

A apropriação do desconto: com vistas a uma agência da dívida junto ao Banco e ao Fundo*

Edmar L. Bacha**

De um ponto de vista latino-americano, a evolução recente mais importante talvez seja a crescente aceitação da idéia de que a apropriação, pelos países devedores, dos grandes descontos com os quais suas dívidas estão sendo negociadas no mercado secundário de Nova York não só é possível como também pode oferecer uma saída promissora para a resolução do problema da pendência da dívida.

De fato, os descontos de mercado cresceram enormemente nos últimos anos, como mostra a Tabela 1, ocorrendo no ano passado os cortes mais profundos. Mais recentemente, há uma tendência de estabilização dos preços, com descontos médios na faixa de 30-65% para os devedores latino-americanos mais importantes.

Se fosse aplicado um desconto médio de 50% para o total da dívida latino-americana de longo termo devida aos credores privados (estimada em US\$ 232 bilhões ou 35% do PNB da América Latina em 1987), a dívida externa líquida total da

* Traduzido por Ricardo B. Costa.

** Da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro — PUC/RJ.

região cairia de um terço. Mantendo-se inalterados os influxos líquidos de capital privado, a diminuição resultante nos pagamentos de juros — estimados em US\$ 10 bilhões ao ano — implicaria uma redução nas transferências financeiras da região para o exterior em torno de 1,5% do PNB. Essa diminuição, combinada com um aumento da taxa de poupança interna de 1,25% do PNB e uma expansão dos créditos externos oficiais de 0,75% do PNB (ou US\$ 5,0 bilhões ao ano), permitiria um crescimento nos investimentos fixos dos atuais 17,5% para 21% do PNB, com isso possibilitando à América Latina retomar o crescimento à taxa de 5% ao ano.¹

Esses cálculos sugerem que precisam ser satisfeitas duas condições para que um esquema de “apropriação do desconto” tenha um impacto decisivo nas perspectivas de crescimento da América Latina. Em primeiro lugar, devem ser incrementados os influxos líquidos de capital oficial e mantidos nos níveis atuais os influxos de capital privado. Em segundo lugar, a mobilização de recursos domésticos complementares — isto é, uma taxa mais alta de poupança doméstica — deve ser parte integrante do esquema. Em outras palavras, esforços adicionais de ajustamento interno e um quadro de colaboração internacional são complementos necessários para o sucesso de um esquema de “apropriação do desconto”.

A próxima seção discute as alternativas abertas aos países devedores individualmente para “se apropriarem do desconto” através de ofertas diretas aos respectivos credores privados. Na seção 3 são revistas as possibilidades e os problemas associados com a criação de uma agência internacional da dívida. As conclusões são resumidas na seção final.

“Apropriação do desconto”: as iniciativas nacionais

Deve ser ressaltada de início uma das principais dificuldades para a “apropriação do desconto” de forma direta ou por

1. Os números usados nos cálculos acima são do Banco Mundial e do FMI, como apresentados nas tabelas anexas de Eduardo Barandiaran, “The Adjustment Process in Latin America’s Highly Indebted Countries” (Washington, DC: Banco Mundial, março de 1988, processado). A estima-

meios internacionais: não se pode consegui-la simplesmente através dos meios de mercado. Atualmente, o valor de mercado da dívida latino-americana está em torno de 45 *cents* por dólar. Mas à medida que a dívida pendente é reduzida por uma compra de volta ou por um esquema de conversão, esse valor de mercado naturalmente crescerá, refletindo uma maior probabilidade de que será cumprido pontualmente o serviço da dívida restante. Apenas uma pequena fração da dívida pendente, portanto, seria voluntariamente amortizada a preços próximos àqueles praticados hoje no mercado secundário.

