

# Paridades cambiais, dívida externa e ajustamento: reflexões sobre o caso brasileiro - 1983/87 \*

FABIO GIAMBIAGI \*\*

*O trabalho trata do aumento da dívida externa bruta brasileira entre 1982 e 1987 e mostra que os fatores-fluxo referentes ao desempenho do balanço de pagamentos explicam apenas 30% da elevação de aproximadamente US\$ 35 bilhões verificada nesses cinco anos. Dessa forma, procura-se individualizar as causas que teriam provocado esta diferença ano a ano, destacando-se o efeito da mudança da paridade do dólar em relação às outras moedas fortes sobre o estoque da dívida externa do país. Finalmente, diante do risco de novas desvalorizações da moeda norte-americana, é sugerida a inclusão de cláusulas de empréstimos especiais nos acordos de renegociação da dívida externa, com base na mesma lógica que norteou a criação de linhas de crédito para os casos de choques externos desfavoráveis.*

## I — Introdução

O propósito deste artigo é mostrar um aspecto até agora não explorado da evolução do endividamento externo dos anos imediatamente posteriores à crise de balanço de pagamentos (BP) de 1982. Nesse ano, como se sabe, a partir da decretação da moratória mexicana, os mecanismos de financiamento dos déficits em conta corrente dos países em desenvolvimento, que até então funcionavam sem maiores entraves, passaram a enfrentar diversos problemas. Estes fizeram das sucessivas renegociações das dívidas externas dos países em desenvolvimento um processo traumático, no decorrer do qual os países devedores foram obrigados a assumir diversos ônus, vinculados à vulnerabilidade das suas posições.

\* Ao longo do processo de elaboração deste trabalho, o autor beneficiou-se das conversas que teve sobre o tema com Maria Sílvia B. Marques, Edmar Bacha, Eustáquio Reis, Octávio Tourinho, Ricardo Markwald e Winston Fritsch, aos quais agradece as críticas e sugestões, ressaltando porém que, evidentemente, ficam isentos de responsabilidade por quaisquer falhas, erros ou omissões porventura ainda remanescentes no texto. O agradecimento é extensivo também à Divisão de Balanço de Pagamentos do Banco Central, pelo apoio recebido em termos das informações e dos dados utilizados, bem como a dois pareceristas anônimos desta revista, pelas valiosas sugestões recebidas. Uma primeira versão do artigo foi apresentada num seminário no Instituto de Pesquisas do IPEA em dezembro de 1987.

\*\* Do BNDES, cedido ao Instituto de Pesquisas do IPEA.

Nesse processo, o Brasil destacou-se pelo fato de, nos anos que se seguiram à crise de 1982, ter sido praticamente o único dentre os principais países endividados que conseguiu ajustar o seu BP, gerando os superávits comerciais necessários para pagar os juros da dívida externa, sem precisar de novos empréstimos em volume significativo, com exceção de 1983, quando o processo de ajustamento estava ainda em curso.

Entretanto, este notável esforço de geração do que passou a ser chamado de "megassuperávits" não teve uma correspondência pelo lado da conta de estoque de endividamento, na medida em que a dívida externa, que era de aproximadamente US\$ 85 bilhões no final de 1982, passou a ser da ordem de US\$ 121 bilhões cinco anos depois. Em 1987, por exemplo, ela aumentou US\$ 9,6 bilhões, apesar de o país ter gerado um superávit comercial de US\$ 11,2 bilhões. Pode ser alegado que esse volume foi insuficiente para arcar com os compromissos externos. O aumento observado da dívida, porém, foi muito superior às necessidades de financiamento do país.

A explicação desse fenômeno reside na mudança da paridade cambial entre o dólar e as outras moedas nas quais o país se endividou. Na medida em que o dólar se deprecia, a dívida externa nessa moeda tende a aumentar por efeito da valorização do estoque das moedas restantes, mesmo que o país gere fluxos que permitiriam estabilizar o valor da dívida, caso a cotação relativa entre o dólar e aquelas moedas não se modificasse. É surpreendente que este efeito, que se revelou tão relevante no período 1985/87, tenha sido negligenciado nos modelos para o setor externo construídos no Brasil.

O fato apontado acima sugere que é importante analisar também como evoluiu a dívida externa no período precedente, durante o qual o dólar se valorizou. Curiosamente, não há registros da ocorrência de um fenômeno inverso ao mencionado, pois, enquanto o marco, o iene e as demais moedas fortes caíam frente ao dólar, o país não se beneficiou de forma expressiva desse fenômeno.

