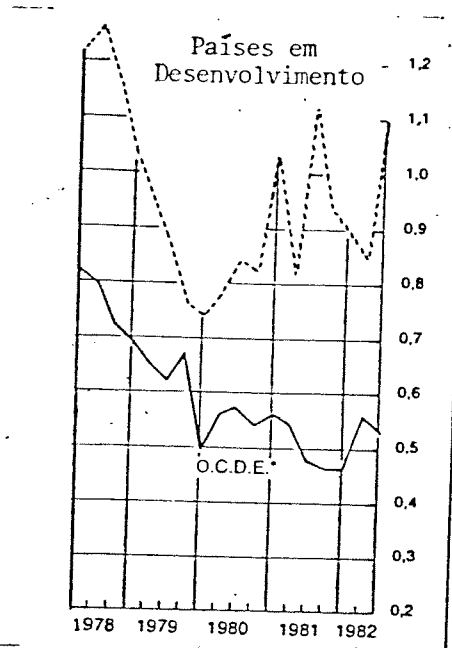
O Gráfico 2 mostra a evolução semestral dos spreads pagos pelos países em desenvolvimento entre 1978 e 1982, em contraste com as margens cobradas de países da OCDE. Os vários países em desenvolvimento devedores estiveram, no entanto, sujeitos a spreads bastante diferenciados no período recente, como se pode inferir do Gráfico 3, que não se explicam apenas pelo diferente prazo médio de suas dívidas. O spread pago pelo Brasil destaca-se como o mais elevado, já no final de 1980, mesmo antes que tivesse ficado claro o agravamento de sua situação cambial e que tivesse sido decretada a suspensão de pagamentos pelo México.**

Dadas as elevadas taxas de juros e os spreads observados nos últimos anos, a deterioração dos termos de troca dos países em desenvolvimento e a desaceleração do ritmo de expansão dos empréstimos bancá-

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

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

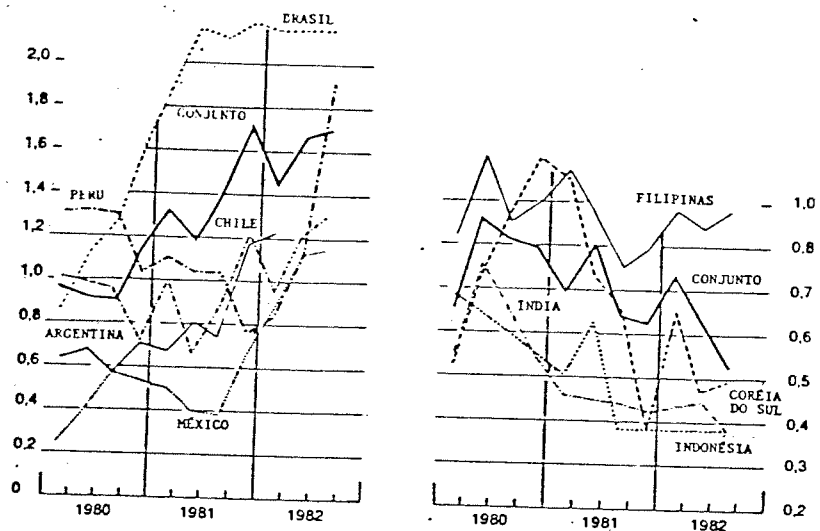
Gráfico 2 - Margens ("Spreads") sobre Empréstimos em Dólares no Euromercado,
Montantes Superiores a US\$ 50 milhões, Em Percentagem



* Exceto Turquia.

Fonte: OCDE, gráfico reproduzido in Sociêté Gênerale, Conjoncture, jun./83, p. 8.

Gráfico 3 - Margens ("Spreads") sobre Empréstimos em Dólares no Euromercado
a Países em Desenvolvimento Seleccionados da América Latina e da Ásia



Fonte: Bank of England, gráfico reproduzido in Sociêté Gênerale, Conjoncture, jun./83, p. 8.

rios, acrescidos ao impacto do segundo choque do petróleo, não é de surpreender o crescente número de países que, diante da impossibilidade de honrar o serviço de sua dívida externa, foram levados a reescalonar parte de suas obrigações internacionais, principalmente ao longo de 1983. Essa experiência de reescalonamento é examinada na seção IV.

IV - A EXPERIÊNCIA DE REESCALONAMENTO DOS ÚLTIMOS ANOS E A SITUAÇÃO RECENTE DOS PRINCIPAIS DEVEDORES

O reescalonamento de parte da dívida de diversos países não é um fato novo, diretamente decorrente da crise do sistema financeiro internacional provocada pela suspensão de pagamentos pelo México em meados de 1982. Efetivamente, ao longo dos anos 1970, pelo menos quinze países foram levados a alterar os termos de suas obrigações externas. Nesse sentido, o que diferencia os dois últimos anos do período anterior é o grande número de países e o volume de recursos envolvidos nos acordos de reescalonamento ocorridos em 1983 e 1984.

O Quadro 10 reproduz um levantamento do Banco Mundial sobre as experiências de renegociação de obrigações externas de países em desenvolvimento desde meados da década de 1970. Entre 1975 e 1983, 34 países membros do Banco Mundial recorreram a esquemas de reescalonamento de uma parcela de sua dívida para com os bancos comerciais ou com o Clube de Paris. Apenas em 1983, houve 27 casos, número que já aumentou ao longo de 1984. Na América Latina, a grande maioria dos países já propuseram algum tipo de reescalonamento aos seus credores.*

Enquanto entre 1975 e 1980 os vários acordos envolveram apenas US\$ 13,8 bilhões, e em 1981 e 1982 as somas renegociadas foram de respectivamente US\$ 5,7 bilhões e US\$ 2,3 bilhões, os reescalonamentos ao longo de 1983 excederam US\$ 67 bilhões (dos quais US\$ 56 bilhões relativos a bancos comerciais). Entre os principais devedores que reescalonaram parte de suas dívidas encontram-se o México, o Brasil, a Argentina, a Iugoslávia, o Peru e a Nigéria, com montantes superiores a

* Euromoney, Mar./84, p. 38. Entre os países de maior porte, apenas a Colômbia não propôs o reescalonamento de sua dívida.

Quadro 10 - Renegociações Multilaterais de Dívidas Externas de
Países-Membro do Banco Mundial, 1975-1983
(Em US\$ milhões)

País	Número de Recebimento	1975-80		1981		1982		1983 ¹	
		Clube de Paris	Bancos Comerciais	Clube de Paris	Bancos Comerciais	Clube de Paris	Bancos Comerciais	Clube de Paris	Bancos Comerciais
Argentina	2		970						(6.000)
Bolívia	2				(444)				(536)
Brasil	2							(3.800)	(9.800)
Rep. Centro Africana	2			55				(13)	
Chile	2	216							(4.100)
Costa Rica	2							(107)	(1.259)
República Dominicana	1								(660)
Equador	2							(200)	(2.150)
Gabão	1	105 ²							
Guiana	3		29				14		(24)
Honduras	1								(122)
Índia	3	436 ³							
Jamaica	3		126		103				(166)
Liberia	4	30		25			27	(25)	
Madagascar	3			142		103			(195)
Malauí	3					24		(30)	(57)
México	2							2.000 ⁴	(22.550)
Marrocos	1							(1.200)	
Nicaragua	3		582		190		(55)		
Niger	1							(29)	
Nigéria	1								(1.830)
Paquistão	1			263					
Peru	4	478	821					(450)	(2.320)
Romênia	4					(234)	(1.544)	(195)	(572)
Senegal	4			77		84		(81)	(92)
Sierra Leone	2	66							
Sudão	4	373			638	174		550	
Togo	5	170	68	(92)				(300)	(84)
Turquia	5	4.696 ³	2.640		(3.100)				
Uganda	2			27		(10)			
Uruguai	1								(170)
Iugoslávia	1								(3.800)
Zaire	6	1.594	402	574				(1.600)	
Zâmbia	1							(320)	
Total	84	8.164	5.638	1.255	4.475	629	1.640	10.900	56.487

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

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

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

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

⁴ Acordo de um encontro do grupo credor.

