

pesquisa e planejamento econômico

volume 18 • agosto 1988 • número 2

Dívida brasileira: réquiem para a política de *muddling through* *

ELIANA A. CARDOSO **

RUDIGER DORNBUSCH ***

Este trabalho analisa a dívida externa brasileira após cinco anos de muddling through. Após apresentar uma breve discussão da história da dívida brasileira e um estudo do período entre 1982 e 1987, o trabalho usa o modelo da dinâmica da dívida para analisar cenários alternativos, e conclui apresentando opções de política que são mais de acordo com os interesses de longo prazo do Brasil e de seus credores que a estratégia atual.

1 — Introdução

Este trabalho analisa a dívida externa brasileira após cinco anos de *muddling through*. A moratória e a desordem na economia brasileira

* Tim Vogelsang nos prestou valiosa assistência.

Muddling through é uma expressão coloquial frequentemente utilizada na descrição da política de contemporização adotada face ao choque da dívida dos anos 80.

** Da Fletcher School of Law and Diplomacy, Universidade de Tufts.

*** Do Massachusetts Institute of Technology.

põem em dúvida a eficácia da estratégia dos últimos anos. O reescalonamento que está sendo negociado não mascara o fato fundamental de que a intenção e a capacidade de servir a dívida são questionáveis. Além disso, o reescalonamento não altera o fato de que, nos últimos cinco anos, o processo foi altamente indesejável, sob qualquer perspectiva de longo prazo, muito embora tenha servido aos interesses de curto prazo dos credores.

O artigo começa com um breve exame da história da dívida brasileira. A sensação de *dejà vu* é inevitável: temas e linguagem se repetem. Em seguida passamos ao estudo do período entre 1982 e 1987 e a uma análise das razões pelas quais falhou a estratégia de “empurrar com a barriga” o problema da dívida. Que o processo falhou, não há dúvida, pois a relação dívida/PIB é hoje muito maior do que quando do início da crise. Na seção seguinte investigamos as perspectivas macroeconômicas mundiais, utilizando-as no contexto do modelo da dinâmica da dívida, para a análise de cenários alternativos. Para concluir, o trabalho apresenta opções de política que são mais de acordo com os interesses de longo prazo do Brasil e de seus credores que a estratégia atual.

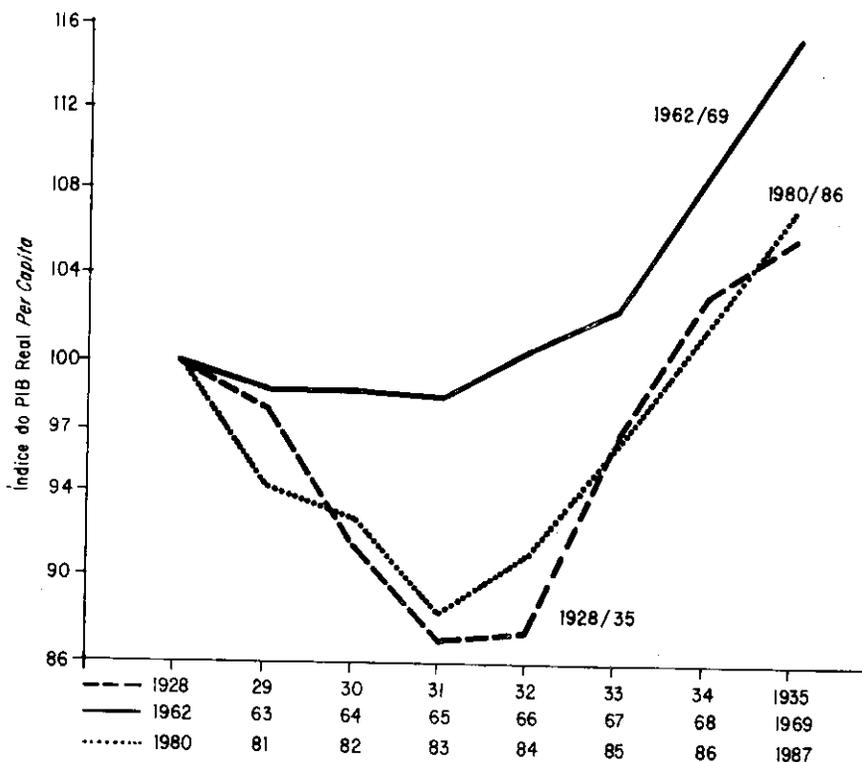
2 — A dívida brasileira em retrospecto

Embora não se possa ter sempre como certo que a história se repita, a crise atual da dívida oferece um paralelo com os acontecimentos da década de 30. Primeiramente, houve uma plethora de capital disponível para empréstimos na década anterior a cada um desses períodos de crise, nos anos 20 e nos anos 70, respectivamente. Essas duas décadas de prosperidade econômica foram seguidas por duas outras em que houve uma combinação fatal da deterioração das relações de troca e da interrupção dos fluxos de capital. Na crise de 1930 houve 12 anos de moratória parcial antes que se chegasse a um acordo permanente. Se for válida a comparação, vários anos passarão antes que o problema da dívida atual seja resolvido. O Gráfico I mostra a trajetória do PIB *per capita* nos dois períodos, incluindo também a crise do início dos anos 60, que empalidece em comparação com as outras duas.

O Brasil começou a se endividar na sua infância. O Império tem uma história de déficits orçamentários, financiados por empréstimos externos e internos. O relatório do Ministro Ouro Preto sobre a situação orçamentária, na época da Proclamação da República, mostra que os impostos e outras receitas cobriam, no tempo do Império, apenas 30% do total das despesas. O restante era financiado por dívidas que foram herdadas pela República.

Quando da Proclamação da República, em 1889, a dívida externa do governo já chegava a £ 33 milhões e, 10 anos mais tarde, com uma dívida de quase £ 50 milhões, a primeira crise da dívida foi desencadeada pela queda do preço do café e pela instabilidade financeira doméstica. Cardoso

Gráfico 1
TRÊS RECESSÕES
 (Último Pico antes da Recessão = 100)



e Dornbusch (1988) argumentam que a crise da Casa Baring e o racionamento do crédito não foram fatores decisivos na experiência brasileira dos anos 1890. Fishlow (1988) observa que os empréstimos externos continuaram a ser contraídos em 1893 e ainda em 1895/97. A transferência de recursos externos para o Brasil continuou a ser positiva até às vésperas do empréstimo consolidado (*Funding Loan*) de 1898.

A solução de 1898 foi a primeira de uma série de reescalonamentos e pacotes de “dinheiro novo”, que eram então chamados de empréstimos consolidados. Em 1911, a dívida aumentou para £ 145 milhões; a segunda crise da dívida e o segundo empréstimo consolidado eram iminentes. O então Ministro da Fazenda, Rivadávia Correa, observou:

“Em finanças, o fato essencial é que as dívidas são pagas com fundos provenientes de novos empréstimos. Esta tem sido a regra entre nós

durante muitos anos. O que é novo é que desta vez o empréstimo é feito pelas mesmas pessoas a quem devemos os juros atrasados.” [Cf. Campos (1946).]

O Brasil não perdeu o trem da década de 20. A primeira emissão de títulos no mercado americano foi em 1921. Antes da I Guerra Mundial, o Brasil levantava seus empréstimos estrangeiros em Londres. Em 1930, 60% do saldo das obrigações externas ainda eram expressos em libras esterlinas. Naquela ocasião, a dívida externa havia se elevado para £ 250 milhões (mais de US\$ 1 bilhão), e já era tempo para outra crise da dívida, outra moratória e, pouco tempo depois, um terceiro empréstimo consolidado. Mas não foi possível manter o serviço da dívida nos anos que se seguiram, mesmo com uma reestruturação. Em consequência da Depressão, o serviço foi interrompido em 1931/32. A aplicação de parte dos recursos disponíveis para o serviço da dívida na compra de títulos do mercado, depreciados pelo atraso de pagamento, tornou-se uma prática comum.

