

pesquisa e planejamento econômico

volume 11 • agosto 1981 • número 2

A dívida externa latino-americana: um caso de desenvolvimento com incerteza *

ALBERT FISHLOW **

O presente ensaio analisa três aspectos centrais da atual situação da América Latina: em primeiro lugar, discute as mudanças na magnitude e na composição da dívida; a seguir, examina o custo dos empréstimos contratados; e, por último, considera as implicações do endividamento passado sobre as futuras decisões de política, analisando com detalhe o caso brasileiro. A conclusão básica do trabalho é que um modelo de desenvolvimento baseado num endividamento externo substancial envolve um delicado equilíbrio. Tudo que é certo é a obrigação de pagar; os retornos ou mesmo os verdadeiros custos são desconhecidos. Arcar com tal incerteza implica restrições importantes sobre as decisões futuras. A margem entre o sucesso e o fracasso é estreita.

Nota do Editor: Tradução não revista pelo autor.

* Este trabalho é parte do projeto *Relações Financeiras Externas e seu Impacto nas Economias Latino-Americanas*, coordenado por CIEPLAN (Santiago do Chile), com o apoio da Fundação Ford.

** Da Universidade de Yale (New Haven, Estados Unidos).

I — Introdução

Raul Prebisch, apesar de toda sua brilhante carreira inicial num banco central, sempre pareceu preferir ir além do véu monetário e financeiro. Ele organizou sua concepção das relações centro-periferia basicamente em torno do comércio internacional, em termos reais, e dos padrões das transformações estruturais internas, tratando *en passant* os fluxos de capital. Quando estes eram considerados, sua importância tanto derivava de sua forma predominante — investimentos diretos das empresas transnacionais — quanto de seu papel em relação ao balanço de pagamentos.

A ênfase de Prebisch tinha bases teóricas e empíricas. Seu objetivo permanente era a especificação das precondições para o desenvolvimento autônomo, sendo que uma delas é a capacidade interna de poupança. Sob tal perspectiva, o financiamento externo é um paliativo temporário, uma vez que, de fato, sua importância era desprezível para a América Latina logo após a II Guerra Mundial. Um trabalho da CEPAL sobre o endividamento escrito no início da década de 60 assinalava: “por último, a contribuição global dos movimentos autônomos de capital para a capacidade de importar, e conseqüentemente para equilibrar os pagamentos externos dos países latino-americanos, parece muito modesta quando se consideram os pesados pagamentos de serviços da região ao exterior”.¹

As circunstâncias mudaram profundamente nos últimos 10 anos, especialmente a partir de 1973, pois registraram-se aumentos sem precedentes no endividamento externo dos países em desenvolvimento; os países latino-americanos ficaram especialmente proeminentes. A dívida e sua administração terão nas próximas décadas papéis diferentes daqueles que tiveram na maior parte do pós-guerra. De um modesto complemento ao investimento direto, os empréstimos transformaram-se num determinante fundamental da estratégia de desenvolvimento de muitos países.

¹ CEPAL, *External Financing in Latin America* (1965), p. 188.

2 — Composição e magnitude da dívida

A Tabela 1 apresenta informações acerca dos níveis atuais e passados da dívida latino-americana e sua composição, onde se observa a predominância de duas tendências: uma é a explosão da dívida nos anos 70; a outra é o papel progressivamente mais importante dos fluxos financeiros privados, especialmente dos bancos comerciais.

Durante a década passada, a dívida latino-americana aumentou mais de sete vezes, em comparação com uma duplicação nos anos 60.

TABELA 1
Dívida da América Latina^a
(em bilhões de dólares)

	1960	1967	1970	1973	1976	1978	1980
Pública ou Garantida pelo Governo	5,5	10,7	15,2	24,8	53,1	82,7	104
Oficial	b	5,9	8,0	11,0	17,4	22,7	b
Privada	b	4,8	7,2	13,8	35,7	60,1	b
Mercados Financeiros	b	2,2	3,7	10,0	30,3	51,5	b
Bancos	b	b	2,6	8,4	27,9	44,8	b
Não Garantida	2,9	3,9	6,5	12,3	21,7	30,7	51
Bancos	b	b	b	b	16,3	23,0	38,3
Total	8,4	14,6	21,7	37,1	74,8	113,4	155

FONTES: Dívida pública externa ou garantida pelo governo: para 1960, BID, *Economic and Social Progress in Latin America*; para 1967/78, BIRD, *World Debt Tables*; para 1980, FMI, *World Economic Outlook*. Total: para 1960/70, estimativas de fluxos de capital baseadas em balanços de pagamentos, apresentados em um trabalho preliminar anterior (*Debt, Growth and Hemispheric Relations*), ajustados para cima pelo fator 1,02, que é a relação entre a estimativa anterior para 1973 e a nova estimativa direta para esse ano; para 1973/78, National Foreign Assessment Center, *Non-OPEC LDC's: External Debt Position* (adicionando-se a dívida do Equador); para 1980, estimativa para 1978 aumentada pelo saldo entre fluxos de capital e investimento estrangeiro, conforme se publica em FMI, *op. cit.* Dívida não garantida: total *menos* pública ou garantida pelo governo. Dívida não garantida (bancos): proporção entre empréstimos bancários e dívida não garantida para o Brasil em 1977/78, conforme BIRD, *op. cit.*, Supplement 3 (1979).

^aExclui Venezuela e Trinidad-Tobago.

^bNão disponível.

Deflacionando-se para levar em conta a inflação e o crescimento da renda, as diferenças são ainda mais drásticas: um crescimento real de 8% nos anos 60 contra 117% nos anos 70. A dependência do financiamento via empréstimos externos claramente aumentou, enquanto o investimento estrangeiro direto expandiu-se mais lentamente. Entre 1956 e 1965, o investimento direto excedeu os empréstimos; entre 1976 e 1980, o investimento totalizou apenas 20% dos empréstimos totais. O endividamento tornou-se a forma predominante de transferência de capital.

O novo acesso ao mercado de capitais desenvolveu-se em duas fases. Na primeira, que começou em fins dos anos 60 e durou até 1973, o mercado de euromocedas descobriu a América Latina, e tanto a demanda quanto a oferta contribuíram para isso. Baixos custos do crédito bancário, devido à recessão nos países industriais, tornaram atraentes os termos de empréstimo aos países da América Latina que estavam necessitando do capital para financiar taxas de crescimento mais elevadas. Grandes *spreads*, da ordem de 4% acima da LIBOR em fins dos anos 60, traduziram-se em substanciais lucros bancários no empréstimo a países cujas crescentes exportações e boas perspectivas econômicas conferiam uma recém-descoberta credibilidade. À medida que o volume de empréstimos aumentava, a competição bancária e o surgimento de consórcios (*syndication*) levaram à redução dramática nos *spreads* e maiores prazos de maturação. No início dos anos 70, os *deficits* em conta corrente não se constituíam em limites à expansão, mas sim às formas planejadas de mobilizar poupanças externas. O Brasil levou esta estratégia de crescimento baseada no endividamento às suas formas extremas, ao projetar o seu “milagre” econômico. Na segunda fase, depois de 1973, os empréstimos mudaram de forma — menos uma opção que uma necessidade — para sustentar custos mais elevados de importações essenciais ao crescimento econômico. A quadruplicação dos preços do petróleo aumentou o custo direto de sua importação pela América Latina em mais de 3 bilhões de dólares entre 1973 e 1974 e afetou até países como o Peru e o México, que apenas mais tarde surgiram como exportadores do produto. Os preços de algumas das principais exportações da América Latina, por outro lado, reduziram-se sob o impacto da recessão nos Estados Unidos e na Europa.

Tomar emprestado não era a única opção frente ao súbito aumento dos preços do petróleo, já que uma alternativa, difícil no curto prazo, teria sido usar menos petróleo. Alguns países, individualmente, poderiam também ter uma compensação através do corte das importações de outros produtos, ajudados pelo efeito adverso das relações de troca sobre a renda real, ou aumentando as exportações. Eles poderiam, portanto, ter financiado os custos mais elevados das importações de petróleo através do ajuste de outras contas de comércio. Com o passar do tempo, alguns países latino-americanos adotaram estas medidas, mas em 1974 e 1975 a recessão dos países industriais tornou as exportações mais incertas, ao passo que a redução nas taxas de crescimento seria um convite à oposição interna. O ajustamento gradual financiado pelo endividamento era claramente uma alternativa atraente.

Ao optarem por esta estratégia, mantendo seus já elevados níveis de formação de capital, alguns países da região — México, Peru e Brasil foram responsáveis por quase 80% da duplicação do débito da região entre 1973 e 1974 — ajudaram a resolver o problema global da reciclagem. Os países consumidores de petróleo, como um grupo, não podiam evitar *deficits* para todos eles. Alguns tinham que tomar empréstimos ou os *superavits* de petrodólares não seriam reciclados e a demanda mundial se reduziria.

Nem todos os países em desenvolvimento puderam dar-se ao luxo de sustentar o crescimento econômico neste meio externo mais hostil. Muitos, particularmente os mais pobres, tiveram que seguir o caminho mais penoso do ajustamento da renda, apesar do aumento dos recursos oficiais mobilizados em sua ajuda. Devido ao seu acesso mais cedo ao mercado financeiro privado, os maiores países da América Latina puderam continuar a depender do endividamento. Os termos dos empréstimos não mudaram adversamente de modo a desencorajá-los. De fato, após um aumento inicial sob o impulso da nova demanda e do fracasso Herstatt em 1974, os *spreads* reduziram-se novamente para os empréstimos em euromonedas aos países em desenvolvimento, caindo em 1979 para menos de 1%.

Esta história de uma dívida externa latino-americana substancialmente aumentada é, também, a história de uma participação crescente dos emprestadores privados. No início da década de 60, época

em que a América Latina ainda era fortemente dependente do financiamento oficial, novos programas bilaterais dos Estados Unidos, nos termos da Aliança para o Progresso, transferiram grandes somas de recursos públicos. Quando a assistência oficial caiu de moda, os mercados financeiros privados substituíram-na de forma ampliada. Durante ambas as fases de rápido crescimento da dívida, a partir do final da década de 60, o papel das fontes privadas — especialmente dos bancos comerciais — aumentou.