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

US\$ 1,8 bilhões. Destaca-se, assim, a importante participação dos bancos internacionais nos esquemas de reestruturação de dívidas externas, que somente em 1983 envolveram cerca de 1/6 do saldo dos empréstimos daqueles bancos aos países em desenvolvimento existentes em fins de 1982.

No entanto, os reescalamentos da dívida bancária, quase sempre envolveram apenas amortizações,* transformadas em novos empréstimos, enquanto os acordos com o Clube de Paris incluíram em algumas ocasiões tanto juros como amortizações, como ocorreu a pedido do Brasil em 1985. Como, para vários países, a conta de juros excede a de amortizações, vem se colocando atualmente a questão da inclusão dos juros nas negociações de reescalamento com os bancos internacionais, notadamente no caso dos grandes devedores, para evitar o recurso a novos empréstimos-jumbo tais como os concedidos ao Brasil e ao México.

Porém, com relação à questão de juros, muitos banqueiros, e em particular os grandes bancos americanos, vêm demonstrando, contrariamente a diversas instituições européias, pouca ou nenhuma disposição de negociação, descartando, pelo menos abertamente, a possibilidade de uma capitalização dos juros, mesmo que parcial, ou de taxas de juros "favorecidas", abaixo dos níveis de mercado.** Por outro lado, cabe observar que os reescalamentos de amortizações ao longo de 1985 não envolveram grandes concessões em termos de spreads, tendo, pelo contrário, ocorrido aumentos em certos casos, ainda que tenha havido maior boa vontade com relação a prazos de carência e à nova maturidade de dívidas reescaladas, como ressalta do Quadro 11. No caso do Brasil, que vinha sendo frequentemente submetido a um spread de 2,25% so-

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

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

Quadro 11- Prazos e Margens dos Novos Empréstimos e das Operações de
Reescalonamento da Dívida de Países Latino-Americanos
Selecionados, em 1983

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

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

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

Fonte: Euromoney, Nov./83, p. 23.

bre a Libor, a redução para 2,125% ou para 2% não têm qualquer relevância em termos de uma maior capacidade de pagamento para o país: para cada bilhão de dólares reescalado, uma queda de 0,125% representa uma diminuição de apenas US\$ 1,25 milhão na conta de juros.

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

O México, país responsável pela exacerbação da crise do sistema financeiro internacional em 1982, conseguiu firmar a imagem de sucesso do seu programa de estabilização. O empréstimo-jumbo de US\$ 5 bilhões negociado em fins de 1982, que se enquadra no conceito de "empréstimos forçados", foi acertado em fins de 1983, havendo até mesmo casos esporádicos de oferta espontânea de pequenos empréstimos novos a este país, no segundo semestre do ano. No primeiro semestre de 1984, o México representa para os banqueiros internacionais um exemplo de país "bem sucedido" na implementação de um programa de ajustamento nas linhas preconizadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). De fato, o déficit em transações correntes da ordem de US\$ 3 bilhões em 1982, transformou-se em um superávit de mais de US\$ 4 bilhões em 1983, em virtude de uma forte compressão das importações que, segundo dados preliminares, foi concomitante com uma queda de 3% do produto real do país.* Por outro lado, antes mesmo da confirmação de novos empréstimos bancários de US\$ 3,8 bilhões concedidos no final de abril de 1984, (dentro das condições impostas pelo FMI para a concessão de um empréstimo de US\$ 1,6 bilhões) o México participou como "coordenador" de uma operação de assistência

* Ver IMF Survey, 06/02/84, p. 44.

à Argentina à qual aquele país aportou US\$ 100 milhões. Assim, apesar da perspectiva de uma nova queda do Produto Nacional Bruto para este ano, o México parece decidido a continuar implementando o programa decorrente dos compromissos assumidos com o FMI. Pode-se esperar, no futuro próximo, no máximo, uma tentativa no sentido de reduzir margens (spreads), como a redução conseguida por ocasião do já mencionado empréstimo de US\$ 3,8 bilhões, e alguma ampliação de prazos de pagamento e de consolidação, podendo esta última passar a ser plurianual.*

O Brasil enfrentou maiores dificuldades do que o México para concretizar o empréstimo-jumbo de US\$ 6,5 bilhões com os bancos internacionais que deveria servir para "fechar" as contas externas do país em 1983 e 1984. O acordo somente foi firmado em fins de jan./84, tendo o ano de 1983 terminado com atrasos de pagamentos (inclusive de juros) da ordem de US\$ 2,340 milhões. No caso do Brasil, o princípio de "empréstimos forçados", ou seja, a obrigação por parte dos bancos de fornecer créditos proporcionais à sua exposure com relação a um determinado país, encontrou fortes resistências, não apenas de pequenos bancos regionais americanos mas também de bancos de maior porte de vários países. Tal resistência foi dirigida contra o princípio em si, mas também fundamentou-se no desempenho da economia brasileira em 1983. De fato, o superávit na balança comercial de US\$ 6,5 bilhões de dólares, permitindo uma redução do déficit de transações correntes de US\$ 14,8 bilhões para US\$ 6,2 bilhões em 1983, resultado inegavelmente positivo, contrastou com uma taxa de inflação de 211%, muito superior aos 99,7% observados no ano anterior. Ambas as partes envolvidas parecem, portanto, céticas com relação à possibilidade de novos empréstimos-jumbo para "resolver" o problema de endividamento do país.

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

Mas se o México e o Brasil aceitaram as recomendações do FMI e optaram por programas recessivos, com seus inevitáveis custos sociais, a Argentina escolheu um curso diferente. O novo governo, respaldado pela sua legitimidade baseada no voto popular, declarou que suspenderia os seus pagamentos até 30/06/1984 e passou a tentar negociar um reescalonamento da dívida externa argentina com os banqueiros internacionais e o FMI que não implique recessão no país. Dada a iminência do não pagamento de juros devidos a bancos americanos em fins de março deste ano pela Argentina,* o que colocaria os empréstimos correspondentes na categoria de non-performing e o país em posição de default (não pagamento), este recebeu do México, Brasil, Colômbia e Venezuela um empréstimo de US\$ 300 milhões, enquanto os principais bancos credores do comitê de assessoramento do reescalonamento argentino também adiantaram US\$ 100 milhões, (apesar de um acordo não ter sido firmado com o FMI).** Cabe observar que, mesmo nesse contexto, a Argentina continua buscando grandes concessões, o que certamente dificultará qualquer acordo. Além de pretender obter um novo empréstimo dos bancos internacionais, o país vem sondando essas instituições no sentido de renegociar os termos do acordo de reescalonamento concluído pelo ex-regime militar (envolvendo mais de US\$ 6 bilhões), visando tanto uma ampliação de prazo como uma redução de spread (estipulado em 2,5% acima da Libor ou 2% acima da prime rate). Tal fato, sem precedentes, poderia levar a reivindicações semelhantes de outros países devedores, cujo desempenho econômico tem sido mais satisfatório do que o argentino, iniciativa que

* Segundo uma estimativa de meados de mar./84, os atrasados de juros e amortizações totalizavam então US\$ 2,5 bilhões. Ver Euromoney, mar./84, p. 41.

