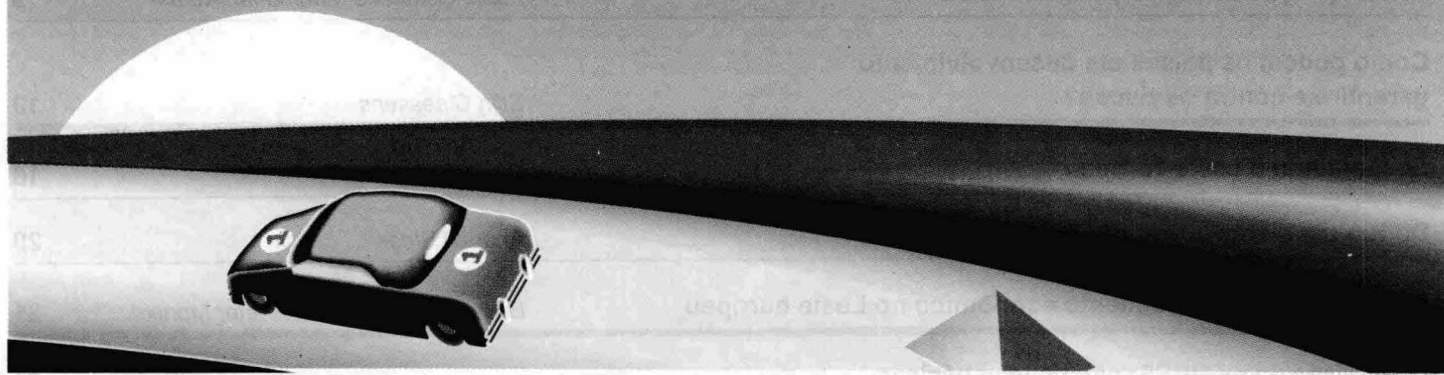


A crise da dívida completa 10 anos

Para alguns países em desenvolvimento de renda média, a crise da dívida já é coisa do passado, mas para vários outros — sobretudo os mais pobres — ainda há muito por fazer

Masood Ahmed e Lawrence Summers



Dez anos se passaram desde que a incapacidade do México de servir suas dívidas desencadeou uma rápida sucessão de moratórias semelhantes por parte de outros países devedores e resultou no que se convencionou chamar de “a crise da dívida”. É bem oportuno, pois, fazer um balanço do quanto se progrediu desde então. Esta também é a ocasião de refletir acerca das lições aprendidas, para compreender melhor os erros que conduziram à crise e o processo longo e ainda inconcluso que se adotou para solucioná-la.

O que se aprendeu?

Deve-se extrair lições com muita humildade. Se a crise da dívida teve algo a ensinar, foi a falibilidade das previsões. Em fins dos anos 70, não só o presidente do Citibank, Walter Wriston, mas boa parte da comunidade econômico-financeira mundial supunham que países soberanos não faliam. Mesmo depois do espoucar da crise, sequer os pessimistas previram o tipo de estagnação por que os países devedores passariam nos anos 80; e muitos foram os que minimizaram a interrupção dos pagamentos, considerando-a um mero problema de liquidez. Cinco anos atrás, poucos eram os que podiam prever que grande parte da América Latina ainda estaria hoje a braços com o problema de como obter ingressos de capital em larga escala. É com esse espírito de humildade que listamos a seguir 10 lições básicas.

