

Uma proposta de linha de crédito para reestruturação de dívida*

Arjun K. Sengupta**

Introdução

Em seu relatório de agosto de 1987, os ministros do Grupo dos 24 países em desenvolvimento das instituições Fundo-Banco propuseram uma abordagem para a questão da dívida que identificava a magnitude da dívida pendente como o problema mais crucial a ser enfrentado. Eles instaram o Fundo a desempenhar um papel importante, passando “da administração da crise à resolução do problema”, e a adotar “uma abordagem de reconstrução da dívida” que incluísse, entre outras coisas, cancelamentos graduais do excesso de dívida pendente, com base em uma avaliação adequada da capacidade de um país de pagar o serviço da dívida.

Nos parágrafos seguintes, pretendo esboçar uma proposta de criação de uma Linha de Crédito para Reestruturação de Dívida (LCRD) no âmbito do Fundo, a qual, creio, é uma ela-

* Publicado originalmente em *The World Economy*, volume II, n.º 2, junho de 1988. Traduzido por Octacílio F. Nunes Jr. e revisado por Gilberto Tadeu Lima.

** Diretor-representante da Índia no Fundo Monetário Internacional.

boração da abordagem supracitada.¹ Como a maioria das propostas nessa área, alguns de seus aspectos são semelhantes a outros esquemas já cogitados. Mas ela desenvolve uma abordagem para sua conclusão lógica, explicando detalhadamente a exequibilidade e a conveniência do esquema como um todo do ponto de vista dos devedores, dos credores e da comunidade internacional.

A proposta com a qual talvez ela tenha maior afinidade é a que Okita, Jayawardena e eu fizemos de uma Linha de Crédito para Reconstrução de Dívida em nosso *Wider Study* n.º 2, que foi publicado em Tóquio em maio de 1987.² Aquela proposta se baseava em uma ação internacional prévia para reduzir a dívida pendente sem afetar o acesso ao crédito dos países endividados, para facilitar acréscimos subseqüentes de novos empréstimos. O mecanismo institucional sugerido para pôr isso em prática, entretanto, era não só muito ambicioso, mas também excessivamente orientado pelas preferências de mercado existentes para obter todos os benefícios da iniciativa.³

1. Estou fazendo essa proposta por minha própria conta, sem comprometer nenhum de meus superiores, que represento na Diretoria Executiva do Fundo, ou qualquer dos membros do Grupo de Trabalho que preparou a minuta do relatório para os ministros do G-24 em 1987.

2. "Mobilizing International Surpluses for World Development: A Wider Plan for a Japanese Initiative", relatório de um grupo de estudo composto por Saburo Okita, Lal Jayawardena e Arjun Sengupta, Instituto Mundial para Pesquisa Econômica sobre Desenvolvimento, da Universidade das Nações Unidas, Helsinque, Finlândia. Esse relatório foi publicado em Tóquio em maio de 1987, e é uma continuação de um estudo anterior (*Wider Study Group Series*, n.º 1, abr. 1986).

O Relatório do Grupo dos Vinte e Quatro Ministros se baseou no relatório de um grupo de trabalho elaborado em março de 1987. Ver *IMF Survey*, 10.8.1987, Suplemento ao Relatório do Grupo dos 24 Delegados, Washington, D.C.

3. O mecanismo deveria operar com um pequeno capital integralizado, mas um grande capital subscrito, com uma alta taxa de alavancagem, emitindo títulos de longo prazo para trocar pelas dívidas dos PMD com desconto de mercado. Era semelhante à proposta de Percy Mistry (posteriormente publicada na revista *Banker*, de setembro de 1987), a qual por sua vez era inspirada nas propostas anteriores de Felix Rohatyn, do Representante John LaFalce e do Professor Peter Kennen.

Na proposta que fazemos neste texto o FMI deve desempenhar um papel-chave, por meio do estabelecimento de uma Linha de Crédito para reestruturação de dívida e da organização de uma ação internacional prévia como um acerto extramercado para reestruturar a dívida pendente de um país. O objetivo é melhorar o funcionamento dos mercados de capital internacionais por meio, em primeiro lugar, da eliminação da excessiva dívida pendente, após o que as forças normais de mercado deveriam ser capazes de atender às necessidades dos países endividados. Diferentemente dos outros esquemas, onde títulos e dívidas são permutados no mercado e os custos e ganhos são repartidos entre os participantes por meio de uma espécie de leilão ou barganha de mercado, em nosso esquema eles são determinados por meio de negociações, com trocas transparentes fora do mercado. Essa nova Linha de Crédito emitiria sua própria dívida na forma de títulos LCRD garantidos, em troca de uma parte da dívida de um país específico com os bancos credores a um preço combinado, relacionado, mas não necessariamente igual, ao preço no mercado secundário. Os bancos credores cancelariam outra parte da dívida desse país e conservariam o restante, além dos títulos LCRD de alta qualidade. Essa Linha de Crédito reemitiria os créditos contra o país devedor com a mesma programação de pagamentos que a dos títulos LCRD. O país devedor concordaria em adotar as medidas de política econômica de um programa do Fundo como contrapartida de um alívio significativo em sua dívida pendente.

Esse “ajuste extra-mercado” da dívida existente seria sem dúvida influenciado por suas características de mercado; e o objetivo seria obter o grau máximo de negociabilidade das dívidas dos países menos desenvolvidos (PMD). Isso exigiria uma negociação coordenada sob a liderança de uma organização intergovernamental como o FMI, que tem autoridade para persuadir todas as partes interessadas a alcançarem um acordo sobre a repartição dos custos e benefícios, e a levarem a cabo suas obrigações subseqüentes em seu próprio interesse de longo prazo. O Fundo deveria também assumir, em nome da comunidade internacional, uma parte do custo dessa operação, a qual se espera que beneficie ao longo do tempo não apenas os devedores e credores mas também o próprio sistema internacional.

De fato, o envolvimento do Fundo seria um reconhecimento explícito da completa ligação entre o problema da dívida e o funcionamento do sistema monetário internacional.

Nossa escolha do FMI como o *locus* da Linha de Crédito proposta é ditada pela lógica da proposta e pela realidade das relações financeiras internacionais existentes. Não significa uma velada aprovação da maneira como o Fundo tem atuado nessa área. De fato, para muitos dos países devedores deve haver uma melhora substancial nos métodos de operação do Fundo, assim como na abordagem das políticas prescritas. Não trataremos aqui dessas questões, as quais, de qualquer maneira, deveriam ser examinadas seriamente.⁴ Mas, dada a maneira como o mundo está hoje organizado, localizar a Linha de Crédito no FMI deve ser mais eficiente em termos de custo, com uma razoável credibilidade de todo o esforço, necessária para que ele seja bem-sucedido. O Banco Mundial e outras instituições financeiras de desenvolvimento terão também de desempenhar importantes papéis complementares, os quais discutiremos depois. Essas instituições, contudo, não podem substituir a função do Fundo como instituição cooperativa que sustenta a reestruturação com recursos fornecidos por contribuições diretas dos governos, quando necessário, a um custo e de acordo com métodos determinados por uma política internacional deliberada.

A *rationale* do esquema proposto

A *rationale* do esquema se baseia na proposição de que, para a maior parte dos países devedores problemáticos, não há solução possível para o problema da dívida a menos que o tamanho de sua dívida acumulada, ou pendente, seja reduzido. Isso ocorre porque esses países tomaram empréstimos demais, ou os bancos lhes emprestaram demais, não importando como isso seja visto, nos anos que precederam o princípio da crise da dívida em 1982. As condições econômicas nesses países, assim como no mundo, mudaram de tal maneira em relação às exis-

4. Elas foram tratadas exaustivamente no Relatório do Grupo de Trabalho do G-24, mencionado acima.

tentes no final dos anos 70 que grande parte da dívida contraída por eles àquela época não é mais pagável.