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

os bancos certamente tentariam bloquear.* Quanto ao acordo com o FMI, a resistência a um programa recessivo representa um obstáculo fundamental para um acerto com esta instituição. Enquanto não se alcança uma situação de compromisso, o país vem tentando acumular reservas através de atrasos de pagamentos, já que em 1983 apresentou um déficit de transações correntes da ordem de US\$ 1,9 bilhões.

A Venezuela, apesar de uma situação de reservas internacionais relativamente folgada vem, há um ano (desde mar./83), conseguindo adiantamentos sucessivos por 90 dias do pagamento do principal da dívida do setor público, e solicitou um quinto adiantamento em fins de abr./84. Desde fev./83 vêm se acumulando atrasados relativos a juros da dívida do setor privado, (estimados em US\$ 800 milhões) e somente em mar./84 foi eliminada boa parte dos atrasados de juros relativos à dívida do setor público.** Portanto, o governo empossado em fev./84 na Venezuela vem prorrogando o que se constitui em uma situação de suspensão parcial do pagamento da dívida, enquanto tenta concluir negociações para o reescalonamento de cerca de US\$ 18 bilhões da dívida externa do setor público junto a 450 bancos privados.*** Como os bancos insistem em um acordo da Venezuela com o FMI como pré-requisito para o reescalonamento e o novo presidente venezuelano parece não aceitar um programa de austeridade, também no caso venezuelano, como no caso argentino, pode verificar-se uma situação de impasse.

* Nesse contexto, cabe recordar as declarações recentes do Ministro do Planejamento do Brasil, Antonio Delfim Netto, segundo o qual "os bancos sabem que quem apresenta melhor desempenho deve pelo menos receber o mesmo tratamento dos que têm pior desempenho". Por outro lado, em dez./83, o México também ameaçou rediscutir o seu acordo de reescalonamento de 1983/84, no sentido de pressionar os banqueiros a concederem o novo empréstimo de US\$ 3,8 bilhões com condições mais favoráveis. Ver Peter Montagnon, "Devedores Mais Fortes para Negociar", in Gazeta Mercantil, 26/04/84, p. 2.

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

*** Segundo estimativas recentes, a dívida total do setor público venezuelano é de US\$ 28 bilhões, sendo US\$ 18,4 bilhões a vencer entre 1983 e 1984, enquanto a dívida externa privada do país está estimada em US\$ 8 bilhões. Veja-se Gazeta Mercantil, 03/03/84, p. 2, e 27/04/84, p. 2. Em mar./84, as reservas da Venezuela eram estimadas em US\$ 10 bilhões. Veja-se The Economist, 31/03/84; p. 78.

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

Diferentes situações também se observam entre outros grandes devedores. Portanto, sem se proceder a um exame exaustivo, cabem também alguns comentários sobre outros países. A Indonésia, negativamente afetada pela queda do preço do petróleo, procedeu a uma série de reformas ao longo de 1983 (redução de subsídios ao consumo interno de derivados de petróleo, adiamento de diversos projetos de investimento de grande

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

porte, eliminação de controles sobre as taxas de juros, reforma tributária e, principalmente, maxidesvalorização da rúpia de 27,5%). Apesar de uma significativa redução de importações, o déficit em contas correntes excedeu US\$ 6 bilhões no final do ano, sendo parcialmente financiado por uma queda de reservas e por entradas espontâneas de capital de empréstimo. A previsão para 1984 é de um novo déficit de cerca de US\$ 4,4 bilhões, que deverá ser financiado por US\$ 1,4 a US\$ 1,6 de empréstimos oficiais, uma pequena perda adicional de reservas e empréstimos bancários de pouco menos de US\$ 2 bilhões.* Assim, a Indonésia não recorreu ao FMI e continua a ser considerada um "mercado confiável" para a comunidade bancária internacional. Evidência de tal fato é a facilidade com que foram levantados US\$ 600 milhões junto aos bancos internacionais em fevereiro de 1984, que resultaram de respostas favoráveis e espontâneas a um pedido de US\$ 500 milhões.**

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

* Marine Midland Bank, Asia - Pacific Outlook, Winter 1983-84, pp. 13-15 e Chemical Bank, Asian Economic Trends, Jan./84, pp. 22-23.

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

bilhões de novos empréstimos.* As Filipinas encontram-se, portanto, em uma situação particularmente precária.

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

Tal não é o caso de alguns países africanos e, notadamente, da Nigéria. O novo governo militar instaurado na virada do último ano verificou a existência de elevados atrasados comerciais, que eram estimados em cerca de US\$ 6 bilhões no primeiro trimestre de 1984. A dívida pa-

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

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

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

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

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

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

tas questões forem resolvidas, a Nigéria poderá evitar o default.

Finalmente, no caso do Chile e do Peru, outros dois grandes devedores latino-americanos, observa-se também a busca de acordos com o FMI. Em abril de 1984 foi acertado um empréstimo de US\$ 340 milhões do FMI ao Peru, incluindo um crédito stand-by de US\$ 262,5 milhões e US\$ 78,4 milhões de compensação pela queda da receita de exportação em 1983, como resultado do programa de austeridade proposto pelo governo do Peru. Paralelamente às negociações com o FMI, o país estava tentando negociar o reescalonamento de US\$ 2,6 bilhões da dívida para com os bancos comerciais, para cobrir as suas necessidades de crédito em 1984 e 1985.* O Chile também apresentou uma carta de intenções ao Fundo no início de 1984, após verificar-se uma redução no seu déficit de contas correntes de US\$ 1,16 bilhões em 1982 para US\$ 540 milhões em 1983, que permitiu ao país terminar o ano com cerca de US\$ 2 bilhões de reservas. A recente mudança do ministro de finanças em abril de 1984, poderá levar à alteração de algumas das metas anteriormente acertadas mas não dos termos básicos do acordo. Paralelamente, o Chile solicitou aos bancos comerciais um empréstimo de US\$ 784 milhões para enfrentar os seus pagamentos externos este ano. Até fins de abril de 1984, apenas US\$ 500 milhões estavam comprometidos, confirmando a morosidade dos "empréstimos forçados", mas o grupo de assessoramento da dívida pretendia assinar o empréstimo em fins de maio.**

Em resumo, mesmo um exame superficial da situação dos principais países devedores revela situações bastante distintas quanto às tendências recentes do balanço de pagamentos e a abordagem da questão da renegociação da dívida. Muitos países devedores têm recorrido ao FMI,

* Ver Gazeta Mercantil, 15/02/84, p. 2 e 27/04/84, p. 2. Cabe observar que no início de fevereiro de 1984, o Peru chegou em princípio a um acordo para refinarçar US\$ 1,5 bilhões de sua dívida de curto e médio prazos com melhores termos. O prazo estabelecido foi de 9 anos, com cinco de carência, e spreads de 1,5% sobre a prime rate americana de 1,75% sobre a Libor. Ver Gazeta Mercantil, 09/02/84, p. 2.