Na Tabela 1, que retrata tal variação na composição da dívida, observa-se que o capital oficial representava 1/3 do total da dívida até 1970 e, atualmente, tem uma participação de cerca de 20%. Em termos de fluxos líquidos, a participação oficial é atualmente da ordem de 10%; a parcela oficial dos empréstimos brutos é aproximadamente a mesma;² e 2/3 da dívida da região são, no presente, para com bancos, o que representa duas vezes a proporção observada em 1970.

O financiamento privado não trouxe consigo as terríveis consequências que alguns antecipavam, pois não prejudicou o crescimento do setor público na América Latina. Ao contrário, os governos, as empresas estatais, as empresas com participação governamental e os bancos oficiais continuaram sendo os principais tomadores de empréstimos privados. A garantia oficial representa um atrativo importante para os bancos comerciais, de modo que o setor público passou a ter um acesso sem precedentes ao capital financeiro, lastreando sua expansão. Tal situação é bastante distinta daquela dos anos 50, quando os governos latino-americanos reivindicavam, geralmente em vão, recursos oficiais para financiar projetos públicos. As pequenas empresas, dependentes do crédito doméstico, foram provavelmente as perdedoras. Mas, mesmo neste caso, as leis que dificultam o acesso de empresas multinacionais às fontes domésticas de crédito restabeleceram parcialmente o equilíbrio. Tais leis não apenas respondem aos sentimentos nacionalistas, mas também encorajam a continuação da entrada de divisas através das multinacionais.

² A proporção do capital oficial sobre o fluxo líquido para a América Latina em 1978 é calculada em 14% para a dívida garantida pelo poder público — ver BIRD, *World Debt Tables* (1979). Outros fluxos privados não garantidos da ordem de 5 bilhões de dólares reduzem aquela proporção para 11%. Os fluxos brutos dão resultados similares.

Empréstimos não garantidos para as subsidiárias são obtidos com relativa facilidade, e essa forma de financiamento tem sido preferida a maiores participações acionárias.

O capital privado é colocado à disposição dos tomadores rapidamente, concluindo-se os acordos em questão de semanas ou meses, e não em anos. A avaliação de projetos é rudimentar, embora a maioria dos empréstimos destine-se a aplicações específicas. No entanto, até esta exigência é retirada no caso de empréstimos diretos a governos ou a bancos para repasses a seus clientes.

Os emprestadores privados também têm sido menos exigentes do que o Banco Mundial ou os bancos regionais de desenvolvimento no que se refere à avaliação do desempenho, seja a nível de projeto, seja quanto à economia como um todo, pois cada banco mede seus riscos parcial e apoliticamente, ao menos até que surja uma crise. Os países sentem-se mais livres e beneficiam-se da intensa concorrência que atualmente caracteriza o mercado financeiro internacional. A ajuda bilateral, ou mesmo os empréstimos multilaterais, freqüentemente envolviam maior conteúdo ideológico e impunham restrições maiores.

Tal interpretação não combina com uma visão de dependência das implicações adversas de maior financiamento bancário. Um comentarista fala de tal dependência financeira como o “tipo de vulnerabilidade externa potencialmente mais restritivo”. Outros argumentam que “a maioria dos países tomadores tem regime autoritário e/ou altamente repressivo. Empréstimos bancários, economias abertas ao exterior e políticas repressivas têm freqüentemente coincidido... A postura tecnocrata e a retórica apolítica dos representantes dos bancos é meramente uma máscara para penetrantes ações políticas”.³

Os estudiosos da dependência estão certos quando dão ênfase à ligação entre o grau de abertura da economia e o endividamento externo. O esforço para exportar, ao mesmo tempo que atrai os emprestadores, é uma condição necessária para que se financie o serviço da dívida. Mas aqueles estudiosos vão além, fazendo um

³ J. D. Aronson (ed.), *Debt and the Less Developed Countries* (Boulder, 1979), pp. 103, 203 e 205.

juízo de valor dúbio no sentido de que a abertura ao exterior é inevitavelmente ruim. De novo, eles estão certos quando implicitamente reconhecem a assimetria dos interesses dos banqueiros: estes são muito mais ativos durante as crises do que durante as fases de prosperidade no sentido de pressionar por políticas ortodoxas e conservadoras (quer seja no campo da economia ou no da política). Mas tais estudiosos, além de não reconhecerem a disposição dos bancos privados, maior que a de governos, em emprestar para uma variedade de regimes, atribuem às crises, por outro lado, causas exclusivamente externas, ao invés de considerá-las ao menos parcialmente de raízes internas. Finalmente, a corrente da dependência interpreta a solução autoritária que pode surgir da crise como uma imposição capitalista, desprezando os erros do populismo.

Os comentários acima não significam que os empréstimos tomados de fontes privadas não impliquem sobrecargas. Três impactos financeiros adversos têm-se manifestado: um é o das taxas de juros mais elevadas; o segundo é o dos prazos menores; e o terceiro é o da maior diferenciação das taxas de juros.

O custo mais elevado do mercado livre é um fato claro. Os empréstimos oficiais contêm um elemento explícito e intencional de doação, em virtude das taxas de juros favorecidas e dos longos períodos de carência. Mesmo quando os bancos multilaterais são forçados a elevar suas taxas, uma vez que eles próprios passam a incorrer em custos altos para seus recursos, tais taxas continuam inferiores às praticadas no mercado livre. O elemento de doação nos empréstimos oficiais para a América Latina tem sido substancial (39% do valor do empréstimo no final da década de 60 e 22% por volta de 1979),⁴ e além disso a inflação não compensada acrescentou outro elemento de doação. Taxas nominais de juros fixas beneficiaram os tomadores, assim como as taxas de juros contratadas há mais tempo tornaram-se negativas. Os empréstimos privados em euromonedas, por outro lado, baseiam-se em taxas variáveis, ajustadas duas vezes por ano de acordo com a LIBOR (*London Inter-Bank Offer Rate*). Uma vez que esta taxa cada vez mais incorpora a

⁴ BID, *Economic and Social Progress in Latin America* (1979), p. 89, para a fórmula referente ao cálculo da parcela de doação aplicada aos empréstimos oficiais.

inflação esperada, não ocorrem transferências para os tomadores em função de subidas de preços.

A estrutura mais apertada de prazos é a segunda característica desfavorável da dívida privada. Os empréstimos oficiais para os países da América Latina tinham um prazo médio de 20 anos na década de 60, caindo para cerca de 15 anos no final da de 70, enquanto os empréstimos privados têm tido prazos muito mais curtos. Mesmo no melhor dos mundos — como em 1973, quando o Governo brasileiro podia estabelecer um prazo mínimo de 10 anos, em face de um “milagre” econômico baseado no endividamento — o prazo médio da dívida privada era muito menor. Na fase de ajustamento da dívida, quando prementes necessidades de capital transformaram os países em pretendentes ardorosos, os prazos foram algumas vezes reduzidos para cinco anos, aproximando-se atualmente dos oito anos. A bem documentada experiência do Brasil é ilustrativa dessa flutuação: o prazo médio caiu de 5,6 anos em 1970 para 4,7 em 1972, quando se aceleraram os empréstimos em euromonedas, subindo novamente para 5,6 anos em 1974, uma vez que os prazos da dívida privada aumentaram, e baixando novamente para 4,3 anos em 1977, em virtude dos consideráveis empréstimos tomados sob condições menos favoráveis.⁵

Prazos curtos limitam os ganhos devidos à inflação, pois impõem pesadas cargas sobre os rendimentos das exportações e aumentam a vulnerabilidade dos devedores face a flutuações na demanda ou na capacidade de exportar. A constante necessidade de refinarciar o saldo devedor deixa pouca margem para erro.

Ao mesmo tempo, os próprios mercados privados de capital tornaram-se mais instáveis. As taxas de juros internacionais tornaram-se menos previsíveis e crescentemente dependentes das políticas monetárias dos países industrializados (as bruscas oscilações de 1980 ilustram bem este ponto). Como as taxas de juros correntes aplicam-se tanto aos empréstimos atuais quanto aos passados, uma variação de um ponto percentual nas taxas de juros nominais pode provocar, conseqüentemente, uma mudança no balanço de paga-

⁵ P. N. Batista Jr., *Participação Brasileira no Mercado Financeiro Internacional: Custo e Perfil da Dívida Externa, 1968/79* (Rio de Janeiro: FGV, março de 1980), pp. 10 e 58.

mentos da região de quase um bilhão de dólares. Os aumentos do preço do petróleo na verdade inverteram favoravelmente a balança de comércio da região como um todo e, caso se exclua a Venezuela, deixaram a situação inalterada.

Essas características dos mercados privados de capital combinam-se de forma a reduzir os benefícios para os países tomadores em desenvolvimento. Juros mais elevados, prazos menores e maior incerteza são fatores que expõem os devedores a maiores riscos no curto prazo e, ao mesmo tempo, reduzem os ganhos líquidos a longo prazo. Uma estratégia de endividamento baseada em recursos privados é, portanto, diferente de outra que se baseie em empréstimos oficiais. A próxima seção prossegue a discussão desse tema, ao contrastar os retornos a longo prazo dos investimentos financiados por empréstimos com os problemas de liquidez que surgem a curto prazo.

3 — A taxa de retorno dos empréstimos externos

Um dos principais argumentos a favor da opção feita por muitos países latino-americanos na última década, no sentido de se endividarem, era o de que o dinheiro era barato, em conseqüência da eficiência da intermediação e da inflação acima da que era antecipada. Essa impressão de que as taxas de juros reais são baixas, ou mesmo negativas, é apenas parcialmente correta, uma vez que o resultado depende muito do deflator utilizado. A Tabela 2 mostra a taxa de captação em vigor, o *spread* a cada ano (especificamente para o Brasil, mas amplamente representativo), o deflator do PNB dos Estados Unidos e um deflator para os preços das exportações latino-americanas. Com exceção de 1975, a taxa real de captação comparada com o deflator do PNB (Estados Unidos) foi consistentemente positiva, atingindo 1,5% no início da década de 70, antes da crise do petróleo, mas tendo uma queda em meados dessa década, uma vez que as taxas nominais não acompanharam o ritmo crescente da inflação. Ela voltou a subir logo depois, com a diminuição e a diversificação das aplicações dos excedentes da OPEP, chegando a aproximar-se de 5% em 1980.