A razão disso é que qualquer credor individual terá um forte incentivo para não se mover, já que o valor de mercado de seus créditos crescerá na medida em que outros credores aceitem negociar seus créditos com desconto. Os credores terão portanto que enfrentar uma escolha do tipo “tudo ou nada” para serem coletivamente induzidos a vender seus créditos a preços de mercado atuais. Alguém terá que dizer-lhes, por exemplo, que os créditos “antigos”, que não forem vendidos ou convertidos em créditos novos, serão rolados a um valor de apenas 45% de seu valor contratual prévio. Isto, contudo, claramente configuraria um caso de *default*, surgindo a possibilidade de que qualquer pagamento efetuado pelo devedor, por meio dos mecanismos internacionais de pagamento, estivesse sujeito às reclamações legais dos credores. Menos drasticamente, no caso de conversões da dívida com desconto, poder-se-ia explicitamente atribuir prioridade aos novos créditos sobre os créditos antigos, ou seja, a dívida retida pelos credores privados seria subordinada aos novos créditos descontados, mas essa decisão poderá também levantar problemas legais espinhosos e, de qualquer forma, não poderia ser aplicada nos casos das compras de volta a dinheiro.

Os próprios países têm uma série de alternativas para tentar a “apropriação do desconto”: esquemas de compra de volta, conversões de dívida em títulos, conversões de dívida em investimentos (constituindo um importante subgrupo desta forma as

tiva de aproximadamente 4 para o coeficiente marginal capital/produto é muito menor do que a média dos anos 80, porém levemente maior do que o do período 1965-1981.

conversões de dívida em moeda local) e conversões de dívida em exportações. As características das várias alternativas são discutidas em seguida; mas, do ponto de vista de fornecer um alívio adequado da dívida, todas têm fortes limitações que, no entanto, poderão ser superadas através da intervenção de uma agência internacional oficial.

As compras de volta referem-se a esquemas através dos quais o país compra suas dívidas de volta dos bancos com dólares americanos (ou com a moeda de denominação da dívida original).

As conversões de dívida em títulos são esquemas através dos quais o país devedor converte suas dívidas com os bancos em novos títulos, normalmente expressos na mesma moeda convertível das dívidas antigas.

As conversões de dívida em investimentos referem-se a esquemas em que o país devedor compra de volta suas dívidas dos bancos, com moeda local, ou de uma terceira parte que tenha previamente comprado dos bancos as dívidas no mercado secundário com dólares americanos. Esse dinheiro é então investido, na forma de participação, nas firmas domésticas dos países devedores. As conversões de dívida em moeda local podem ser consideradas um subgrupo daquelas, eliminando-se a última operação. Elas envolvem o câmbio, realizado pelo Banco Central, de um crédito de dívida externa por moeda local. Os residentes no país podem, assim, comprar sua dívida no mercado secundário usando capital expatriado ou moeda estrangeira adquirida no mercado paralelo.

As conversões de dívida em exportações referem-se a esquemas por meio dos quais um futuro importador compra dos bancos a dívida de um país devedor no mercado secundário com dólares americanos, amortizando em seguida essa dívida na moeda local do país devedor e usando o produto da amortização para o pagamento de exportações desse país. O próprio credor original, alternativamente, poderá intermediar as exportações do país devedor, recebendo os pagamentos em dólares do importador e "pagando" pelo menos uma parte ao país através do cancelamento de uma porção de seus débitos originais.

Afora a dificuldade técnica discutida no parágrafo 5, as compras de volta também enfrentam problemas legais relaciona-

dos às “cláusulas de participação” de créditos consorciados que especificam que todos os participantes do crédito devem participar das eventuais compras de volta. Assim, uma renúncia a essas cláusulas teria que ser obtida dos credores originais antes de poder ser implementado tal esquema. O problema mais importante com as compras de volta, entretanto, é que um país devedor tipicamente não terá reservas internacionais suficientes para fazer um abatimento apreciável de sua dívida pendente. Conseqüentemente, as compras de volta a dinheiro significativas teriam que ser financiadas por fontes internacionais, como no recente caso da Bolívia.²

Para promover um alívio significativo da dívida, as conversões de dívida em títulos teriam que incorporar descontos que se aproximassem dos praticados no mercado secundário. Mas, neste caso, os bancos não teriam incentivo algum para efetuar a conversão. Ilustra esse fato o fracasso dos *exit bonds* introduzidos pela Argentina, em seu acordo de reescalonamento com os bancos de 1987, dado que o valor corrente dos *bonds* era então aproximadamente igual ao valor em dinheiro dos débitos argentinos no mercado secundário.³