É inútil querer dividir a responsabilidade por essa mudança. Os bancos em conjunto emprestaram demais, além do que seria prudente, superexpondo-se em empréstimos concentrados em poucos países, devido a um erro no cálculo dos riscos que tal procedimento envolvia. Cada um dos bancos estendeu demasiadamente os empréstimos de curto prazo, esperando com isso reduzir seu comprometimento antes que os problemas surgissem. Eles não previram os efeitos do fato de todos os bancos seguirem a mesma estratégia. Os países devedores contraíram dívidas demais esperando que as taxas de juro reais baixas, ou mesmo negativas, se mantivessem indefinidamente. Eles se endividaram principalmente para manter, quando não aumentar, o nível do consumo, sem investir em formação de capital e desenvolvimento tecnológico. As instituições reguladoras dos diferentes países nos quais os bancos credores estão sediados foram em parte também responsáveis, ao tolerar as práticas contábeis dos bancos que permitiram a eles manterem taxas de dividendos atraentes mesmo quando o valor efetivo de seus ativos estava depreciado. Os governos dos países industrializados também estimularam os empréstimos aos países em desenvolvimento de renda média, de modo que os bancos privados pudessem desempenhar um papel decisivo no processo de reciclagem após o choque do petróleo de 1979, como haviam feito, com sucesso, a reciclagem do superávit gerado após o primeiro choque do petróleo.⁵ Com efeito, a OCDE, o FMI e outros importantes organismos internacionais que elaboram previsões continuaram a projetar grandes superávits de petróleo. Eles dificilmente teriam previsto a reviravolta de 1980-1982 e as drásticas mudanças de política econômica dos países industrializados, apertando as políticas monetárias, elevando as taxas de juros e contraindo a demanda, as quais em conjunto produziram a pior recessão desde os anos 30.

As taxas de juros reais, que foram, em média, de 0,7% no período 1973-1980, elevaram-se para 6,7% no período de 1980-1985. As taxas de juros nominais também se elevaram, de 8,4%

5. Essa questão foi levantada por Lord Lever e Christopher Huhne: *Debt and Danger*, Penguin Books, Londres, 1985.

para 12%, entre esses dois períodos.⁶ Houve uma pequena alteração nessa tendência nos últimos dois anos; em 1986, uma queda na LIBOR foi mais que compensada pelos baixos preços do petróleo e em 1987, enquanto os preços do petróleo recuperaram-se em média 25%, houve uma sensível elevação na LIBOR de seis meses para empréstimos em dólar. Além disso, uma queda drástica nos preços das *commodities* levou a uma mudança ainda maior nos termos de troca. O *World Economic Outlook* 1987, do FMI, mostra que, para os países em desenvolvimento importadores de capital com dificuldades recentes para servir a dívida, os termos de troca cresceram a uma taxa média de 2,2% ao ano entre 1973 e 1982. A partir daí, caíram quase constantemente a uma média de 2,68% ao ano entre 1983 e 1987. Houve um aumento nos preços dos produtos primários em 1987, muito provavelmente como uma resposta à desvalorização do dólar, mas a maior parte desse aumento se deu nos preços dos produtos primários não alimentares, que não são os principais itens das exportações dos países em crise de endividamento. Exceto no caso do Chile, que se beneficiou da elevação dos preços dos metais, como o cobre, os principais produtos de exportação latino-americanos, tais como açúcar, trigo, carne, café e cacau, não tiveram aumentos de preço.⁷ De fato, para os países latino-americanos como um todo, os termos de troca começaram a cair drasticamente a partir do início de 1981 e ao longo dos anos seguintes, sendo que entre 1981 e 1986 a taxa média de declínio dos termos de troca latino-americanos foi de cerca de 3,5% ao ano.⁸

A perda de renda real causada pela abrupta deterioração dos termos de troca dos países altamente endividados poderia, por si só, ter tornado muito difícil para esses países servir as dívidas contraídas antes que tal deterioração começasse. Os pro-

6. Um relatório para a Comissão Trilateral: *Restoring Growth in the Debt-Laden Third World*, abr. 1987, p. 75.

7. Jeffrey Sachs e Harry Huizinga, *Brookings Papers, Activity 2, U.S. Commercial Banks and Developing Country Debt Crisis*, 1987, p. 560.

8. Dados da CEPAL citados por Andres Bianchi em "Adjustment in Latin America, 1981-86", in *Growth Oriented Adjustment Programs*, Simpósio FMI/Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial, 1987, p. 184.

blemas foram completados com as grandes elevações das taxas de juros reais, que provavelmente não poderiam ser financiadas pelas taxas de retorno da aplicação dos recursos emprestados anteriormente a custos insignificantes. Isso coincidiu com o fortalecimento do dólar norte-americano, no qual a maior parte da dívida era denominada, o que aumentou ainda mais o peso do serviço da dívida.

Um país que contraiu uma dívida substancial por meio da absorção de grandes fluxos de capital externo durante um período deve fazer pagamentos de juros e amortização ao longo de períodos subseqüentes, e a transferência de recursos (definida como o decréscimo no endividamento líquido mais a saída de receita de capital líquida) dos devedores para os credores pode ser considerada como o custo de uso de recursos externos num período passado. Mas se os pagamentos de juros passam a ser muito maiores do que se esperava que fossem em termos de probabilidade normal, e se o próprio valor de face da dívida contraída também muda consideravelmente — devido a uma valorização da moeda na qual a dívida é denominada muito superior aos cálculos de risco levados em conta pelos devedores —, o peso do serviço da dívida excederá de longe o custo. Conseqüentemente, os problemas teriam sido difíceis de resolver mesmo que os recursos tivessem sido usados adequadamente e obtido a taxa de retorno normal, superior ao custo ao qual as dívidas foram contraídas.

Nesse contexto, a capacidade de um país devedor de servir sua dívida dependeria da magnitude da transferência de recursos requerida desse país. Uma transferência líquida de recursos positiva, seja devido a um decréscimo no endividamento líquido do país — quando os novos empréstimos são menores do que a amortização dos empréstimos antigos mais a saída de receita de capital líquida, por conta de juros, lucros, etc. —, seja devido a um aumento no endividamento líquido que é menor que a saída de receita de capital líquida, significa que o país está exportando mais bens e serviços do que é capaz de importar. Os recursos usados para produzir essas exportações extraordinárias não estarão disponíveis para uso interno no país devedor, para aumentar o consumo ou o investimento. Se essa perda de consumo potencial, devida à transferência de recursos para cum-

prir os compromissos de pagamento do devedor, for maior que o acréscimo em consumo e investimento tornado possível pelo uso dos recursos emprestados do exterior quando a dívida foi contraída, o país, com o passar do tempo, piorará sua situação. Mesmo que o benefício intertemporal líquido não seja negativo, pode ser que o custo ou o peso da dívida seja grande demais para o país durante um período, no caso de a magnitude da transferência líquida de recursos do país devedor em um determinado ano ser grande quando comparada a seu nível corrente de consumo e de renda.

Até por volta de 1982, os 15 países altamente endividados tiveram um aumento anual no endividamento líquido significativamente maior do que a saída de receita de capital líquida. Na Tabela 1 pode-se ver, entretanto, que de 1983 em diante, o aumento no endividamento líquido reduziu-se bruscamente e a saída de receita de capital líquida superou de longe aqueles montantes, gerando uma substancial transferência de recursos desses países. Em relação ao PNB, a transferência de recursos desses 15 países foi de 2,5% em 1983, 4,4% em 1984 e 4,2% em 1985. A despeito disso, não houve nenhum sinal de alívio em seus problemas de endividamento. A relação dívida/PIB para esses países cresceu de 41,7% em 1982 para 48,4% em 1986; a relação dívida/exportações aumentou de 289,8% em 1982 para 337,9% em 1986.⁹

Essa situação tornou-se insustentável, e isso fica claro se essas grandes ordens de transferências de recursos forem confrontadas com o crescimento em termos reais do PIB *per capita* desses países. Para os mesmos 15 países altamente endividados, o crescimento do PIB *per capita* real tornou-se negativo em 1981, manteve-se declinante até 1984 e voltou a ser positivo só em 1985, à pequena taxa de 0,9% (1,4% em 1986).