(1) **Para evitar maus empréstimos é vital um enfoque sistêmico.** Durante boa parte dos anos 60 e 70, na maioria dos

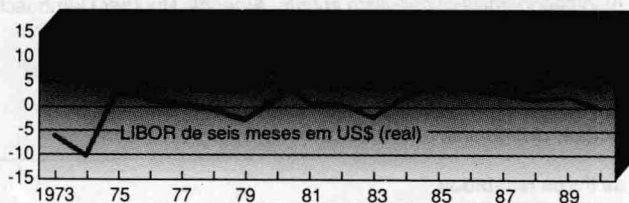
países a renda aumentou muito mais que as taxas de juros. Nesse contexto, era difícil um país parecer insolvente. Mesmo as nações que tomavam empréstimos para pagar a totalidade dos juros devidos podiam apresentar indicadores de dívida favoráveis. Nem credores, nem mutuários se preocupavam com o que aconteceria caso houvesse uma mudança drástica na conjuntura econômica internacional, o que de fato ocorreu no início dos anos 80, com a desinflação súbita e acentuada no mundo industrializado. Como ilustra o Gráfico 1, o crescimento entrou em colapso assim que as taxas reais de juros subiram violentamente.

Um a um, os países aos quais, meses antes, os banqueiros não se furtavam a conceder empréstimos passaram a ter problemas com o serviço de suas obrigações externas. Decorridos dois anos da inadimplência mexicana, 30 países em desenvolvimento — o correspondente à metade da dívida do mundo em desenvolvimento — já não serviam suas dívidas conforme o estipulado (ver Gráfico 2). A difusão do problema da dívida atesta o papel preponderante de uma mudança na conjuntura econômica internacio-

nal. Atesta também como é insensato presumir — o que fizeram alguns grandes banqueiros na época — que a mera distribuição dos empréstimos entre os países em desenvolvimento era um meio adequado de diversificar o risco.

(2) **Grandes empréstimos, sem investimentos produtivos, são um desastre para credores e devedores.** Se o dinheiro dos empréstimos obtidos nos anos 70 tivesse sido bem empregado — por exemplo, no financiamento de investimentos de alta rentabilidade, ou no custeio das mudanças estruturais necessárias — os países devedores poderiam ter passado incólumes pela desinflação de início dos anos 80. Na verdade, alguns países — como a Coreia, cuja dívida externa ficou nove vezes maior nos anos 70 — seguiram exatamente essa es-

Gráfico 1
Quando as taxas reais de juros sobem muito, o crescimento despenca



Fontes: World Tables (Banco Mundial); International Financial Statistics (FMI).

¹ Taxa ponderada em 34 países em desenvolvimento muito endividados (Argélia, Argentina, Bolívia, Brasil, Burundi, Congo, Costa do Marfim, Costa Rica, Egito, Equador, Etiópia, Filipinas, Gana, Guiana, Guiné-Bissau, Honduras, Madagascar, Malavi, Marrocos, Mauritânia, México, Níger, Nigéria, Peru, Quênia, São Tomé e Príncipe, Serra Leoa, Síria, Somália, Uganda, Uruguai, Venezuela, Zaire e Zâmbia).

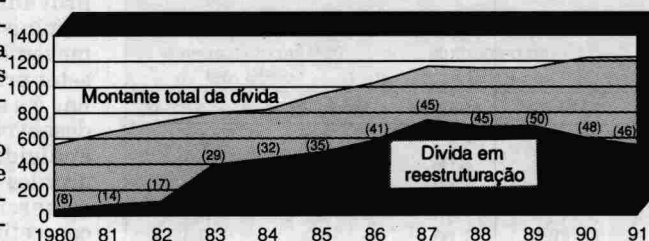
estratégia e conseguiram manter o desenvolvimento no rumo desejado ao longo dos anos 80. Infelizmente, porém, em muitos outros países em desenvolvimento, o fácil acesso ao crédito internacional nos anos 70 serviu mais para adiar as reformas econômicas necessárias do que para catalisá-las.

Os indícios de que nem tudo estava bem foram simplesmente ignorados por credores e devedores. Nem uns nem outros detiveram-se no porquê dos déficits fiscais e dos prejuízos das empresas públicas; nem relacionaram as transferências de recursos para o exterior que os residentes efetuavam em montantes cada vez maiores com as transferências de recursos para os países que os credores estrangeiros efetuavam a fim de amparar finanças públicas combalidas. O problema foi exacerbado pela escassez de informações e pelo precário registro contábil da destinação dos recursos obtidos por empréstimo. Com isso, aumentou o "passivo" no "balançete" dos países devedores, sem que houvesse aumento proporcional no "ativo" produtivo. Pôr em ordem esse desequilíbrio seria a preocupação de autoridades nacionais e agências internacionais na década subsequente.