TABELA 2

Taxas reais de juros no mercado de euromoedas

(Em %)

	Taxa de Captação (<i>Deposit Rate</i>)	Estados Unidos: Deflator do PNB (Crescimen- to Anual)	Deflator dos Preços das Expor- tações (Crescimen- to Anual)	<i>Spread</i> (Brasil)	<i>Spread</i> Médio (Países em Desenvol- vimento)
1969	9,8	5,0	4,5	4	
1970	8,5	5,4	10,9	3	
1971	6,6	5,1	-3,9	2	
1972	5,5	4,1	8,2	1,25	
1973	9,2	5,8	37,7	0,7	
1974	11,0	9,7	35,6	1,1	1,1
1975	7,0	9,6	1,0	1,8	1,7
1976	5,6	5,2	14,0	2,0	1,7
1977	6,0	5,9	24,6	2,0	1,6
1978	8,7	7,4	-8,5	1,7	1,2
1979	12,0	8,8	10,8	0,9	0,9
1980 ^a	14,3	9,0	15,4	1,75	

FONTES: Taxa do mercado de eurodólares: FMI, *International Financial Statistics*. Deflator do PNB (Estados Unidos): para 1969/78, U. S. Bureau of Census, *Statistical Abstract*; para 1979/80, FMI, *World Economic Outlook*. Unidade de Valor das Exportações do Hemisfério Ocidental (exclusive petróleo): *International Financial Statistics Yearbook*. *Spread* (Brasil): P. N. Batista Jr., *op. cit.*

^aEstimativa.

O padrão das taxas reais de juros medidas em termos dos preços das exportações é bem diferente. Uma vez que os preços das exportações (e importações) subiram muito mais rapidamente do que o deflator do PNB durante esse período, esta taxa real — comparada com os preços das exportações — fica muito mais baixa e bastante negativa em 1973 e 1974. Ela, no entanto, é mais variável, em virtude da maior flutuação dos preços das exportações.

Nenhum desses deflatores é adequado para medir o custo real da dívida, já que não captam adequadamente a utilização e o pagamento verdadeiros das divisas. Um problema referente a estes desencontros é o fato de que a dívida é contraída e paga em prazos diferentes. Qualquer que seja o padrão histórico das taxas, os custos não podem ser calculados sem levar em conta as taxas de juros futuras e a trajetória da amortização.

Procuramos incorporar um procedimento diferente para deflacionar a dívida, ao mesmo tempo em que consideramos explicitamente o futuro ao calcular o custo implícito dos fluxos efetivos de capital recebidos pelo Brasil na década de 70.⁶ Uma vez que não existem informações comparáveis disponíveis para a região como um todo, a estimativa é específica para esse país. Como a importância do Brasil em relação à dívida latino-americana e mundial é tão grande e como também são semelhantes os custos dos empréstimos para diferentes países, os resultados obtidos apresentam interesse geral.

A técnica de deflacionamento tem o efeito mais importante e é mais polêmica. Uma vez que um deflator de preços do PNB, em dólares, reduz os dólares a uma cesta fixa de bens, ele torna-se inadequado. A cesta usada como padrão não está relacionada com os dólares tomados e pagos pela América Latina. Não consegue

⁶ Uma taxa interna de retorno, r , é calculada através da seguinte fórmula:

$$\sum \frac{I_t}{(1+r)^t} - \sum \frac{O_t}{(1+r)^t} = 0$$

onde I representa entrada, O significa saída e r é a taxa de desconto que iguala a soma das entradas à das saídas. As entradas são os empréstimos brutos a médio e longo prazos, recebidos entre 1970 e 1979; as saídas são as amortizações e os juros pagos sobre aqueles empréstimos, devidos até 1995 (quando resta um pequeno resíduo de amortização). Para o período 1970/79 as saídas são estimadas da seguinte forma: esquemas de amortização sobre o saldo devedor ao final de 1969 menos serviço da dívida preexistente; os pagamentos correspondentes de juros são ajustados pelas taxas em vigor, nos pagamentos correntes de serviços. As amortizações futuras são tomadas a partir do saldo devedor em dezembro de 1979; os juros a serem pagos são estimados sob diferentes hipóteses para a taxa de juros. Todos os dados são do *Boletim do Banco Central do Brasil*.

registrar corretamente a desvalorização do dólar face a outras moedas mais fortes. O que procuramos é o custo em recursos reais em que incorrem essas economias, como resultado da entrada e da saída posterior de dólares de diferentes valores. Este é um problema de equilíbrio (ou melhor, de desequilíbrio) geral, que exige o conhecimento das aplicações feitas com os dólares e da forma dos pagamentos subsequentes. Tal problema não é apropriadamente simplificado por generalizadas igualdades marginais.⁷

Como primeira aproximação, tomamos como *numeraire* para as entradas efetivas de dólares a cada ano as importações que pudessem ser feitas com os dólares; as exportações necessárias para pagar os juros e as amortizações são tomadas como *numeraire* das saídas efetivas e projetadas. Isto difere mais em grau do que em natureza do deflator ponderado dos preços das importações e das exportações proposto por J. Williamson. O grosso do ajustamento do balanço de pagamentos é atribuído ao aumento das importações, quando a dívida está sendo contraída, e ao aumento das exportações, quando a dívida está sendo paga. Tal estrutura de ponderação varia corretamente com o ciclo do endividamento, pois tem a virtude adicional de dar ênfase ao fato de que as relações de troca relevantes para

7 Se a taxa de câmbio fosse de equilíbrio, os dólares poderiam ser convertidos em moeda nacional e deflacionados por um índice de preços domésticos. Isto é essencialmente o que propôs recentemente R. Dornbusch: um deflator para o estoque da dívida baseado nos preços ao consumidor. Para chegar a esse resultado, ele admite que a conta corrente está, em média, em equilíbrio a longo prazo, fato que ignora a realidade dos *deficits* permanentes, planejados ou involuntários. Cf. R. Dornbusch, "Consumption Opportunities and the Real Value of the External Debt" (setembro de 1980), mimeo. Massad e Zahler consideram explicitamente a taxa de câmbio de equilíbrio e o ajustamento do balanço de pagamentos ao tratarem o problema do deflacionamento, mas terminam propondo o deflacionamento do estoque da dívida por um índice das relações de troca, aparentemente por questões práticas: a necessidade de incorporar os preços das importações e os das exportações. Cf. C. Massad e R. Zahler, "Dos Estudios sobre Endudamiento Externo", in *Cuadernos CEPAL*, (1977). J. Williamson sugeriu uma soma ponderada dos preços em dólares das importações e das exportações, com os pesos refletindo as parcelas marginais das exportações e das importações no ajustamento do balanço de pagamentos necessário para gerar as divisas suficientes para pagar o serviço da dívida. Tal procedimento corresponde a compensar as variações da taxa de câmbio de equilíbrio. O deflator deveria ser aplicado apropriadamente aos fluxos, e não aos estoques.

determinar o custo real da dívida situam-se entre os preços das importações correntes e os das exportações futuras.⁸

Tal procedimento envolve a estimação do escalonamento dos pagamentos futuros e do índice de preços das exportações futuras. O padrão dos pagamentos de amortização dos empréstimos contratados é conhecido e pode ser usado, bem como os juros referentes aos empréstimos privados têm de ser calculados e dependem da taxa nominal de juros usada. Assim, tanto a amortização quanto os juros têm de ser posteriormente deflacionados, ficando claro, portanto, como o custo da dívida passada tem uma importante dimensão futura.

Foram feitas duas hipóteses sobre as taxas nominais de juros para o período 1981/95: 9 e 13%. Duas taxas futuras de inflação foram também usadas: 8 e 10%. As combinações de aumentos futuros dos preços e das taxas de juros resultam em diferentes taxas reais de juros.

São estas últimas que realmente interessam, e não as taxas de inflação *per se*, quando predominam os empréstimos privados. Com uma taxa de inflação de 20%, uma taxa real de juros de 3% não é vantajosa em relação a uma taxa nominal de juros de 3% na ausência de inflação, porque o ajustamento das taxas nominais pela taxa de inflação aumenta o valor real dos pagamentos iniciais de juros

⁸ O deflator, como utilizado aqui, dá todo o peso às exportações, depois do período de entrada de capital. Um índice de pesos fixos refletindo ao mesmo tempo a substituição de importações e o aumento das exportações é inadequado quando se admite que os pagamentos de serviços serão crescentemente gerados pelas exportações. Assim, a ênfase aqui dada aos preços das exportações na fase de pagamento da dívida é da forma que se esperaria de um índice ponderado. O objetivo dos preços de importação é tornar comparáveis as entradas de capital de anos diferentes. Para um ano isolado pode-se simplesmente calcular o conteúdo de recursos reais dos pagamentos de serviços aos preços daquele ano, mas para uma série de anos é necessário algum *numeraire* para os fluxos, devendo envolver uma estrutura de ponderação diferente, dominada pelas importações. Como uma questão empírica, um índice ponderado ou o procedimento aqui aplicado deveria levar a resultados virtualmente idênticos, a menos que se projetassem agudas diferenças no futuro. A razão é que tanto os preços de importação quanto os de exportação subiram mais rapidamente do que o deflator do PIB durante a década de 70, sem muito efeito sobre as relações de troca.

mais do que reduz o valor real dos pagamentos futuros de amortização, que são fixos.

O efeito das taxas nominais que compensam corretamente pela inflação — deixando constante o custo deflacionado da dívida — é antecipar a amortização, reduzindo assim o prazo de maturação médio da dívida. Se, além disso, os emprestadores reduzem também os prazos, em virtude das incertezas sobre a inflação, pode haver uma penalização dupla. Taxas mais elevadas de inflação serão então desvantajosas, exigindo maiores fluxos brutos de capital para financiar o mesmo nível real de investimento. Os ganhos derivados da inflação dependem da não completa acomodação das taxas de juros, seja porque elas são fixas, seja porque o mercado avalia incorretamente a inflação.⁹

A Tabela 3 apresenta oito estimativas diferentes para o custo dos empréstimos brasileiros durante a década de 70, as quais correspondem a quatro taxas reais de juros futuras e a dois deflatores. Podem ser extraídas três conclusões.

Uma indica que a escolha do deflator faz uma diferença de cerca de cinco pontos percentuais na determinação do custo. O deflator de comércio, que reduz o valor dos dólares muito mais do que o deflator do PNB, registra um custo negativo para a dívida externa contraída durante o período, o que pressupõe que os preços das exportações não subirão mais rapidamente do que o deflator do PNB no futuro. Se eles continuassem a fazê-lo, o diferencial de custo ampliar-se-ia ainda mais. Inversamente, se o índice de preços das exportações crescesse menos, a divergência seria reduzida.