Em apenas 40 anos, os detentores de títulos foram forçados a aceitar três abatimentos voluntários de seus direitos contratuais, por ocasião das consolidações de 1898 e 1931. Em fevereiro de 1934, entrou em vigor um “plano de reajustamento”, que recebeu o nome do então Ministro da Fazenda, Oswaldo Aranha, e que realizou o escalonamento unilateral dos pagamentos. Em dificuldades anteriores, o empréstimo consolidado fornecia os recursos extraordinários para satisfazer parcialmente os credores existentes; esta foi a primeira vez em que os termos do serviço da dívida foram reduzidos unilateralmente e alguns dos pagamentos suspensos.

A partir de novembro de 1937, houve uma suspensão completa das remessas para o pagamento da dívida. O presidente Getulio Vargas dizia, à guisa de explicação:

“... Suspendemos o pagamento da dívida externa, por imposição de circunstâncias estranhas à nossa vontade. Carecemos, apenas, de tempo para solucionar dificuldades que não criamos, e reajustar nossa economia, transformando riquezas potenciais em recursos efetivos que nos permitam satisfazer, sem sacrifício, as exigências dos prestamistas. Já se foram os dias em que nossas obrigações eram escritas no estrangeiro, à discreção dos banqueiros e intermediários.” [Citado em Lemos (1946).]

Não foi senão em 1940, com a ajuda da guerra, que o serviço parcial da dívida foi retomado, de acordo com uma nova versão do esquema anterior, envolvendo um corte adicional na intensidade dos pagamentos.

Em fins de 1943, o Brasil consolidou o serviço da dívida através de uma troca unilateral de títulos. A imprensa americana reagiu com sim-

patia, como mostra um artigo no *Barron's National Business and Financial Weekly* (20-04-1942, p. 18):

“Olhando para o passado, verificamos que o Brasil sempre pagou suas obrigações quando pôde fazê-lo.”

Entretanto, nem todos concordaram com tais declarações. Uma exceção digna de nota apareceu no *The Economist* (18-12-1943, p. 817, “Squeezing the Lender”):

“A história toda [dos reescalamentos brasileiros] confirma a crença, que já expressamos mais de uma vez, de que, durante todo o tempo, a intenção do Brasil era de escapar de suas obrigações o mais levianamente possível e que ele tem podido fazê-lo graças ao desacordo persistente entre os representantes da América e da Grã-Bretanha e à incapacidade e falta de vontade das autoridades britânicas de exercer um papel importante na obtenção de termos razoáveis.”¹

O plano de 1943 consolidava toda a dívida brasileira, estendia os vencimentos por 40 a 60 anos e fazia ajustes para baixo tanto do principal como dos juros. Os credores puderam escolher entre dois planos:

– Plano A: não haveria redução do principal, mas as taxas de juros seriam reduzidas de mais de 6,5 para 3,375% (e menos), com uma provisão para um *sinking fund*. O serviço da dívida (juros mais *sinking fund*) era de 2,9 a 5,1%.

– Plano B: para cada US\$ 1.000 dos títulos originais, os portadores receberiam um pagamento em dinheiro que variava de US\$ 75 a US\$ 175, um novo título com o valor nominal de US\$ 800 (e, em alguns casos, de US\$ 500) e um cupom reduzido para 3,75%. Os títulos não tinham prazo de vencimento fixo, mas tinham direito a um *sinking fund*. Os juros mais o *sinking fund* totalizavam uma taxa combinada de serviço da dívida de 6,4%. Além disso, o governo brasileiro garantia o serviço dos títulos estaduais e municipais, no caso de os emitentes individuais deixarem de fazer as necessárias remessas.

As emissões em dólar constituíam apenas cerca de um terço do endividamento externo do Brasil. O grosso das obrigações consistia em empréstimos em libras, e o montante de fundos para serviço a que faziam jus

¹ No número seguinte, *The Economist* (25-12-1943, pp. 833-4) continua a criticar o acordo brasileiro e declara: “... as autoridades britânicas não tiveram a vontade ou a capacidade de exercer nenhuma pressão sobre o governo brasileiro no sentido de um acordo menos desigual. E é um segredo sabido por todos na City que a razão da relutância das autoridades foi o fato de que Washington não permitiu... Falando com franqueza, os britânicos possuidores de obrigações brasileiras tiveram de se sacrificar ao pan-americanismo... a questão envolve coisas mais importantes que os títulos brasileiros. *The Economist* seria o último periódico no país a objetar qualquer coisa que servisse para aplinar o caminho da cooperação britânico-americana, mesmo que isto represente algum sacrifício. Se é esta a idéia que Washington faz de um bom negócio, não há nada a fazer senão concordar.”

credores britânicos representava 65,8% do total da dívida para com os mesmos.

Uma vez mais, *Barron's* e *The Economist* discordaram sobre qual dos dois planos oferecia melhores termos. *The Economist* acreditava que a opção A, retendo todo o capital nominal, seria a melhor escolha, no caso de títulos com baixo valor no mercado [*The Economist* (23-12-1944, p. 852)]. *Barron's* declarava que a opção B, que poderia ser aceita apenas até o último dia de 1944, oferecia um tratamento muito mais favorável. Ele explicava também a razão por que a opção A havia sido oferecida, apesar de considerar a opção B muito superior. Como os credores deveriam escolher entre uma oferta desfavorável e uma oferta favorável com um limite de tempo, o número dos que concordaram foi provavelmente muito superior ao que se teria em outras circunstâncias. E o Brasil, sem dúvida, acharia que tinha valido a pena oferecer melhores termos a seus credores externos se a dívida externa pudesse ser diminuída de US\$ 837,7 milhões para US\$ 521,5 milhões, na hipótese de uma aceitação de 100% da opção B [*Barron's* (31-01-1944, p. 8)].

No início de 1946, 78% dos portadores de títulos haviam concordado com a oferta de troca. O Plano A foi escolhido por 22%, enquanto 56% optaram pelo Plano B. O Gráfico 2 mostra o preço máximo mensal de um título brasileiro em Nova York,² com os termos originais de juros de 6,5% e vencimento em 1957. Depois de 1943, o preço é referente ao mesmo título, agora de acordo com o Plano A, com os juros ajustados para 3,375% e o vencimento prolongado até 1979. Para todos eles, o preço é expresso em relação ao preço de um título americano de 30 anos, com um cupom de 6,5%. Depois do ajuste para baixo nos termos, realizado em 1943, e do afastamento das ameaças de rejeição, o título teve seu valor *aumentado*. Do fundo do poço em 1940, os preços aumentaram ao longo dos 10 anos seguintes mais de sete vezes, rendendo uma taxa composta (juros mais ganhos de capital) de 125% ao ano! Diante disso, os empréstimos brasileiros são vistos como especialmente atraentes. Esta análise, evidentemente, não leva em conta as conseqüências financeiras para viúvas e órfãos que venderam seus títulos na baixa.

Os problemas da dívida do Brasil não terminaram em 1943. Novas dificuldades surgiram no início dos anos 60 e novamente nos anos 80. Os Gráficos 3 e 4 mostram a dívida real *per capita* e a relação dívida/exportação³ entre 1929 e 1986. Os níveis relativamente baixos e decrescentes da dívida externa registrados no primeiro quinquênio do pós-guerra são uma herança da experiência do período pré-guerra. O plano de 1943 ajudou a reduzir o volume da dívida de seu nível mais alto, que ultrapassava US\$ 1 bilhão no começo da década de 30, para cerca de US\$ 600 milhões em 1946.

² Os preços semanais dos títulos brasileiros se encontram no *The Commercial and Financial Chronicle*.

³ As fontes aparecem no Apêndice.