(3) *Os países que "romperam" com o sistema financeiro internacional em geral tiveram pior desempenho.* Na última década, alguns países tentaram, em várias ocasiões, resolver seus problemas de dívida de forma unilateral, rompendo com o sistema financeiro internacional. Interromperam o serviço de suas obrigações externas e cortaram relações com os credores. Por vezes, isso foi precedido pelo colapso das negociações com as instituições financeiras internacionais acerca de programas de ajuste e estabilização. No fim, ficou patente que esse tipo de atitude foi quase sempre prejudicial ao país devedor. Isso, entre outras coisas, porque aos custos financeiros associados ao acúmulo de pagamentos atrasados somou-se o custo do adiamento de ajustes extremamente necessários — entre esses custos estão a redução do comércio e das linhas de crédito interbancário, bem como a elevação dos preços (os *spreads*) que era preciso pagar por essas linhas. Mas ainda mais expressivos e prejudiciais foram os efeitos negativos desses atos isolacionistas sobre a confiança interna. Ao que parece, o mais proveitoso para um país é tentar negociar o melhor possível pelas vias habitualmente seguidas e com o apoio das agências oficiais de desenvolvimento, e não tentar avançar sozinho.

(4) *Para se ter acesso a mercados de capitais, o fundamental são boas políticas nacionais.* A crise da dívida foi, no mínimo, sintoma e causa de mau

Gráfico 2
Logo após a inadimplência mexicana, começaram as reestruturações da dívida
(Em milhões de US\$)



Fonte: Sistema de Notificação da Dívida (Banco Mundial).

Nota: Os números entre parênteses referem-se ao número total de países envolvidos em acordos de reestruturação; o início formal de um acordo de reestruturação determina os novos participantes.

desempenho econômico. É importante salientar que o capital privado continuou a fluir, nos anos 80, para alguns países em desenvolvimento, em especial para as economias administradas com prudência do Leste asiático. Nessa região, os fluxos líquidos de recursos de fontes privadas foram positivos todos os anos da década de 80, e os fluxos de capital estrangeiro octuplicaram no mesmo período. Um fenômeno mais recente é a recuperação do acesso a mercados de capitais por parte de alguns países latino-americanos muito endividados, inclusive Argentina, Brasil, México e Venezuela. Não é por acaso que entre esses países, o México — o mais bem posicionado na região na gestão da economia — seja também de longe o país que mais recebe fluxos de títulos privados destinados a países em desenvolvimento.

Por trás desse acesso maior ao mercado de capitais internacional está a revolução ocorrida em boa parte do mundo em desenvolvimento no tocante a políticas econômicas. Os déficits fiscais e a inflação diminuíram, e as taxas de câmbio refletem as realidades de mercado, ao invés do orgulho nacional. A estabilização macroeconômica veio acompanhada de sólidas mudanças estruturais. Praticamente todos os mutuários do Banco Mundial restringiram bastante o papel do governo, derrubaram barreiras comerciais e empreenderam a privatização de empresas públicas. Uma das mais duras lições aprendidas nestas últimas décadas foi que o crescimento sustentado depende de os governos optarem por um papel econômico adequado — fazer tudo aquilo que cabe aos governos fazer, como fornecer infra-estrutura e serviços sociais básicos, mas deixar para o mercado o que este pode fazer melhor.