Em segundo lugar, os cálculos dos custos são sensíveis à taxa real de juros futura. Cada ponto percentual de aumento naquela taxa eleva o custo da dívida passada em cerca de 0,3 ponto percentual.

⁹ John Williamson, "The Why and How of Funding LDC Debt" (junho de 1980), mimeo, p. 3, realiza cálculos ilustrativos. Os pagamentos iniciais, em termos reais, são duas vezes maiores sob a hipótese de 12% de inflação e uma taxa nominal de juros de 15% do que no caso de nenhum crescimento dos preços e uma taxa de juros de 3%. em ambos os casos considerando-se um prazo de maturação de 10 anos. Se o prazo de maturação for reduzido para cinco anos, aquela relação passa a ser maior do que três.

TABELA 3

Custo para o Brasil das entradas de capital — 1970/79

(Em %)

Taxa Real de Juros (1981/95)	Deflator do PNB dos Estados Unidos	Deflator do Comércio
- 1	1,9	- 3,0
1	2,5	- 2,4
3	3,1	- 1,9
5	3,7	- 1,3

FONTE: FMI, *International Financial Statistics*.

O impacto é atenuado, uma vez que os custos referentes aos empréstimos da década de 70 permanecem fixos. A taxa de retorno é uma média ponderada entre o passado e o futuro. Da Tabela 3 deduz-se que a taxa real implícita na década de 70 era um pouco menos de 3% no caso do deflator do PNB e de cerca de -4% no caso do deflator do comércio.

A terceira conclusão é a mais importante. Independentemente do deflator e das taxas reais de juros futuras, o endividamento era um ótimo negócio na década de 70. Taxas reais médias de até 3% comparam-se favoravelmente com os precedentes históricos. E existe uma boa razão para preferir o deflator do comércio, pois com qualquer ponderação ele resulta em custos muito mais baixos. Os retornos reais no Brasil — aplicações em infra-estrutura, fontes alternativas de energia e investimentos diretamente produtivos — têm sido certamente superiores. A grande parcela do capital na renda do Brasil, combinada com uma relação capital/produto relativamente baixa, implica taxas reais de retorno consideravelmente superiores.¹⁰

¹⁰ Tem-se, numa função de produção Cobb-Douglas, que a taxa marginal de retorno é dada por $r = \frac{O}{K} \alpha$, onde α é a parcela do capital na renda e O/K a relação produto/capital. A parcela do capital no valor adicionado (Brasil) é de cerca de 0.4 e a atual relação marginal capital/produto é de 3.5. Supondo-se

Desta forma, não existe propriamente um problema de endividamento, uma vez que a dívida poderia, no longo prazo, pagar-se a si própria. Custos negativos, naturalmente, tornam tal proposição ainda mais evidente, mas existe uma preocupação generalizada com a magnitude da dívida e, não menos, com a dívida do Brasil.

O verdadeiro problema é outro. Trata-se da dupla exigência de pagar continuamente o serviço da dívida, a curto prazo, e em divisas. O problema centra-se, então, na elasticidade a curto prazo da oferta de capital e nas perspectivas das exportações a médio prazo. Quanto maiores as obrigações do serviço da dívida, em virtude dos prazos menores e de maiores taxas nominais de juros, mais suscetíveis estarão os países a crises de liquidez e aos custos de ajustamento a elas associados.

Em suma, retornos positivos a longo prazo sobre os recursos tomados não garantem as divisas necessárias no curto prazo. Os perfis dos benefícios e dos custos provavelmente serão diferentes ao longo do tempo, exigindo financiamento contínuo ao longo do tempo, até que os retornos sejam realizados num horizonte mais distante. Se não se dispõe de empréstimos externos adicionais, as obrigações a curto prazo não podem ser cumpridas, ou só podem ser cumpridas pela compressão das importações e, em consequência, do crescimento. As exportações provavelmente não atenderão às necessidades imediatas de divisas, mesmo que cresçam rapidamente, mas elas são também um elemento essencial para evitar uma armadilha do endividamento. O problema de liquidez a curto prazo tem sua contrapartida num problema de transformação a médio prazo: a capacidade de desviar uma parcela crescente da capacidade produtiva para as exportações. A dívida só pode ser paga, ou sua taxa de crescimento reduzida, através de um crescente excedente na balança comercial.

Não se pode garantir uma oferta adequada de novos empréstimos e um acesso fácil aos mercados, na difícil situação atual da economia

que este último valor aproxime-se da média, que era mais baixa nos anos do "milagre". a taxa real estimada é de 11%. O que importa é a ordem de grandeza que, dadas a taxa de crescimento do Brasil, a parcela do capital e a taxa de investimento, deve exceder substancialmente o custo da dívida.

internacional. Adicionalmente, as taxas nominais de juros em 1980 e 1981 estão muito elevadas, não mostrando sinais de quedas consistentes, e provavelmente seguirão as reduções da taxa de inflação. Os países pobres em petróleo defrontam-se com a grave perspectiva de deterioração de suas relações de troca, desde que os preços futuros do petróleo cresçam mais do que os de suas exportações. Considerados juntos, esses fatores poderiam gerar um verdadeiro problema de dívida: os custos dos novos empréstimos da década de 80, necessários para suprir a liquidez de curto prazo referente aos empréstimos da década anterior, poderiam muito bem superar os retornos reais. Uma limitação fundamental de um modelo financiado pelo endividamento é que ele exige uma oferta *contínua* de crédito, em condições favoráveis, para que se realizem suas vantagens. A dívida contraída na década de 70 pode, afinal, revelar-se mais cara do que parecia.

Continuamos explorando este tema na próxima seção, examinando em termos quantitativos as necessidades de divisas a curto e médio prazos para os países devedores da América Latina, com ênfase especial sobre o caso do Brasil.

4 — **Projeção das necessidades de financiamento**

A dinâmica da dívida, em termos quantitativos, é melhor compreendida quando se introduz o fluxo de desembolsos (serviço da dívida) numa estrutura que projete também o balanço de mercadorias. O modelo mais simples para se fazer isso é aquele que relaciona as necessidades de importação ao crescimento do produto. Apesar de sua abstração quanto à complexidade real da economia, tal abordagem — em virtude de sua orientação para o futuro — é mais informativa do que outras que se baseiem em coeficientes estáticos do serviço da dívida ou em medidas semelhantes. Ela é também mais precisa do que estimativas derivadas de regressões sobre os *deficits* em conta corrente, que ignoram o papel crescente da

dívida, mais do que as contas de mercadorias, em generalizar aqueles *deficits*.¹¹

A forma reduzida básica do modelo utilizado, cujos detalhes algo mais elaborados são apresentados no Apêndice, é a seguinte: $\Delta D + M_0 (1 + \alpha g)^t - X_0 (1 + r)^t + iD$, onde D é a dívida, M representa as importações, α é a elasticidade das importações, g é a taxa de crescimento do produto bruto, X representa as exportações, r é a taxa de crescimento das exportações e i é a taxa de juros. Estão implícitas nesta formulação as hipóteses de que existe disponibilidade adicional de capital em volume suficiente e de que o consumo doméstico é determinável pela política econômica. O modelo é formulado de modo a explicitar as implicações de mudanças nos parâmetros sobre as necessidades de capital, que são especificadas acima, em sua forma líquida. Em termos brutos, teríamos: $L = b D + \Delta D$, onde L é o montante bruto de empréstimos e b é a recíproca do prazo da dívida. Para dado aumento da dívida, quanto menor o período de amortização, maior será o volume de empréstimos.

Fica claro na primeira equação que um máximo da dívida só é atingido se $\alpha g < r$, ou seja, deve finalmente surgir um excedente na balança comercial. É o comércio, então, que determina a dinâmica de longo prazo da dívida. A curto prazo, quanto mais altos forem o nível inicial da dívida e a taxa de juros, tanto mais tempo ocorrerá até que se atinja aquele ponto crítico. Uma vez atingida a dívida máxima, ela declinará consistentemente a partir daí.

¹¹ Um artigo recente de H. van B. Cleveland e W. H. Bruce Brittain, "Are the LDCs in over their Heads", in *Foreign Affairs* (julho de 1977), estima o *deficit* em conta corrente como percentagem da renda através de uma regressão entre o *deficit* e as seguintes variáveis: renda real *per capita*, renda real da OECD em relação à sua tendência, variação do valor das importações de petróleo e um indicador do excesso de oferta de meios de pagamentos. Ao ignorarem o serviço da dívida, os autores eliminam uma fonte crescente dos problemas, o que ajuda a explicar sua veemente conclusão de que "os *deficits* correntes dos países menos desenvolvidos, assim como suas necessidades de empréstimos externos, declinarão de agora em diante... Se é assim, as preocupações com o problema da dívida dos países menos desenvolvidos deverão desaparecer logo" (pp. 746 e 748).

A Tabela 4 apresenta uma série de simulações da dívida dos países não exportadores de petróleo da América Latina, sob diferentes hipóteses a respeito dos elementos-chave na determinação das necessidades de divisas. Tais projeções, antes de serem estimativas do que vai acontecer, são tendências inerentes às situações particulares que elas descrevem, pois foram concebidas de modo a permitir comparação direta entre a importância de cada fator que tem influência significativa sobre a evolução da dívida: crescimento das exportações, crescimento do produto, elasticidade das importações e condições do mercado financeiro.

Dadas as hipóteses feitas, não é surpreendente que o crescimento das exportações seja o determinante isolado mais importante do nível da dívida e do estado do *deficit* em conta corrente. A redução de um ponto percentual no crescimento real das exportações, mostrada na parte B da tabela, leva a uma dívida final que é quase duas vezes maior do que a da projeção básica. Ao invés de finalmente atingir um excedente de comércio significativo, aquela conta é estreitamente equilibrada ao final da década, enquanto grandes pagamentos de fatores ao exterior continuam a gerar um *deficit* em conta corrente. O que se configura aqui como uma mudança na taxa de crescimento do volume exportado é igualmente válido para a influência dos preços. Uma tendência declinante de 1% ao ano nas relações de troca produziria o mesmo efeito sobre o nível da dívida, mas com um custo mais elevado em termos de recursos reais.

O lado das importações da conta de comércio é considerado através da variação da taxa de crescimento do produto, na parte C. O efeito de um crescimento mais rápido do produto é amortecido por uma elasticidade das importações ligeiramente inferior à unidade; impõe-se que as importações de petróleo cresçam menos que proporcionalmente ao produto, de tal forma que, mesmo com preços relativos crescentes, sua importância diminui. Uma elasticidade das importações maior do que 1 ampliaria a influência do crescimento do produto sobre a balança comercial. Taxas ascendentes de crescimento do produto provavelmente exigirão uma elasticidade maior.