De um modo mais geral, os bancos estariam interessados em trocas voluntárias desse tipo apenas na medida em que o preço de mercado esperado dos novos títulos fosse mais alto do que os preços da dívida antiga observados no mercado secundário. Isso efetivamente contraria a possibilidade de um alívio significativo da dívida através de conversões voluntárias em investimentos, a menos que sejam fornecidas garantias por uma terceira parte com uma reputação de crédito inquestionável, tal como o Banco Mundial. O fracasso do México, no entanto, em apropriar-se de um desconto significativo em sua recente oferta de conversão de dívida em títulos, mesmo tendo feito um depósito em obrigações do governo americano como garantia ao pagamento do principal, ilustra o ponto de que “ginásticas”

2. Com fundos fornecidos por doadores oficiais, a Bolívia espera recomprar aproximadamente a metade da dívida devida aos bancos a 11 cents por dólar.

3. Os *exit bonds* oferecidos pela Argentina eram *bonds* de 25 anos a 4%, e previam a isenção de futuros *empréstimos*.

financeiras não conseguem remover a dificuldade econômica fundamental, discutida no parágrafo 5, de se conseguir uma apropriação integral do desconto através de meios voluntários. Dada a oportunidade, os principais credores escolherão ficar de fora de um esquema de conversão a preços de mercado atuais, na expectativa de que esse esquema irá provocar um aumento do valor de mercado de seus créditos originais.

As conversões de dívida em investimentos modificam a natureza da obrigação do país devedor de dívida em participação — o que pode em princípio ser vantajoso para o devedor — mas não alteram seus compromissos externos totais, a menos que sejam criados mecanismos — como nos sistemas de leilões chileno e brasileiro — para dividir o desconto de mercado entre os investidores e o país devedor. Indiretamente, essas conversões podem também acabar se tornando apenas um complicado esquema de compra de volta, na medida em que substituem o investimento externo em moeda forte ou facilitam as “viagens de ida e volta” através do mercado de câmbio oficial.⁴

Como conseqüência das conversões de dívida em investimentos, emerge um problema fiscal quando — como tem frequentemente acontecido na América Latina — a dívida externa do setor público é convertida ou em dinheiro ou em participação no setor privado doméstico. Do ponto de vista das contas do governo, a dívida externa estaria sendo amortizada antes de seu vencimento (como redefinido pelos acordos de reescalamento com os bancos) sem a criação de uma fonte de financia-

4. Uma compra de volta a dinheiro ocorreria indiretamente quando, por exemplo, uma subsidiária de uma corporação multinacional no país devedor legalmente repatriasse capital — em dólares americanos — através do mercado de câmbio oficial, o qual é então usado por sua matriz na compra de dívida com desconto no mercado secundário de Nova York, e convertido em investimentos adicionais na mesma subsidiária. Depois de todas essas voltas, o Banco Central do país devedor encontra-se com menos dívida externa e reservas em moeda estrangeira menores. As “viagens de ida e volta” também podem ocorrer com remessas ilegais de dólares americanos através do mercado de câmbio paralelo, o que tem o efeito de aumentar o ágio da taxa de câmbio do paralelo sobre o oficial, induzindo assim — através do subfaturamento das exportações e superfaturamento das importações, por exemplo — a redução da oferta de moeda estrangeira no mercado oficial.

mento correspondente. Se não se ajusta o orçamento, ou o suprimento de dinheiro terá que ser aumentado ou a dívida interna expandida. Simplesmente manter a dívida externa nos livros do governo pode provar ser menos custoso do que qualquer uma das alternativas. Os programas de privatização envolvendo a venda de ações de empresas públicas a investidores estrangeiros poderia ser uma saída para os problemas fiscais, porém, poderia levantar sérios problemas políticos.