Este artigo procura esclarecer estas questões através da decomposição da variação da dívida externa bruta entre 1982 e 1987. Isto é feito separando a parcela passível de ser atribuída à evolução do BP dos outros fatores e tentando mensurar o "efeito-paridade", isto é, o impacto da mudança das paridades dólar/marco, dólar/iene, dólar/libra, etc., sobre o estoque da dívida total medido em dólares.

O texto divide-se em cinco seções. Depois desta breve introdução, a segunda seção apresenta algumas identidades que servirão de embasamento para a discussão do tema. Estas são aplicadas ao caso brasileiro na terceira seção. Dada a relevância dos números ali apresentados, na quarta seção é defendida a proposta de que na renegociação da dívida externa seja incluída uma cláusula de empréstimos especiais, fundamentada na mesma lógica que levou à criação de linhas especiais de crédito para os casos de ocorrência de choques externos desfavoráveis. Por último, a quinta seção inclui uma síntese do trabalho, na qual são enfatizados os principais resultados e conclusões.

## 2 — O balanço de pagamentos e suas identidades

Dado um certo nível inicial de reservas de um país ( $R$ ), a variação das mesmas ( $\Delta R$ ) num determinado período de tempo é uma função do déficit em conta corrente ( $DCC$ ), dos investimentos diretos líquidos ( $ID$ ), das amortizações e empréstimos brutos ( $A$  e  $B$ , respectivamente), do valor dos erros e omissões ( $EO$ ) e da variação adicional de reservas ( $V$ ) resultante de fatores diversos, como valorização, desvalorização ou incorporação de ouro, mudança na posição de DES e valorização ou desvalorização do estoque inicial das reservas. Conseqüentemente:

$$\Delta R = - DCC + ID + EO + B - A + V \quad (1)$$

Por outro lado, dado o valor da dívida externa bruta de um país ( $D$ ), a sua variação ( $\Delta D$ ) pode ser decomposta, assim como no caso das reservas, em dois componentes: um de *fluxo*, que está associado ao resultado do BP e corresponde à diferença entre os valores dos empréstimos brutos recebidos e das amortizações brutas pagas; e outro de *estoque*, que, por sua vez, diz respeito à variação patrimonial ( $S$ ) do estoque da dívida total medida em dólares não explicada pelos fatores-fluxo do BP. A variação total é definida pela identidade (2), enquanto a sua decomposição é expressa por (3):

$$\Delta D_t = D_t - D_{t-1} \quad (2)$$

$$\Delta D = B - A + S \quad (3)$$

Definindo  $\Delta R'$  como a variação de reservas expurgada dos fatores incluídos em  $V$  e substituindo em (1), temos:<sup>1</sup>

$$\Delta R' = \Delta R - V \quad (4)$$

$$B - A = \Delta R' + DCC - ID - EO \quad (5)$$

Além disso, podemos decompor  $S$  em duas parcelas: uma delas ( $S1$ ) resulta da mudança das cotações relativas das moedas que compõem o estoque inicial da dívida, supondo que o valor absoluto das dívidas em cada uma das moedas que compõem esse estoque mantém-se inalterado durante cada ano; e a outra ( $S2$ ) corresponde às mudanças do valor da

<sup>1</sup> Na Tabela 1, o valor de  $\Delta R'$  foi calculado como sendo apenas a diferença do estoque em reservas conversíveis entre  $(t-1)$  e  $t$ , isto é, sem considerar as reservas em ouro, DES e posição no FMI. Isto gera uma certa distorção, na medida em que alguns dos efeitos mencionados não são captados, mas se explica pela ausência de maiores dados sobre o perfil das reservas, além do que a distorção é irrelevante em face da dimensão dos números discutidos.

dívida total medida em dólares que decorrem de outros fatores. Entre estes podem ser citados:

- a) alterações na composição do estoque *inicial* durante o ano – não captados, por hipótese, pela primeira parcela de  $S$ ;
- b) diferença entre a composição do estoque da dívida inicial por moedas e a composição dos pagamentos e recebimentos (fluxo) do BP, o que pode mudar o perfil do estoque durante o ano em função da incorporação ou saída de fluxos nas diferentes moedas, combinadas em proporções diferentes em relação ao perfil do estoque inicial;
- c) atrasos marginais no registro do endividamento por parte do Banco Central, que registraria no ano  $t$  créditos assumidos de fato em  $(t-1)$ ;
- d) atraso – porém não marginal – no registro do endividamento por parte do Banco Central, que registraria no ano  $t$  créditos assumidos mais de um ano antes; e
- e) *capital flight*, nos casos em que o país perde reservas para quitar dívidas na prática, sem que o registro da quitação seja feito, porém, no Banco Central (este foi um componente importante do endividamento de alguns países da América Latina, notadamente a Argentina).