Nesse contexto, é claro que uma maior transferência de recursos desses países é econômica e, certamente, politicamente insustentável. Sem uma substancial transferência adicional de recursos para esses países parece haver pouca esperança de que suas relações dívida/PIB e dívida/exportações caiam significa-

9. Relatório para a Comissão Trilateral, *op. cit.*, Tabela 5, p. 22, e Tabela 3, p. 8.

TABELA 1

Transferência de recursos e situação da dívida de quinze países altamente endividados*

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Transferência de recursos de 15 países altamente endividados (US\$ bilhões)								
A. Aumento no endividamento líquido (déficit em conta corrente)	—	29,5	50,3	50,6	15,2	0,6	0,1	—
B. Saldo da balança de serviços (juros, lucros, etc.)	—	-16,7	-26,1	-37,8	-36,2	-38,9	-37,5	—
C. Transferência de recursos (A + B)	—	12,8	24,2	12,8	-21,0	-38,3	-37,4	—
D. Transferência de recursos em percentagem do PNB	—	1,5	2,5	1,4	-2,5	-4,4	-4,2	—
Relação dívida/PIB ¹ (em percentagem) de 15 países altamente endividados	30,2	30,8	34,6	41,7	47,0	46,8	46,3	48,4
Relação dívida/exportações ¹ de 15 países altamente endividados	182,3	167,1	201,4	269,8	289,7	272,1	284,2	337,9
Crescimento do PIB <i>per capita</i> real (em percentagem) de 15 países altamente endividados	3,62	2,6	-1,6	-2,7	-5,5	-0,1	0,9	1,4

Fontes: IMF, *World Economic Outlook*, abr. 1987; *Report to the Trilateral Commission (Relatório para a Comissão Trilateral)*, The Triangle Papers: 33, 1987.

* Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa do Marfim, Equador, México, Marrocos, Nigéria, Peru, Filipinas, Uruguai, Venezuela e Iugoslávia.

¹ Exclui dívida com o FMI.

² Refere-se à taxa composta de variação anual, média do período 1969-1978.

tivamente. Se houvesse substanciais empréstimos novos a esses países, o montante de recursos por eles transferidos teria se tornado menor e os recursos assim liberados poderiam ser investidos para aumentar o crescimento do PIB e das exportações. O paradoxo dessa situação é que não se pode esperar que esses empréstimos novos estejam disponíveis no mercado quando as atuais relações dívida/PIB e dívida/exportações implicam uma transferência de recursos de tal ordem que é considerada insustentável. Em outras palavras, para os países de renda média cuja principal fonte de capital internacional são os fluxos de mercado, as características da dívida existente se tornaram quase um beco sem saída, com muito poucas chances de ruptura, a menos que algo seja feito para reduzir o tamanho da dívida acumulada.

Pelo comportamento dos preços de mercado pode-se ver que esse diagnóstico da situação está de acordo com as percepções de mercado. Um bom indicador dessas percepções é o preço de compra, nos mercados secundários, dos créditos das instituições financeiras contra os países devedores problemáticos. Os dados desses preços de compra são agora publicados regularmente e, embora o tamanho do mercado secundário não seja ainda muito grande, são suficientemente firmes para indicar que a maioria dos participantes do mercado espera que a maior parte das dívidas dos países devedores não seja paga. O preço de compra de um crédito de US\$ 100 no mercado secundário em julho de 1987, por exemplo, era de US\$ 47 para a Argentina, US\$ 55 para o Brasil, US\$ 67 para o Chile, US\$ 53 para o México, US\$ 67 para as Filipinas, e apenas US\$ 10 para a Bolívia e US\$ 11 para o Peru. Tomando o conjunto dos países devedores problemáticos, enquanto o valor da dívida total com as instituições financeiras no final de 1986 era de cerca de US\$ 155 bilhões, seu valor no mercado secundário em julho de 1987 era de apenas US\$ 105,5 bilhões, só 54% de seu valor de face.¹⁰

Defeitos da atual estratégia em relação à dívida

Desde a irrupção da crise da dívida de 1982, a estratégia internacional em relação à dívida, embora diferindo em detalhes

10. Jeffrey Sachs e Huizinga, *op. cit.*, Tabela 18, p. 600, e Tabela 1, p. 556.

dependendo da especificidade de cada caso, teve mais ou menos o objetivo geral de proteger o valor dos ativos dos bancos correspondentes às dívidas dos PMD. O pressuposto subjacente era que os países altamente endividados enfrentavam, em primeiro lugar, um problema de liquidez e que se, de algum modo, os compromissos pudessem ser postergados e tais dificuldades temporárias de falta de liquidez pudessem ser superadas, tudo seria resolvido e os valores dos ativos seriam recuperados. Não se havia reconhecido que mesmo esse problema de liquidez não poderia ser resolvido a não ser que os próprios valores do estoque fossem reajustados. Se os valores dos créditos contra um país endividado haviam se depreciado, mas continuavam a figurar nos livros dos bancos pelo seu valor de face, seria muito improvável que esses bancos aumentassem sua exposição e oferecessem novos empréstimos àqueles países. Isso provavelmente ocorreria mesmo se os bancos tivessem total confiança na política econômica vigente naqueles países e em sua capacidade de produzir uma taxa de retorno líquida sobre os novos investimentos. Se a dívida pendente não podia ser excluída de seus livros, e os valores depreciados não eram separados dos novos empréstimos, o valor médio esperado de seus créditos seria tão menor do que o valor de face que desestimularia todos os novos investimentos.

Na primeira fase da estratégia internacional em relação à dívida, entre 1982 e 1985, tentou-se alcançar acordos sobre reescalonamento das dívidas, alongando-as para períodos maiores e reduzindo os problemas de fluxo de caixa anual dos países devedores. Isso foi acompanhado de substanciais ajustes de política econômica por parte de muitos desses países, submetidos a programas apoiados pelo Fundo. Supunha-se que, se se cuidasse dos problemas temporários de liquidez, e políticas de estabilização baseadas em austeridade recuperassem o equilíbrio do balanço de pagamentos, os países seriam capazes de fazer os pagamentos e recuperar a confiança dos mercados comerciais, de modo que os bancos voltariam a emprestar a esses países em uma escala adequada. No final, muitos países geraram superávits de exportação consideráveis e a maioria deles cumpriu totalmente suas obrigações. Mas isso não ajudou a retomada de novos empréstimos. Mesmo quando os déficits no balanço de pa-

gamentos foram corrigidos, a contração econômica reduziu a capacidade desses países de servir os encargos da dívida em um nível sustentado. A magnitude da transferência de recursos implicada no serviço do estoque da dívida era claramente considerada pelos bancos como política ou economicamente insustentável. O estoque da dívida ainda era considerado excessivo.