As conversões de dívida em exportações, finalmente, podem ser consideradas como um terceiro melhor mecanismo de promoção das exportações para setores com excesso de capacidade mas incapazes de competir no exterior (e que de outra forma teriam de ser subsidiados pelo governo), mas dificilmente seria um mecanismo viável para conseguir uma redução significativa da dívida.

Este rápido exame sugere que as alternativas abertas aos países devedores para a "apropriação do desconto" através de ações unilaterais e orientadas pelo mercado são limitadas. A ação internacional é nitidamente necessária para prover o dinheiro e/ou as garantias para as recompras e/ou conversões de dívida com desconto e para induzir os credores originais a aceitarem coletivamente as ofertas de conversão do tipo "tudo ou nada" sem criarem um pesadelo legal.

Com vistas a uma agência internacional da dívida

Foi recentemente oferecida por James D. Robinson III, presidente da American Express Company, uma proposta influente e ampla para solucionar o problema da dívida, que é a criação de um Instituto da Dívida e Desenvolvimento Internacional (IDDI).⁵ Seria uma associação do tipo *joint venture* entre o FMI e o Banco Mundial, financiada pelos governos dos maiores países desenvolvidos, e que, em troca de suas próprias obrigações, proporia aos bancos credores negociar os seus empréstimos ao Terceiro Mundo com desconto. Esses descontos então seriam

5. Cf. James D. Robinson, "A Comprehensive Agenda for LDC Debt and World Trade Growth", discurso proferido no Overseas Development Council, Washington, DC, 29.2.1988.

progressivamente passados aos governos dos países devedores na extensão em que “concordassem em abrir mercados, construir idoneidade creditícia e implementar políticas econômicas e financeiras que induzam o crescimento”.

Um ponto chave da proposta de Robinson é que os créditos do IDDI estariam subordinados a qualquer nova emissão de dívida. Isto significa que novos empréstimos teriam prioridade sobre recursos frente à dívida adquirida e possuída pelo IDDI. Essa disposição de prioridade pretende ser um fator chave para a abertura de novas fontes de crédito para o país. Não seriam permitidas “caronas”. Toda a dívida bancária soberana de um país devedor contratante teria que ser adquirida pelo IDDI. Aos bancos que escolhessem não participar seriam oferecidos *exit bonds* de rendimentos mais baixos, ou deles exigido pelos reguladores que abajassem os empréstimos a valores de mercado, sem o tratamento regulamentar especial que beneficiaria os bancos participantes.

A dívida bancária soberana dos 17 países em reescalamento cobertos pelo Plano Baker monta em torno de US\$ 250 bilhões. Se o IDDI, no extremo, adquirisse toda esta dívida, a um valor estimado de 60% do seu valor de face, seriam necessários US\$ 150 bilhões em títulos do Instituto para a troca. Dividindo-se isso em US\$ 125 bilhões em títulos consolidados e US\$ 25 bilhões em ações preferenciais, Robinson acredita que o Instituto poderia ser sustentado com US\$ 12,5 bilhões em capital de participação levantado junto aos governos patrocinadores. O capital de participação serviria como uma reserva, podendo assumir a forma de contribuição ou ser resgatável.

Em suas declarações por ocasião das reuniões de abril de 1988 do Interim and Development Committees, os ministros do G-7 repudiaram explicitamente as iniciativas de uma solução abrangente para o problema da pendência da dívida, como a que foi proposta por James Robinson, e reiteraram seu apoio inalterado à “rolagem” da crise da dívida e à abordagem do “caso-a-caso”.⁶ Mas o fato é que há uma crescente tendência

6. Cf. “Group of 7 Statement — Ministers Stress Exchange Rate Stability, Oppose Global Debt-forgiveness Plans”, *IME Survey*, 18.4.1988, p. 116.

tanto no Banco Mundial quanto no FMI de procurar soluções mais inovadoras para o problema da pendência da dívida.