TABELA 4

*Projeções da dívida da América Latina
(em bilhões de dólares correntes)*

	Dívida Oficial	Dívida Privada	Empréstimos Brutos	Amortização	Juros Líquidos ^a	Serviço da Dívida	Deficit em Conta Corrente	Deficit em Conta Corrente/PIB	Serviço da Dívida/Exportações ^b	Dívida Líquida/PIB	Poupança Nacional/PIB	
1980	30,2	124,6	47,9	22,7	14,1	36,8	21,7	0,044	0,41	0,23	0,20	
	A - - - Projeção Básica											
	(10% de inflação; 6% de crescimento do PIB real; 8% de crescimento real das exportações; condições financeiras favoráveis: taxa privada real, 2%, e taxa oficial real, 3%; 80% dos empréstimos privados e 20% oficiais; prazo de oito anos para os empréstimos privados)											
1983	51,9	161,5	50,1	30,6	18,8	49,4	22,8	0,029	0,33	0,21	0,23	
1986	78,2	184,7	55,0	42,3	22,1	64,4	17,5	0,014	0,25	0,15	0,24	
1990	88,3	137,2	15,6	44,0	16,7	60,7	(20,6)	(0,009)	0,12	0,04	0,26	
	B - - - Menor Crescimento das Exportações (7% em termos reais)											
1983	53,6	168,0	55,2	31,0	19,3	50,3	27,5	0,035	0,34	0,22	0,22	
1986	86,5	219,9	75,6	45,4	25,8	71,2	36,0	0,028	0,30	0,10	0,23	
1990	140,9	260,3	97,1	62,5	34,8	97,5	42,5	0,019	0,21	0,14	0,24	
	C - - - Crescimento mais Acelerado do Produto (6,6% de crescimento real do PIB)											
1983	52,0	162,2	50,8	30,6	18,8	49,4	23,4	0,030	0,33	0,21	0,26	
1986	78,9	194,6	61,8	43,0	22,9	65,9	23,3	0,018	0,26	0,16	0,27	
1990	107,6	199,5	48,8	50,4	22,8	73,2	5,2	0,002	0,14	0,07	0,28	
	D - - - Condições Financeiras mais Desfavoráveis (taxa real privada, 3%; taxa real oficial, 1%; 90% dos empréstimos são privados e 10% oficiais; empréstimos privados, prazo de seis anos)											
1983	38,8	150,0	58,3	26,1	21,5	57,6	25,5	0,033	0,38	0,22	0,23	
1986	52,6	220,0	80,8	61,6	28,6	90,2	28,6	0,023	0,35	0,17	0,23	
1990	68,3	216,8	54,4	71,3	28,2	99,5	(9,1)	(0,004)	0,20	0,07	0,26	
	E - - - Menor Crescimento das Exportações, Maior Crescimento do Produto e Condições Financeiras Desfavoráveis											
1983	30,8	188,2	64,3	36,7	22,1	58,8	30,9	0,040	0,40	0,23	0,25	
1986	59,8	281,9	111,7	67,7	34,2	101,9	48,4	0,038	0,42	0,21	0,25	
1990	110,7	491,4	193,8	113,0	60,2	173,2	87,6	0,037	0,38	0,20	0,25	

a - Juros brutos sobre a dívida menos juros ganhos sobre as reservas.

b - Exportações de bens e serviços.

c - Dívida menos o volume de reservas.

Um conteúdo de importações mais elevado é associado a um *boom* de investimento, já que os pontos de estrangulamento interno e as defasagens tecnológicas penalizam a concorrência doméstica. Nesse caso, as implicações adversas da parte C sobre o balanço de pagamentos poderiam facilmente ser equiparadas aos efeitos de um menor crescimento das exportações. Assim, caso a elasticidade de importações de produtos que não o petróleo aumentasse de 1 para 1,1 quando a taxa de crescimento do produto passasse de 6,0 para 6,6%, o crescimento das importações passaria de 5,9 para 7,0%. Tais hipóteses reproduziriam as conseqüências sobre a dívida expostas na parte B.

Esse efeito ampliado do crescimento do produto está também implícito nas políticas que prevêm o alívio das pressões da dívida através da recessão. Se o impacto sobre a demanda de importações é mais do que proporcional, impulsionado por variações de preços que tornaram as importações relativamente mais caras, uma desaceleração da economia pode ajudar o balanço de pagamentos mais do que as elasticidades médias indicam. Igualmente efetiva, naturalmente, e com custos menores, é a redução da elasticidade de importação que evita ou reduz o declínio do crescimento agregado.

Condições financeiras mais desfavoráveis afetam os pagamentos de juros e o perfil temporal da amortização. O impacto negativo de taxas de juros mais elevadas é parcialmente neutralizado pelos maiores ganhos sobre as volumosas reservas que vários países mantêm atualmente, assim como também é amenizado pelo fato de que as taxas de juros sobre empréstimos oficiais passados são fixas. Parte do aumento nos custos líquidos de juros em relação à projeção básica deve-se ao crescimento relativo da importância da dívida privada. Embora o saldo positivo da balança comercial ainda gere um excedente em conta corrente ao final da década, os níveis mais elevados de amortização devidos ao encurtamento dos prazos privados acabam exigindo maiores volumes de entrada de capital e também de pagamentos. Como resultado disso, os coeficientes do serviço da dívida ficam altos mesmo quando comparados com um quadro de maior endividamento.

As condições financeiras mais desfavoráveis são, portanto, de dois tipos, com diferentes efeitos: custos mais altos de juros, que decorrem

da necessidade de maior endividamento e prazos menores, que se refletem em maior giro da dívida para dado montante da dívida. Na parte D o primeiro tipo contribui para uma dívida final 25% acima da projeção básica, enquanto o último implica um volume real de empréstimos quase constante entre 1980 e 1986, embora a relação *deficit* em conta corrente/produto bruto tenha sido reduzida à metade no período.

A parte E apresenta uma combinação de todos esses fatores, refletindo de forma dramática a sensibilidade da dívida a uma série de variações pequenas mas que se reforçam, tanto na situação externa quanto nas políticas domésticas. A dívida final de 602 bilhões de dólares é quase três vezes o valor de 1980 que aparece na parte A. As necessidades brutas e líquidas de empréstimos crescem a uma taxa anual da ordem de 5% ao longo da década. O *deficit* em conta corrente somente fica estável, ao invés de mostrar melhoria apreciável; o coeficiente do serviço da dívida paira num nível que indica que uma considerável vulnerabilidade persiste.

Tais cenários geram uma mensagem dupla. Por um lado, fica claro que um crescimento do comércio às taxas observadas na década de 70, ao lado de um contínuo acesso ao capital, em condições comparáveis às da última década, tornam a administração da dívida viável. A parte E é claramente a mais realista, nem que seja apenas pelo fato de que um desempenho mais favorável em conta corrente se refletiria em aumentos das importações, e não em redução da dívida. Mesmo assim, o endividamento é significativamente desacelerado, em comparação com a experiência da década anterior; o aumento previsto da ordem de 50% no endividamento na década de 80 é aproximadamente 1/3 do aumento da década anterior.

Essa capacidade de enfrentar as obrigações correntes depende de que a situação econômica internacional mantenha-se favorável e aberta. Nenhum grande sacrifício interno é exigido, uma vez que não se faz necessário um aumento significativo das relações exportações/renda ou poupança/renda. Os recursos financeiros externos complementam a acumulação doméstica de capital em proporções apenas ligeiramente decrescentes.

Existe uma outra interpretação, menos otimista. Uma pequena redução no crescimento do comércio pode facilmente transformar-se

em aumentos muito maiores do endividamento. Mesmo um crescimento de 6%, mantidas as demais condições da parte E, implica uma dívida final que é 37% maior e um coeficiente de serviço da dívida de 0,58. A dinâmica de longo prazo não é muito estável.

No curto prazo, é a conta de capital que predomina e a situação não é muito mais encorajadora. Mesmo com um intervalo de crescimento mais lento das exportações nos próximos anos, a administração da dívida poderia ser viável. O uso de reservas, a substituição de importações e um crescimento do produto algo mais lento poderiam manter o crescimento da dívida dentro de certos limites. A condição crítica é a credibilidade contínua, que permita um fluxo compensatório de capital. As necessidades adicionais não são dramáticas. O crescimento das exportações, mesmo a taxas crescentes, não produz grandes diferenças nas necessidades de divisas a curto prazo. Contudo, este crescimento tem sido um determinante importante do fluxo de entrada de capital privado. Uma queda no crescimento corrente das exportações, quaisquer que sejam as perspectivas a longo prazo, limitaria o acesso aos mercados de capital e provocaria mais dificuldades imediatas.

As perspectivas do comércio nos próximos anos não são, certamente, promissoras. Para 1981, uma estimativa do desempenho das importações da OCDE prevê um declínio real de 2% e, daí em diante, mesmo com a retomada, o crescimento das importações não chega a 7% até 1985. A hipótese pessimista é de um crescimento anual de menos de 3% nos próximos anos.¹²

O aspecto preocupante, já indicado pelos grandes bancos, é que pode não se dispor de capital suficiente para que se cubra o hiato. *World Financial Markets* estima um aumento anual da oferta de capital — às taxas correntes de inflação — de não mais de 15%. Os bancos estão mais relutantes em emprestar, uma vez que os empréstimos aos países em desenvolvimento atingem um expressivo múltiplo do patrimônio líquido. Ao mesmo tempo, Morgan Guaranty vê as necessidades de capital dos países em desenvolvimento não produtores de petróleo expandindo-se a taxas que variam de 22 a

¹² *World Financial Markets* (setembro de 1980), p. 6.

16,5% entre 1981 e 1985.¹³ O preço, em forma de *spreads* maiores, não equilibra esse mercado. A oferta é descontínua; os bancos reduzirão ainda mais os empréstimos caso ocorra uma crise de liquidez.

Para a América Latina como uma região, um aumento de 15% no financiamento — caso se materialize — seria suficiente. O crescimento econômico se reduzirá, mas não de forma tão severa para a América Latina como ocorrerá em outros países. Além do nível de reservas e da maior flexibilidade das estruturas econômicas, que permitem a substituição de insumos importados, existe um outro fator especial que entra nas projeções. Trata-se do peso cada vez menor (para a região como um todo) das importações de petróleo dos países não produtores, em virtude da crescente importância do México e do Peru como exportadores de petróleo. De fato, as importações líquidas de petróleo da região foram transformadas em um pequeno excedente.