Gráfico 2

PREÇO DO TÍTULO BRASILEIRO EM RELAÇÃO AO PREÇO DO TÍTULO AMERICANO DE LONGO PRAZO

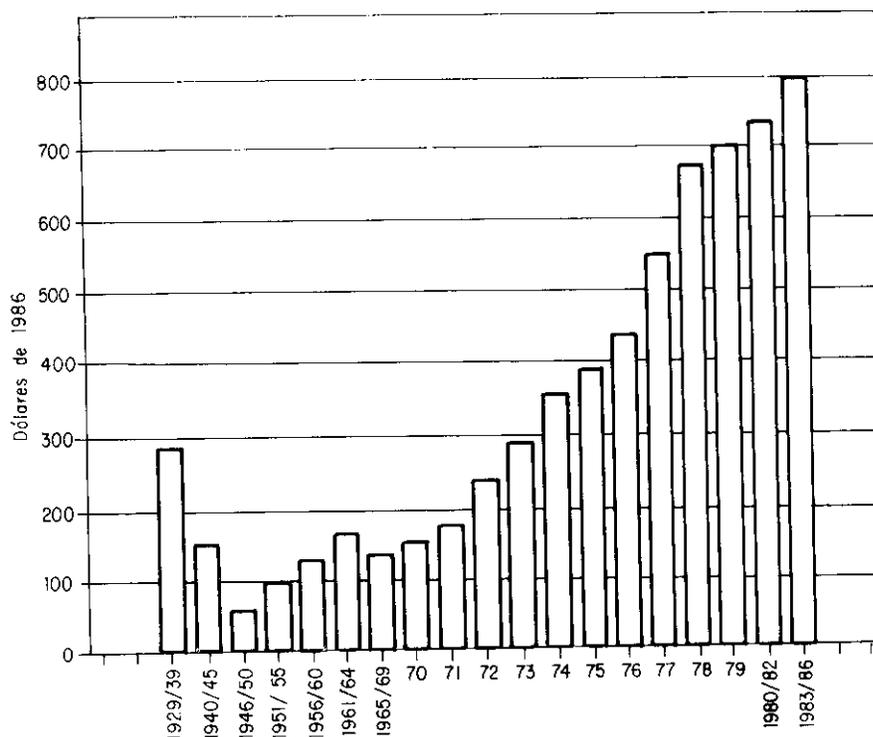


Além disso, uma sensível recuperação dos preços das exportações brasileiras no pós-guerra adiou a necessidade de explorar novas fontes de crédito externo.

No início da década de 50, no entanto, o país sofreu grandes déficits comerciais, resultantes, principalmente, da diminuição dos controles à importação, para permitir a formação de estoques durante a Guerra da Coreia. Essas importações foram, inicialmente, financiadas por atrasados comerciais que, no ano seguinte, foram refinanciados por empréstimos de curto e médio prazos. Em 1953, a dívida externa havia dobrado, chegando a mais de US\$ 1 bilhão.

Nesta altura, um novo fluxo de capitais tinha se tornado necessário para financiar um ambicioso surto de industrialização. O total das entradas de capital, incluindo investimentos diretos e empréstimos, aumentou rapida-

Gráfico 3
DÍVIDA REAL PER CAPITA – 1929/86

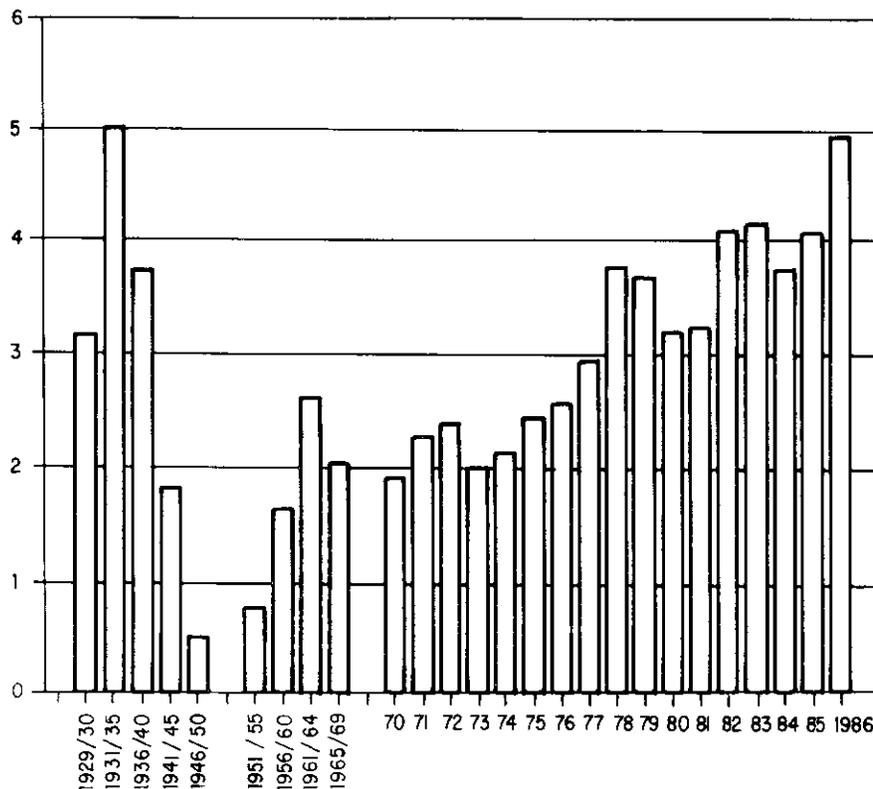


mente depois de 1955, especialmente com os créditos a fornecedores. Em fins de 1961, uma época de instabilidade política, a dívida externa se situava no dobro de seu nível de 1955, e o país estava pronto para mais uma crise externa. A situação econômica deteriorou-se e os fluxos de entrada de capitais praticamente cessaram. O Banco Mundial, anteriormente uma fonte importante de recursos oficiais para o Brasil, não autorizou um único empréstimo entre 1960 e 1964.

O reescalonamento da dívida e novos créditos⁴ só se tornaram disponíveis após o golpe militar de 1964. Daí em diante, o governo embarcou

⁴ Bittermann (1973) faz uma descrição das consolidações de 1961 e 1963/64.

Gráfico 4
 RELAÇÃO DÍVIDA/EXPORTAÇÕES - 1929/86



deliberadamente em uma política de explorar mercados de capital privado para sustentar uma rápida expansão.

A evolução do balanço de pagamentos em conta corrente do Brasil no pós-guerra é caracterizada por dois aspectos importantes: em primeiro lugar, este balanço foi quase que sistematicamente desfavorável, e entre 1950 e 1986 só houve superávit em oito dos 37 anos; e, em segundo, o déficit em conta corrente, que havia sido relativamente pequeno até 1969, aumentou sensivelmente depois de 1970.

A existência de déficit em conta corrente até 1983 era encarada como normal, uma vez que os países em desenvolvimento são importadores de capital. Mas o crescimento acelerado dos déficits após 1973 prenunciava problemas.

3 — As origens da crise de 1982 e a política de *muddling through*

Quando, no verão de 1982, a crise da dívida estourou no México e, pouco depois, em toda a América Latina, o seu tratamento baseou-se em três premissas:

Em primeiro lugar, a economia mundial estava em um ponto excepcionalmente baixo: a atividade econômica se encontrava mais deprimida que em qualquer ocasião desde a Grande Depressão. As taxas de juros tinham atingido os níveis mais altos de várias décadas. O preço real dos produtos primários tinha caído vertiginosamente, e o dólar estava exageradamente forte. A recuperação era dada como certa. Em conseqüência, havia uma expectativa de elevação cíclica das exportações de produtos manufaturados, aumento real dos preços das *commodities*, baixa das taxas reais de juros e até mesmo uma queda prematura do dólar. Esta perspectiva favorável para a economia mundial dava a impressão de que o peso do serviço da dívida iria quase que certamente desaparecer.

Em segundo lugar, os países devedores tinham administrado suas economias muito mal: durante a segunda metade dos anos 70, taxas de câmbio sobrevalorizadas, déficits orçamentários crônicos, gastos improdutivo e fuga de capitais tinham absorvido divisas escassas e impedido melhor desempenho comercial e maior capacidade de pagar o serviço da dívida. O uso mais eficiente dos recursos, naturalmente, implicava que o serviço da dívida não seria necessariamente pago às custas da redução dos padrões de vida.

Em terceiro lugar, o retorno dos empréstimos voluntários só seria possível se os países devedores envidassem todos os esforços para cooperar com o sistema, através de políticas de ajustamento e do pagamento dos juros. Os países devedores aceitaram se esforçar ao máximo para que a volta dos empréstimos voluntários e do uso da poupança externa para financiar o desenvolvimento fossem novamente possíveis. Sem dúvida, os emprestadores estrangeiros iriam reiniciar os empréstimos, assim que a credibilidade (definida objetivamente como a razão dívida/exportações) fosse restaurada.