A razão disso é que a "fadiga da dívida" já se faz sentir em todo lugar. Horst Schulmann, por exemplo, diretor administrativo do Instituto de Finança Internacional (um dos "cérebros" da comunidade internacional de bancos privados, sediado em Washington), diz em sua carta de 18 de março de 1988:

"... os bancos têm encontrado tensões crescentes no esforço comum do processo de empréstimos ... há dificuldades crescentes para o acerto de novos empréstimos e para conseguir uma participação geral. Existe uma preocupação sobre a segurança e a saúde dos empréstimos, seu teor e preço, a distribuição do fardo entre os ofertadores e o custo de capital de ter de fazer reservas ... para os credores também há de ter alguma 'luz no fim do túnel'".

A idéia que fundamenta o seu pensamento é a de que, "para que saiam novos empréstimos bancários em quantidades adequadas, devem ser achados meios para prover um aumento palpável no fornecimento de créditos", através de garantias explícitas do Banco Mundial. Tais garantias são na verdade uma das principais exigências dos bancos japoneses e europeus no pacote de US\$ 5,2 bilhões de dinheiro novo atualmente sendo negociado com o Brasil.

O Banco Mundial, por sua vez, preocupa-se cada vez mais com a perspectiva de expansão de seus compromissos nos países de renda média altamente endividados. Para sustentar o crescimento na faixa dos 4-5% ao ano nesses países, o Banco estima haver uma necessidade de financiamento pelos bancos comerciais na faixa de, pelo menos, US\$ 6-9 bilhões por ano. Compare-se isto com os fluxos líquidos, ocorridos nos últimos três anos, de menos de US\$ 4 bilhões ao ano, os quais se concentraram em alguns poucos países grandes, e parte dos quais se deu na forma do não pagamento de juros. O Banco acertadamente duvida que o acentuado declínio nos pacotes de dinheiro novo considerados poderá ser revertido, particularmente para alguns dos países menores. As previsões são, em realidade, de que todos os países continuarão a viver sérias dificuldades na mobilização de apoio dos bancos comerciais.

O fracasso dos países pesadamente endividados em assegurar um alívio financeiro adequado dos bancos privados e outras fontes cria problemas difíceis para o Banco Mundial. Primeiro porque os programas de ajustamento apoiados pelo Banco tornam-se subfinanciados, e, com isso, o risco de interrupções do serviço da dívida aumenta. Em segundo lugar porque a parcela correspondente ao Banco do total do serviço da dívida cresce demasiadamente, enfraquecendo a capacidade do tomador de respeitar o *status* de credor preferencial do Banco. Com isso, para manter a qualidade de sua carteira de empréstimos, o Banco tem um forte interesse em ajudar a assegurar que os países garantam um alívio financeiro adequado dos outros credores. O Banco prevê que precisará, portanto, cumprir um papel catalisador mais extensivo e diversificado em duas áreas: nos pacotes de dinheiro novo e nos esquemas de redução da dívida.

Contudo, as dificuldades de assegurar pacotes de dinheiro novo para todos, excetuando-se os maiores devedores, são provavelmente insuperáveis. O raciocínio de que se deve insistir nos pacotes de dinheiro novo para os maiores devedores também pode ser questionado. Apesar de alguns terem provado ser capazes de gerar excedentes comerciais consideráveis, em muitos a situação fiscal é um caso perdido e a inflação é desenfreada, e em nenhum deles se tem em vista um crescimento sustentável. Sob essas circunstâncias, o papel catalítico mais produtivo que o Banco poderia desempenhar é o de facilitar uma redução consensual no serviço da dívida existente e não o de incentivar um incremento adicional no estoque da dívida.

Neste ponto, a principal dificuldade reside na reação dos bancos comerciais. Alguns emprestadores comerciais podem já estar dispostos a conceder algum alívio financeiro a países de renda média cujas dívidas comerciais representem um nível relativamente pequeno de exposição em relação ao capital e/ou reservas desses bancos. Alguns deles, entretanto, estão preocupados com o "contágio" de sua posição de negociação, nos maiores países devedores, se eles concordarem em conceder alívio financeiro em outros países.