(5) *Como o ajuste econômico leva tempo e a situação tende a piorar antes de melhorar, é do interesse de credores e devedores atentar para a sustentabilidade política e econômica da reforma.* A

partir da experiência de Chile, Gana e México, entre outros, ficou evidente que políticas favoráveis ao mercado podem contribuir para melhorar o desempenho de economias antes prejudicadas por uma pletoira de controles e distorções. Mas dismantelar controles e abrir uma economia leva tempo e implica grandes perturbações. A produção a princípio declina para só então aumentar progressivamente — um processo que gera tremendas pressões políticas para inverter as estratégias de reforma. A situação é ainda muito pior quando o ajuste coincide com a redução das importações, provocada pela necessidade de destinar divisas escassas ao serviço

de dívidas externas.

Para as autoridades, a contenção das importações durante o ajuste impõe um duro dilema. Compete-lhes ou tentar manter o consumo e reduzir as importações de bens de capital, comprometendo com isso a viabilidade econômica das reformas a longo prazo, ou tentar reprimir o consumo, mesmo enquanto crescem as perturbações econômicas, arriscando-se assim à instabilidade política. Como os credores têm muito a ganhar com o êxito das iniciativas de reforma, é bem provável que seja de seu interesse coletivo evitar a contenção das importações. Contudo, nenhum credor privado em particular tem motivos para aceitar reduções de dívidas ou aplicar dinheiro novo; cada um prefere "tirar partido" das iniciativas dos demais credores. É aí que a participação de credores oficiais, que têm interesses no país devedor de mais longo prazo, contribui de modo vital, limitando a necessidade inicial de reduções no consumo, sem distorcer o processo de ajuste a curto prazo para recuperar a capacidade creditícia.

(6) *Há necessidade urgente de ação oficial para resolver o problema dos "proveitadores", que complicam rescalonamentos e reduções de dívida.* No âmbito dos bancos, os problemas criados pela "ação dos aproveitadores" e pelas delongas na assinatura de acordos



No comércio, déficits viram superávits, mas o crescimento econômico declina

	Dívida externa 1982		Balança comercial (como percentual do PNB)		Taxa de crescimento do PIB real	
	Em bilhões de US\$	(Como percentual do PNB)	1979-82	1983-86	Média 73-82 Média 82-90	
Argentina	43,6	83,9	0,22	4,73	0,9	0,1
Bolívia	3,3	114,8	0,71	0,08	2,5	0,7
Brasil	92,9	34,4	(1,32)	4,06	5,1	3,5
Chile	17,3	76,7	(5,52)	2,19	3,6	5,3
Colômbia	10,3	26,9	(1,60)	1,09	4,9	0,3
Costa do Marfim	7,9	111,4	(5,20)	8,28	4,5	4,2
Equador	7,7	66,9	(0,27)	4,45	5,9	2,1
Filipinas	24,6	62,5	(4,79)	(0,59)	5,4	1,2
Marrocos	12,5	84,8	(13,45)	(8,93)	6,3	1,0
México	86,0	53,4	(0,75)	7,18	5,5	4,1
Peru	12,3	49,7	(0,40)	2,09	3,0	-0,1
Venezuela	32,2	41,4	2,59	7,24	2,0	1,7
Todos os países em desenvolvimento	883,3	33,81	(0,63)	(0,61)	4,2	3,5

Fontes: World Debt Tables, 1991-92; World Tables 1992.

dificultaram ainda mais o processo de coordenação, já problemático se mais não fosse pelo número e diversidade dos credores. No contexto estritamente nacional, as leis de falência existem para resolver conflitos entre credores, e entre credores e devedores. Sem essas leis para regular empréstimos soberanos, os governos teriam de intervir para solucionar os problemas criados pelos "proveitadores". Atentou-se para essa questão vital quando a crise da dívida estourou e o sistema financeiro mundial parecia ameaçado, mas pelo menos alguns burocratas esqueceram-se dela no auge do *laissez faire*, em meados dos anos 80.

Essa questão dos "proveitadores" está bem caracterizada no arcabouço do Plano Brady, que desde 1989 serve de modelo aos acordos de redução da dívida comercial. O método da "lista de opções" permite que bancos credores com preferências distintas selecionem a opção de redução da dívida que mais convenha a suas necessidades, enquanto a natureza abrangente dessas negociações minimiza a possibilidade de que um pequeno grupo de credores "leve vantagem" à custa dos demais participantes (ver o artigo de John Clark e Eliot Kalter).