É precisamente esta nova heterogeneidade entre países da região que reduz a utilidade das projeções agregadas, as quais podem gerar uma visão panorâmica, servindo de orientação para políticas internacionais. Em relação às implicações para políticas internas elas falham, pois são variadas as condições dos países. O crescimento mais rápido das receitas do petróleo para o México, por exemplo, foi contrabalançado por uma elasticidade das importações acima da média. A política mexicana de endividamento atualmente é adaptada de perto a um uso ativo dos recursos externos para o crescimento, e não para ajustamentos.

Em última análise, o problema da dívida é nacional, e não regional, pois as receitas de exportação de uns países não podem ser usadas para cobrir as obrigações de outros. Apesar da assistência direta proporcionada pelo México e pela Venezuela aos pequenos países da América Central e do Caribe, para ajudar a compensar os aumentos do preço do petróleo, a experiência de cooperação regional para enfrentar os *deficits* pós-1973 é modesta. A tentativa da CEPAL no sentido de encorajar uma rede regional de segurança encontrou pouco apoio.

¹³ *Ibid.*, p. 8.

Por essa razão, passamos agora a examinar minuciosamente a experiência atual do Brasil, que é mais típica dos dilemas de ajustamento de um importador de petróleo do que um agregado regional hipotético.

5 — Brasil: uma crise de liquidez?

O Brasil acumulou sua dívida de quase 60 bilhões de dólares, ao final de 1980, nas duas fases características dos demais grandes tomadores da América Latina. Antes da crise do petróleo, o financiamento externo era um elemento estratégico do “milagre econômico”, possibilitando um aumento significativo da taxa de investimento, sem restringir o aumento do consumo. Depois de 1973, o Brasil passou de um crescimento liderado pela dívida a uma dívida gerada pelo crescimento, ou seja, contrataram-se empréstimos externos para compensar os *deficits* em conta corrente, associados a bem-sucedidos esforços de sustentar altas taxas de crescimento. Apesar da turbulenta situação internacional, o PIB do Brasil cresceu a uma taxa de cerca de 7% entre 1974 e 1980, acima da tendência histórica.

É inerte ao endividamento o fato de que os crescentes pagamentos de juros e amortização reduzam progressivamente os recursos reais transferidos por dado nível de empréstimo. O crescimento da dívida, passando de 12,6 bilhões de dólares ao final de 1973 para quase 60 bilhões ao final de 1980, foi neutralizado por um crescimento muito mais do que proporcional dos juros líquidos pagos, que passaram de 500 milhões em 1973 para cerca de 6,9 bilhões em 1980. As amortizações anuais subiram de 1,7 para 7 bilhões, um aumento menor, devido a uma extensão inicial dos prazos de maturação (em comparação com a média pré-1973) e também à intervenção da inflação.¹⁴ Nos próximos anos, os pagamentos crescerão mais rapidamente. As vantagens iniciais devidas à inflação desapareceram,

¹⁴ Os valores para o final de 1980 foram extraídos de estimativas do Hanover Manufacturer's Bank, publicadas em *Euromoney* (abril de 1981), p. 4, e de *International Financial Statistics*.

pois as taxas de juros passaram a refletir totalmente as expectativas de inflação, talvez mais do que proporcionalmente. Uma vez que os empréstimos de fontes privadas representam atualmente mais de 90% das entradas líquidas, aplicam-se taxas flexíveis a uma proporção crescente da dívida.

A trajetória de ajustamento aos maiores preços do petróleo que o Brasil adotou adia o sacrifício, mas não pode eliminá-lo. Em virtude de ser o Brasil o maior país em desenvolvimento importador de petróleo, o efeito da elevação dos preços é grande: aos níveis de consumo correntes, um aumento de 5 dólares por barril transforma-se em uma necessidade adicional de 1,5 bilhão de dólares de divisas num ano. Mas, com um ímpeto crescente, a própria dívida ampliou a vulnerabilidade. Cada ponto percentual de variação nas taxas de juros significa cerca de 500 milhões de dólares de custos líquidos; as taxas de mercado atingiram novos patamares em 1980 e 1981. As crescentes necessidades de amortização devem também ser refinanciadas.

Esta é a razão pela qual, apesar do impressionante desempenho das exportações em 1980, quando a receita cresceu em mais de 30%, o Brasil enfrenta uma evidente crise clássica de liquidez em 1981. Apesar de uma redução significativa das reservas e um aumento na dívida a curto prazo terem levado a uma redução nas necessidades de empréstimos em 1980, não se pode contar com tais expedientes por muito tempo.

O que interessa no presente contexto não é tanto o resultado desse drama particular, mas sim três questões mais gerais: a primeira reitera o papel predominante de uma oferta contínua de capital, em comparação com um aumento da receita de exportações, para aliviar a crise; a segunda é a relação entre as condições dos financiamentos e a política econômica do Brasil; e a terceira é a implicação das pressões de liquidez a curto prazo sobre a estratégia de endividamento a médio prazo.

A ênfase sobre a importância da conta de capital para cobrir as necessidades de divisas a curto prazo é facilmente justificada, dadas as magnitudes envolvidas. O Brasil enfrenta atualmente e nos próximos anos *deficits* em conta corrente entre 12 e 15 bilhões de dólares, sendo que o *deficit* da balança comercial (inclusive serviços

de não-fatores) deve contribuir com não mais de 5 bilhões (menos da metade, portanto). A amortização prevista deve adicionar algo próximo dos 10 bilhões de dólares às necessidades brutas de financiamento. Assim, comparados ao total de empréstimos — que deverão somar entre 15 e 20 bilhões de dólares ao ano — os aumentos esperados da receita de exportações, de 4 a 5 bilhões no caso de crescimento substancial, são um mero complemento.

Em outras palavras, há a necessidade de um aumento da dívida, assim como de alguns anos de crescimento sustentado das exportações para alterar essa aritmética. A curto prazo, os empréstimos brutos não ficarão muito abaixo da receita de exportações. As entradas líquidas de crédito somarão cerca de 50% dos empréstimos brutos, o que significa que a dívida vai continuar crescendo rapidamente, devendo dobrar — em termos nominais — em cinco anos (uma elevação da ordem de 40%, em termos reais).

A principal fonte de novos financiamentos terá de continuar sendo os bancos comerciais privados, mas existe muita especulação sobre as condições que eles vão exigir. No Brasil, tem-se discutido se alguns bancos o forçarão a recorrer ao FMI e, obtido tal empréstimo, a aceitar um programa formal de estabilização. O que é claro é que os bancos americanos reduziram consideravelmente seu envolvimento nos últimos anos, tendo sido seu lugar ocupado por bancos europeus e japoneses,¹⁵ pois tais decisões não são mais uma prerrogativa de Nova York (ou de Washington).

Até agora a vulnerabilidade do Brasil tem sido refletida pelos maiores *spreads* que ele vem pagando para induzir fluxos de créditos contínuos; *spreads* que eram de menos de 1% no outono de 1979 passaram, na primavera de 1981, a níveis de até 2,5% (tais taxas excluem as comissões). Essa piora nas condições dos empréstimos é bem maior do que a verificada para o conjunto dos países em desenvolvimento. O índice ponderado dos *spreads*, publicado em *Euro-money*, aumentou em 50% entre o final de 1979 e o final de 1980.¹⁶

¹⁵ *Ibid.*, p. 6.

¹⁶ O índice de *Euro-money* foi publicado pela primeira vez em outubro de 1980 e existe para os países em desenvolvimento com renda intermediária e mais elevada.

Além das taxas mais elevadas, o Brasil está consciente da ligação entre sua política econômica e sua credibilidade. De fato, a necessidade de satisfazer simultaneamente a uma comunidade internacional atenta e preocupada e a manifestos interesses internos contribuiu para a inconsistência e a ineficácia das políticas adotadas. O conjunto de medidas iniciais liberalizantes de Delfim Netto, de dezembro de 1979, ajudou a persuadir os credores sobre suas intenções ortodoxas, até que a aceleração da inflação começasse a ter efeito contrário. A contínua ênfase culpando os reajustes salariais pelas pressões inflacionárias (quando a incidência dos salários sobre os custos industriais é limitada) é, novamente, uma concessão a preferências mais conservadoras.

A atenção está novamente centrada nos instrumentos mais do que nos resultados. A aceitação de uma menor taxa de crescimento do produto, a fim de melhorar a situação do balanço de pagamentos, é ilustrativa. Conforme escreveu recentemente um analista de banco, "o plano anterior de combater a inflação pela promoção do crescimento acelerado foi posto de lado, em favor de medidas restritivas mais convencionais... Substanciais melhorias do balanço de pagamentos surgirão, em virtude da moderação do crescimento. Enquanto se espera uma redução das importações, as exportações continuarão crescendo rapidamente, uma vez que elas se apóiam numa ampla diversificação de produtos e de mercados".¹⁷ Essa análise ignora o fato de que as importações (termos reais), exceto petróleo, permaneceram virtualmente constantes desde 1975, de que o rápido crescimento das exportações ocorreu paralelamente ao rápido crescimento do produto, mais em função das políticas adotadas do que do aumento da rentabilidade das vendas ao exterior, e de que a variação no saldo da balança comercial será na verdade uma ajuda modesta para a redução das necessidades de empréstimos externos. Se a questão é o balanço de pagamentos, várias outras medidas são ao menos tão efetivas, tais como: aumento dos subsídios às exportações, aceleração das minidesvalorizações e controle das importações. Um crescimento mais lento pode ser justificado por outras razões, mas a propósito de melhorar o balanço de pagamentos o argumento não é muito persuasivo.

¹⁷ *Euromoney* (abril de 1981), p. 3.

A grande preocupação com uma política econômica ortodoxa, que caracteriza os primeiros estágios de uma crise de liquidez, pode ser ilustrada de uma forma mais indireta e mais esclarecedora. Apresentamos na Tabela 5 quatro especificações estatísticas para prever o *spread* (sobre a LIBOR) cobrado aos tomadores no Brasil, em cada trimestre do período 1974/79. Duas consideram valores absolutos; duas consideram os diferenciais em relação ao *spread* médio dos países tomadores em desenvolvimento. Duas incluem a variável *deficit* em conta corrente/exportações, excluída das outras duas. A razão é a existência de uma alta correlação entre aquele *deficit* e o volume de empréstimos dos bancos comerciais aos países em desenvolvimento; a multicolinearidade poderia mascarar um efeito independente.