Dessa forma,  $S$  é, por definição:

$$S = S1 + S2 \quad (6)$$

Substituindo (5) e (6) em (3), redefine-se  $\Delta D$  como:

$$\Delta D = \Delta R' + DCC - ID - EO + S1 + S2 \quad (7)$$

O valor total de  $S$  é obtido por resíduo em (3), dados os valores de  $D$  para dois períodos consecutivos na equação (2) e conhecendo o valor de  $(B-A)$  por (5). O valor de  $S1$ , por sua vez, é calculado com base nos dados da composição inicial do estoque da dívida por moeda e na mudança das paridades cambiais entre estas. Nesse caso, sendo  $e^i$  a taxa de variação cambial da moeda  $i$  com relação ao dólar e  $D^i$  o valor em dólares do estoque da dívida assumida na moeda  $i$ , o valor de  $S1$ , medido em dólares, é dado por (8), conforme: <sup>2</sup>

$$S1_t = \sum_{i=1}^n D_{t-1}^i \cdot e_t^i \quad (8)$$

A partir dos valores de  $S$  e  $S1$ , então, por (6), obtém-se  $S2$  residualmente.

Estes efeitos costumam não ser tratados na literatura, na qual o termo aqui chamado de  $S$  é negligenciado e as variações da dívida são dadas apenas pelas variáveis incluídas em (5). Em particular, cumpre destacar o “efeito-paridade” de  $e^i$  em (8), que se reflete sobre (7) e afeta o pagamento de juros dos períodos seguintes.

<sup>2</sup> No restante do trabalho, o fato de  $e^i$  ser positivo (negativo) deverá ser entendido como sinal de que a moeda  $e$  está se apreciando (depreciando) em relação ao dólar.

Nesse sentido, a ausência de tal efeito é justificável em situações em que a paridade do dólar em relação às outras moedas fortes é relativamente estável, mas constitui uma omissão séria dos modelos de *external constraints* em situações em que essa paridade se altera de forma significativa. Face às circunstâncias agora vigentes, esses modelos deveriam ser *aggiornados* com a incorporação daquele efeito.<sup>3</sup>

### 3 — O caso brasileiro

Com base nas equações expostas na seção anterior, procura-se a seguir identificar as diversas causas que provocaram a continuidade do aumento da dívida externa brasileira em grandes proporções depois de 1982, apesar do esforço de ajustamento realizado.

Na Tabela I, observa-se que entre 31/12/1982 e 31/12/1987 a dívida externa bruta total aumentou US\$ 35,3 bilhões, dos quais apenas US\$ 11,5

TABELA I  
*Variáveis de endividamento e balanço de pagamentos*

(Em US\$ milhões)

Anos	Dívida externa bruta total em 31/12 (D)	Reservas exclusiva ouro e outros <sup>a</sup> (R')	Déficit em conta corrente <sup>b</sup> (DCC)	Investimento direto <sup>c</sup> (ID)	$\Delta R'$	Erros e omissões (EO)	$\Delta R' + DCC - ID - EO$	$\Delta D$
1981	73.962	5.888	11.734	2.326	846	-414	10.668	9.718
1982	85.304	3.641	16.311	2.548	-2.247	-544	12.060	11.342
1983	93.566	4.355	6.837	1.359	714	-670	6.862	8.252
1984	102.039	11.506	-45	1.549	7.151	403	5.154	8.483
1985	105.126	10.604	242	1.263	-902	-405	-1.518	3.087
1986	111.045	5.802	4.476	340	-4.802	-540	-126	5.919
1987 <sup>d</sup>	120.642	6.400	1.200	700	600	0	1.180	9.597

FONTE: Bacan.

<sup>a</sup> Conceito de liquidez internacional, fim de período.

<sup>b</sup> Inclui lucros reinvestidos; superávit (-).

<sup>c</sup> Inclui reinvestimentos.

<sup>d</sup> Preliminar.

<sup>3</sup> O modelo clássico por excelência para avaliar a restrição externa é o de dois hiatos. Para uma apresentação teórica do mesmo, ver Bacha (1982) c, para uma aplicação ao caso brasileiro, ver Fritsch e Modiano (1987).

bilhões podem ser explicados pela soma da variação de reservas em divisas conversíveis e dos déficits em conta corrente, descontados os investimentos diretos e o valor dos erros e omissões. Nesta seção procura-se explicar as causas dos US\$ 23,8 bilhões restantes.

Na Tabela 2, que mostra a evolução da composição da dívida externa por moedas, entre 1982 e 1986,<sup>4</sup> destaca-se o aumento da participação das moedas fortes "não-dólar" na composição da dívida total, ao longo dos últimos anos.