Pode-se dizer que o Plano Baker, de 1985, delimitou a segunda fase da estratégia internacional em relação à dívida, quando se aceitou que, a menos que fosse assegurado um razoável crescimento do produto, o ajuste dos países devedores e a transferência de recursos para efetuar os pagamentos não seria sustentável. Havia dois alicerces na estratégia de Baker. Primeiro, haveria uma mudança na postura política em relação aos países endividados e ao invés das usuais políticas contracionistas de administração da demanda, voltadas para produzir superávits comerciais imediatos para financiar os pagamentos, os países deveriam ser estimulados a adotar políticas de ajuste voltadas para o crescimento e o aumento da oferta. Em segundo lugar, para apoiar tal ajuste voltado para o crescimento, haveria disponibilidade de dinheiro novo para esses países endividados. Propunha-se que o Banco Mundial e outros bancos regionais de desenvolvimento emprestassem US\$ 9 bilhões adicionais ao longo de três anos aos países participantes do esquema, de uma maneira mais flexível do que as formas tradicionais de empréstimo por projeto. Adicionalmente, supunha-se que os bancos comerciais fornecessem US\$ 20 bilhões em dinheiro novo também ao longo de três anos, o que representava um aumento anual de cerca de 2,5% sobre sua atual exposição nesses países. Novamente supunha-se que, se esses países seguissem as políticas de ajuste voltadas para o crescimento e as instituições financeiras internacionais, inclusive as agências multilaterais e os bancos comerciais, aumentassem seus novos empréstimos de uma maneira concertada em apoio a essas políticas, a produtividade desses empréstimos adicionais cresceria tanto que as taxas efetivas de retorno justificariam a expansão dos novos empréstimos. O mercado, desafortunadamente, não compartilhou desse otimismo, e houve muito poucos novos empréstimos dos bancos comerciais aos países endividados. Alguns deles, mesmo sem qualquer dinheiro novo adicional significativo, efetuaram mu-

danças em suas políticas econômicas e produziram crescimentos significativos de produto e exportações. O mercado continuou a não acreditar que essa reviravolta pudesse ser mantida e que a transferência de recursos necessária para cumprir os compromissos de pagamentos da dívida existente era sustentável por qualquer período de tempo.

Que a percepção de mercado da capacidade de pagar dos países devedores não melhorou, a despeito dos esforços internacionais de reescalonamento da dívida, dos empréstimos concertados, dos aperfeiçoamentos de política econômica, ou da estratégia de Baker, aparece dramaticamente se se observam as mudanças nos preços das dívidas dos países devedores problemáticos no mercado secundário ao longo dos três últimos anos. Embora os dados nem sempre sejam comparáveis, por terem sido coletados por diferentes agências em diferentes momentos, e nem sempre estejam disponíveis para a maioria dos países, a tabela seguinte fornece as tendências dos preços de compra no mercado secundário da dívida de alguns países devedores problemáticos, no período de novembro de 1985 a outubro de 1987. Ela evidencia claramente a contínua perda de confiança do mercado, ao longo desse período, na capacidade de esses países pagarem (Tabela 2). No caso dos três maiores devedores da América Latina, Argentina, Brasil e México, os preços no mercado secundário de suas dívidas pendentes diminuiu quase à metade entre novembro de 1985 e outubro de 1987.

A despeito da pesada queda no valor de mercado dos empréstimos a esses países, os bancos comerciais continuaram a manter esses créditos em seus livros por seu valor de face. Os reguladores oficiais particularmente nos Estados Unidos, têm freqüentemente sido muito flexíveis em permitir que esses valores contábeis sejam mantidos, de modo que não haja uma saída alarmada dos bancos. Eles também permitiram que os bancos apresentassem os pagamentos de juros recebidos como receitas correntes, mesmo quando esses pagamentos estavam claramente casados a novos empréstimos. Seus ganhos correntes declarados, conseqüentemente, não refletiam plenamente o estado de suas solvências. O preço das ações desses bancos, contudo, refletiu a avaliação pelo mercado secundário de sua exposição. Há estu-

TABELA 2

Preços de compra no mercado secundário da dívida dos PMDs,
vários períodos, nov. 1985 a out. 1987
(em dólares)

País	Novembro 1985	Agosto 1986	Abril 1987	Julho 1987	Outubro 1987
Argentina	n.d.	66	60	47	34
Brasil	75-83	76	63	55	38
México	78-82	56	59	53	47
Peru	32-36	n.d.	17	11	5
Equador	n.d.	65	56	45	30

Fontes: nov. 1985, *Economist* (16.11.1985); ago. 1986, *Euromoney*, ago. 1986, p. 71; 1987, dados da Salomon Brothers, Inc., "Indicative Prices for Less Developed Country Bank Loans", 20.4.1987; 20.7.1987 e 6.10.1987. Reproduzido de Sachs e Huizinga, *op. cit.*

Obs.: os números são o preço de compra para um crédito de US\$ 100 no mercado secundário.

n.d.: não disponível.

dos que mostram um significativo efeito negativo da exposição aos devedores PMD sobre preços das ações dos bancos.¹¹

Em 1982, quando irrompeu pela primeira vez a crise mexicana, a posição dos bancos era muito vulnerável. A situação melhorou significativamente ao longo dos últimos anos. O capital bancário de todos os bancos norte-americanos cresceu 64,4% entre o final de 1982 e o final de 1986. Para todos os outros bancos o crescimento foi de 66,8% durante esse período. A exposição total dos PMD como porcentagem do capital bancário caiu, durante o mesmo período, 29% para o conjunto dos bancos americanos e 52% para todos os demais bancos. Enquanto a dívida dos PMD representava 10% dos ativos totais dos bancos norte-americanos em 1981, agora representa menos de 7%. Para o sistema bancário global, a dívida dos PMD como

11. Steven Kyle e Jeffrey Sachs, *Developing Country Debt and the Market Value of Large Commercial Banks*, NBER, Working Paper n.º 1970, set. 1984.

porcentagem dos ativos totais do sistema caiu de 8% para 4% durante esse período. Os bancos japoneses e europeus fortaleceram ainda mais sua posição por causa dos movimentos das taxas de câmbio, que melhoraram suas relações de capital por meio da redução do valor de suas dívidas dos PMD denominadas em dólar. Adicionalmente, muitos bancos fizeram substanciais provisões para perdas sob a forma de aumento de reservas.

Os bancos, conseqüentemente, agora estão numa posição melhor para admitir reduções no valor contábil em suas vendas de dívidas dos PMD com desconto nos mercados secundários. De fato, se os preços das ações dos bancos estão relacionados negativamente ao tamanho de sua exposição aos países devedores problemáticos, eles teriam um incentivo para vender essas dívidas nos mercados secundários antes que seus valores se depreciassem ainda mais. Muitos bancos realmente já começaram a fazê-lo, descontando crescentemente suas dívidas PMD nos mercados secundários. Mas o benefício dessas reduções não é repassado aos devedores. Ao contrário, ele se restringe a seus compradores. Se essas reduções pudessem ser eficientemente organizadas, e se o que os credores estão dispostos a conceder pudesse ser repassado inteiramente aos devedores, isso aumentaria a estabilidade sistêmica por meio da redução da dívida pendente. Isso aliviaria substancialmente as pressões sobre os compromissos do serviço da dívida, permitiria aos países devedores adotarem políticas apropriadas e aumentarem suas taxas de investimento, e conseqüentemente elevarem suas taxas de crescimento. Nesse processo, a classificação de risco da dívida remanescente melhoraria.

Em outras palavras, um ajuste sistemático da dívida para reduzir a dívida existente dos países devedores problemáticos é benéfica não só para eles, mas também para as instituições credoras e o sistema como um todo. O valor presente da capacidade estimada de um país para pagar ou transferir recursos se reflete no valor de mercado da dívida. Se o valor contratual da dívida não for colocado em conformidade com o valor de mercado, o resultado será uma de duas possibilidades alternativas. O país poderia ser forçado a fazer pagamentos que ultrapasassem sua capacidade sustentável, por meio do sacrifício do consumo em um nível politicamente intolerável, ou da redu-

ção do investimento e da taxa de crescimento da renda. A consequência inevitável disso seria uma eventual interrupção dos pagamentos por parte do país devedor. A outra alternativa seria as instituições credoras, junto com as agências multilaterais e possivelmente também os governos credores, organizarem empréstimos concertados para cobrir hiatos entre as obrigações totais de pagamento e a capacidade máxima de pagar. Contudo, se tais empréstimos não forem substancialmente maiores do que esse hiato, de modo que o país fique sem um montante adequado de recursos para investir após cumprir os compromissos de pagamento, para assegurar um aumento em sua capacidade de pagar, esses empréstimos apenas se somarão ao valor existente da dívida. Nesse caso o problema da dívida do país apenas aumentará e o valor de mercado da dívida continuará a cair. Conseqüentemente, é necessário efetivar um arranjo confiável para assegurar um cancelamento que abriria o caminho para uma eventual saída daquele país do endividamento.