Essas previsões para os *spreads* cobrados ao Brasil nos anos recentes têm várias características em comum: alto poder explicativo; papel dominante das condições gerais do mercado, evidenciado pela importância do *spread* médio dos países em desenvolvimento; e um papel insignificante — tanto no sentido aritmético quanto no estatístico — da política fiscal e da taxa de inflação internas. O crescimento do volume das exportações reduz consistentemente o *spread*, confirmando seu efeito de alívio futuro do balanço de pagamentos, e não imediato. Sua baixa elasticidade não pode ser interpretada erroneamente. O volume de exportações tem apresentado flutuações percentuais maiores do que a maioria das demais variáveis, dando-lhe um impacto mais significativo. A relação entre as reservas e as importações não mostra tal consistência. Seu sinal positivo pode derivar de uma causalidade oposta: a acumulação de reservas ocorre em resposta a aumentos dos *spreads*, com o objetivo de provar maior credibilidade quando de empréstimos futuros. A relação dívida líquida/exportações entra com o esperado sinal positivo; sua significância estatística depende da inclusão da relação *deficit* em conta corrente/exportações.

O coeficiente negativo desta última variável, indicando um *spread* menor para um *deficit* maior, possivelmente resulta da multicolinearidade mencionada acima, assim como da necessidade de um *deficit* maior para absorver aumentos da dívida. Do lado da procura, um

TABELA 5
*Estimativa dos parâmetros para previsão dos spreads sobre a LIBOR
 (Brasil: 2.º trimestre 1974/1.º trimestre 1979)*

	Variável Dependente	Constante	Taxa de Crescimento das Exportações ^a	Reservas/Importações (Fim do Período) ^b	Superavit da União/Despesa ^c	Taxa de Inflação	Dívida Líquida/Exportações (Fim de Período) ^d	Spread Médio para os Países em Desenvolvimento ^e	Deficit em Conta Corrente/Exportações ^f
Equação (1) Valores <i>t</i> Elasticidade Média	Spread para o Brasil	-0,80 (1,22)	-1,48 (2,06) $R^2 = 0,81$	0,71 (1,44) $DW = 1,38$; $F(6, 16) = 11,15$	-1,08 (0,35) $F(6, 16) = 11,15$	-0,10 (0,18) 0,03	0,47 (1,70) 0,60	0,91 (4,70) 0,86	
Equação (2) Valores <i>t</i> Elasticidade Média	Spread para o Brasil	1,31 (1,62)	-0,68 (1,17) $R^2 = 0,90$	-0,21 (0,47) $DW = 1,30$; $F(7, 15) = 19,00$	1,14 (0,50) $F(7, 15) = 19,00$	0,14 (0,33) 0,04	0,09 (0,39) 0,12	0,67 (4,33) 0,63	-1,04 (3,68) 0,44
Equação (3) Valores <i>t</i> Elasticidade Média	Spread para o Brasil menos Spread Médio	-1,21 (3,95)	-1,40 (2,05) $R^2 = 0,67$	0,82 (2,00) $DW = 1,58$; $F(5, 17) = 6,82$	-0,43 (0,16) $F(5, 17) = 6,82$	-0,02 (0,08) 0,08	0,51 (1,96) 11,5		
Equação (4) Valores <i>t</i> Elasticidade Média	Spread para o Brasil menos Spread Médio	0,14 (0,30)	-0,62 (0,98) $R^2 = 0,78$	0,36 (0,93) $DW = 2,03$; $F(6, 16) = 9,33$	0,82 (0,36) $F(6, 16) = 9,33$	0,12 (0,26) 0,53	0,29 (1,25) 6,52		0,80 (2,82) 5,96

^a Média móvel de quatro trimestres das taxas de crescimento ou dos fluxos.

^b 1977/79: *World Financial Markets: 1974/76*; partiu-se do spread médio anual para os países em desenvolvimento em 1980, publicado em *World Development Report* (tal média foi interpolada para os trimestres usando-se o diferencial entre a taxa de captação de três meses no mercado de eurodólares e a *prime rate* para empréstimos naquele mercado).

^c O spread médio, em pontos percentuais, foi extraído de P. N. Batista Jr., *op. cit.* (cf. Tabela 2), extrapolado para o 3.º e 4.º trimestres de 1979, usando-se o spread para o Brasil publicado em *World Financial Markets*.

spread menor induzirá a que se tomem mais empréstimos e a um *deficit* maior.

Essas equações em sua forma reduzida não podem esclarecer completamente a diversidade de influências que estão em jogo, e também não se dispõe de um grande número de observações para ajudar. As regressões são úteis, contudo, para mostrar que, uma vez iniciada uma crise de liquidez, as avaliações de riscos por parte dos credores não se encaixam na estrutura preexistente. As previsões dos valores absolutos ou diferenciais dos *spreads* para o Brasil, em 1980, estão muito abaixo dos valores reais. Embora os valores das variáveis independentes em 1980 não sejam muito diferentes dos valores precedentes, exceto quanto à taxa de inflação e à relação reservas/importações, os *spreads* subiram significativamente. Apenas uma das equações capta mais do que uma fração do aumento.¹⁸

As perspectivas brasileiras quanto ao balanço de pagamentos em 1980 não eram tão diferentes das de 1979. A aceleração da inflação não provocou distorções setoriais de forma a impedir a sustentação do crescimento. Embora a menor credibilidade seja uma profecia que induz sua própria realização, ela pode ser facilmente racionalizada e reforçada: o ritmo mais baixo de entrada de capital transformou uma vulnerabilidade latente em manifesta. Tal deslocamento da curva de oferta torna irrelevante o modelo preexistente de previsão dos *spreads*.

No curto prazo, portanto, um aumento da dívida é o principal caminho para tratar o que pode ser um endividamento excessivo. A política econômica do Brasil está atualmente orientada para conseguir o financiamento necessário sem ter de recorrer ao FMI, e tal relutância tem amplo apoio interno, em virtude de seu apelo nacionalista. Essa decisão pode representar uma certa desorientação e implicar custos elevados. Os *spreads* e as comissões que o Brasil está pagando atualmente são um preço elevado para o que pode ser

¹⁸ A equação (1) prevê um *spread* absoluto de 1.09 para o quarto trimestre de 1980; a equação (2), de 1.56. A equação (3) prevê um diferencial de 0.10; a equação (4), de 0.25. O *spread* observado foi de 1.75 e o diferencial de 0.75. Note-se que a equação (2), que prevê melhor para aquele trimestre, superestima os valores do quarto trimestre de 1979 (1.03 contra o valor observado de 0.87). Assim, ela capta a metade da variação anual, até menos em 1981.

uma independência limitada. As políticas internas do Brasil podem ser mais rígidas do que seria necessário para satisfazer o FMI e, ainda assim, inadequadas para tranquilizar inteiramente os credores privados internacionais. Um programa formal de estabilização poderia reduzir o custo dos empréstimos com políticas internas cujos objetivos pouco diferem dos atuais.

A necessidade de financiamento adicional a curto prazo persiste mesmo no caso de que a crise leve finalmente a uma renegociação da dívida. Como a consolidação da dívida normalmente não altera muito a vulnerabilidade inicial, nem elimina a hesitação dos credores, esta é a razão pela qual a lista de renegociações contém vários conjuntos de múltiplas entradas, devidas à repetição da insolvência. Apenas 17 países respondem por 47% das renegociações multilaterais de dívida entre 1956 e 1980; das cinco experiências de uma única entrada, quatro delas ocorreram a partir da metade de 1978, podendo ainda resultar em repetições.¹⁹

Duas exceções a esse caráter temporário do alívio devem ser mencionadas. Uma é a do reescalonamento suficientemente generoso, que leva a uma redução significativa no peso da dívida. Tais reescalonamentos não têm sido freqüentes; um estudo recente de Chandra Hardy mostra que apenas para Gana e Indonésia foram canceladas parcelas substanciais dos saldos devedores, e nenhum dos dois países voltou a pedir reescalonamento. Este caminho é ainda menos provável na medida em que a dívida privada ganha em importância. As condições das renegociações privadas tendem a ser mais duras, não se cumprindo as promessas de financiamento adicional. A outra exceção é uma mudança definitiva nas perspectivas de exportação. O México é o exemplo clássico, pois logo depois que recorreu ao FMI, em 1975, suas reservas de petróleo ficaram inteiramente conhecidas. Mesmo antes que as receitas de exportação se materializassem, o México começou a gozar de acesso favorável nos mercados de capital, possibilitando a aceleração da retomada de sua economia. Em grau menor, o Peru também se beneficiou da maior exportação de petróleo, a preços mais elevados, a partir de 1978.

¹⁹ Veja-se a Tabela 1 e a discussão de C. Hardy, *Rescheduling Developing Country Debts, 1956/80: Lessons and Recommendations*, Working Paper n.º 1 (Overseas Development Council, março de 1981).

No caso do Brasil, e da maioria dos devedores importadores de petróleo, nenhuma das duas exceções se aplica, o que impõe uma sobrecarga à administração da economia a médio prazo, a fim de reduzir sua vulnerabilidade. O caráter essencial da estratégia necessária é claro: uma relação exportações/renda crescente; uma relação poupança/renda crescente; uma redução do consumo de energia e a introdução de novas fontes de energia; e o uso contínuo do financiamento externo. Estas medidas, tomadas ao longo do tempo, são compatíveis com o crescimento, ao mesmo tempo em que se reduzem os *deficits* em conta corrente e os aumentos do saldo da dívida.

Tais pré-requisitos não serão facilmente satisfeitos pelo Brasil, uma vez que, em primeiro lugar, eles implicam um envolvimento maior (e não menor) do setor público, num período em que as políticas monetária e fiscal de curto prazo recomendariam o contrário. A abrangência dos ajustamentos necessários para se adaptar às novas realidades energéticas vai bem além da substituição da gasolina pelo álcool. As necessidades de capital e a importância de uma abordagem planejada e integrada militam contra a mera obediência aos sinais de mercado. O papel empresarial do Estado é complementado por sua intervenção reguladora. Incentivos às exportações, limitação das importações e indução à poupança interna são medidas que parecem envolver uma grande presença do poder público. Assegurar uma contribuição produtiva do Estado, e ao mesmo tempo impedir que seus gastos realimentem a inflação, é um grande desafio.