A Tabela 3 apresenta as taxas de variação cambial necessárias à aplicação da equação (8), o que é feito na Tabela 4, onde se calcula o valor que a dívida traduzida em dólares reveria assumir no ano seguinte, caso os fatores-fluxo do BP se anulassem entre si e a dívida em cada uma das moedas permanecesse constante.

A Tabela 5 calcula a parcela da dívida externa não explicada nem pelo BP nem pelo efeito da variação das paridades e confronta os diversos fatores explicativos da evolução da dívida.

Como vemos, depois de 1982 há dois períodos nitidamente diferenciados: 1983/84, no qual os principais fatores que explicam a evolução da dívida são a variável definida como S2 e o comportamento do BP, com predomínio do déficit em conta corrente em 1983 e da variação das reservas em divisas conversíveis em 1984; e 1985/87, quando o efeito da variação das paridades torna-se particularmente importante, dado o impacto da desvalorização do dólar frente às moedas européias e ao iene.

Antes de abordar o período mais recente, é conveniente fazer um parêntese para frisar que no período 1983/84, quando o marco, o iene e as outras moedas fortes estavam se depreciando em relação ao dólar, não se verificou a ocorrência de um fenômeno de sinal inverso ao registrado nos anos posteriores. Naquele biênio, o aumento da dívida foi bastante superior à soma dos "fatores-fluxo", prova de que houve outros fatores que concorreram no sentido de incrementar o endividamento, como se observa na última coluna da Tabela 5.<sup>5</sup>

O valor calculado para a parcela ainda não explicada de aumento da dívida (S2) em 1983 e 1984 é, de fato, bastante elevado. Algumas pessoas nos sugeriram que a causa disso talvez fosse a defasagem de registro de

<sup>4</sup> No que diz respeito ao item "outros" da Tabela 2, para efeito de aplicação da taxa de valorização ou desvalorização ao estoque desse componente da dívida total, a ser feita posteriormente, adotou-se a hipótese de que o valor do mesmo mudaria em função da variação da paridade dólar/DES. Para conhecer a evolução da composição da dívida por moedas antes do período estudado, ver Batista Jr. (1987).

<sup>5</sup> A este respeito, vale destacar que, utilizando uma metodologia semelhante à nossa, o Banco Morgan estima em US\$ 7 bilhões o que é por ele denominado de fuga de capitais, no período 1983/85, para o caso do Brasil [Morgan Guaranty Trust Company (1986)]. É interessante mencionar que este valor representou 23% da fuga de capitais estimada pelo Morgan para a América Latina no período — US\$ 30 bilhões —, enquanto que no período 1976/82 tal percentagem teria sido de apenas 3% — US\$ 3 bilhões em US\$ 93 bilhões.

TABELA 2

Composição da dívida externa, por moedas<sup>a</sup>

Anos	(Em US\$ milhões)											
	Dólar (1)	Márco (2)	Iene (3)	Franco suíço (4)	Franco francês (5)	Libra (6)	DES (7)	Outros (8)	Total da dívida registrada (9) = (1) + (8)	Dívida não- registrada (10)	Total (11) = (9) + (10)	(2) a (8)/(11)
1980	41.965	4.496	3.684	1.226	890	443	—	1.133	53.847	10.397	64.244	0,185
1981	49.987	4.049	3.510	1.313	798	554	—	1.200	61.411	12.551	73.962	0,154
1982	58.268	3.893	3.574	1.328	826	451	547	1.311	70.198	15.106	85.304	0,140
1983	65.703	4.075	4.265	1.526	1.136	389	2.653	1.572	81.319	12.237	93.556	0,167
1984	72.559	4.075	4.995	1.541	1.303	336	3.967	2.315	91.091	10.948	102.039	0,182
1985	72.680	5.271	6.478	1.899	1.762	698	4.808	2.461	95.857	9.269	105.126	0,220
1986	72.357	7.030	9.406	2.397	2.401	1.021	4.490	2.647	101.759	9.286	111.045	0,265
1987	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	13.196	107.446	120.642	n.d.

FONTE: Bazar.

<sup>a</sup> Equivalência em dólar segundo taxas de câmbio vigentes ao final de cada período.  
n.d. = não-disponível.

TABELA 3

## Taxa de variação das paridades cambiais

(Em %)

Anos	Dólar/Marco	Dólar/lene	Dólar/Franco suíço	Dólar/Franco francês	Dólar/Libra	Dólar/DES
1981	-13,1	-7,7	-1,9	-21,3	-20,0	-8,7
1982	-5,0	-6,4	-9,9	-14,4	-15,4	-5,2
1983	-12,8	1,2	-8,4	-19,5	-10,2	-5,1
1984	-13,4	-7,7	-15,7	-13,3	-20,3	-6,4
1985	27,7	25,6	24,3	26,9	24,9	12,0
1986	26,8	25,8	28,1	17,4	2,1	11,4
1987	21,6	28,8	25,5	18,1	25,8	15,0

FONTE: Bacen.