Uma Linha de Crédito para Reestruturação da Dívida

O objetivo da Linha de Crédito que estamos propondo é dividir os custos e benefícios da reestruturação da dívida entre credores, devedores, agências multilaterais e governos internacionais, por meio de negociações, tomando as cotações de mercado como um guia, mas não necessariamente um determinante, do resultado final. A proposta é transferir aos devedores, na máxima extensão possível, os descontos no valor das dívidas pendentes que os credores estão dispostos a conceder, sob uma disciplina política elaborada com o FMI, no entendimento de que quanto maior for o alívio concedido aos devedores, maior a melhora nas perspectivas de investimento, crescimento e pagamento. Os bancos concordariam em aceitar o ajuste do valor de uma parte de suas exposições aos PMD, aceitando em seus livros uma perda que o mercado já impôs a seus ativos, mas numa expectativa mais confiante de que a operação subsequente do plano, por meio dessa Linha de Crédito, melhoraria o valor da dívida remanescente.

A Linha de Crédito terá que conduzir três transações simultâneas que precisam ser coordenadas, pelo fato de a natureza

dos acordos e resultados de qualquer uma das transações ter um efeito entre as outras. Mas conceitualmente elas são transações separadas que deveriam ser tratadas individualmente. São, em primeiro lugar, transações entre a Linha de Crédito para Reestruturação de Dívida e as instituições credoras de um país devedor; segundo, entre a Linha de Crédito e o país devedor participante; e terceiro, entre o país devedor e as instituições credoras, assim como as agências multilaterais de desenvolvimento, tais como o Banco Mundial e os bancos regionais de desenvolvimento.

Mesmo antes de as negociações começarem de fato, deverá haver um acordo sobre a escolha do país devedor e das instituições credoras. Como essas transações devem se basear essencialmente em negociação, a escolha dos participantes seria também um tema de negociação. Em outras palavras, nem todos os países devedores deveriam participar desse esquema, embora em geral se um país concordar em aceitar os termos e condições do esquema e estiver inteiramente comprometido com a implementação das políticas econômicas propostas, ele deva ser autorizado a participar do esquema. Mas, em princípio, a LCDR teria uma liberdade de manobra na escolha do país participante. Se ela não tiver confiança suficiente no compromisso político do país, ou se os países credores não se dispuserem a assumir a responsabilidade financeira por obrigações eventuais, ou se a qualidade das dívidas existentes for tal que os ajustes marginais do tipo que estamos propondo provavelmente não diminuirão os problemas sem que haja uma redução por atacado no valor da dívida, ou, ainda, se não for possível um acordo entre os bancos e o Fundo e o país em questão, deveria ser possível que a LCDR excluísse o país de sua cobertura.

Quanto aos bancos credores, o objetivo deveria ser o de trazer a maior parte deles, ou pelo menos os maiores, para o esquema. Há evidentemente a possibilidade de que algumas instituições optem por correr por fora, tentando se beneficiar da eventual melhora na qualidade dos créditos sem aceitar os custos assumidos pelos outros bancos. Para evitar isso, pode ser necessário conceder o *status* de prioridade, nos pagamentos futuros feitos pelo país, às instituições bancárias participantes, cumprindo as obrigações com essas instituições antes das outras.

Nas transações entre os bancos credores e o Fundo, a LCDR emitirá sua própria dívida em troca de um valor estipulado da dívida do país participante detida pelas instituições credoras, a um preço negociado. As dívidas lançadas pela Linha de Crédito terão duas características. Seu principal será restituível após um período, digamos de 15 ou 20 anos, em um único pagamento no ano do vencimento. Em segundo lugar, os pagamentos de juros serão calculados a uma taxa equivalente à taxa dos direitos especiais de saque (DES); por exemplo, se os títulos forem denominados em dólar, a taxa de juros seria calculada segundo a taxa, livre de riscos, de rendimento dos Títulos do Tesouro dos EUA de seis meses de, digamos, 6,5%.

Desse modo, a extensão do desconto e o montante da dívida que os bancos credores descarregariam e que a Linha de Crédito ajustaria seriam determinados por meio de negociações. Os bancos credores estariam reduzindo sua exposição aos países devedores problemáticos, em troca de um título seguro e de alta qualidade lançado pela LCDR, de um modo que será mais atraente do que se tivessem de fazê-lo diretamente no mercado de capitais. Adicionalmente, haverá uma garantia do pagamento de juros sobre esses títulos, pois esses são créditos contra a Linha de Crédito e, por meio desta, o Fundo. Isso poderia ser protegido pela provisão que a Linha de Crédito constituiria nos recursos gerais do Fundo, para o caso de haver escassez de liquidez. O principal desses títulos deve ser assegurado pelos países industrializados, que carregariam essa obrigação eventual em seus próprios livros sem compensação. Eles poderiam fazer isso emitindo títulos sem rendimento contra si próprios, em uma proporção combinada, de modo que não haja nenhuma despesa orçamentária, exceto um compromisso de que, após 15 ou 20 anos, se o país devedor contratante for ainda incapaz de pagar o principal, esses países aceitarão o encargo do pagamento. O valor presente desse encargo seria pequeno e dever-se-ia tentar rolá-lo de novo no caso de esses pagamentos do principal não serem plenamente realizados.

A probabilidade de que os países credores tenham que fazer alguns pagamentos por conta da amortização do principal depois de 15 ou 20 anos é pequena e conseqüentemente não deve ser motivo de muita preocupação. Os compromissos de

pagamentos anuais de juros, entretanto, são mais cruciais e devem ser assegurados, de modo a garantir a qualidade dos papéis que os bancos credores estão concordando em receber em troca de suas dívidas PMD. A responsabilidade eventual por esses pagamentos, se o país devedor não cumprir suas obrigações, é um custo real para a LCRD, que deveria ser levado em conta nas negociações, considerando o montante da dívida que será assumida pela Linha de Crédito. Assim como o valor desses novos títulos LCDR refletiria o desconto de mercado, o montante da dívida depreciada que seria amortizada e assumida pela Linha de Crédito também seria uma fração do total, dependendo da avaliação da situação.

O segundo conjunto de transações seria entre a LCRD e o país devedor contratante. A Linha de Crédito repassará os descontos que recebeu na dívida do país devedor contratante, adquirida das instituições credoras, e convertê-la-á em uma nova dívida com a mesma programação de pagamento do principal e dos juros (incluindo uma pequena despesa de serviço para cobrir os custos administrativos) estipulada para os títulos que emitiu para os bancos credores. Embora o país contratante não receba nenhum dinheiro novo nessa transação, ele se sentirá aliviado de um montante substancial de sua dívida pendente, com um alívio correspondente em suas obrigações de pagamento de juros.