Estas três premissas foram, de modo bastante uniforme, os elementos do diagnóstico da crise. Contudo, os diversos observadores discordaram quanto ao peso atribuído a cada uma dessas considerações. Caracteristicamente, as autoridades americanas viam o estado de desordem dos países devedores como a causa da crise da dívida:⁵

“... a crise da dívida simplesmente não aconteceu em 1982 nem foi o resultado do choque do petróleo de 1979-80 nem da valorização do dólar.

⁵ Declarações de Ciro DeFalco, do Tesouro norte-americano, em uma conferência patrocinada conjuntamente pelo Joint Economic Committee e o Congressional Research Service, sob o título *Dealing with the debt problem of Latin America*, p. 76.

A causa da crise da dívida tem origens internas, nas políticas econômicas dos países devedores, e o que vemos e continuaremos a ver é uma mudança nessas políticas — déficits orçamentários, gastos excessivos dos governos, interferência do governo nos mercados, controle de preços e assim por diante...”

Os observadores latino-americanos, pelo contrário, deram bem menos importância ao seu próprio descontrole administrativo e à conseqüente acumulação da dívida. Situações macroeconômicas internacionais, mostradas na Tabela 1, são, para eles, a principal fonte dos problemas.

TABELA 1

Indicadores macroeconômicos mundiais agregados

	Preços reais das <i>commodities</i> ^a (1980 = 100)	<i>Libor</i> (% a.a.)	Inflação ^b (% a.a.)	Atividade mundial ^c (% a.a.)
1960/69	115	5,2	1,0	6,2
1970/79	115	8,0	11,4	3,4
1980	100	14,4	13,0	0,0
1981	96	16,5	-4,1	-7,0
1982	89	13,1	-3,5	-3,3
1983	98	9,6	-3,3	3,3
1984	101	10,8	-2,5	6,5
1985	88	8,3	-0,4	3,0
1986	72	6,9	13,7	1,0
1987	63	6,8	12,8	2,2

FONTES: FMI e Cepal.

^a Medidos em termos dos preços de exportação de produtos manufaturados dos países industrializados.

^b Taxa de aumento dos valores unitários de exportação dos países industrializados.

^c Produção industrial.

3.1 — O caso brasileiro

O caso brasileiro é interessante por não se encaixar na imagem de fuga de capitais, sobrevalorização da moeda ou ineficiência maciça do setor público [cf. Dornbusch (1985a), Simonsen (1986) e Cardoso e Fishlow (1987)]. O aumento das taxas de juros e o crescimento vertiginoso do serviço da dívida são as causas mais imediatas da escassez de divisas. A rolagem da dívida e alguma austeridade no plano interno poderiam ter feito os problemas sumirem de vista, não fosse a crise mexicana.

A Tabela 2 mostra o impacto dos choques externos sobre o balanço de pagamentos do Brasil. Entre 1978 e 1982, a conta corrente sofreu uma mudança de US\$ 13 bilhões em direção ao déficit. O aumento da dívida

TABELA 2

Contribuição dos choques externos para a acumulação da dívida: 1978/82

(Em US\$ bilhões)

	Petróleo (1)	Volume da exportação (2)	Taxas de juros (3)	Total do choque da dívida	Saldo da dívida líquida
1978					36,2
1979	1,8		0,3	2,1	48,4
1980	5,7	0,6	1,1	7,4	57,7
1981	7,1	1,4	2,5	11,0	68,0
1982	6,1	2,4	5,9	14,4	83,5

FONTE: Cardoso e Fishlow (1987, Tab. 3.1).

NOTA: Os cálculos basearam-se no preço do petróleo de 1978, nas taxas de juros reais de 1978 (em termos do deflator americano) e no desempenho comercial baseado em desvios de uma regressão de exportação.

se explica, em grande parte, pelo impacto da queda das exportações, pelo aumento real da taxa de juros e pelo aumento do preço do petróleo. Estes cálculos não incluem nem mesmo o impacto da redução dos preços reais de exportação dos produtos primários ou os juros sobre o endividamento extra ocasionado pelos choques.⁶

A Tabela 2 mostra também que, entre os anos de 1978 e 1982, um total acumulado de US\$ 35 bilhões — três quartos da acumulação total líquida da dívida — pode ser atribuído a condições adversas no exterior. O fato de os choques externos poderem explicar uma parte tão grande da acumulação da dívida não implica, naturalmente, a ausência de erros da política econômica brasileira.

O erro da política brasileira pode se resumir na frase memorável do Ministro Delfim Netto: "Dívidas não se pagam, são roladas". Mas, na verdade, os choques relativamente permanentes precisam de ajustes, não só de financiamento. O erro brasileiro, se é que houve, foi o de não se ter ajustado aos choques externos. Mas em 1982 o sistema financeiro estava interessado em nos convencer que o choque econômico mundial era transitório.

⁶ Para um cálculo alternativo, de modo geral consistente com as estimativas deste trabalho, cf. Dornbusch (1985a), onde se pode ver que, no período 1978:82, um aumento de US\$ 34,9 bilhões na dívida, comparado com o cenário alternativo, pode ser atribuído ao aumento dos preços do petróleo e das taxas de juros. É um número quase idêntico ao da estimativa do texto, embora obtido de maneira diferente.

3.2 — O que deu errado com a política de *muddling through*

A estratégia de “empurrar com a barriga” foi concebida com base na idéia de que progressos seriam conseguidos rapidamente e sem custos excessivos para os emprestadores e devedores. Cline (1984), famoso por suas previsões, via o Brasil, em especial, como um dos países com perspectivas favoráveis quanto à sua capacidade de voltar a merecer crédito. A Tabela 3 mostra previsões para o Brasil feitas por Cline (1984) em 1983. O cenário com limite inferior pressupunha as seguintes médias para 1983/86: taxa de crescimento dos países industrializados de 2,6%, barril de petróleo a US\$ 30, *Libor* a 9% e depreciação acumulada do dólar de 10%.⁷

TABELA 3

Previsões de Cline para o Brasil, para o ano de 1983, e o que realmente aconteceu

(Em US\$ bilhões, exceto quando assinalado)

	Conta corrente ^a	Conta corrente s/juros	Juros ^a	Aumento da dívida ^b	Dívida/exportações ^c
Previsão de Cline	-3,4	5,8	9,2	4,1	2,0
Real	-3,0	8,0	10,8	27,3	4,2

FONTES: Cline (1984, Tab. 3.3), FMI e Banco Central.

^a Média anual 1983/86.

^b Aumento cumulativo do total da dívida, US\$ bilhões, 1982/86.

^c Relação dívida líquida/exportações.

Embora o déficit em conta corrente fosse, em média, aproximadamente o que havia sido previsto, a acumulação da dívida e o aumento da proporção dívida/exportação foram bem maiores que o previsto. As diferenças significativas na acumulação da dívida são devidas ao fato de o Brasil ter feito grandes remessas de capital (em parte, relacionadas com os esquemas de conversão), enquanto que o cenário de Cline previa influxos substanciais. Em épocas mais recentes, a fuga de capitais tem se tornado outra fonte de saída de capitais. A grande discrepância entre a relação dívida/exportação observada realmente e aquela prevista por Cline provém

⁷ As médias reais para 1983/86 são: crescimento de 3,5%, barril de petróleo a US\$ 24,5, *Libor* a 9% e depreciação acumulada do dólar de 8%.

do fato de ele ter suposto que o valor das exportações de mercadorias iria dobrar, quando na verdade o nível de 1986 foi apenas 10% acima do de 1982.

É claro que a volta do Brasil aos empréstimos voluntários não tem ainda data certa. Embora, em 1986, a volta ao mercado de capitais tenha parecido possível, pelo menos na retórica dos credores, as chances são hoje bem remotas. A desorganização interna é tal que não se pode acreditar que a estratégia da dívida esteja caminhando.