OBS.: Uma taxa positiva (negativa) significa que o dólar está se depreciando (apreciando).

TABELA 4

## Estimativa do efeito da mudança das paridades sobre o valor do estoque da dívida externa

Anos	Dívida externa bruta total (1)	Valor estimado da dívida inicial <sup>a</sup> (2)	Efeito da mudança das paridades <sup>b</sup> (3)
1980	64.244	—	—
1981	73.962	62.970	-1.274
1982	85.304	73.143	-819
1983	93.556	84.435	-869
1984	102.039	91.936	-1.620
1985	105.126	106.009	3.970
1986	111.045	109.872	4.746
1987	120.642	117.652	6.607

FONTE: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

<sup>a</sup> Calculado pela fórmula  $D_t = \sum D_{i,t-1}(1 + e_i^t)$ , onde  $D_t$  representa a dívida em moeda  $i$  traduzida em dólares,  $e$  corresponde à taxa de variação da relação dólar/moeda  $i$  e o índice  $i$  aplica-se às diferentes moedas que compõem o estoque inicial da dívida. Assumiu-se a hipótese de que toda a dívida não-registrada é em dólares.

<sup>b</sup> Calculado subtraindo-se ao valor da coluna 2 em  $t$  o valor da coluna 1 em  $(t-1)$ .



TABELA 5

Varição da dívida externa: decomposição por fatores-fluxo e estoque

(Em US\$ milhões)

Anos	$\Delta D^a$ (1)	$\Delta R' + DCC -$ $- ID - EOB^b$ (2)	$S$ (3) = (1) - (2)	$S1^c$ (4)	$S2^d$ (5) = (3) - (4)
1981	9.718	10.668	-950	-1.274	324
1982	11.342	12.060	-718	-819	101
1983	8.252	6.862	1.390	-869	2.259
1984	8.483	5.154	3.329	-1.620	4.949
1985	3.087	-1.518	4.605	3.970	635
1986	5.919	-126	6.045	4.746	1.299
1987 <sup>e</sup>	9.597	1.100	8.497	6.607	1.890

FONTE: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

<sup>a</sup> Tabela 1.

<sup>b</sup> Tabela 1.

<sup>c</sup> Parcela de aumento de endividamento correspondente à valorização do estoque da dívida do final do período precedente, referente às mudanças de paridade. Obtido da Tabela 4 (coluna 3).

<sup>d</sup> Parcela do aumento do endividamento não explicada pelas colunas 2 e 4.

<sup>e</sup> Preliminar.

empréstimos tomados durante a crise de BP de 1982/83. O argumento, entretanto, não parece procedente, pois o acréscimo do valor de  $D$  no ano  $t$  apenas compensaria a subestimação contábil da dívida em  $(t-1)$ . Portanto, um valor positivo de  $S2$  em  $t$  deveria ser precedido de um valor negativo em  $(t-1)$ , supondo a ausência de influência de outros fatores no resultado dessa variável. O sinal de  $S2$ , porém, na Tabela 5, é sempre positivo, o que retira validade ao argumento.

Uma possível explicação para o fenômeno é que no período 1983/84, quando o país ficou submetido a uma espécie de auditoria contábil do FMI, tenham sido registradas subitamente dívidas que, na realidade, tinham sido acumuladas ao longo de vários anos, sem que o Banco Central as registrasse, o que gerou aumentos da dívida contabilizada totalmente descolados da evolução do BP.

Relativamente ao que foi denominado "efeito-paridade", deve-se levar em consideração que o importante não é exatamente o aumento do estoque em si, mas a necessidade futura que tal aumento gera de elevação do fluxo de dispêndio em juros por parte do país. Isto não ocorreria se nas relações financeiras internacionais prevalecesse uma "regra de perfeita

arbitragem” que tornasse os juros reais de todos os países iguais.<sup>6</sup> Nesse caso, o aumento do estoque seria compensado por uma queda da taxa de juros incidente sobre ele, de tal forma que o resultado da multiplicação desta taxa pelo referido estoque não se alterasse. Na prática, porém, isso não tem ocorrido, o que fez com que o aumento do estoque da dívida medido em dólares representasse de fato um ônus para o país em termos de necessidade de pagamento de juros. A principal causa disso é que — contrariamente às dívidas assumidas em dólar — a maior parte dos créditos recebidos em marcos, ienes e outras moedas fortes encontra-se sujeita a taxas de juros fixas em termos dessas moedas, conforme é mostrado na Tabela 6.