De acordo com *The Economist*, os bancos comerciais credores parecem estar divididos, *grosso modo*, em dois grupos

nessa matéria.⁷ De um lado estão os bancos regionais americanos, os grandes bancos suíços e alemães e a maioria dos japoneses, que querem e podem lançar a perda ou liquidar seus empréstimos ao Terceiro Mundo. Do outro lado estão os grandes bancos americanos de centros financeiros que ainda não podem recusar novos empréstimos para os grandes devedores ou lançar a perda dos antigos. Os bancos britânicos parecem estar numa posição similar à dos bancos de centros financeiros americanos. *The Economist*, por exemplo, calcula que se o Chase Manhattan vendesse toda a sua carteira latino-americana de por volta de US\$ 6,7 bilhões em empréstimos, incorreria numa perda de pelo menos 30-40% daquele valor a preços atuais no mercado secundário. Essa perda corresponderia a seis vezes o lucro do banco em 1986, já descontado o imposto, e não estaria muito aquém do valor total de seu capital de ações ordinárias.

Aumentar as reservas, como o CITIBANK começou a fazer em maio do ano passado, poderia ser uma resposta. De fato, alguns bancos americanos continuam a aumentar suas reservas correspondentes às dívidas terceiro-mundistas. O Continental Illinois e o First Chicago, sediados em Chicago, o Security Pacific, de Pittsburgh, e o Wells Fargo, de San Francisco, todos eles aumentaram suas reservas sobre perdas de empréstimos contra a dívida do Terceiro Mundo para aproximadamente 50% em 1987. Os bancos de Nova York, entretanto, dificilmente farão o mesmo. Custaria ao CITIBANK, por exemplo (como indicado na Tabela 2), US\$ 3,5 bilhões — ou 47% de seu capital de ações ordinárias — para dobrar os 25% em reservas feitas no ano passado contra os empréstimos ao Terceiro Mundo. Além disso, os superintendentes dos bancos tanto nos Estados Unidos como na Grã-Bretanha estão preocupados com o efeito que as provisões competitivas podem ter sobre a estabilidade de seus maiores bancos, tendo inclusive advertido os bancos contra as reservas “excessivas” referentes a seus empréstimos aos países do Terceiro Mundo, o que — de acordo com Mr. Robin Leigh-Pemberton, diretor do Banco da Inglaterra — ser-

7. Cf. *The Economist*, “A Survey of International Banking”, 26.3.1988, p. 9.

viria como uma "mensagem enganosa para os próprios devedores".⁸

A alternativa sensata ao aumento das reservas é sugerida pelo *The Economist*:

"De um modo ou de outro, os grandes bancos serão forçados a reduzir o valor fixado de suas exposições referentes ao Terceiro Mundo. Como poderão fazê-lo se, como com o Chase ou com o Manufacturers Hanover, seus capitais e ganhos são muito fracos para suportar os lançamentos de perdas e as reservas? A melhor resposta é transferir o controle acionário. Para comprar o Chase agora custaria por volta de US\$ 60 por ação, ou US\$ 4,8 bilhões. De acordo com as regras contábeis de uma transferência, a liquidação de ativos como os da dívida do Terceiro Mundo poderia ajudar a pagar a aquisição".⁹

Conclusões

Os mesmos acontecimentos que estão frustrando os pacotes de dinheiro novo contemplados no Plano Baker também estão abrindo portas para uma maior inovação em matéria de formas alternativas consensuais de alívio financeiro. Isto, entretanto, não será um processo automático. A dificuldade central parece ser a incapacidade de um grupo de bancos internacionais muito importantes de suportar as perdas em suas exposições referentes ao Terceiro Mundo, indicadas pelos preços no mercado secundário. Num esforço de proteger esses bancos, tecnicamente falidos, os reguladores bancários tanto nos Estados Unidos quanto na Grã-Bretanha estão tentando impedir que os seus sistemas

8. Cf. "Timely Warning to the Banks", *Financial Times*, 5.2.1988. Aparentemente, foi por causa de um conselho "de bastidores" dado pelo New York Federal Reserve Bank que tanto o Bankers Trust quanto o J. P. Morgan, os mais fortes bancos de centros financeiros de Nova York, decidiram não acompanhar os maiores bancos regionais americanos em aumentar suas reservas referentes à dívida do Terceiro Mundo. Cf. "New York Banks Hang Together", *The Economist*, 23.1.1988, p. 70.