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

aceitando programas de austeridade com inevitáveis custos sociais, enquanto a Argentina e a Venezuela vêm tentando conciliar o auxílio do FMI ou o reescalonamento da dívida com a não adoção de medidas recessivas. Por outro lado, a Coreia do Sul, a Indonésia e a Índia, com uma dívida conjunta da ordem de US\$ 85 bilhões parecem estar enfrentando seus problemas recentes com sucesso, sem representar uma "ameaça" imediata para a comunidade bancária internacional.

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

V - ELEMENTOS PARA UMA PROPOSTA DE RENEGOCIAÇÃO
DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA

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

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

Não há dúvida de que o comércio mundial se encontra em franca recuperação, após um período de estagnação e até mesmo de declínio,* e que se observa uma tendência de elevação das cotações de diversos produtos primários exportados pelos países em desenvolvimento,** princi-

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

** O índice ponderado dos preços médios de 30 produtos básicos computado pelo FMI (que inclui alguns produtos também exportados por paí-

palmente em decorrência do processo de gradual retomada de crescimento dos países industrializados. Porém, o aumento recente das taxas de juros internacionais apenas vem reforçar a convicção de muitos observadores de que uma solução duradoura para a questão da dívida global não pode repousar apenas em um melhor desempenho da balança comercial dos países devedores.* Trata-se, portanto, de examinar alternativas que necessariamente envolvem as variáveis que afetam diretamente a magnitude e o crescimento dessa dívida, bem como do seu serviço anual.

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

Diversas propostas vêm sendo feitas recentemente, no sentido de alterar as condições dos empréstimos concedidos pelos bancos internacionais aos países em desenvolvimento, envolvendo o prazo para o pagamento do principal, o custo da dívida (juros, spread e comissões) e

(Cont.)

ses desenvolvidos) mostra um aumento de 6,7% em 1983, "depois de ter registrado queda de 12,1% em 1982 e de 14,6% em 1981", permanecendo no entanto, ainda em nível 20% abaixo do observado em 1980. Ver Boletim del FMI, 27/02/84, pp. 49 e 59. Para 1984, o mesmo órgão prevê uma ligeira melhora dos termos de troca dos países em desenvolvimento (excluindo os exportadores de petróleo). Ver Press Summary, World Economic Outlook, 08/05/84. Naturalmente um forte aumento das taxas de juros internacionais pode reverter, pelo menos parcialmente, esta tendência.

* Essa constatação não exclui a possibilidade de que certos países possam não necessitar de um reescalonamento amplo de sua dívida, como se pode inferir da discussão da situação de países específicos na seção IV. Existe, certamente, uma relação entre o crescimento das exportações e o crescimento do produto desses países. Entre 1960 e 1973, os países em desenvolvimento cresceram a uma taxa média de 6% a.a., taxa que se manteve em 5% entre 1973 e 1980, reduzindo-se para 2% em 1981-82 e cerca de 1% em 1983. (Ver Banco Mundial, World Debt Tables, 1983-84 Edition, World Bank, Washington, 1984, p. XIV). O estrangulamento externo resultante do serviço da dívida, no entanto, tende a comprimir as importações (ver seção II) que são muitas vezes cruciais para a manutenção de uma taxa de crescimento satisfatória, da qual depende uma maior capacidade de pagamento no futuro. A mera obtenção de saldos comerciais elevados, se resultante da compressão de importações, não garante a retomada de um crescimento adequado. Segundo o FMI, a relação entre o déficit em transações correntes dos países em desenvolvi-

(Cont.)

até mesmo uma mudança na natureza das obrigações. Alguns elementos dessas propostas, cujo número vem aumentando em função da pressão adicional sobre os países em desenvolvimento resultante dos recentes aumentos da prime-rate e da Libor, podem ser aproveitados para a elaboração de uma proposta-síntese, cabendo portanto uma discussão, ainda que não exaustiva, dessas sugestões.

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

Um grupo de propostas afins baseia-se na idéia da "capitalização" dos juros. Esta consiste no adiamento da quitação de parte dos juros, que se transformariam automaticamente em novos empréstimos. Ou

(Cont.)

mento não exportadores de petróleo e suas exportações de bens e serviços declinou de 18,7% em 1982 para 12,6% em 1983, estando prevista uma queda para 10% em 1984. Neste último ano, a mesma fonte prevê uma taxa de crescimento média para os países em desenvolvimento da ordem de 3,5%, contra 1,5% em 1982-83. Ver Press Summary, World Economic Outlook, 08/05/84.

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

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

seja, uma fração a ser negociada dos pagamentos anuais de juros deixaria de ser paga durante um determinado período ou prazo de carência sendo agregada ao principal, de forma semelhante ao que vem ocorrendo com as amortizações, no caso de vários países, desde 1983.* Tal capitalização pode resultar tanto da fixação de uma quantia anual máxima de desembolso de juros, como do estabelecimento de uma taxa de juros máxima, além da qual todos os "juros excedentes" seriam reescalados, já que ambas têm por efeito reduzir a conta anual de juros. A proposta mais "extremada" nesse sentido, para o caso brasileiro, foi formulada pelo ex-presidente do Banco Central, Paulo Pereira Lyra, e envolve a capitalização da totalidade dos juros bancários por um período de 5 anos, que o autor classifica como um "desengajamento temporário" do mercado financeiro internacional. Pressupondo taxas de crescimento médias de 12% a.a. para as exportações, de 8% para as importações + serviços não-fatores, juros de 12,5% e uma remuneração média anual de 9% para as reservas, bem como uma retomada do crescimento da economia a taxas de 7% a.a. (facilitada pela descompressão das importações), Lyra projeta uma dívida externa de US\$ 164 bilhões no final de 1988, e uma acumulação paralela de reservas de US\$ 41,2 bilhões. Nesse período, seriam pagos juros apenas sobre empréstimos comerciais e de instituições internacionais, bem como sobre bônus emitidos pelo país. A grande vantagem do esquema seria transformar o déficit em transações correntes em superávit em 1991, e garantir ao país um crescimento a taxas elevadas, que por sua vez poderia atrair um maior influxo de capital de risco.**

* Nesse sentido, a capitalização muito se assemelha com os empréstimos-jumbo que vêm sendo negociados ultimamente para o pagamento de juros, que apresentam no entanto diversos inconvenientes destacados em trabalho recente, bem como elevados custos de transação e a não participação de todos os credores. Ver a respeito, Paulo Nogueira Batista Jr., "Elementos Centrais para uma Renegociação mais Ampla da Dívida Externa Brasileira", mimeo., set./83.

** A proposta foi apresentada em diversos trabalhos. Ver, por exemplo, Paulo H. Pereira Lyra, "A Crise Internacional da Dívida Externa - Um Tratamento Orientado para o Crescimento", mimeo., artigo preparado para Conferência em 05/10/83, na The City University, Londres. Para as projeções mais recentes do autor, ver Gazeta Mercantil, 07/05/84, p. 12. Cabe observar que um crescimento de apenas 8% a.a. das impor-

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

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

(Cont.)

tações é incompatível com a retomada de um crescimento real de 7% a.a., mesmo que se aceitem valores extremamente baixos para a elasticidade-renda das importações: admitindo-se uma inflação externa de 4 a 5% a.a., mesmo com uma elasticidade-renda das importações igual a 1 ter-se-ia um crescimento das importações nominais da ordem de 11,3% a 12,4% a.a.. Tal observação, no entanto, não invalida a idéia básica do autor que efetivamente permite uma substancial acumulação de reservas.