Reconhece-se, com esse método abrangente, que recompras em condições de mercado de apenas uma pequena parcela do montante da dívida pendente, mesmo ao valor nominal com deságio, pouco beneficiam o país devedor, já que aumentam a probabilidade de o país vir a amortizar sua dívida e, portanto, o valor de mercado do restante da dívida pendente do país. Para países já financeiramente sobrecarregados, a elevação sistemática do preço de suas obrigações de dívida logo inviabiliza economicamente novas recompras, o que torna esse mecanismo inadequado para reduções em larga escala do mon-

tante da dívida. Da mesma forma, há também o risco real de que conversões parciais de dívida em capital beneficiem os credores que se aferram às dívidas de que são titulares, sem trazer grandes vantagens para os países devedores.

(7) *Tratar a crise da dívida como um mero problema de liquidez retardou a busca de uma solução real e estável.* Nos primeiros anos da crise da dívida, para muitos analistas os países endividados estavam passando por problemas de liquidez — e não de solvência; assim, a estratégia oficial adotada era conceder novos recursos para fazer frente à escassez temporária de financiamento. Mas, em muitos casos, os credores comerciais não se dispunham a fornecer tais recursos, sobretudo devido à incerteza quanto à recuperação desse dinheiro, mesmo a médio prazo. Foram as negociações de redução da dívida pelo Plano Brady que finalmente contribuíram para atenuar essa incerteza, com a eliminação de partes dos créditos contingentes contra financiamentos públicos futuros. Em termos mais gerais, essa experiência demonstrou como era tênue a distinção entre liquidez e solvência no caso da crise da dívida. Hoje já se aprendeu muito bem a lição, mas o custo da demora manteve o desenvolvimento em compasso de espera por toda uma década em muitos desses países (ver tabela). Fica uma lição para o futuro: o importante é encarar logo a realidade.

(8) *A redução da dívida é às vezes necessária, mas só dá resultado com boas políticas econômicas.* Para um país devedor, o maior benefício de uma negociação de redução da dívida do tipo Brady é a eliminação do passivo contingente, representado pela parte não-servida da dívida antiga. A redução da dívida, portanto, atenua a incerteza quanto ao rendimento dos novos investimentos e

contribui para criar o clima de confiança necessário para que o setor privado volte a investir. Esses benefícios são mais sentidos nos países em que um passado comprovado de políticas responsáveis e administração econômica prudente já removeu os demais empecilhos para que o setor privado recupere sua confiança. Tal não é a situação em alguns dos países em desenvolvimento de renda média muito endividados que ainda não fecharam acordos do tipo Brady com seus credores comerciais. Esperar até que isso se concretize maximizará os benefícios potenciais da negociação para o país e assegurará o uso produtivo dos recursos necessários ao financiamento da transação.

(9) *Quando as coisas vão mal, inserir contingências de partilha de riscos nos contratos financeiros é bem mais proveitoso que renegociar contratos.* Em essência, o procedimento adotado nos anos 80 era acertar os termos da reformulação *ex-post* dos contratos de empréstimo a fim de partilhar as perdas decorrentes de um resultado que se revelara pior do que o esperado por credores e devedores. O processo ainda era mais dificultado por não constarem de praticamente nenhum dos contratos originais de empréstimo cláusulas de contingência "negativa", o que implicava renegociar *ex-post* todos os contratos, sem o quadro de referência que tal cláusula proporcionaria. Além disso, como predominaram nos anos 70 os empréstimos em consórcio a mutuários soberanos, em geral não se cogitara da partilha de riscos prevista em outras formas de financiamento internacional, notadamente no investimento externo direto e em outros fluxos de capital.