Os acontecimentos dos últimos cinco anos se desenvolveram de modo bem diferente do que se esperava em 1982/83. Hoje, a estratégia de “empurrar com a barriga”, mesmo depois do Plano Baker, é considerada um fracasso. O interessante é que o fracasso não foi consequência da falta de crescimento nos países industrializados. A previsão econômica do FMI em 1982, para usar um ponto de referência específico, era de uma taxa de crescimento (no cenário básico) de 2%, em média, para o período 1984/86, quando na verdade aquela taxa foi de 3,1%. Mas quatro fatores divergiram claramente do cenário previsto em 1982.⁸

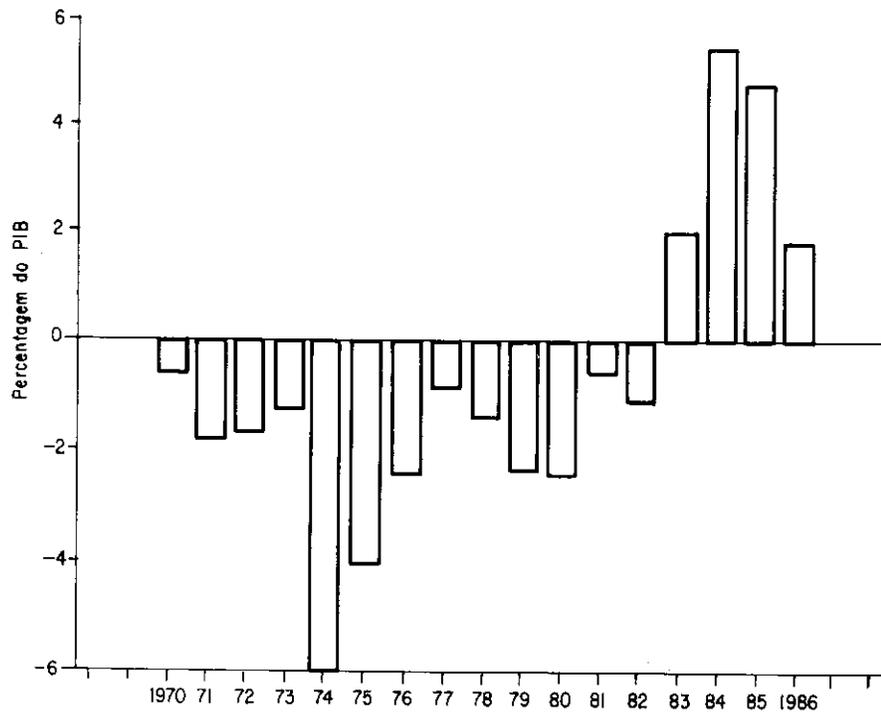
Em primeiro lugar, esperava-se que as taxas de juros reais declinassem muito mais do que realmente aconteceu. A previsão era de que elas fossem apenas de 2% em 1984/86 (usando-se o deflator do PIB americano para medir a inflação), mas o fato é que a média foi de 5,4%. Mesmo em 1987, elas se situaram desagradavelmente acima das expectativas. Levando em conta a sensibilidade dos grandes devedores a um aumento das taxas de juros, isto representa uma deterioração de peso nas previsões (a isto se junta o fato de os *spreads* para o Brasil não terem declinado realmente, ao contrário do que aconteceu com outros países devedores). A razão principal para as altas taxas de juros foi atribuída ao déficit orçamentário americano.

Em segundo lugar, esperava-se que os preços das *commodities* se recuperassem do que se julgava ser uma baixa cíclica. Na verdade, eles continuaram a cair, mesmo abaixo dos níveis de 1982. No início de 1987, o preço real de produtos primários, excluído o petróleo, tinha atingido o nível mais baixo desde a década de 30. Foi se tornando cada vez mais claro que boa parte do declínio não era cíclico, mas uma queda irreversível dos preços reais devido a inovações poupadoras de matérias-primas e à substituição do lado da demanda. No caso de bens agrícolas, em especial, o imenso crescimento da produtividade, a crescente auto-suficiência de muitos importadores tradicionais e as políticas de sustentação de preços nos países industriais levaram a um excesso de oferta a nível mundial.

Em terceiro lugar, houve o inesperado (mas bastante conhecido na história) “problema da transferência” (ver Gráfico 5). Esta é uma expressão

⁸ Ver FMI (1982) para o cenário inicial.

Gráfico 5

TRANSFERÊNCIAS REAIS DE RECURSOS
(Em percentagem do PIB)

muito usada, que descreve problemas resultantes de tentativas de transferir uma porção importante do PIB dos devedores para os credores.⁹ Três aspectos do problema da transferência merecem ser realçados. Primeiro, a pressão sobre o orçamento com o pagamento das dívidas (incluindo os juros), em vez de sua rolagem, leva a emissões inflacionárias. A expansão da dívida interna para a obtenção de recursos para o serviço da dívida externa apenas adia os problemas da dívida e do déficit. Segundo, o esforço de transferir recursos para fora do país exige um aumento da competitividade, que é, por si, inflacionário. E é tão mais inflacionário quanto mais

⁹ Ver Fraga Neto (1986), Dornbusch (1985b, 1987a e 1987b) para uma discussão do problema da transferência em relação ao pagamento da dívida e para comparações entre a experiência da República de Weimar e o Brasil.

rígidos forem os salários reais. Além disso, estes dois fatores interagem: a necessidade de depreciar a taxa de câmbio real para transferir recursos para o exterior eleva o custo do serviço da dívida, medido em termos da base tributária interna. O terceiro aspecto do problema da transferência relaciona-se com a maneira como é financiada a transferência do lado dos recursos: o superávit comercial necessário pode ser obtido com a redução do consumo (público ou privado) ou do investimento. Quando decresce o investimento, como tem sido o caso da América Latina, o crescimento sustentado fica ameaçado. A noção de que a transferência poderia ser financiada por venda de ativos, evitando assim *qualquer* pressão no mercado (*crowding out*), é uma ilusão, como Simonsen (1985 e 1986) já assinalou veementemente.

Finalmente, a coesão do cartel dos credores está sendo posta à prova, à medida que os reescalamentos ficam em aberto e a miragem de uma volta ao normal para breve vai se dissolvendo. As diferenças entre os pequenos e grandes bancos, e agora entre os de porte médio, estão ficando mais visíveis. São também evidentes as diferenças entre os bancos europeus, japoneses e americanos. Cada vez mais o Congresso americano assume a posição de que o tratamento atual do problema da dívida não tem servido o interesse público. Os *staffs* das multinacionais, embora talvez não as diretorias, admitem abertamente a implausibilidade da política de *muddling through*. Cada novo reescalamento é chamado de o último que se poderia fazer, mas o próximo já tem data marcada. Os bancos declararam abertamente que estão se retirando e que dinheiro novo agora terá de vir dos contribuintes:

“... os organismos oficiais e os governos que os controlam deveriam reconhecer que a divisão mais ou menos meio-a-meio entre fundos oficiais e privados, típica de muitos pacotes do passado, para obtenção de dinheiro novo para países devedores, poderá deixar de ser uma norma factível no futuro, como também a confiança indefinida nos empréstimos “involuntários” por parte dos bancos. O realismo exige que haja uma participação maior das fontes oficiais na concessão de dinheiro novo, nos anos vindouros.” [Morgan Guaranty (1987, p. 2).]

Enquanto os quatro fatores discutidos acima funcionaram em detrimento de uma solução firme e pacífica do problema da dívida, a contribuição do preço do petróleo foi favorável. Estes preços, no caso do Brasil, serviram para contrabalançar outros problemas. De um nível de US\$ 34 em 1982, os preços declinaram para uma média de apenas US\$ 25 em 1983/86. Em 1987 os preços (em torno de US\$ 18) mantiveram-se bem abaixo do pico de 1982. Estes preços favoráveis ajudam a explicar de que modo, em 1985, toda a conta de juros do Brasil pôde ser paga com superávits comerciais.

3.3 — A situação atual

O desconto sensível dos débitos brasileiros no mercado secundário reflete a situação atual (ver Tabela 4).

TABELA 4

O desconto da dívida brasileira no mercado secundário (cents por dólar, preço de venda)

7/85	1/86	7/86	1/87	5/87	7/87	9/87
75	75	73	74	64	57	39

FONTE: Salomon Brothers.

Grande parte do problema atual da dívida externa advém do estado desastroso da macroeconomia interna. A capacidade objetiva de pagar dívidas, no longo prazo, não se encontra em questão, mas sim a determinação do governo de perpetuar o erro político e econômico de prosseguir na política de *muddling through*.

Uma das questões importantes ao se decidir por uma estratégia de dívida para os próximos anos (supondo-se que haja bastante concentração e margem de manobra política) deve incluir, mais uma vez, uma avaliação das perspectivas mundiais, em termos macroeconômicos e de política comercial. Trataremos dessas questões a seguir.