Em troca desse alívio, os países concordarão em seguir um conjunto de políticas econômicas elaboradas pelo Fundo sob a forma de um programa. A condicionalidade do programa do Fundo não deveria ser considerada exatamente como um custo nem deveria ser formulada com esse espírito. O propósito é persuadir e capacitar o país devedor contratante a adotar fortes medidas de política econômica em seu próprio interesse, e no das instituições credoras que ainda detêm uma parte residual considerável de suas dívidas com aquele país. Essas políticas não deveriam, contudo, durar além de 3 ou 4 anos do tipo de arranjo EEF* existente. O que é necessário é colocar o país num padrão adequado de ajuste, e não mantê-lo sob controle estrito por um período indefinido. Em última análise, se um

* EEF: Extended Fund Facility (Linha de Crédito Aplicada do FMI, de alta condicionalidade).

país for política e financeiramente capaz de implementar um forte programa de ajuste, a única condição que deveria persuadi-lo a continuar com esse programa é seu próprio bem-estar, as perspectivas do balanço de pagamentos e seu conceito de crédito, de modo que empréstimos novos voluntários e fluxos de poupança externa possam retornar a esse país do sistema bancário.

O terceiro conjunto de transações seria entre os bancos credores e os países devedores. Elas são tão importantes para o sucesso de todo o programa quanto as transações anteriores, porque o que é necessário para a viabilidade a longo prazo desses ajustes de balanço de pagamentos e a solução do problema da dívida é que a transferência de recursos do país devedor envolvido no cumprimento de seus compromissos de pagamento seja reduzida a um nível sustentável em relação ao produto nacional bruto do país. Isso exigiria um aumento na taxa de crescimento do produto e das exportações do país devedor, devido a um acréscimo no investimento decorrente de uma maior disponibilidade de recursos, o que, por sua vez, exigiria mais empréstimos novos. O terceiro conjunto de transações deveria conseqüentemente assegurar que os bancos credores agora aumentariam seus empréstimos a esse país. Pode ser útil ter esses empréstimos concertados como parte do acerto como um todo. Mas a lógica do esquema é que se ele for bem-sucedido haverá razões suficientes para que os bancos credores aumentem seus empréstimos voluntários a esse país por sua própria iniciativa.

Existirão duas razões para que isso ocorra. Primeiro, como resultado desses ajustes, a exposição dos bancos credores a esse país devedor contratante terá diminuído muito significativamente. Admitindo que não haja falta de liquidez com as instituições, isso por si só seria um incentivo para que elas aumentassem seus empréstimos a esse país. Em segundo lugar, mesmo se não houver uma melhora imediata na capacidade de pagamento do país em questão, se, de acordo com a avaliação dos bancos credores, não houvesse redução na capacidade total do país de pagar, ou no montante da transferência de recursos que o país pode gerar e sustentar, o valor de mercado da dívida remanescente que essas instituições ainda possuiriam contra aquele país seria agora significativamente maior que antes.

Isso pode ser ilustrado com um exemplo simples. Suponhamos que o país contraiu um empréstimo de US\$ 10 bilhões a juros de 10% e admitamos que esse empréstimo é por um período suficientemente longo, de modo que nossa preocupação é principalmente com o pagamento anual dos juros de US\$ 1 bilhão. Suponhamos também que todos os interessados chegaram a uma avaliação de que a capacidade total de pagar juros do país é apenas de US\$ 500 milhões por ano. O valor de mercado do empréstimo do país seria então igual a US\$ 5 bilhões, metade do valor contratado. Suponhamos agora que 50% desse empréstimo sejam ajustados, com 25% completamente cancelados e outros 25% convertidos em um título emitido pela LCRD, pagando uma taxa de juros livre de risco de 6%. Os bancos receberiam, sobre esses US\$ 2,5 bilhões, um montante de US\$ 150 milhões da Linha de Crédito, a qual, por sua vez, receberia esse montante do país devedor. Mas os bancos ainda receberiam US\$ 350 milhões dos créditos remanescentes contra o país devedor de US\$ 5 bilhões, que teriam um preço de mercado de 70% do valor contratual. Embora nesse exemplo o montante total recebido pelos bancos credores permaneça o mesmo, por meio de um ajuste dos empréstimos pendentes ao país devedor problemático, cancelando-se uma parte e convertendo-se outra em um empréstimo seguro, mas de menor valor, da LCRD, o valor de mercado do empréstimo pendente realmente melhora. Conseqüentemente, isso deveria aumentar a atratividade para que as instituições credoras fizessem novos empréstimos a esse país.

A idéia, entretanto, é que a situação do país devedor contratante melhoraria e sua capacidade de pagar aumentaria ao longo do tempo. Isso deveria ocorrer porque o ajuste da dívida pendente de acordo com nosso esquema permitiria ao país ter um controle sobre recursos maiores, que poderiam então ser investidos no aumento de sua capacidade produtiva, o que levaria a um crescimento do produto e das exportações. Consideremos nosso exemplo de que o país tem uma capacidade máxima de pagar de US\$ 500 milhões, ao passo que seus compromissos de pagar montam a US\$ 1 bilhão. Se o país ainda não deixou de pagar, isso se deve ao fato de os bancos credores e a comunidade internacional terem dado um jeito, por meio de capitali-

zação de juros, reescalonamento ou empréstimos concertados, de colocar à disposição desse país US\$ 500 milhões adicionais por ano, de modo que ele possa cumprir seus compromissos de pagamento. Se, após a reestruturação da dívida do modo que propusemos, uma parte desses US\$ 500 milhões continuar a fluir para esse país como empréstimo novo, ela estaria agora disponível inteiramente para que o país investisse e aumentasse seu produto durante um período, e não mais fosse gasta em pagamento de juros sobre empréstimos pendentes. Como resultado, o valor da dívida pendente mantida pelos bancos credores melhoraria ainda mais, o que, por sua vez, atrairia empréstimos novos voluntariamente dessas instituições.

A terceira rodada de transações pode ser significativamente fortalecida se for acompanhada de financiamentos adicionais das agências de desenvolvimento multilaterais. É aqui que o Banco Mundial pode desempenhar um papel importante, suplementando a operação da LCRD. Quanto maiores os montantes que o Banco Mundial e outras instituições puderem conseguir para serem transferidos aos países devedores problemáticos, após a reestruturação da dívida de acordo com nosso esquema, melhores serão as perspectivas desse país em relação ao crescimento da renda e das receitas de exportação, o que por sua vez atrairia mais empréstimos voluntários das instituições credoras. Para facilitar a participação de agências multilaterais como o Banco Mundial, elas poderiam se tornar parceiras das operações de reestruturação dessa Linha de Crédito, incluindo seu total envolvimento na preparação das políticas econômicas. De fato, as agências multilaterais podem assumir um papel de liderança no fornecimento de recursos adicionais a esses países devedores, da maneira que foi imaginada pelo Plano Baker, com uma grande possibilidade de que, depois de nossos programas de reestruturação de dívida terem sido implementados, os bancos comerciais possam também estar dispostos em grande medida a aumentar sua exposição a esses países.

O custo do esquema

Deve-se notar que até agora não há nenhuma transação financeira real nesse esquema. Apenas a LCRD do Fundo aceitou uma obrigação eventual de fazer pagamentos se o país con-

tratante deixar de fazer seus pagamentos à Linha de Crédito, e o país contratante assumiu o compromisso de fazer pagamentos sobre sua dívida, mas a uma taxa substancialmente mais baixa do que ele havia efetivamente contratado com os bancos credores, e também adotou um programa de políticas econômicas que o colocará sob uma disciplina estrita para realizar ajustes viáveis do balanço de pagamentos. Os bancos credores também aceitaram uma alteração em seus livros, uma redução no valor de seus ativos na forma de exposição ao país devedor contratante, a qual já havia sido registrada no mercado e que se espera que seja refletida, se isso já não ocorreu, no valor de suas ações. Em certo sentido, o custo real coube ao Fundo e, por meio dele, à comunidade internacional. Ele aceitou um passivo eventual, sem nenhum ganho palpável para si próprio, exceto a promessa de uma melhora no funcionamento do sistema monetário internacional. Mas esse é precisamente o papel que se espera que o Fundo cumpra, no verdadeiro espírito das cláusulas de seu Acordo de Constituição.