O boom recente nos fluxos de valores em carteira para os mercados de ações emergentes desses países revela que pelo menos um grupo de investidores internacionais aprendeu essa lição. O que não está claro, porém, é se muitos países em desenvolvimento perceberam bem as potencialidades, ou as implicações, do uso de um conjunto mais diversificado de instrumentos financeiros.

(10) *No caso dos países de baixa renda, o financiamento externo para investimento deve provir sobretudo de fontes oficiais.* Uma das principais lições da crise da dívida é que os bancos comerciais são um instrumento ineficiente quando se trata de canalizar para países mais pobres financiamentos de longo prazo para investimento. Na próxima década, sua função nesses países provavelmente restringir-se-á à concessão de crédito comercial e de curto prazo e às operações bancárias correspondentes, que visam a facilitar acordos comerciais internacionais e a financiar projetos com recursos limitados, casos em que a amortização dos empréstimos está vinculada ao êxito do projeto de investimento que foi financiado. As demais fontes comerciais

terão que se haver com restrições normativas e creditícias internas e externas.

Contudo, as necessidades de financiamento desses países continuam prementes. Na última década, as rendas *per capita* dos países de baixa renda muito endividados caíram em um quinto, ficando bem aquém de um dólar ao dia em 1991. Fazer com que as rendas saiam desses níveis lastimáveis exigirá não só uma melhor administração econômica como uma injeção de capital estrangeiro para investimento no desenvolvimento econômico. Como muitos desses países provavelmente não terão capacidade creditícia tão cedo, é essencial aumentar o financiamento em termos concessionais. Se os fluxos líquidos de recursos que esses países receberam no ano passado duplicassem, os gastos com assistência do mundo industrializado aumentariam pouco mais de US\$16 bilhões — apenas 1% da despesa anual do mundo com defesa. Este é um preço pequeno a pagar para reverter o declínio dos padrões de saúde, nutrição e educação, que foi a tônica em tantos desses países nos anos 80.

A crise da dívida acabou?

Todas essas lições são cruciais não só para evitar novas crises de dívida como também para resolver os problemas ainda pendentes da década de 80. É inegável que houve grandes progressos. Iniciativas nacionais e internacionais ajudaram a evitar que o sistema financeiro internacional fosse seriamente atingido, o que foi motivo de real preocupação logo no início da crise. Com os acordos recém-anunciados de redução da dívida comercial da Argentina e do Brasil, as relações credoras externas dos países em desenvolvimento de renda média estão praticamente normalizadas. Além disso, as parcas poupanças internas dos países mais pobres vêm sendo complementadas por um constante apoio financeiro oficial em termos concessionais, o que garante o atendimento das necessidades básicas de importação desses países.

Mas a crise da dívida está longe de acabar para mais de 40 países em desenvolvimento, que continuam a ter dificuldade de servir suas dívidas conforme os contratos originais. Ainda resta muito a fazer, sobretudo pelos países em desenvolvimento mais pobres, 26 dos quais na categoria de muito endividados. Esses países — em sua maioria da África subsaariana — contaram com grande apoio oficial durante os anos 80, em termos de concessão de dinheiro novo e de aumento progressivo do alívio concessional da dívida. Mas a viabilidade externa permanece indefinida. Em média, esses países vêm alocando um quarto de suas exportações ao serviço da dívida, mas ainda assim isso só lhes permite pagar metade do montante estipulado.

Em qualquer cenário futuro plausível, muitos desses países só recuperarão sua viabilidade externa se parte da dívida

contraída — quase toda ela bilateral oficial — for cancelada, ou seja, se os credores aceitarem reduzir o montante da dívida pendente. Trazer os pagamentos programados do serviço da dívida para um nível em que seja razoável esperar que serão efetuados contribuiria para diminuir a incerteza e aumentar a confiança dos novos credores na probabilidade de os acordos contratuais serem honrados. No caso desses países, portanto, o alívio da dívida tem prioridade máxima. Mas os montantes reais exigidos terão de ser determinados caso a caso e avaliados no contexto do programa global de ajuste econômico e estrutural. É evidente, porém, que em muitos países esse alívio deverá ir além da redução de 50% do valor atual do serviço da dívida que vem sendo concedida em alguns dos acordos mais recentes firmados com credores oficiais bilaterais sob os auspícios do Clube de Paris.