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

** Ver a respeito Antonio Carlos Lemgruber, "Brazil: Suggestions for a New Round of Rescheduling", mimeo., Jun./83. O autor propunha o seguinte esquema para 1983, mas este poderia também ser adotado a partir de 1984: a) 50% dos pagamentos de juros seriam efetuados em divisas estrangeiras; b) 50% seriam pagos em cruzeiros em contas especiais no Banco Central. Esta metade seria automaticamente transformada em empréstimos de 5 a 8 anos concedidos ao Banco Central, através de esquema semelhante ao do projeto 2 do acordo feito com os bancos em fins de 1982 e início de 1983. Dependendo da evolução da balança comercial do país, a percentagem desembolsada em divisas poderia ser gradualmente aumentada nos anos seguintes.

*** As declarações de Paul A.Volcker e Anthony Solomon estão reproduzidas in Gazeta Mercantil, 04/05/84, p. 1, 10/05/84, p. 2 e 12 e 14/05/84, p. 2. Tais declarações podem sugerir que essas autoridades acreditam em um aumento das taxas de juros americanas ou internacionais no futuro próximo, cujo efeito deve ser amenizado por algum meca

(Cont.)

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

(Cont.)

nismo, para tornar a política monetária menos dependente do problema da dívida dos países em desenvolvimento. Recentemente M. H. Simonsen comentou que a proposta de Paulo Pereira Lyra "representa uma moratória unilateral, a mais inadequada para países como o Brasil, altamente dependentes de créditos comerciais", mas considerou o adiamento de parte dos juros viável. Ver Gazeta Mercantil, 09/05/84, pp. 1 e 13 e Institutional Investor, Abr./84, p. 80. Em artigo recente Carlos Geraldo Langoni, que vem propondo taxas de juros acima da inflação americana, afirma que mesmo com redução de spreads e da taxa de juros básica cobrada sobre os empréstimos, "algum tipo de capitalização de juros ainda pode ser necessário". Ver Carlos Geraldo Langoni, "Sharing the LDC Adjustment Burden", in Institutional Investor, Abr./84, p. 31.

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

diatos de juros, a capitalização parcial abriria algum espaço para o crescimento das importações e da economia, porém claramente muito menor do que no caso da proposta de Paulo Pereira Lyra.*

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

Na realidade, em diversas discussões do tema, o fato que se tenta evitar é que o processo de ajustamento seja simétrico, no sentido de que não apenas os países devedores mas também os bancos internacionais (e, se necessário, os governos dos países de origem dessas instituições) venham a incorrer em parte dos custos, como se enfatiza em trabalho recente.*** O próprio pagamento de spreads muito elevados nos últimos anos só tinha como justificativa o risco de que perdas pudessem vir a ocorrer.

Na medida em que os bancos aceitassem tal necessidade, haveria espaço para o estabelecimento de taxas de juros fixas nominais ou reais,

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

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

*** Ver Carlos Geraldo Langoni, "Sharing the LDC Adjustment Burden", in Institucional Investor, Abr./84, p. 31. Ver também, do mesmo autor, "O que Ira Mudar na Renegociação Externa", in Jornal do Brasil, 28/05/84, p. 9.

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

Nessa linha de raciocínio, poder-se-ia garantir uma taxa de juros real para os credores ainda que inferior à taxa de juros real de mercado. A taxa nominal poderia ser fixada em, por exemplo, 1% acima da inflação americana (ou da inflação dos países industrializados), como Langoni propôs recentemente.*** Alternativamente, foi também proposta a fixação de uma taxa de juros real com base na sua tendência histórica, enquanto o principal da dívida estaria sujeito a algum tipo de correção monetária.**** Tais propostas novamente esbarram com

* Langoni, "Sharing the LDC Adjustment Burden" e "O que Irá Mudar na Renegociação Externa".

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

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

**** Ver, a respeito, Stephen C. Kanitz, "Uma Proposta de Renegociação da Dívida Externa Brasileira", Nov./83, mimeo., especialmente pp. 8-13, 20-21 e 30. O autor alega que "o Brasil está sendo obrigado a pagar toda a correção monetária de toda a sua dívida no ato" e propõe o "desdobramento dos juros" em juros reais e juros relativos à inflação. Partindo da constatação de que a taxa de juros real nos últimos 50 anos tem oscilado entre 2 e 4%, o autor sugere a fixação de uma taxa de juros real nessa faixa, um spread ("remuneração justa") de 20% so-

a modalidade de captação de recursos pelos bancos internacionais, e exigem a "conscientização" da necessidade de alguma perda por parte dessas instituições.

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

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

(Cont.)

bre a taxa de juros real, e a correção monetária do principal da dívida com base na inflação dos países credores, (por exemplo, índice de custo de vida dos EUA). Criar-se-ia assim "um mercado internacional baseado em taxas reais sobre saldos devedores corrigidos e não taxas nominais sobre saldos devedores corroídos pela inflação". Quanto à reação dos banqueiros internacionais, o autor acredita que estes "poderão dizer aos seus acionistas que o Brasil se comprometeu a pagar uma taxa de juros real e positiva pela primeira vez na história, e ainda por cima garantiu o poder aquisitivo do dinheiro emprestado". Esses banqueiros prefeririam "um juro real menor, mas garantido, do que um juro real maior, mas incerto" e já teriam percebido que cobrar um spread muito alto atualmente simplesmente aumenta o risco de não pagamento (default). Tal proposta, por mais engenhosa que pareça, certamente teria que ser acompanhada de uma mudança radical nas práticas bancárias internacionais, que é extremamente improvável. (Ver também a respeito, Institutional Investor, Abr./84, pp. 80-81).

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

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

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

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

* Sergio Corrêa da Costa, "Crise da Dívida Externa: A Única Saída", in Gazeta Mercantil, 13/04/84, p. 4.

ficientemente breve para resolver o problema presente dos países endividados.

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

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

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

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

ria no longo prazo envolver menores perdas para os bancos do que tentar manter a situação presente, que de qualquer forma não garante o pagamento da dívida.*

Esta idéia, bem como a de criação de uma agência internacional de redesconto para a conversão de dívida bancária em títulos de longo prazo, encontra forte resistência por parte da comunidade bancária internacional. Um economista de um grande banco americano comenta que "enquanto supostamente tais propostas estão orientadas para resolver os problemas de bancos que concedem grandes empréstimos à América Latina, estas na realidade subestimam o seu impacto final sobre o capital bancário e, portanto, sobre os incentivos futuros para emprestar".** Na medida em que a adoção unilateral da conversão da dívida em títulos poderia levar a uma forte retaliação dos bancos, inclusive com relação a empréstimos comerciais, tal alternativa parece ainda menos aceitável do que, por exemplo, a capitalização integral dos juros, no esquema de Paulo P.Lyra.

Outra "transformação" da dívida externa seria a conversão de parte dos empréstimos externos em capital de risco. Tal proposta foi veiculada pelo Prof. Allan Meltzer.*** O autor acredita que os bancos deve-

* Dornbusch lembra que mesmo quando a cidade de Nova Iorque estava a ponto de entrar em default, havia compradores que se arriscavam a comprar títulos da cidade, em vista de seu elevado desconto e portanto rendimento, o que também teria ocorrido nos anos 1920 e 1930 com títulos brasileiros. O autor conclui que "certamente muitas pessoas estariam dispostas a manter os títulos (por ele propostos) com um rendimento de 20%. Parece portanto plausível que as perdas de capital não excederiam os limites das presentes alocações de recursos" por parte dos bancos. Ver Rudiger Dornbusch, Stabilization Policy for Brazil, mimeo., Ago./83. Cabe observar que a transformação da dívida externa em títulos é apenas um dos aspectos de um programa de estabilização proposto pelo autor para o país, que envolveria uma nova maxidesvalorização do cruzeiro e uma consolidação da dívida interna.