Entretanto é possível propor certos métodos pelos quais mesmo essas obrigações eventuais pudessem ser minimizadas. Em primeiro lugar, podem ser feitos acertos para caucionar os pagamentos de juros com algum tipo de anuidade. Como observamos antes, em transações de dívida relativas a períodos tão longos, o valor do principal é menos preocupante do que os pagamentos anuais de juros, e pode ser rolado indefinidamente se os pagamentos de juros estiverem realmente protegidos. Assim, em vez de os países industrializados investirem em títulos sem rendimento para proteger o principal, poderiam investir em anuidades, adequadamente construídas, que poderiam ser usadas como caução para os pagamentos de juros. Supondo que os pagamentos de juros serão realmente feitos pelo país devedor, não haveria nenhuma despesa financeira e os investidores estariam incorrendo apenas em obrigações eventuais. Mas, no caso do Fundo ou da LCRD, eles deveriam fornecer uma segurança que afetaria favoravelmente sua flexibilidade operacional. Isso ocorreria se essas anuidades fossem usadas para caucionar não o pagamento total de juros, mas só uma parte deles.

Uma variante dessa proposta seria imaginar que o próprio país devedor bloqueasse uma parte de suas reservas na com-

pra dessas anuidades e as transferisse, como suas reservas, ao Fundo. Isso é um exato paralelo do caso recente do México, que usou uma parte de suas reservas para comprar títulos sem rendimento para caucionar os pagamentos do principal. O que o México tentou fazer, de acordo com o que foi divulgado na imprensa, foi comprar, do Tesouro dos EUA, títulos sem rendimento no valor de US\$ 10 bilhões com amortização de uma só vez no final de 20 anos, por meio do investimento de US\$ 2,17 bilhões de suas reservas à LIBOR corrente. Se em vez disso ele comprasse com suas reservas anuidades de 20 anos à LIBOR, digamos, de 7,5%, elas garantiriam cerca de US\$ 200 milhões de pagamentos anuais durante 20 anos. Esse dinheiro poderia ter sido usado para pagar à LCRD os juros sobre seus empréstimos ajustados, o que teria reduzido significativamente a obrigação eventual assumida pelo Fundo. Isso teria também dado uma evidência confiável do desejo do México de retribuir os esforços internacionais, o que teria aumentado a confiança das instituições credoras no mecanismo como um todo.

Alternativamente, essas transações podem ser adotadas separadamente. O México poderia comprar as anuidades para caucionar uma parte dos pagamentos de juros por todo o prazo de 20 anos, ou o tempo que durasse a dívida. Se cumprisse suas obrigações de pagar juros sobre os empréstimos ajustados, as receitas das anuidades voltariam ao México em acréscimo a suas reservas, sem alterar os arranjos de nenhuma outra maneira. A vantagem de manter essas transações separadas é que outros países podem participar desse processo de caucionamento. Por exemplo, suponhamos que os empréstimos ajustados ao México fornecidos pela LCRD tenham um valor de face de US\$ 10 bilhões, a serem pagos de uma vez só no prazo de 20 anos — mas possam ser rolados se os pagamentos de juros nos anos intervenientes forem feitos integralmente — e com uma obrigação anual de pagar juros de US\$ 650 milhões, à taxa de 6,5% ao ano, equivalente às taxas de seis meses dos Títulos do Tesouro dos EUA (eles formam uma parte do DES). É possível assegurar o montante total desses pagamentos de juros por meio de uma anuidade de US\$ 6,626 bilhões a 7,5%, supondo que esta seja a LIBOR. Se o México tiver contribuído com US\$ 2,21 bilhões para esse total, os países industrializados poderiam

contribuir com cerca de US\$ 4,5 bilhões, o que caucionaria completamente os pagamentos de juros por 20 anos.

É claro que não é necessário caucionar inteiramente o montante dos pagamentos de juros, e o próprio Fundo pode assumir uma parte das obrigações eventuais. O que é importante observar aqui é que é possível sustentar que o caucionamento dos pagamentos anuais de juros seria uma maneira de tornar o esquema atrativo melhor do que o caucionamento do pagamento do principal após 20 anos, e que a implementação de um esquema como esse é perfeitamente exequível. Deve-se notar também que quando os países industrializados comprarem as anuidades, eles poderão fazê-lo só com um ajuste contábil, sem nenhuma despesa efetiva, mas apenas assumindo uma obrigação eventual de pagar as receitas anuais dessas anuidades à LCRD, no caso de o país devedor contratante ser incapaz de cumprir seus compromissos de pagamento de juros.

O esquema pode comportar outras variantes desses arranjos para tornar-se mais atraente. Observe-se que o país devedor contratante se beneficia de duas maneiras desse esquema. Ele pode eliminar uma parte de sua dívida pendente, e tem que pagar juros sobre o empréstimo assumido pela Linha de Crédito que são mais baixos do que a taxa à qual a dívida original foi contraída com os bancos credores. Prosseguindo com nosso exemplo, o país concorda em pagar agora uma taxa de 6,5% à Linha de Crédito sobre a parte ajustada do empréstimo, ao passo que estava pagando a LIBOR mais um *spread* aos bancos comerciais sobre aquele montante. Suponhamos que a Linha de Crédito dá agora ao país a opção de, ao invés de pagar 6,5% de juros, pagar uma taxa de 7,5%, que é exatamente a LIBOR sem *spread*, mas na forma contratual de uma parte fixa das receitas de exportação do país. Para ilustrar, suponhamos que o empréstimo é ajustado para um título de longo prazo de US\$ 10 bilhões, envolvendo uma despesa anual de pagamento de juros de US\$ 750 milhões. A LCRD faz então uma projeção das possíveis receitas de exportação desse país, como uma extrapolação conservadora da *performance* passada, e conclui que isso constituiria, digamos, 10% de suas receitas de exportação. Ela pode agora assinar o contrato com o país, que terá de pagar, em troca dos empréstimos que foram ajustados, 10% de suas

receitas de exportação durante os próximos 20 anos. O país deve achar esse acerto ainda muito atraente, não só pelo fato de cancelar uma parte de sua dívida e de a taxa ainda economizar o *spread* sobre a LIBOR, mas também porque ele tem a possibilidade de que, se as exportações reais ficarem abaixo das projetadas em um ano particular, as obrigações de pagamentos de juros sejam também menores naquele ano. Para a Linha de Crédito isso também seria atraente porque é improvável que, na média de um período suficientemente longo, as receitas de exportação fiquem abaixo das projeções baseadas na *performance* passada, caso em que uma receita de juros de US\$ 750 milhões por ano seria consideravelmente mais alta do que o que ela teria que pagar aos bancos credores, ou seja, US\$ 650 milhões. De fato, a Linha de Crédito poderia esperar uma receita até maior porque, se o mecanismo produzisse os resultados de acordo com as suposições que foram feitas, a situação melhoraria consideravelmente para o país, com um aumento no crescimento do produto e das receitas de exportação. O resultado é que a Linha de Crédito poderia acabar tendo um lucro considerável. Ela poderia manter esses lucros para seu próprio uso ou devolvê-los, de acordo com uma fórmula previamente combinada, tanto às instituições credoras quanto ao país devedor. No último caso, obviamente, a atividade do esquema aumentaria ainda mais.