Essa é a economia da austeridade, num tempo em que o humor predominante é o da recompensa por sacrifícios passados. Para se reverter a tendência da participação do financiamento externo impõe-se a redução da taxa de crescimento do consumo interno. Mas reduzir o consumo de quem? Os trabalhadores urbanos não se dispõem a abrir mão de sua defesa contra a inflação — qualquer erosão de seus salários reais —, nem dos aumentos mais do que proporcionais nos rendimentos reais concedidos às faixas inferiores da distribuição. Os capitalistas insistirão que as elevadas taxas de retorno são justificadas pela necessidade de fomentar o investimento e de

aumentar as exportações. O setor rural está interessado em obter uma melhoria das relações de troca, para compensar o abandono anterior.

Essas políticas devem ser concebidas e sustentadas num clima de maior participação política, que se espera seja mantido. Esta participação levará a tendência populista a pregar a rejeição, com base no nacionalismo, da orientação econômica mais aberta ao exterior, a questionar a contribuição social do lucro, especialmente das empresas estrangeiras, mas também das nacionais. O mercado interno e a melhoria da distribuição da renda serão propostos como alternativas para a política econômica.

O caso do Brasil tem, então, interesse mais amplo do que o despertado pela ameaçadora crise de liquidez deste início da década de 80. Trata-se também de testar a compatibilidade entre um regime político mais aberto e um modelo econômico mais aberto ao exterior, necessário à promoção do desenvolvimento com endividamento. Um teste válido só pode ser feito em face de uma situação internacional que não predetermine o resultado. Não se pode esperar que o Brasil prospere em meio a uma recessão global e à incerteza quanto ao acesso aos mercados de capital. O País não pode também resolver adequadamente seu futuro político quando o clima no hemisfério é de ressurreição da guerra fria.

6 — Conclusões

A ênfase deste trabalho foi sobre o potencial construtivo do financiamento externo para o desenvolvimento da América Latina, durante o difícil período de ajustamento aos preços mais elevados do petróleo, a partir de 1973. A realização daquele potencial depende da disponibilidade futura de empréstimos privados, em condições favoráveis, e não apenas do acesso passado. As políticas internas dos países devedores também influenciarão a realização daquele potencial.

Ao dar ênfase ao endividamento crescente, ainda que a taxas menores, como uma parte essencial da solução (e não do problema), nós o fazemos conscientes de que a dívida externa não é uma panacéia. Os custos de juros e amortização terão finalmente de ser pagos, e isto ocorrerá num futuro não muito distante. Como existe sempre o perigo de que tais pagamentos tenham de ser efetuados num momento em que as perspectivas das exportações estejam desfavoráveis, o problema da dívida reduz-se, em última análise, a um problema de comércio. Um crescimento menos rápido das exportações futuras dos países devedores frustrará o que de outra forma seria uma sólida estratégia de endividamento.

Depender do endividamento pode também complicar e distorcer a política econômica dos tomadores. As taxas reais de câmbio são suscetíveis ao desequilíbrio quando a conta de capital torna-se mais importante do que a conta de comércio. Em uma primeira fase, a subvalorização estimula a demanda interna de crédito externo, uma vez que elimina os temores de uma desvalorização, mas, na medida em que a taxa de câmbio permaneça fixa, apesar da inflação interna, a fim de estimular a entrada contínua de capital, ela fica sujeita à supervalorização. A taxa pode ser sustentada, mesmo que prejudique as exportações e a correta administração da dívida a médio prazo, uma vez que o volume de empréstimos cobre as necessidades de divisas. O desequilíbrio não pode persistir indefinidamente. Uma desvalorização esperada reduzirá a entrada de capital e logo tornará necessária a desvalorização, e aí o ciclo começa novamente. Quando se adiciona o papel da acumulação de reservas — financiadas pelo exterior — sobre a expansão do crédito interno, e o tranquilizante efeito de adiar o ajustamento da economia aos novos preços relativos, as possibilidades adversas tornam-se ainda mais assustadoras.

Existe, então, um equilíbrio difícil e delicado, inerente ao processo de desenvolvimento sustentado pelo endividamento. Muitos países latino-americanos embarcaram a fundo nessa trajetória, pois para eles a solução e o problema estão entrelaçados. Uma política interna cuidadosa e uma situação econômica internacional mais estável são condições para que a solução da década de 70 não se transforme no principal problema da década de 80.

Apêndice

O simplificado sistema macroeconômico utilizado para projetar as necessidades de endividamento em resposta a variações nas condições estruturais e financeiras é o seguinte:

$$\begin{aligned}
 1 \quad & Q = Q_{-1} + \frac{I}{k} \cdot I_{-1} \\
 2 \quad & M_{np} = M_{np,-1} [(Q/Q_{-1}) \cdot (1 + m_{np})] \cdot P \\
 3 \quad & M_p = M_{p,-1} [(Q/Q_{-1}) \cdot (1 + m_p)] \cdot P_p \\
 4 \quad & X = X_{-1} (1 + x) \cdot P \\
 5 \quad & F = \pi K_{-1} + i_1 D_{p,-1} + \Sigma i_0 L_0 - i_2 \cdot \beta R_{-1} \\
 6 \quad & i_1 = a \cdot \frac{CA_{-1} + A_{-1}}{X_{-1}} \cdot i_2 \\
 7 \quad & I_f = I_{f,-1} (1 + r) \cdot P \\
 8 \quad & K = K_{-1} + I_f \\
 9 \quad & CA = M - X - F \\
 10 \quad & R = R_{-1} + v (M - M_{-1}) \\
 11 \quad & A = \sum_{i=m}^{i-1} \frac{L_i}{T_i} \\
 12 \quad & L = M - X + A - I_f + (R - R_{-1}) + F \\
 13 \quad & L_0 = s_0 L \\
 14 \quad & L_p = s_p L \\
 15 \quad & D_0 = D_{0,-1} \cdot A_0 + L_0 \\
 16 \quad & D_p = D_{p,-1} \cdot A_p + L_p
 \end{aligned}$$

Os parâmetros-chave são:

k — relação capital/produto;

m_{np} — elasticidade das importações (exceto petróleo) em relação ao PIB;

- m_p – elasticidade das importações de petróleo em relação ao PIB;
- x – taxa de crescimento das exportações;
- T – prazo de maturação dos empréstimos;
- π – percentagem das remessas sobre o estoque de capital;
- i_1 – LIBOR nominal;
- i_0 – taxa de juros (oficial) nominal;
- r – taxa de crescimento do investimento estrangeiro;
- n – necessidade marginal de reservas;
- P – taxa global de crescimento dos preços;
- P_p – taxa de crescimento do preço do petróleo; e
- a – relação entre as taxas de captação e de empréstimo.

As condições iniciais são basicamente estimadas a partir das informações macroeconômicas e de balanço de pagamentos constantes de BID, *Economic and Social Progress in Latin America* (1979). As características da dívida foram extraídas das fontes citadas nas tabelas. A Tabela 6, a seguir, apresenta os valores (em dólares de 1980) e os parâmetros utilizados na projeção básica.

A economia real começa com metas de taxas de crescimento e uma taxa de crescimento das exportações especificadas exogenamente. Quando as taxas reais de crescimento são superiores às correntemente observadas, aqueles valores são atingidos gradativamente, o que determina o equilíbrio de mercadorias e serviços de não-fatores. Pagamentos de fatores, todos dependentes de valores do último período, completam o *deficit* da conta corrente. Eles, juntamente com a amortização, a acumulação de reservas e o investimento líquido estrangeiro, determinam as necessidades de empréstimos. As participações dos empréstimos oficiais e privados, juntamente com a amortização, determinam os aumentos das dívidas oficial e privada. Os esquemas de amortização da dívida oficial são mantidos independentes dos da dívida privada, ambos dependentes dos prazos de maturação e de carência. As taxas oficiais de juros são deter-

TABELA 6

Valores (em dólares de 1980) e parâmetros utilizados na
projeção básica

Q	— Produto Interno Bruto	495,1
I	— Investimento Interno Bruto	116,9
X	— Exportações de Bens e Serviços	94,4
M_{np}	— Importações de Bens e Serviços (exceto petróleo)	76,4
M_p	— Importações de Petróleo (CIF)	18,0
D_o	— Dívida Oficial	30,2
D_p	— Dívida Privada	124,6
R	— Reservas	37,2
K	— Estoque de Capital	40,0
CA	— Deficit em Conta Corrente	21,7
F	— Pagamentos de Fatores	17,7
A	— Amortização	22,7
I_i	— Investimento Estrangeiro	5,0
I_l	— LIBOR	12%
P	— Crescimento Global dos Preços	10%
P_p	— Crescimento do Preço do Petróleo	13%
i_o	— Taxa Oficial de Juros	7%
s_p	— Participação dos Empréstimos Privados	0,8
s_o	— Participação dos Empréstimos Oficiais	0,2
T_o	— Maturação dos Empréstimos Oficiais	15 Anos (cinco de carência)
T_p	— Maturação dos Empréstimos Privados	Oito Anos
r	— Taxa Anual de Crescimento do Investimento Estrangeiro	5%
R	— Relação Capital/Produto	4,2
m_p	— Elasticidade das Importações de Petróleo	0,9
m_{np}	— Elasticidade das Importações (exceto petróleo)	1,0
n	— Necessidade Marginal de Reservas	0,25
π	— Taxa Bruta de Remessas	10%

minadas quando o empréstimo é feito e permanecem fixas. O *spread* sobre a LIBOR varia ao longo do tempo, como função dos aumentos do coeficiente de serviço da dívida: (*deficit* em conta corrente mais amortização) / exportações. Todos os cálculos financeiros são em termos de dólares correntes, unidade à qual as exportações e importações foram convertidas.

O modelo é, então, basicamente um sistema contábil que garante a consistência entre as diferentes magnitudes, reais e financeiras. Como se observou e discutiu no texto, ele é sensível às diferentes hipóteses de determinação das necessidades de recursos reais e financeiros. Os parâmetros aqui utilizados correspondem aproximadamente à recente experiência latino-americana. Uma série histórica mais longa não ajudaria muito, tendo em vista as rápidas mudanças nos anos recentes e o fato de os próprios valores dos parâmetros estarem sujeitos a mudanças de política. Este é obviamente o caso dos parâmetros referentes às importações, que variam com a disponibilidade de divisas.

(Originais recebidos em maio de 1981. Revisões em junho de 1981.)