4 — A dinâmica da dívida e as perspectivas econômicas mundiais

4.1 — A dinâmica da dívida

O modelo de dinâmica da dívida, na tradição de Domar e Avramovic, pode ser usado para avaliar o impacto sobre a dívida externa de acontecimentos mundiais e específicos do país. Feldstein (1986 e 1987) utilizou recentemente este esquema para sugerir que o caso do Brasil é viável, no sentido de que um superávit, excluindo os juros (como uma fração do PIB), de 2,5% seria plenamente consistente com uma razão decrescente da dívida.

O modelo básico da dinâmica da dívida dá atenção à proporção da dívida sobre o PIB. A relação dívida/PIB desenvolve-se de acordo com uma conhecida equação:

$$x_t = \alpha x_{t-1} - \sigma - \delta \quad \alpha = 1 + r + d - y \quad (1)$$

onde:

- x é a relação da dívida/PIB;
- r é a taxa de juros real efetiva sobre a dívida, ajustada pela inflação americana;
- d é a taxa de desvalorização real da moeda doméstica;
- y é a taxa de crescimento da renda interna;
- σ é o superávit da conta corrente excluindo juros, como proporção do PIB; e
- δ é o ingresso de capitais não criadores de dívida, como proporção do PIB.

A equação ressalta três determinantes da relação dívida/PIB:

O primeiro fator (α) é uma medida do componente automático da acumulação da dívida. A taxa de juros real efetiva é a *Libor* mais o *spread* ajustado pela inflação americana. Se a taxa de juros real mais a taxa real de desvalorização excederem o crescimento brasileiro, então a relação dívida/PIB se elevará. A equação indica que altas taxas de juros reais nos Estados Unidos, grandes *spreads*, desvalorização real acelerada e crescimento lento são fontes de acumulação da dívida (como percentagem do PIB). Naturalmente, a desvalorização e o crescimento reais também afetam a conta corrente (excluídos os juros), da qual trataremos em seguida.

O segundo fator, o superávit em conta corrente (sem os juros), σ , é um determinante essencial da acumulação da dívida. *Coeteris paribus*, quanto maior o superávit sem os juros, menor a taxa de aumento da relação dívida/renda. A facilidade com que um país pode gerar superávits (descontados os juros) consistentes com crescimento interno, inflação moderada e investimento elevado é a questão central na atual discussão sobre a dívida.

O terceiro fator (os fluxos de capital não geradores de dívida) pode reduzir a taxa de acumulação da dívida. As entradas de investimento direto poderiam reduzir a taxa de aumento da dívida. Por outro lado, a repatriação do investimento estrangeiro e a fuga de capitais oneram a relação dívida/PIB.

A análise de Feldstein (1986 e 1987) estuda uma situação em que um país com as características do Brasil sustenta um superávit em conta corrente (excluídos os juros) igual a 2,5% do PIB. Com uma relação dívida/renda inicialmente igual a 0,4 e uma taxa de juros real de 6%, a relação declinará sistematicamente, desde que haja algum crescimento e os fluxos de capital não geradores de dívida sejam zero. Este argumento parece estabelecer uma hipótese bastante sólida de que o problema da

dívida se resolverá com o tempo. Mas, naturalmente, a suposição básica é que há três condições que precisam ser obedecidas: o país deve gerar superávits em conta corrente (deduzidos os juros), a taxa de juros real não pode ser elevada demais com relação ao crescimento da produção e é preciso que haja um mecanismo de financiamento da parcela dos pagamentos de juros que não for apoiada pelo superávit em conta corrente (deduzidos os juros).

O Gráfico 6 mostra as séries históricas da relação dívida/PIB do Brasil, como também três cenários para o período 1987/99.

- Cenário I: $\alpha = 0,03$ e $\sigma + \delta = 0,01$

Nesta perspectiva, a combinação da taxa real de juros e da taxa real de desvalorização é elevada em relação à taxa de crescimento da renda. O cenário poderia ser aquele em que seja necessária uma desvalorização real e o crescimento seja lento, devido a limitações externas. No entanto, o país apresenta um superávit em conta corrente (excluídos os juros). A soma deste superávit com os fluxos de capital não geradores de dívida perfaz 1% do PIB. Mesmo assim, a relação dívida/PIB eleva-se do nível de 41% em 1986 para o de 44% em 1999. Este é um cenário em que uma conjuntura econômica mundial desfavorável levaria a uma deterioração da relação dívida/PIB, apesar do esforço doméstico. Simplesmente, o esforço de servir a dívida não seria bastante para contrabalançar a má conjuntura.

- Cenário II: $\alpha = 0,06$ e $\sigma + \delta = 0,025$

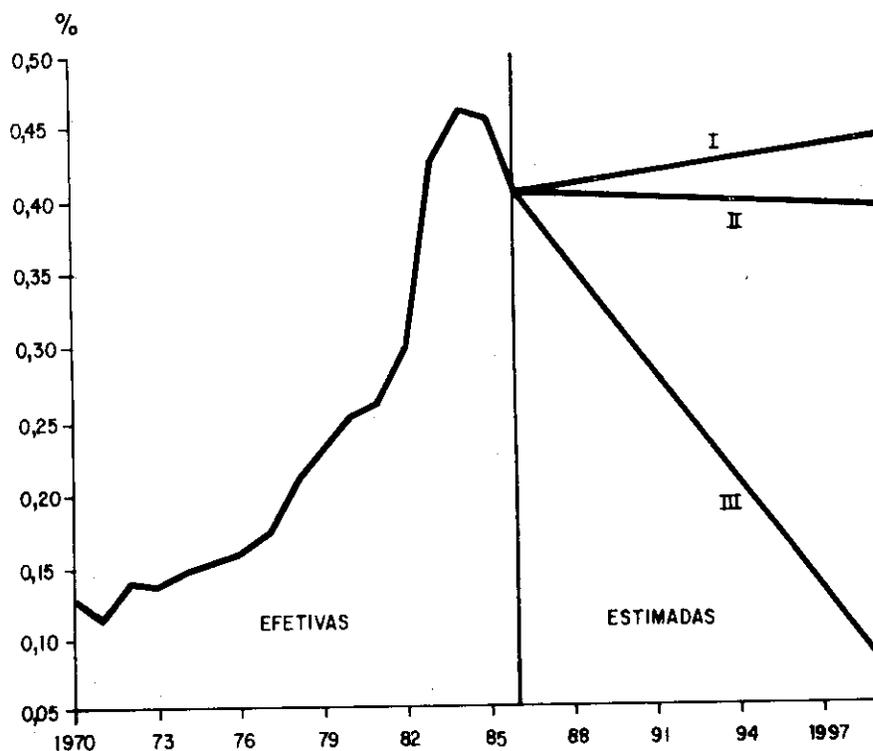
Neste caso, as perspectivas econômicas mundiais são significativamente piores que no cenário I e, assim, α é mais elevado. Mas o esforço do serviço da dívida, acrescentado aos fluxos não geradores de dívida, é tão substancial – 2,5% do PIB – que compensa de sobra. Assim sendo, é possível uma redução moderada da dívida, que levaria a uma razão da dívida de 39,4% em 1999.

- Cenário III: $\alpha = 0$ e $\sigma + \delta = 0,025$

Neste caso, a taxa de juros real, a desvalorização real e o crescimento interno compensam um ao outro. A conjuntura econômica é suficientemente favorável, existe crescimento interno e pouca ou nenhuma desvalorização e, assim sendo, não há acumulação automática da dívida. Com um esforço de pagamento da dívida de 2,5% do PIB, haverá uma redução drástica da mesma, atingindo uma razão de apenas 8,1% em 1999.

Essas simulações dão uma idéia da importância do superávit em conta corrente (deduzidos os juros). Superávits grandes podem compensar os efeitos de altas taxas reais de juros e desvalorização real. Nesse sentido, inexistente problema de dívida que tenda fatalmente a piorar. O problema central, então, é a dificuldade de gerar superávits (excluídos os juros) suficientemente altos para financiar os efeitos das altas taxas de juros reais sobre a dívida, na presença de saídas de capital. Voltaremos a este pro-

Gráfico 6
 RELAÇÃO DÍVIDA/PIB: CENÁRIOS ALTERNATIVOS



blema mais adiante. Antes disto, discutiremos se a conjuntura macroeconômica mundial oferece perspectivas de melhora ou de deterioração.