Conclusões

Nossa proposta de LCRD, como foi esboçada acima, é não apenas exequível mas também a maneira mais efetiva de tentar resolver os problemas da dívida nas atuais circunstâncias. Uma parte da dívida pendente dos países devedores problemáticos, criada por erros passados, seja quem for o responsável por isso, poderia ser removida agora dos livros dos bancos comerciais, quando a maioria deles estaria em uma posição contábil muito melhor para aceitar esse ajuste. Os bancos credores poderiam trocar uma parte de seus créditos pendentes, mas depreciados, contra os países devedores por títulos mais seguros e de alta qualidade, embora de valor mais baixo, emitidos pela LCRD e continuar a deter a parte remanescente dos créditos pendentes

com um melhor valor de mercado. A Linha de Crédito, por sua vez, assumiria obrigações com os bancos credores que teria que cumprir com certeza. Ela teria direitos contra os países devedores por meio de empréstimos reajustados adquiridos dos bancos credores. Se os países devedores cumprissem suas obrigações, o que agora estariam em melhores condições de fazer, não haveria perda para a Linha de Crédito. Há, é claro, um custo associado a todo esse esquema, e esse custo reside na natureza das obrigações eventuais com as quais a Linha de Crédito e os países industrializados, que são em última instância os responsáveis pelo capital da Linha de Crédito, terão que arcar. Nós sugerimos métodos pelos quais esse custo pode ser reduzido, e dependendo das circunstâncias a Linha de Crédito pode realmente acabar com alguns lucros significativos. Mas, ao lançar o esquema, a comunidade internacional deve aceitar o custo e preparar-se para ele com provisões financeiras adequadas.

Embora os métodos precisos para estimar esse custo dependam de circunstâncias específicas, pode ser interessante ter uma idéia grosseira do custo possível do esquema. De acordo com o Banco Mundial e a Salomon Brothers, a dívida total com as instituições financeiras dos 29 países devedores problemáticos somava, no final de 1986, cerca de US\$ 195 bilhões. (Essa lista de países inclui, além dos países latino-americanos, mais endividados, países africanos como Gabão, Costa do Marfim, Libéria, Maláui, Marrocos, Nigéria, Senegal, Sudão, Zaire e Zâmbia, mais Iugoslávia, Romênia e Filipinas.) O preço no mercado secundário dessas dívidas, no final de julho de 1987, de acordo com a Salomon Brothers, somava cerca de US\$ 106 bilhões. Há portanto um desconto de 46% sobre essas dívidas no mercado, implicando que um crédito de US\$ 100 contra esses países é cotado a cerca de US\$ 54 apenas. Mas suponhamos que no começo nos concentremos nos países mais difíceis, digamos os sete países mais difíceis da América Latina mais a Nigéria e as Filipinas, como está na Tabela 3. Sua dívida total com as instituições financeiras, no final de 1986, somava US\$ 169,7 bilhões e a média ponderada dos preços de compra relevantes no mercado secundário resultava em 0,437 por dólar. Suponhamos agora que seja feita uma reestruturação de 50% da dívida total, isto é, US\$ 84,9 bilhões. Suponhamos ainda

TABELA 3

Dados básicos de devedores problemáticos

País	Dívida: US\$ milhões (final de 1986)	Preço de compra (por dólar)
Argentina	20.395,3	0,34
Brasil	49.624,7	0,38
México	58.757,3	0,47
Filipinas	4.206,6	0,55
Nigéria	6.515,2	0,28*
Equador	4.972,5	0,30
Peru	3.224,6	0,11*
Chile	12.084,8	0,67*
Venezuela	9.968,2	0,67*
Total	169.749,2	

* Os preços de compra referem-se ao final de julho de 1987. Os demais, ao final de outubro de 1987.

que 40% desse valor sejam cancelados e 60% sejam convertidos em títulos lançados pela LCRD, o que totalizaria US\$ 50,9 bilhões, deixando um total de US\$ 84,9 bilhões de créditos pendentes contra esses países mantidos pelas instituições financeiras. Qual é a obrigação eventual que foi aceita pela LCRD? Se os países devedores agora deixarem de cumprir inteiramente seus compromissos, seria o próprio total de US\$ 50,9 bilhões. Se, por outro lado, eles cumprirem integralmente seus compromissos, a Linha de Crédito não incorreria em nenhum custo. A obrigação eventual estaria em algum ponto intermediário, e supondo que toda a operação aumentaria a capacidade de pagar dos países, e conseqüentemente melhoraria o preço de mercado de suas dívidas, deve-se esperar que a obrigação eventual diminua ao longo do tempo. Mas suponhamos que o preço de mercado não melhore e a situação também não se deteriore. Nesse caso pode-se aplicar o mesmo preço de mercado de US\$ 43 por US\$ 100 dessa dívida para a dívida detida pela Linha de Crédito, o que significaria que os US\$ 50,9 bilhões de dívida detidos pela Linha de Crédito teriam um valor de mercado de US\$ 22,2 bilhões, implicando uma perda de US\$ 28,7 bilhões.

Esse montante, é, para todos os efeitos práticos, a perda máxima para essa instituição, dados os pressupostos segundo os quais ela deve funcionar. Deve-se notar que essa perda eventual, na média, cairia se a cobertura do esquema fosse ampliada para incluir não apenas países com um preço tão baixo para suas dívidas no mercado secundário. Por exemplo, se tivéssemos tomado todos os 29 países mencionados acima com sua média de preço de compra de 0,54 por dólar, uma perda eventual máxima de US\$ 26,7 bilhões teria ajudado a ajustar US\$ 97,5 bilhões. A obrigação eventual real seria contudo muito menor que a máxima, porque, mesmo que não ocorra nenhuma melhora nas perspectivas econômicas do país após o ajuste, o fato de que uma parte de sua dívida seja cancelada significaria que o preço de mercado da dívida restante aumentaria. Por exemplo, se o preço de mercado da dívida dos nove países mais difíceis aumentasse de 0,437 para 0,5 por dólar, a obrigação eventual cairia para US\$ 25,5 bilhões. Se o preço subisse a 0,6 por dólar, a obrigação seria apenas de US\$ 20,4 bilhões.¹²

É claro que vale a pena a comunidade internacional pagar o preço dessa obrigação eventual como uma medida positiva em direção à solução do problema da dívida. Deveria haver um método de dividir esse custo entre diferentes países. Nós oferecemos algumas propostas sobre como alguns dos próprios países devedores poderiam assumir uma parte dessa obrigação eventual. Tem havido algumas propostas de que os países industrializados arquem com os custos das obrigações proporcionalmente à exposição de seus bancos nacionais a esses países devedores problemáticos. Essa não é necessariamente a melhor maneira de alocar os custos, especialmente quando se supõe que os benefícios atingirão a comunidade internacional como um todo. Um

12. Esses cálculos seguem as linhas sugeridas por Sachs e Huizinga, *op. cit.*, e supõem que os países devedores têm uma dada capacidade de pagar. Se o valor esperado das dívidas for calculado com base em valores prováveis de acordo com uma distribuição probabilística, podem-se estimar valores semelhantes de perdas eventuais. Alguns desses cálculos sugeririam claramente um aumento significativo no preço da dívida remanescente depois que uma tal reestruturação de uma parte do estoque de dívida fosse feita. Ver Michael Dooley, "Buy-backs and the Market Valuation of External Debt", *IMF Working Paper*, 87/58, 10.9.1987.

critério muito melhor de repartição dos custos seria a capacidade de pagar. Segundo esse critério, os países com recursos superavitários deveriam assumir uma parte maior dos custos. De fato, essa poderia ser uma das maneiras pelas quais os países superavitários poderiam preencher suas obrigações internacionais em direção a uma supervisão simétrica como contrapartida dos esforços dos países deficitários. Os montantes envolvidos pareceriam muito pequenos comparados aos montantes totais disponíveis para os países superavitários, tais como o Japão. É muito legítimo que a comunidade internacional espere que o Japão fique com a maior parte das obrigações eventuais e permita que o mecanismo seja implementado. Também para o Japão, devido a sua posição predominante como proprietário de bancos internacionais, assumir essas obrigações não contrariará seus próprios interesses, já que a responsabilidade é repartida internacionalmente, e não envolve nenhuma despesa orçamentária real, a menos que os esforços de ajuste falhem e seus compromissos sejam invocados.