** Ver Thomas J. Trebat, "A US Perspective on the Debt Crisis", mimeo., Dez./83, trabalho apresentado em seminário na EPGE/FGV. Haveria também o temor de que, se adotada unilateralmente por um país, conforme a sugestão de Dornbusch, a conversão da dívida em títulos se generalizasse, mesmo na ausência de um organismo internacional de redesconto.

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

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

Em suma, entre o repúdio puro e simples da dívida e o "fechamento" de países específicos com relação à comunidade financeira internacional e a tentativa de manter os atuais esquemas de financiamento, existe um espectro considerável de possibilidades de ação com relação ao pagamento da dívida externa, que envolvem maiores ou menores custos para os credores e os devedores. Obviamente para os banqueiros, soluções que preservam taxas de juros de mercado, prazos mais curtos e spreads elevados são preferíveis, enquanto para os países devedores, a redução ou supressão dos spreads, a fixação de taxas de juros mais baixas e a capitalização da maior parte possível dos pagamentos de juros nos próximos anos, com prazos e carências mais longos, constituem opções desejáveis. Na subseção seguinte, apresenta-se uma

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

proposta para o caso brasileiro que busca levar em conta esses interesses conflitantes sem no entanto eliminar a inevitabilidade de que ambas as partes envolvidas incorram em custos e não apenas os países devedores, persistindo a possibilidade de que até mesmo os governos dos países devedores tenham que comprometer recursos.

Para uma Proposta Tentativa de Reescalonamento da Dívida Externa Brasileira

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

Em trabalho recente delinearão-se os pontos básicos a serem contemplados por uma ampla reestruturação da dívida externa brasileira:

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

* Ver Luiz Aranha Corrêa do Lago, Margaret Hanson Costa, Paulo Nogueira Batista Jr., Tito Bruno Bandeira Ryff, O Combate à Inflação no Brasil: Uma Política Alternativa, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1984, Capítulo 9, que por sua vez está baseado em Paulo Nogueira Batista Jr., "O Reescalonamento da Dívida Externa Brasileira: Evolução Recente e Perspectivas", mimeo., FGV/IBRE/CEMEI, Out./83.

Como se pode observar, vários desses pontos constam de propostas mencionadas na subseção anterior.

A capitalização parcial ou integral dos juros é uma idéia que ganha cada vez maior força e cujos efeitos positivos podem ser extremamente palpáveis com base em diversas projeções, como se verá a seguir. Resta definir a taxa de juros a que se fará tal capitalização.

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

A redução dos spreads, sobre taxas e comissões deve ser particularmente significativa em vista do fato de o país ter pago taxas excessivamente elevadas nos últimos anos. Como a prime-rate e a Libor são superiores ao custo de captação dos bancos internacionais, mesmo a eliminação do spread, hipótese desnecessariamente extremada, poderia não implicar prejuízos para os bancos. Mas esta é também uma questão relacionada com a taxa de juros a ser paga sobre juros reescalados e amortizações, que será discutida mais adiante.

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

Levando-se em conta esses vários elementos, uma primeira opção é a de capitalização integral dos juros por um período de vários anos

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

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

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

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

*** É a seguinte a relação dos principais indicadores da dívida no período 1984-1989, segundo as projeções de Nogueira Batista Jr.:

(Cont.)

controle sobre as contas externas e a política cambial, se poderia encerrar a retomada de um pagamento mais regular da dívida.

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

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

A partir desse caso extremo, ainda que muito realista, que exigiria uma ação unilateral do Brasil, podem ser feitas simulações alter-

(Cont.)

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

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

nativas que permitam uma recomposição de reservas paralelamente a al-
gum pagamento de juros anualmente, subtraído do excedente das exporta-
ções sobre as importações de bens e serviços (exceto juros, lucros e dividendos).

O quadro 12 reproduz os resultados de um exercício desse tipo, que parte de diversas hipóteses comuns às projeções de Nogueira Batista Jr. Para as importa-
ções, no sentido de evitar uma projeção excessivamente otimista da balança comer-
cial, adotou-se uma taxa de crescimento anual das importações nominais à taxa de
13,9%. Esta resulta de um crescimento do produto real da ordem de 4%, de uma ele-
vada elasticidade-renda das importações de 1,6 e de um crescimento médio dos pre-
ços das importações brasileiras da ordem de 7% a.a. Por outro lado, alocou-se me-
tade da diferença entre a exportação e a importação de bens e serviços não-fato-
res (exceto juros, lucros e dividendos) à recomposição de reservas e o restante ao
pagamento de uma parcela dos juros. Tal pagamento parcial de juros tem a
vantagem de levar a um crescimento menos intenso do endividamento to-
tal. A dívida bruta crescerá à taxa anual de 7,6% no quinquênio
1985-1989 alcançando US\$ 144,5 bilhões em 1989, enquanto a dívida lí-
quida aumentaria para US\$ 121,9 bilhões, crescendo a 4,4% a.a., resul-
tando, portanto, cerca de US\$ 22,6 bilhões de reservas. Por outro la-
do, o esquema permitiria saldar anualmente pouco mais de 30% do total dos
juros devidos (ou seja, cerca de 40% dos juros bancários devidos), o que cer-
tamente seria mais atraente para os banqueiros do que uma capitaliza-
ção integral, mas não torna necessariamente aceitável esse esquema alterna-
tivo. Porém, a transferência real de recursos da ordem de 2% do PIB anual-
mente seria maior do que no caso da proposta de Nogueira Batista Jr.

Como se pode ver no Quadro 13, com esse tipo de capitalização par-
cial torna-se possível uma substancial melhoria de diversos indicado-

* Mantém-se as hipóteses da nota **, da página 63, alterando-se ape-
nas o crescimento das importações, obtidas por resíduo no caso da pro-
jeção de Nogueira Batista Jr., e o montante de transferência real de
recursos, dividido entre acumulação de reservas e pagamento parcial de
juros. O crescimento das exportações de 12% adotado nas duas proje-
ções não é excessivamente otimista, tendo em mente a experiência pas-
sada do Brasil e o crescimento real das exportações de países em de-
senvolvimento nos anos 1970. (Ver nota *, p. 45 e Quadro 2). De qualquer forma,
algum otimismo nas projeções de exportações, fica compensado pelas hipóteses rela-
tivamente "pessimistas" (no sentido de super estimação) adotadas para as impor-
tações.

Quadro 12 - Projeção de Contas Seleccionadas do Balanço de Pagamentos,
das Reservas e da Dívida Externa do Brasil na Hipótese de uma
Capitalização Parcial dos Juros Bancários, 1985-1989

(Em US\$ bilhões)

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

¹ Bens e Serviços exceto juros, lucros e dividendos.

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

³ Reservas brutas disponíveis.