4.2 — As perspectivas macroeconômicas mundiais

A Tabela 5 mostra as previsões econômicas mais recentes, feitas pelo FMI. O que sobressai é uma conjuntura externa relativamente sem novidades: crescimento sustentado, ligeira melhora dos preços reais das *commodities* e nenhum declínio sensível das taxas de juros reais.

O panorama geral da Tabela 5 esconde as diferenças bastante substanciais que surgem em decorrência de hipóteses alternativas acerca dos ajustes

TABELA 5

Perspectivas económicas mundiais — 1987
(variações percentuais anuais médias)

	1983/87	1987	1988	1989/91
Crescimento dos países industrializados	3,2	2,4	2,6	2,9
<i>Libor</i> real*	5,3	3,9	3,6	4,0
Preços dos produtos manufaturados	5,2	12,8	3,8	3,0
Preços do petróleo	-8,2	27,6	3,5	3,0
Preços das <i>commodities</i>	-0,9	-1,0	4,0	4,2

FONTE: FMI (1987).

* Com base no deflator do PNB americano.

fiscais e do balanço de pagamentos dos Estados Unidos. Exploraremos agora dois cenários básicos, um favorável e outro desfavorável, do ponto de vista de um país devedor.

O cenário favorável envolve forte queda do dólar, crescimento econômico mundial sustentado, declínio das taxas reais de juros e elevação dos preços dos produtos primários. Este cenário tem-se tornado bem mais plausível como consequência da queda das bolsas de valores, que pôs à mostra uma fragilidade financeira latente.

O cenário favorável poderia acontecer deste modo: ao contrário do esperado, o declínio do mercado de ações não acarreta um esfriamento sensível da economia mundial. O Congresso e o Presidente concordam quanto a um pacote plurianual de significativa redução do déficit. O efeito-confiança desse programa levaria a uma elevação dos preços dos ativos e a um declínio das taxas de juros de longo prazo. As autoridades monetárias sustentariam a contração fiscal mantendo as taxas reais de juros aos níveis correntes (ou abaixo). A redução das taxas de juros acarretaria uma baixa generalizada do dólar, cuja extensão só seria contida quando as autoridades monetárias estrangeiras fizessem o mesmo, cortando suas taxas de juros. Taxas de juros mais baixas em todo o mundo, crescimento sustentado e queda drástica do dólar trariam, inevitavelmente, um aumento importante dos preços em dólar das *commodities*. Se as correções fiscais dos Estados Unidos incluírem um imposto significativo sobre a gasolina e a OPEP se sentir enfraquecida, os preços do petróleo, em dólares, poderão apresentar ligeiro aumento.

Reunindo todos os aspectos deste cenário favorável, o Brasil poderia dar-se muito bem. Os aumentos dos preços dos produtos primários melho-

rariam a receita de exportação, o crescimento sustentado apoiaria o desenvolvimento das exportações de produtos manufaturados e as taxas de juros mais baixas (em termos reais, naturalmente) reduziriam os encargos do pagamento da dívida. Este cenário tem várias das características do de 1973/74, que foi extremamente favorável aos devedores. Vale a pena notar que o declínio do dólar opera através de dois canais separados: primeiramente, ele eleva o valor em dólar da dívida expressa em moedas européias e em ienes (mas estas dívidas representam apenas 30% do total e, deste modo, o efeito é limitado, mesmo havendo uma baixa importante do dólar); e há também um aumento nos preços em dólar dos produtos primários e, portanto, dos ganhos de exportação.

Uma desvalorização do dólar faria subir os preços em dólar dos produtos primários de cerca da metade da desvalorização. Seria um aumento duradouro dos preços das *commodities*, aplicável à metade (ou talvez mais) das exportações. Este efeito é, portanto, muito poderoso por ser recorrente. Se reforçado por taxas de juros mais baixas, pode acarretar uma mudança importante na conjuntura internacional, agindo diretamente no sentido de diminuir o ritmo de acumulação da dívida e dando mais facilidade à criação de superávits (deduzidos os juros). As taxas de juros são cruciais, porque 75% do serviço da dívida brasileira dependem das taxas de juros de curto prazo (*money market*).

O cenário alternativo seria mais plausível antes do *crash*, mas não é totalmente impossível agora. Nesse cenário, a preocupação com as taxas de câmbio leva o Federal Reserve a aumentar rapidamente as taxas de juros, fazendo o crescimento tornar-se mais lento no mundo inteiro. Qualquer correção fiscal só iria agravar ainda mais esta situação. Além disso, as altas taxas de juros e a desaceleração do crescimento exerceriam um efeito deletério sobre os preços em dólar das *commodities*.

Concluindo a apreciação destes cenários relacionados com os ajustes feitos nos Estados Unidos, dir-se-ia que existem possibilidades reais de mudanças importantes no contexto internacional. Especificamente, o cenário favorável poderia levar a uma redução extrema das relações dívida/renda se a economia mundial se dispusesse a aceitar uma certa dose de inflação. No entanto, existe um ponto negativo que não tem recebido muita atenção, isto é, a contrapartida ao ajuste americano. O Japão e a Europa irão perder seus superávits? Países devedores, como o Brasil, terão de dar uma contribuição importante? Nesse caso, há um sério risco de inconsistência. A melhoria do comércio americano e um progresso espetacular da credibilidade do país devedor são basicamente inconsistentes, a não ser que taxas de juros reais extremamente baixas e altos preços reais de produtos primários (com a exclusão do petróleo) venham a se tornar fatos centrais nos próximos anos.

Outro risco importante que permanece é o do protecionismo. Não há dúvida, no entanto, de que no contexto do protecionismo qualquer legitimidade da cobrança da dívida simplesmente se evaporaria.

5 — Alternativas construtivas de política

O problema da transferência destaca os custos para o país da realização, no orçamento e no balanço de pagamentos, de uma prematura transferência de recursos reais para os credores. Os custos assumem a forma de queda do padrão de vida, hiperinflação, redução dramática do investimento e, portanto, perspectivas de redução das oportunidades de crescimento por um longo período. O *trade off* entre o crescimento e o serviço da dívida está aí para quem quiser ver.

Existe alguma maneira de reconciliar os interesses de longo prazo dos devedores e dos credores? A resposta é sim! Um esquema de reciclagem de grande parte dos pagamentos de juros dentro do país suprime a necessidade de excedentes comerciais e o conseqüente *crowding out* do investimento. Deste modo, é possível ter investimento e crescimento e ainda oferecer aos credores o pagamento da dívida, ainda que em investimentos que não possam ser repatriados por algum tempo.

Na prática, isto poderia ser conseguido pela adoção do seguinte método: um superávit comercial muito reduzido, talvez de 1% do PIB, seria utilizado para o pagamento de uma pequena parte da dívida, principalmente a governos e órgãos multilaterais, e para ter recursos para se desvencilhar (através de leilões) dos pequenos bancos que estiverem dispostos a aceitar descontos substanciais.

A maior parte da dívida seria paga com certificados Baker — cruzados que seriam, em parte, automaticamente reemprestados ao governo para financiar investimentos do setor público e, em parte, livremente disponíveis para o financiamento de empréstimos ou aquisição de ativos no Brasil. A única restrição sobre o modo de dispor dos certificados Baker ou dos investimentos por eles gerados é que eles não poderiam ser transferidos para fora do Brasil. Combinada a uma reforma fiscal séria, esta mudança no serviço da dívida iria restaurar o crescimento normal e o investimento e, deste modo, dar garantias máximas de uma eventual transferência de recursos para os credores.

Este esquema dá ao Brasil, basicamente, alguns anos para fazer a macroeconomia voltar ao normal, antes de serem reiniciadas as transferências de recursos para o exterior. Ele dá ênfase à idéia de que o investimento e o crescimento são, em última instância, a melhor garantia de manutenção do serviço da dívida. O Plano Baker, embora aparentemente comprometido com essa idéia, fracassou por dar ênfase exagerada ao recebimento prematuro de parte da dívida à custa do investimento.