9. Cf. *The Economist*, "A Survey of International Banking", 26.3.1988, p. 38.

bancários construam reservas em quantidades suficientes que possibilitem uma liquidação de seus empréstimos ao Terceiro Mundo a descontos de mercado atuais. Isto, mais do que os custos de financiar uma agência internacional da dívida, parece ser a principal pedra de tropeço no caminho de uma solução de alcance para o problema da pendência da dívida.

Essa conclusão é reforçada pelo seguinte raciocínio: com uma redução média de 50% em suas obrigações de dívida, os países endividados estariam de um modo geral capacitados a cumprir com o serviço dos 50% restantes. Teriam portanto um forte incentivo ao ajustamento, já que isso resultaria em crescimento adicional para eles em vez de pagamentos adicionais de dívida aos bancos. Um acordo em cima de pacotes de políticas poderia então ser alcançado com o Banco Mundial e com o FMI muito mais facilmente do que se consegue no presente, já que essas instituições deixariam de ser vistas pelo Terceiro Mundo como agências coletoras de dívida a serviço dos bancos comerciais. Poderiam também ser criados mecanismos financeiros através dos quais os próprios países devedores assumiriam uma parte dos riscos do não pagamento de suas próprias obrigações.¹⁰

Nessas circunstâncias, o funcionamento de uma agência internacional, combinada com a estipulação de condições e outros arranjos, poderia reduzir substancialmente o risco de baixos pagamentos e, com isso, reduzir as necessidades de capital da agência para talvez menos do que os US\$ 12,5 bilhões calculados por James Robinson.¹¹ Além disso, uma vez estabe-

10. O estilo mexicano de securitização, usando títulos do Banco Mundial em vez de títulos do Tesouro americano, seria um exemplo. Mas mesmo no caso em que o país devedor tenha pouco dinheiro, o Banco Mundial está explorando a possibilidade de fornecer garantias parciais em bases amplamente autofinanciáveis (usando com isso pouco ou nenhum capital de participação). O Banco cobraria um prêmio pela garantia de valor aproximadamente igual ao de sua obrigação e, não sendo usada a garantia, o prêmio seria devolvido ao tomador.

11. Em sua proposta, James Robinson reconhece a possibilidade de outras abordagens em termos de segurança, as quais poderiam ser "mais prontamente aceitáveis, e menos custosa, do que a proposição do I2D2 que acabei de apresentar". Uma outra proposta, recente e interessante, na tentativa de minimizar as contribuições iniciais de capital para uma

lecida a agência, alguns dos grandes devedores, como Brasil, México e Venezuela — no interesse de readquirir mais rapidamente acesso a empréstimos em bases de mercado — podem optar por oferecer diretamente aos bancos melhores negócios do que aqueles concedidos pela agência, como antecipado por Stanley Fischer antes de ir para o Banco Mundial.¹² Isso sozinho reduziria os possíveis passivos contingentes para a agência da dívida pela metade ou mais. É, portanto, irrealista argumentar que a razão da oposição do G-7 à criação de uma agência internacional da dívida reside na necessidade do comprometimento de enormes somas de dinheiro dos contribuintes.

A agência da dívida, na realidade, transferiria os riscos do setor privado para as instituições internacionais e para os governos credores. Isto, contudo, seria conseguido por um preço relativamente baixo, dado o nível de alívio da dívida que os bancos forneceria e os incentivos positivos que os devedores teriam para o ajustamento. É, portanto, no mínimo estranho que o G-7 tenha levantado essa objeção em seu comunicado de abril de 1988, já que o cumprimento do Plano Baker requereria inevitavelmente a extensão das garantias do Banco Mundial para assegurar a efetuação dos pacotes de dinheiro novo. O volume dessas garantias pode ser menor do que aquelas implicadas na agência da dívida, porém os riscos de não pagamento pelos devedores é muito maior. Daí que não se garante que os passivos contingentes das instituições internacionais e dos governos credores, no contexto de um Plano Baker melhorado, seriam menores do que num programa de redução da dívida.