É razoável supor que nas estratégias de renegociação, conhecendo as imperfeições de mercado e a não-vigência da “regra de perfeita arbitragem” e, além disso, intuindo corretamente o sentido das futuras variações das paridades dólar/outras moedas fortes, os credores tenham nos últimos dois ou três anos procurado manter ou aumentar a proporção dos empréstimos em moedas “não-dólar”, recusando trocar créditos nestas por créditos em dólar e tentando trocar créditos na moeda norte-americana por créditos em ienes, marcos, libras, etc.<sup>7</sup> O resultado dessa política pode ser visto na já citada Tabela 2.

É claro que, supondo que a taxa cambial do país esteja atrelada ao dólar, o país tende a se beneficiar da desvalorização deste devido à maior competitividade das exportações nos países cuja moeda está se apreciando. O que se pretende frisar é que o efeito competitividade não é o único resultado da desvalorização do dólar. Além disso, em particular nos últimos três anos, esse efeito não foi relevante. Não apenas o país não viu aumentados os seus preços de exportação em dólares — que, teoricamente, poderiam se elevar sem afetar o preço do produto em marcos, ienes e outras moedas que estivessem se apreciando —, como também não houve um aumento das exportações causado pelo incremento das vendas para a Alemanha, o Japão, a França e os outros países em relação a cujas moedas o cruzeiro ou o cruzado estivessem se desvalorizando em termos reais. É óbvio que para isto também contribuiu o aquecimento da economia interna, mas o fato é que o perfil — independentemente do total ao qual ele se refere — da pauta de exportações não se modificou significativamente, como pode ser visto na Tabela 7.

<sup>6</sup> Para uma discussão teórica do assunto, ver Williamson (1983, Cap. 10).

<sup>7</sup> Na renegociação multianual mexicana de 1985, por exemplo, ficou estabelecido que os bancos poderiam financiar parte de seus créditos em moeda local, o que transfere o risco da depreciação do preço relativo do dólar para o país devedor. Além disso, recentemente, na Argentina, críticos do governo denunciaram a suposta troca de passivos que teria ocorrido com a substituição da dívida em dólares por dívidas em outras moedas, por ocasião da renegociação de 1987.

TABELA 6

*Composição do endividamento por moedas e taxas de juros*

(Em US\$ milhões)

Moedas	Saldo da dívida (31/12/86)	Taxa de juros			
		Fixa	%	Flutuante	%
Marco	7.030	5.642	80	1.388	20
Iene	9.406	6.315	67	3.091	33
Franco suíço	2.397	1.827	76	570	24
Franco francês	2.401	1.440	60	961	40
Libra	1.021	830	81	191	19
Subtotal	22.255	16.054	72	6.201	28
Dólar e outros	79.504	8.044	10	71.460	90
Total	101.759	24.098	24	77.661	76

FONTE: Bacen (Dibap/Depec). Informações obtidas a partir de um pedido especial.

TABELA 7

*Composição da pauta de exportações do Brasil*

(Em %)

Anos	CEE	Japão	Estados Unidos <sup>a</sup>	Outros	Total
1983	26,0	6,5	23,1	44,4	100,0
1984	25,2	5,6	28,5	40,7	100,0
1985	26,9	5,5	27,1	40,5	100,0
1986	26,3	6,8	28,2	38,7	100,0
1987 <sup>b</sup>	26,3	6,4	27,9	39,4	100,0

FONTE: Bacen.

<sup>a</sup> Inclui Porto Rico.

<sup>b</sup> Provisório.

Uma melhor consideração dos ônus para o país, em termos da evolução dos seus fluxos de relacionamento com o exterior, exigiria uma discussão exaustiva do impacto do fenômeno tratado sobre a evolução do lado "real" do BP. Isto foge parcialmente, porém, aos objetivos deste trabalho, que se propõe apenas apontar o problema, analisando em detalhes a evolução do estoque da dívida e fazendo algumas sugestões em decorrência disso, sem que exista a intenção de fazer um estudo detalhado da influência do problema sobre o resultado das transações de bens e serviços não-fatores, medido em moeda constante.

#### 4 — Uma proposta para a renegociação da dívida

A literatura crítica a respeito das recomendações do FMI tem enfatizado o fato de que este órgão estabeleceria relações de causalidade impróprias a partir de certas identidades básicas.