Apêndice

TABELA A.1

Dívida externa

Período	Dívida total (US\$ bilhões correntes)	Dívida real <i>per capita</i> (US\$ de 1986) ^a	Índice dívida/renda ^b (1970 = 100)
1929/39	1.190 ^c	287	582,3
1940/45	0.855 ^c	153	255,8
1946/50	0.600 ^d	60	81,9
1951/55	1.227 ^e	96	107,4
1956/60	2.291 ^e	131	123,5
1961/64	3.545 ^e	168	133,5
1965/69	3.755 ^e	138	103,1
1970	5.295 ^e	156	100,0
1971	6.622 ^e	179	105,9
1972	9.521 ^e	239	129,4
1973	12.572 ^e	291	141,3
1974	17.166 ^e	355	162,2
1975	21.171 ^e	389	173,1
1976	25.985 ^e	438	181,9
1977	35.737 ^f	551	224,2
1978	48.111 ^f	675	268,4
1979	56.104 ^f	706	268,2
1980	64.648 ^f	712	254,0
1981	75.511 ^f	742	280,7
1982	83.265 ^f	751	288,6
1983	91.632 ^f	779	314,8
1984	102.039 ^f	815	319,3
1985	105.126 ^f	795	294,9
1986	110.572 ^f	798	280,6

^a Dívida nominal deflacionada pelo deflator implícito do PNB norte-americano (cf. U. S. Department of Commerce, *The national income and product accounts of the U. S.*); para a população do Brasil antes de 1950, cf. Villela e Suzigan (1973); após 1950, cf. FMI, *International financial statistics*.

^b Obtido pela divisão do índice da dívida real *per capita* pelo índice do PIB real *per capita*.

^c Cf. Abreu (1978, Tab. 1); números convertidos em dólares.

^d Cf. Donnelly (1973).

^e Cf. Banco Central do Brasil, *Long and medium term debt*.

^f Cf. Banco Central do Brasil, *Long, medium and short-term debt*.

TABELA A.2

Dívida brasileira e déficits

	1982	1983	1984	1985	1986
FNSP (% do PIB)	15,8	19,9	23,3	27,5	10,8
Déficit operacional (% do PIB)	6,6	3,0	2,7	4,3	3,7
Dívida total/PIB	28,8	45,0	47,7	49,2	46,9
Transferência de recursos ao exterior	-1,4	2,0	5,4	4,8	2,3
Participação da dívida externa na dívida total (%)	55,5	64,1	60,4	59,3	59,1

FONTES: Banco Central e Ministério da Fazenda.

TABELA A.3

Estrutura da dívida externa — 1987

	US\$ bilhões	%
Total	110,4	100,0
Instituições oficiais	28,3	25,6
Organizações internacionais	13,7	12,4
Governos	14,6	13,2
Emprestadores privados	82,1	74,4
Bancos	75,0	68,0
Bancos americanos	(22,2)	(20,1)
Outros	7,1	6,4

FORNTE: Banco Central.

TABELA A.4

Relação dívida/exportação

Ano	Relação	Ano	Relação
1929	2,5	1965	2,3
1930	3,8	1966	2,1
1931	5,3	1967	2,0
1932	5,5	1968	2,0
1933	5,0	1969	1,9
1934	4,5	1970	1,9
1935	4,7	1971	2,3
1936	3,9	1972	2,4
1937	3,4	1973	2,0
1938	4,0	1974	2,2
1939	3,7	1975	2,4
1940	3,7	1976	2,6
1941	2,6	1977	2,9
1942	2,3	1978	3,8
1943	1,9	1979	3,7
1944	1,3	1980	3,2
1945	1,0	1981	3,2
1946/50	0,5	1982	4,1
1951/55	0,8	1983	4,2
1956/60	1,6	1984	3,8
1961/64	2,6	1985	4,1
		1986	4,9

FONTES: Tabela A.1; Banco Central; e Malan *et alii* (1977).

Abstract

This paper investigates the outlook of Brazilian debt after a five year period of muddling through. After presenting a brief discussion of Brazilian debt history and a review of the period 1982/87, the paper uses the debt dynamics model to analyse alternative scenarios and concludes by stating policy options more consonant, than the current strategy, with the long term interests of Brazil and her creditors.

Bibliografia

- ABREU, M. P. Brazilian public foreign debt policy, 1931-1943. *Brazilian Economic Studies*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, (4):105-40, 1978.
- BATISTA JR., P. N. *Mito e realidade da dívida externa brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.
- BITTERMANN, H. *The refunding of international debt*. Durham, Duke University Press, 1973.
- BOUÇAS, V. *História da dívida externa*. Rio de Janeiro, 1950.
- CAMPOS, C. S. *Dívida externa*. Rio de Janeiro, 1946.
- CARDOSO, E., e DORNBUSCH, R. Brazilian debt crises: past and present. In: EICHENGREEN e LINDERT, eds. *External debt*. MIT Press, 1988, mimeo.
- CARDOSO, E., e FISHLOW, A. *The macroeconomics of the Brazilian external debt*. Chicago, University of Chicago Press, 1987.
- . Lessons of the 1890s for the 1980s: comments. In: FINDLAV, R., ed. *Debt, stabilization and development*. Oxford, Basil Blackwell, 1988.
- CLINE, W. R. *International debt*. MIT Press, 1984.
- DONNELLY, J. T. External financing and short-term consequences of external debt servicing for Brazilian economic development, 1947-1968. *The Journal of Developing Areas*, Macomb, 7 (3):411-30, abr. 1973.
- DORNBUSCH, R. External debt, budget deficits and disequilibrium exchange rates. In: SMITH, G., e CUDDINGTON, J., eds. *International debt and developing countries*. Washington, D. C., World Bank, 1985a.
- . Policy and performance links between LDC debtors and industrial nations. *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, D. C., (2):303-68, 1985b.
- . Stopping hyperinflation: lessons from the experience of Germany in the 1920s. In: DORNBUSCH, R., FISCHER, S., e BOSSON, J., eds. *Macroeconomics and finance: essays in honor of Franco Modigliani*. Cambridge, Mass., MIT Press, 1987a.
- . *Developing country debt: anatomy and solutions*. New York, Twentieth Century Fund, 1987b.
- FELDSSTEIN, M. *International debt service and economic growth: some simple analytics*. Cambridge, Mass., 1986 (NBER Working Paper, 2.076).

- . Latin America's debt. *The Economist*, London, 303 (7.504) :21-6, jun. 27, 1987.
- FISHLOW, A. Lessons of the 1890s for the 1980s. In: FINDLAY, R., ed. *Debt, stabilization and development*. Oxford, Basil Blackwell, 1988.
- FMI. *World economic outlook*. Washington, D. C., abr. 1982.
- . *World economic outlook*. Washington, D. C., out. 1987.
- FRAGA NETO, A. *German reparations and Brazilian debt: a comparative study*. Princeton, Princeton University, 1986 (Princeton Studies in International Finance).
- LEMONS, C. S. *Divida externa*. Rio de Janeiro, 1946.
- MADDISON, A. *Two crises: Latin America and Asia 1929-38 and 1973-83*. Paris, OECD, 1985 (OECD Development Centre Studies).
- MALAN, P. S., BONELLI, R., ABREU, M. P., e PEREIRA, J. E. C. *Política econômica externa e industrialização no Brasil (1939/52)*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1977 (Coleção Relatórios de Pesquisa, 36).
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. *The financing of economic development in the period 1987-1991*. Brasília, mar. 1987.
- MOREIRA, M. M. *The Brazilian quandary*. New York, Priority Press, 1986 (A Twentieth Century Fund Paper).
- MORGAN GUARANTY. *World financial markets*. New York, jun./jul. 1987.
- SIMONSEN, M. H. The developing country debt problem. In: SMITH, G., e CUDDINGTON, J., eds. *International debt and the developing countries*. Washington, D. C., World Bank, 1985.
- . Brazil. In: DORNBUSCH, R., e HELMERS, L., eds. *The open economy: tools for policy makers in developing countries*. Washington, D. C., World Bank, 1986.
- VILLELA, A. V., e SUZIGAN, W. *Política do governo e crescimento da economia brasileira: 1889-1945*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1973 (Série Monográfica, 10).

(Originais recebidos em janeiro de 1988. Revistos em maio de 1988.)