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

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

Quadro 13 - Evolução de Indicadores Seleccionados do Setor Externo
da Economia Brasileira na Hipótese de uma Capitalização
Parcial dos Juros Bancários de 1985 a 1989

(Em %)

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

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

Fonte: Quadro 12.

res da dívida externa até 1989. A partir desse ano, mantida uma diferença positiva significativa entre exportações e importações de bens e serviços não fatores, seria possível retornar gradualmente ao serviço integral da dívida, graças às reservas acumuladas.

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

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

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

Em suma, além dos quatro pontos mencionados no início dessa subseção (capitalização, conversão da dívida financeira de curto prazo em

* Sobre a importância da taxa de crescimento das exportações não ser inferior à taxa de juros para possibilitar o pagamento da dívida externa em período mais curto ou até mesmo viabilizar esse pagamento, ver M.H.Simonsen, "Os Recursos da Dívida Externa", in Conjuntura Econômica, Mar./84, p. 94.

dívida de prazo mais longo, redução substancial de spreads e comissões e extensão de prazos) um esquema viável de reescalonamento da dívida brasileira pode requerer também taxas de juros máximas.

No entanto, a discussão não deve permanecer em um plano meramente econômico. As regras de agências de supervisão, notadamente nos EUA e no Canadá, que supostamente dificultam a adoção de um esquema de capitalização, podem tornar-se passíveis de amenização e partir de entendimentos de governo a governo como já mencionado. O recente episódio de assistência do Federal Reserve System ao banco Continental Illinois, sugere que os Estados Unidos não estão dispostos a deixar que seus maiores bancos enfrentem dificuldades que prejudiquem a estabilidade do sistema financeiro americano. A queda de rentabilidade desse banco parece ter resultado de problemas com devedores internos, mas é evidente que outros grandes bancos teriam muito a perder em termos de receita líquida (net income) e de rentabilidade com a inadimplência de alguns dos principais devedores,* podendo provocar maior desconfiança no sistema bancário.** É razoável supor que algumas concessões em termos de maior flexibilidade de regras de supervisão bancária aplicáveis a em-

* As regras americanas determinam que um empréstimo sobre o qual não tenham sido pagos juros por mais de 90 dias sejam declarados non-performing ou seja, que os juros correspondentes não possam ser incluídos na receita líquida, e que se aumentem as provisões para devedores duvidosos, resultando uma menor rentabilidade para os bancos.

Segundo declarações do presidente do Federal Reserve Bank de Nova Iorque quanto ao possível impacto do não pagamento de juros pela Argentina, teria sido a seguinte a contribuição dos juros sobre empréstimos àquele país para a receita (net income) de alguns bancos selecionados no primeiro trimestre de 1984 (em percentagem):

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

Ver "Statement by Anthony Salomon, ... before the Subcommittee on International Finance and Monetary Policy", Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C., 03/05/84.

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

préstimos externos pudessem ser obtidas a partir de convenções a nível diplomático entre países devedores e os EUA. Por outro lado, não parece factível a adoção dos já mencionados "contingent loans" para compensar perdas de rentabilidade dos bancos, nem um maior envolvimento financeiro dos governos dos países devedores no curto prazo. No caso dos EUA, o que se poderia esperar, caso os bancos incorressem em prejuízos temporários sobre os seus créditos externos, seria uma assistência pelos canais normais de atuação do Federal Reserve System, como ocorreu no caso do Continental Illinois.*

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

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

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

CONCLUSÃO

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

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

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

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

A existência ou não de taxas "concessionais" dependeria, portanto, da própria política monetária e fiscal nos países industrializados. Nesse contexto, surge como uma necessidade inescapável a capitalização integral ou parcial dos pagamentos dos juros. Na ausência de novos empréstimos, tais pagamentos não devem exceder a metade do saldo das transações de bens e serviços não-fatores (exclusive juros, lucros e dividendos) devendo aplicar-se a capitalização a cerca de 2/3 dos juros bancários de médio e longo prazos, a fim de permitir uma acumulação de reservas satisfatória. Qualquer capitalização com base em proporções muito mais baixas não permitiria uma melhora significativa dos indicadores de endividamento, não representando uma solução para o problema. O Brasil deve, na medida do possível, evitar um confronto com a comunidade financeira internacional, mas caso não se alcance um acordo para a capitalização da quase totalidade dos juros por um período mais longo, e para extensões de prazo e reduções de spreads, pode tornar-se inevitável a adoção unilateral da capitalização integral.

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

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Departamento de Economia - PUC/RJ

1980/1984

01. Lara Resende, A. "Incompatibilidade Distributiva e Inflação Estrutural".
 02. Malan, Pedro S. "Desenvolvimento Econômico e Democracia: A Problemática Mediação do Estado".
 03. Bacha, E.L. "Notas sobre Inflação e Crescimento: Um Texto Didático".
 04. Lopes, Francisco L. "On The Long-Run Inflation-Unemployment Trade-Off".
 05. Williamson, J. "World Stagflation and International Monetary Arrangements".
 06. Lara Resende, A. e Lopes, Francisco L. "Sobre as Causas da Recente Aceleração Inflacionária".
 07. Camargo, J.M. "A Nova Política Salarial, Distribuição de Rendas e Inflação".
 08. Bacha, E.L. e Alejandro C.D. "Financial Markets: A View from the Periphery".
 09. Modiano, E.M. e Lopes, Francisco L. "Dilemas da Política Energética".
 10. Bacha, E.L. e Lopes, Francisco L. "Inflation, Growth and Wage Policy: In Search of a Brazilian Paradigm".
 11. Monteiro, J.V. "A Economia do Crescimento do Setor Público".
 12. Modiano, E.M. "A Three-Sector Model of a Semi-Industrialized Economy".
 13. Modiano, E.M. "Derived Demand and Capacity Planning Under Uncertainty".
 14. Lopes, Francisco L. "Rational Expectations in Keynesian Macro-Models".
 15. Camargo, J.M. "Reflexões sobre o Ensino da Economia".
 16. Camargo, J.M. "Brazilian Size Distribution of Income and Governmental Policies".
 17. Modiano, E.M. "Energy Prices, Inflation and Growth".
 18. Modiano, E.M. "Estratégias de Racionamento: Uma Generalização".
 19. Bacha, E.L. "Recessão, Balanço de Pagamentos e Crescimento".
-

20. Fritsch, W. "Brazilian Economic Policy During the World Post-War Boom and Slump 1919-1922".
 21. Bonelli, R. e Cunha, P.V. "Distribuição de Renda, Estrutura de Consumo e Produção: Uma Análise Multi-Setorial da Economia Brasileira para o Período de 1970/1975".
 22. Arida, P. "The Division of Labour as a Search Process".
 23. Lopes, Francisco L. "Stabilization Policy, Rational Expectations, and Staggered Real Wage Contracts".
 24. Correa do Lago, L.A. "Balança Comercial, Balanço de Pagamentos e Meio Circulante no Brasil no 2º Império: Uma Nota para Uma Revisão".
 25. Monteiro, J.V. "Uma Análise do Processo Decisório no Setor Público: O Caso do Conselho de Desenvolvimento Econômico 1974/1981".
 26. Bacha, E.L. "Growth With Limited Supplies of Foreign Exchange: A Reappraisal of the Two-Gap Model".
 27. Bacha, E.L. "Vicissitudes of Recent Stabilization Attempts in Brazil and the IMF Alternative".
 28. Lopes, Francisco L. "Rational Expectations, Discrete Price-Setting and the Role of Monetary Policy".
 29. Malan, P.S. e John R. Wells; "Structural Models of Inflation and Balance of Payments Disequilibria in Semi-Industrialized Economies: Some Implications for Stabilization and Growth Policies".
 30. Abreu, Marcelo P. "Anglo-Brazilian Economic Relations and the Consolidation of American Pre-Eminence in Brazil: 1930/1945".
 31. Diaz-Alejandro, C.F. "Latin America in the 1930's".
 32. Diaz-Alejandro, C.F. "The LDCs in the 1982 International Economy: Two Comments".
 33. Lopes, Francisco L. "Inflação e Nível de Atividade no Brasil: Um Estudo Econométrico".
 34. Camargo, J.M. e E. Landau; "Variações de Demanda, Estrutura de Custos e Margem Bruta de Lucro no Brasil 1974-1981".
 35. Diaz-Alejandro, C.F. e G. Helleiner; "Handmaiden in Distress: World Trade in the 1980's".
 36. a) Abreu, M.P. e W. Fritsch; "As Lições da História: 1929-33 e 1979-8?".
b) Lara Resende, A. "A Ruptura no Mercado Internacional de Crédito".
c) Correa do Lago, L.A. "A Programação do Setor Externo em 1983: Uma Breve Análise Crítica".
d) Carneiro, D.D. "O Terceiro Choque: É Possível Evitar-se a Depressão?".
-