Quanto aos demais países de renda média muito endividados, o objetivo ainda é recuperar o acesso aos mercados internacionais de capital privado. A experiência recente de alguns dos principais países latino-americanos, como Argentina, Brasil, Chile e México, demonstrou que o capital privado pode voltar a fluir em montantes substanciais se as condições nacionais e internacionais forem favoráveis. O mais importante nesse caso é um passado que revele firmeza na reforma econômica e estrutural. O fechamento de acordos do tipo Brady para redução parcial da dívida contraída com os bancos comerciais — ou seu fechamento iminente — também contribui para dar mais confiança aos investidores. Um histórico assim de políticas nacionais responsáveis, complementado, em certos ca-

sos, por acordos de redução da dívida comercial, deve facilitar a volta ao mercado daquela dezena de países de renda média que ainda se enquadram na categoria de muito endividados. O mesmo se aplica a alguns dos Estados da ex-URSS, cujo acesso aos mercados internacionais de capital privado foi bastante restringido pelas dificuldades que enfrentam para servir suas dívidas.

Em suma, a crise da dívida talvez já não seja a principal preocupação da banca comercial internacional, mas ainda está muito longe de acabar para muitos dos países envolvidos, entre eles alguns dos mais pobres. Para alguns desses países, a combinação de crescimento com alívio do fluxo de fundos via reescalamento deve propiciar a normalização de suas relações com os credores até meados dos anos 90. Para outros, porém, a viabilidade externa só será recuperada se houver alguma redução no montante de suas dívidas. No caso de uns e outros, o essencial para um melhor desempenho econômico e a manutenção do apoio da comunidade financeira internacional é a adoção de boas políticas econômicas. E a importância dessas políticas irá aumentar nos anos 90, uma vez que os mercados internacionais de capital continuarão restritos e a concorrência por créditos concessionais se intensificará. Além disso, a tolerância para com políticas incorretas diminuirá bastante num mundo em que a liberalização das contas de capital e a integração dos mercados financeiros tornam saídas vultosas e súbitas de capital um verdadeiro entrave à ação dos governos.

Boas políticas precisam contar com um contexto econômico internacional favorável. Isso significa que as perspectivas de crescimento e de recuperação do mundo em desenvolvimento seriam melhores com a diminuição do protecionismo nos países da OCDE. Se o protecionismo nos países industrializados caísse à metade, haveria um aumento de US\$50 bilhões nas exportações dos países em desenvolvimento — não incluídos os grandes benefícios gerados para os consumidores do mundo desenvolvido. Isso também significa que os países em desenvolvimento, na sua condição de países que não influem nos preços dos mercados internacionais de capital, se beneficiariam se as políticas dos países industrializados reduzissem as taxas reais de juros em relação aos altos níveis atuais. Enquanto as taxas reais de juros forem superiores às taxas de crescimento de alguns países em desenvolvimento, todo endividamento líquido representará necessariamente uma piora em seus indicadores de dívida. Assim sendo, qualquer iniciativa dos países industrializados para elevar seus níveis de poupança, reduzindo com isso a pressão sobre os mercados internacionais, contribuirá em muito para melhorar a capacidade creditícia e as perspectivas de financiamento dos países em desenvolvimento na próxima década. ■



Masood Ahmed, do Paquistão, é chefe da Divisão de Dívida e Finanças Internacionais do Departamento de Economia Internacional, do Banco. Estudou e lecionou na London School of Economics.



Lawrence Summers, dos EUA, é vice-presidente de Economia para o Desenvolvimento e economista-chefe do Banco. Está deixando o cargo de professor de Economia Política da Universidade de Harvard, onde obteve seu PhD.