Denotando por  $Y$  o PIB,  $YN$  a renda nacional,  $RLEE$  a renda líquida enviada ao exterior,  $AI$  a absorção interna,  $X$  e  $M$  as exportações e importações de bens e serviços não-fatores, respectivamente, e  $CC$  o saldo em conta corrente, tem-se um conjunto de identidades representadas pelas equações (9) a (13):

$$Y = YN + RLEE \quad (9)$$

$$Y = AI + (X - M) \quad (10)$$

$$YN + RLEE = AI + (X - M) \quad (11)$$

$$CC = (X - M) - RLEE \quad (12)$$

$$YN - AI = CC \quad (13)$$

Na opinião dos críticos do Fundo, este elaboraria os seus diagnósticos partindo da suposição de que todas as vezes em que o resultado de  $CC$  em (13) fosse negativo estar-se-ia em presença de uma absorção "excessiva". Isto porque o país estaria "vivendo além dos próprios meios", embora em princípio a relação de causalidade pudesse ser diversa, com o saldo negativo sendo causado não por um valor alto de  $AI$  e sim por um valor baixo de  $YN$ , decorrente de algum choque exógeno adverso.

Contrapondo-se ao receituário clássico que recomenda, nesses casos, a adoção de medidas destinadas a reduzir a absorção interna, tais críticos passaram a defender programas alternativos de ajuste, baseados na realização de reformas ditas "estruturais" que, no curto prazo, implicariam o alargamento do fluxo de financiamento para os países devedores.

Conforme mencionado acima, tais programas baseavam-se num diagnóstico pelo qual o saldo negativo da conta corrente adviria de choques externos, dentre os quais, tipicamente:

- a) uma deterioração dos termos de troca;
- b) uma *performance* negativa das economias da OECD; ou
- c) um aumento da *libor* ou da *prime rate*.

Para os países em desenvolvimento não-produtores de petróleo como um todo, por exemplo, de acordo com as estimativas de Cline (1983), no decênio 1973/82 a dívida externa aumentou US\$ 482 bilhões, dos quais US\$ 401 bilhões poderiam ser atribuídos a choques exógenos, assim distribuídos: US\$ 260 bilhões devidos ao preço de petróleo; US\$ 79 bilhões decorrentes da queda dos termos de troca dos outros bens; US\$ 41 bilhões em virtude do aumento real da *libor* e da *prime rate*; e US\$ 21 bilhões em consequência da redução do *quantum* de exportações provocado pela recessão mundial no início dos anos 80.<sup>8</sup>

A partir de tais diagnósticos e recomendações alternativas à ortodoxia tradicional, na renegociação das dívidas externas dos países em desenvolvimento tem-se procurado incluir cláusulas de financiamento especiais para a eventualidade da ocorrência de uma modificação adversa de algumas das variáveis acima citadas.

Da mesma forma, esse princípio é válido para que, dentre as variáveis a serem consideradas para a criação de linhas alternativas de crédito, figure a paridade entre o dólar e as demais moedas fortes. Dessa forma, caso a moeda norte-americana se deprecie e o valor da dívida traduzida em dólares mas assumida em outras moedas aumente, o país não teria que pagar os juros adicionais disso decorrentes com recursos próprios, já que teria acesso a novos empréstimos. Estes, assim, lhe permitiriam arcar com o acréscimo do serviço da dívida, sem comprometer os níveis de absorção interna. Note-se que, se esta cláusula de empréstimos compensatórios tivesse sido incluída, por exemplo, num eventual acordo de renegociação da dívida em 1984, hoje o país teria que pagar com recursos próprios juros sobre uma dívida da ordem de US\$ 105 bilhões e não de US\$ 120 bilhões, ou seja, em torno de US\$ 1,5 bilhão/ano a menos — supondo uma taxa de juros de 10%.

Cabe frisar também que a proposta encontra precedentes na existência de linhas de crédito similares já existentes no âmbito das organizações multilaterais ou de acordos específicos, linhas essas disponíveis para o caso de, por exemplo, queda no preço das exportações de um país. Por outro lado, ela corresponde a uma capitalização implícita de parte dos juros e, nesse sentido, tem um paralelo com as sugestões de Langoni (1985), além de ser inteiramente compatível com outras propostas de reforma, como, por exemplo, as de Bacha (1987).

<sup>8</sup> Para um exercício similar aplicado ao caso brasileiro, ver Bacha (1984).

Por último, independentemente do que vier a ser feito no futuro, os dados parecem indicar que o país não soube — ou não pôde — compor um *mix* adequado com os seus diversos passivos, destinado a minimizar o risco global.

Incorreu-se, assim, num erro oposto ao que tinha sido observado, anteriormente, em outros países. Mohl e Sobol (1983) mostram que, por exemplo, entre 1979 e 1982, se os países subdesenvolvidos não-produtores de petróleo, que acumularam um volume de empréstimos líquidos de US\$ 137 bilhões, tivessem tomado esses créditos de acordo com uma cesta de moedas baseada na composição do seu comércio internacional (*trade-weighted mix of currencies*), o valor desse montante no final de 1982 teria sido de apenas US\$ 125,5 bilhões.