- e) Lopes, F.L. "A Crise do Endividamento Externo: Alguns Números e suas Consequências".
 - f) Malan, P.S. "Recessão e Renegociação".
 - g) Werneck, R.L. "Estrangulamento Externo e Investimento Público".
 - h) Bonelli, R. "Investimento e Emprego Diante de Desequilíbrios Externos e Internos".
 - i) Modiano, E.M. "Choques Externos e Preços Internos: Dificuldades da Política Econômica".
 - j) Monteiro, J.V. "Organização e Disfunções da Política Econômica".
 - k) Bacha, E.L. "Por uma Política Econômica Positiva".
 - l) Camargo, J.M. "Do Milagre à Crise: A Economia Brasileira nos Anos Oitenta".
 - m) Arida, P. "Austeridade, Autotelia e Autotomia".
- 37. Lopes, F.L. e E.M. Modiano; "Indexação; Choque Externo e Nível de Atividade: Notas Sobre o Caso Brasileiro".
 - 38. Bacha, E.L. "A Contribution to the Critique of Southern Cone Monetaryism".
 - 39. Carneiro, D.D. "Motivação Social e Contribuição Científica na Obra de Walras".
 - 40. Lara Resende, A. "A Crise no Mercado Internacional de Crédito e o Endividamento Externo do Brasil: Uma Avaliação da Situação Atual".
 - 41. Arida, P. "Minorias Desafortunadas e Minorias Afluente: Uma Nota Sobre o Caráter Bilateral da Discriminação".
 - 42. Bacha, E.L. "Complementação versus Integração: Estilos Latino Americanos de Abertura Financeira ao Exterior".
 - 43. Werneck, R.F. "Expansão de Exportações, Substituição de Importações e Crescimento Setorial: A Experiência dos Anos 70".
 - 44. Fritsch, W. "Latin American Exports and U.S. New Protectionism: A Retrospect and an Agenda for Negotiations in the Eighties".
 - 45. Modiano, E.M. "A Dinâmica de Salários e Preços na Economia Brasileira: 1966/81".
 - 46. Camargo, J.M. e F.L.P. Serrano; "Os Dois Mercados: Homens e Mulheres na Indústria Brasileira".
 - 47. Arida, P. "Asfixia Cambial e Balança comercial - I. A Economia Planificada".
 - 48. Werneck, R.L.F. "A Multisectoral Analysis of the Structural Adjustment of the Brazilian Economy in the 1980's".
-

49. Modiano, E.M. "Consequências Macroeconômicas da Restrição Externa de 1983: Simulações com um Modelo Econométrico para a Economia Brasileira".
 50. Camargo, J.M. "Salário Real e Indexação Salarial no Brasil 1969-1981".
 51. Frenkel, R. "La Dinamica de Los Precios Industriales en La Argentina 1966-1982: un Estudio Econometrico".
 52. Modiano, E.M. "Energia e Economia: Um Modelo Integrado para o Brasil".
 53. Carneiro, D.D. e Armínio F. Neto; "Política Monetária e Endogeneidade dos Agregados Monetários: Nota sobre a Evidência Empírica nos Anos 70".
 54. Arida, P. "A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica".
 55. Carneiro, D.D. e E.M. Modiano; "Inflação e Controle do Déficit Público: Análise Teórica e Algumas Simulações para a Economia Brasileira".
 56. Abreu, M.P. "Anglo-Brazilian Sterling Balances: 1940-1952".
 57. Abreu, M.P. "Argentina and Brazil During the 1930s: The Impact of British and American International Economic Policies".
 58. Arida, P. "Social Differentiation and Economic Theory".
 59. Lopes, F.L.P. "Política Salarial e a Dinâmica do Salário Nominal: Notas Preliminares".
 60. Correa do Lago, L.A. "Controle Quantitativo e Seletivo do Crédito: Aspectos Teóricos e a Experiência Recente do Brasil".
 61. Lopes, F.L. "Política Salarial, Inflação e Salário Real: Um Exercício de Simulação".
 62. Fritsch, W. "Brazil and the Great War, 1914-1918".
 63. Arida, P. e A.L. Resende; "Recession and the Rate of Interest: A Note on the Brazilian Economy in the 1980's".
 64. Abreu, M.P. "Notas Sobre Algumas Fontes Primárias Estrangeiras para a História Econômica Brasileira".
 65. Arida, P. e E. Bacha; "Balanço de Pagamentos: Uma Análise de Desequilíbrio para Economias Semi-Industrializadas".
 66. Lopes, F.L. "Sistemas Alternativos de Política Salarial".
 67. Camargo, J.M. "Minimum Wage in Brazil: Theory, Policy and Empirical Evidence".
 68. Modiano, E.M. "Elasticidades-Renda e Preços da Demanda de Energia Elétrica no Brasil".
-

69. Arida, P. "Cournot: Epistemologia e Análise Econômica"(Um Ensaio Didático)
 70. Modiano, E.M. "Salários, Preços e Câmbio: Os Multiplicadores dos Choques numa Economia Indexada".
 71. Abreu, M.P. e W. Fritsch; "THE CONCEPT OF "GRADUATION" OF DEVELOPING COUNTRIES: Its Genesis in Multilateral Organizations, a priori Criticisms and an Estimate of the Costs of its Application in the Case of Brazil".
 72. Mascolo, J.L. e H.C. Braga; "Características Tecnológicas do Setor Industrial Exportador".
 73. Bacha, E.; "External Shocks and Growth Prospects: the Case of Brazil, 1973-1989" (final version)
 74. Bacha, E.; "Latin America's Debt: a reform proposal".
 75. Lara Resende, A.; "A Moeda Indexada: uma Proposta para Eliminar a Inflação Inercial".
-

Notas Didáticas

Departamento de Economia

1980/1984

- 1,2,3,4,5,6 e 7 Bacha, E.L. "Análise Macroeconômica: Uma Perspectiva Brasileira".
 4. Camargo, J.M. "A Evolução do Sistema Econômico (esgotado)
 8. Lopes, Francisco L. "O Processo Inflacionário: Noções Básicas"
 9. Lopes, Francisco L. "A Dimensão Temporal da Análise Macroeconômica".
 10. Taylor, L. "Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World".
-