Em vista da forte oposição do G-7, propostas como a de James Robinson de criação de um Instituto Internacional para a Dívida e Desenvolvimento, que estabelecesse uma nova instituição com todos os recursos para comprar de volta a dívida do Terceiro Mundo, estão provavelmente descartadas no momento. Pode não ser necessário, no entanto, criar uma agência totalmente nova para esse propósito. Estabelecer uma agência

agência da dívida está contida em Arjun Sengupta, "A Proposal for a Debt Adjustment Facility — Draft for Discussion", Washington, DC, Fundo Monetário Internacional, 8.3.1988, mimeo.

12. Cf. Stanley Fischer, "Sharing the Burden of the International Debt Crisis", *American Economic Review*, maio de 1987.

TABELA 1

Preços de mercado da dívida de países em desenvolvimento
(em porcentagem sobre o valor de face)

País	Jul. 85	Jan. 86	Jul. 86	Jan. 87	Jul. 87	Jan. 88	Jul. 88
Argentina	60-65	62-66	63-67	62-65	46-49	30-33	27-31
Brasil	75-81	75-81	73-76	74-76,5	58-61	44-47	49-53
Chile	65-69	65-69	64-67	65-68	67,5-69,5	60-63	57-60
Colômbia	81-83	82-84	80-82	—	81-83	62-65	62-65
Equador	65-70	68-71	63-66	63-65,5	45-47	33-37	30-33
México	80-82	69-73	56-59	54-57	55-57	50-52	49-52
Peru	45-50	25-30	18-23	16-19	10-12	2-7	5-8
Filipinas	—	—	—	72-76	68,5-71	50-52	48-52
Polônia	55-60	50-53	42-45	41-43,5	42-44	42-44	42-44
Romênia	85-89	91-94	86-89	86-89	86-89	81-83	78-81
Venezuela	81-83	80-82	75-78	72-74	70-72	55-57	53-55
Iugoslávia	74-77	78-81	75-78	77-81	73-75	53-55	44-47

Fonte: Shearson Lehman Brothers Inc.

TABELA 2
 Itens do balanço de bancos de centros financeiros de Nova York
 (em 30.9.1987)
 em US\$ bilhões

Itens	Bankers	Chase	Chemical	CITICORP	Manhan	Morgan
Ativos totais	56,9	100,5	78,0	200,0	75,3	78,0
Capital social votante	2,6	3,9	2,1	6,8	2,1	4,6
Pendência total — PMD*	4,0	8,7	5,9	14,0	9,2	5,4
Reservas totais	1,3	2,8	2,1	4,8	2,7	1,7
Reservas — PMD	1,0	2,0	1,4	3,5	1,9	1,4
Empréstimos de rolagem — PMD	0,6	2,5	1,1	3,7	1,5	1,3
Efeitos do aumento de reservas = PMD para 50% sobre empréstimos pendentes						
Acréscimo nas reservas	1,0	2,4	1,6	3,5	2,7	1,3
Perda percentual de capital	38	71	86	47	131	27

Fonte: *The Economist*, 23.1.1988, p. 70. Fonte original: Werthein Shroder.

* Países menos desenvolvidos.

de reconstrução da dívida junto ao Banco Mundial e ao mesmo tempo no FMI — tendo como base a experiência dos Empréstimos de Ajustamento Estrutural do Banco Mundial e da Agência de Ajustamento Estrutural, do FMI — é talvez tudo o que é preciso para projetar e controlar uma implementação ordenada de uma redução da dívida em bases do tipo caso-a-caso.¹³

A decisão final de estabelecer essa agência da dívida junto ao Banco e ao Fundo está nas mãos dos países industrializados. Mas a pressão política para chegar a esse objetivo deve ser um item prioritário na agenda dos países devedores em geral e no Conselho Latino-americano em particular.

13. Para pontos de vista semelhantes, veja Jeffrey Sachs e Harry Huizinga, "U.S. Commercial Banks and the Developing-country Debt Crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1987: 555-601, e Roy Culpeper, *The Debt Matrix*, Ottawa, Canada, The North-South Institute, abril de 1988.