No caso específico do Brasil, que não obteve benefícios expressivos nos anos em que o dólar se apreciava e as outras moedas se desvalorizavam, nos anos em que o dólar passou a se depreciar e as outras moedas a se apreciar não só a dívida inicial traduzida em dólares aumentou, como também as novas dívidas foram sendo assumidas nas moedas fortes. Observe-se que, na Tabela 2, entre 1984 e 1986 a dívida nominal em dólares caiu ligeiramente, ao passo que a dívida medida em dólares assumida em marcos e ienes aumentou mais do que aquilo que caberia esperar com base na apreciação dessas moedas exposta na Tabela 3.

Embora, é claro, o ideal nessa situação — dever apenas em dólares e exportar para formar reservas só em marcos e ienes — não possa ser atingido, cabe supor que, caso se tivesse atentado desde o início para a importância de se criarem mecanismos de *hedge*, o país poderia ter definido uma *estratégia de composição da dívida* que evitasse prejuízos de tanta magnitude.

## 5 — Conclusões

Entre 1982 e 1987, a dívida externa bruta total — registrada e não-registrada — aumentou US\$ 35,3 bilhões, dos quais apenas US\$ 11,5 bilhões se deveram ao comportamento das variáveis-fluxo do BP, sendo a parcela restante decorrente da valorização das moedas européias e do iene frente ao dólar (US\$ 12,8 bilhões) e de outros fatores (US\$ 11,0 bilhões).

Isto significa que o drástico ajustamento externo pelo qual passou o país foi insuficiente para evitar a continuidade do processo de elevação da dívida externa, devido à incidência de outros fatores. Neste processo, ao longo do período analisado podem ser distinguidos claramente dois sub-períodos: 1983/84, quando a variação da dívida decorreu dos fatores-fluxo do BP e dos outros fatores não relacionados com a mudança das paridades; e 1985/87, quando ela obedeceu primordialmente à desvalorização do dólar, que fez aumentar a dívida equivalente nessa moeda assumida em marcos, ienes, libras, DES, etc.

Considerando a possibilidade de que o processo de desvalorização do dólar continue se estendendo no tempo, seria desejável que na renegociação da dívida fosse incluída essa variável como um dos fatores passíveis de habilitarem o país a receber linhas de crédito compensatórias, semelhantes às que existem ou são reivindicadas para o caso da ocorrência de choques exógenos adversos. Assim, da mesma forma que, por exemplo, no caso da deterioração dos termos de troca, o país não teria que gerar maiores superávits em termos de *quantum*, na medida em que poderia compensar tal deterioração com novos empréstimos, estes também estariam disponíveis para o caso de uma valorização do estoque da dívida que aumentasse o fluxo de pagamento de juros que o país deve fazer regularmente.

### Abstract

*This paper analyses the increase of the Brazilian external debt between 1982 and 1987. It shows that the flows associated with the balance of payment performance explain only 30% of the US\$ 35 billions growth occurred in these five years. The causes of this phenomena are discussed year by year and special emphasis is given to the influence of exchange parity changes on the value of the external debt stock. Finally, in view of the risk of further depreciations of the dollar, it is suggested the inclusion of special lending clauses in the renegotiations agreements, clauses such as those which are applied to cases of adverse external shocks.*

### Bibliografia

- BACHA, E. L. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 12 (2):285-310, ago. 1982.
- . Choques externos e perspectivas de crescimento: o caso do Brasil — 1973/89. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 14 (3):583-622, dez. 1984.
- . O sistema de condicionalidades do FMI: uma proposta de reforma. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 17 (2):333-42, ago. 1987.
- BATISTA JR., P. N. *International financial flows to Brazil since the late 1960's — an analysis of debt expansion and payments problems*. Washington, D. C., World Bank, 1987.
- CLINE, W. *International debt and the stability of the world economy*. Washington, D. C., Institute for International Economics, set. 1983.

- FRICTSCH, W., e MODIANO, E. *A restrição externa ao crescimento econômico brasileiro: uma perspectiva de longo prazo*. Rio de Janeiro, PUC, jul. 1987 (Texto para Discussão, 166).
- LANGONI, C. *A crise do desenvolvimento — uma estratégia para o futuro*. Rio de Janeiro, José Olympio, 1985.
- MOHL, A., e SOBOL, D. Currency diversification and LDC debt. *Federal Reserve Bank of New York. Quarterly Review*, New York, Autumn 1983.
- MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY. LDC capital flight. *Carta Mensal*, mar. 1986.
- WILLIAMSON, J. *The open economy and the world economy*. New York, Basic Books, 1983.

(Originais recebidos em dezembro de 1987. Revistos em março de 1988.)