

S
UFRJ/IEI
TD140

043998-3

de Federal do Rio de Janeiro

INSTITUTO DE
ECONOMIA
INDUSTRIAL

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 140

PARIDADES CAMBIAIS, DÍVIDA EX-
TERNA E AJUSTAMENTO - REFLEXÕES
SOBRE O CASO BRASILEIRO:
1983 / 86

Fabio Giambiagi

Dezembro/1987

RESUMO

O trabalho trata do aumento da dívida externa bruta brasileira entre 1982 e 1986, enfatizando o fato de que, contrariamente à evolução anterior, os "fatores-fluxo" referentes ao desempenho do Balanço de Pagamentos "explicam" apenas 40% da elevação de aproximadamente 26 bilhões de dólares verificada nos quatro anos. Nesse sentido, procura-se individualizar as causas que teriam provocado tal variação, ano a ano, isolando o "efeito-paridade" representado pelo impacto da mudança do relação dólar/outras moedas fortes sobre o estoque da dívida externa traduzida para dólares. Finalmente, com base na relevância dos dados e diante do risco de novas desvalorizações da moeda norte-americana, é sugerida a inclusão de cláusulas de empréstimos compensatórios nos acordos de renegociação da dívida externa, com base na mesma lógica que norteou a criação de linhas especiais de crédito nos casos de choques externos desfavoráveis.

IEA-UFRJ

BIBLIOTECA

Data: 6 / 7 / 88

N.º Registro: 043598-3
MS 98358

5 UFRJ/IEI

TD 740

FICHA CATALOGráfICA

Giambiagi, Fabio

Paridades cambiais, dívida externa e ajustamento; reflexões sobre o caso brasileiro:1983/86. / Fabio Giambiagi. - Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1987.

32 p.; 21 cm. (IEI/UFRJ. Texto para discussão 140).

1. Taxas de Câmbio. 2. Dívida Externa - Brasil. I. Título. II. Série.

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.

Como se sabe, a partir da decretação da moratória mexicana, naquele ano, mecanismos de financiamento que até então operavam sem maiores problemas, passaram a enfrentar diversos entraves. Estes fizeram das sucessivas negociações das dívidas externas dos países em desenvolvimento um processo traumático, no decorrer do qual os países devedores foram obrigados a assumir diversos ônus, vinculados com a vulnerabilidade das suas posições.

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 obteve um ajustamento completo a essa crise, ao conseguir gerar o superávit comercial necessário para pagar os juros da dívida externa, sem precisar de novos empréstimos em volume significativo.

Entretanto, este notável esforço de geração do que passou a ser chamado de "megasuperávits", não teve uma correspondência pelo lado da conta do estoque de endividamento, na medida em que a dívida externa, que era de aproximadamente 85 bilhões de dólares no final de 1982, passou a ser de ordem de 111 bilhões quatro anos depois. Em 1986, por exemplo, a dívida externa aumentou quase 6 bilhões de dólares, apesar do país ter gerado um superávit comercial de 8,4 bilhões. pode ser alegado que esse volume foi insuficiente para o pagamento dos juros. Em contrapartida, porém, houve uma grande desacumulação

de reservas, o que torna o aumento da dívida particularmente significativo.

Para o caso específico de 1986, 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 aquele se deprecia, a dívida externa em dólares tende a aumentar por efeito da valorização do estoque das moedas restantes, mesmo que o país gere fluxos que poderiam permitir estabilizar o valor da dívida, caso a cotação relativa entre o dólar e aquelas moedas não se modificasse. A mesma explicação seria válida, também, para compreender a evolução da dívida em 1985.

Tal fato leva a considerar duas questões. Em primeiro lugar, a própria relevância de tal efeito no biênio 1985/86, efeito esse geralmente negligenciado nos modelos de setor externo, onde a diferença entre os valores da dívida de um período e de outro é representada apenas pelas variáveis-fluxo do BP.

Em segundo lugar, cabe analisar como evoluiu a dívida externa no período precedente, durante o qual o dólar se valorizou, apesar do que não há registros da ocorrência de um fenômeno inverso ao apontado. Em outras palavras, enquanto o marco, o iene e demais moedas fortes caíam frente ao dólar, o país não obteve benefícios expressivos, enquanto que, no período subsequente, durante o qual essas moedas se fortaleceram, o país foi sensivelmente prejudicado, devido ao aumento registrado pela sua dívida em dólares, apesar do esforço de ajustamento realizado.

O que o artigo procura, em função disso, é identificar as causas que teriam provocado a variação da dívida externa bruta entre

1982 e 1986, 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 encontra-se dividido em cinco seções. Depois desta breve introdução, na seção dois são apresentadas algumas identidades que servirão de embasamento para a discussão do tema em questão. A seção três, por sua vez, a partir da formulação abstrata desenvolvida previamente, aborda especificamente o caso brasileiro. 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 compensatórios, 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 do mesmo.

II. CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS PRELIMINARES

Dado um certo nível inicial de reservas de um país (R), a variação das mesmas (ΔR) num determinado período de tempo é uma função do déficit da conta corrente (DCC), dos investimentos diretos líquidos (ID), das amortizações e empréstimos bruto (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 (ΔD) pode ser decomposta, assim como no caso das reservas, num componente de fluxo e outro de estoque. O primeiro está associado ao resultado do BP e corresponde à diferença entre os valores dos empréstimos brutos recebidos e das amortizações brutas pagas. O segundo, por sua vez, diz respeito à variação patrimonial (S) do "stock" da dívida total medida em dólares não explicada pelos fatores-fluxo do BP, sendo a variação total calculada a partir da identidade

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

Portanto,

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

Se definirmos a variável referente ao valor-fluxo da mudança da posição de reservas como sendo $\Delta R'$, temos que

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

e nesse caso, substituindo (4) em (1), chega-se a

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

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 variações em cada uma das moedas que compõem esse estoque se mantém inal-

(1) Na tabela 1 da seção 3, o valor de $\Delta R'$ foi calculado como sendo apenas o valor da diferença do estoque em reservas convertíveis 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 por moedas, além do que a distorção é irrelevante em face da dimensão dos números discutidos.

terado. A segunda parcela (S2) corresponde às mudanças do valor da dívida total medida em dólares que decorrem de outros fatores. Entre estes podem ser citados:

- Alterações na composição do estoque inicial durante o ano - não captados, por hipótese, pela primeira parcela de S.
- 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 importação ou saída de fluxos nas diferentes moedas, combinadas em porções diferentes em relação ao perfil do estoque.
- Atrasos marginais no registro do endividamento por parte do Banco Central, que registraria no ano t créditos assumidos de fato em (t - 1).
- 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.
- "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 ΔD como

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

O valor total de S obtém-se 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 calculada com base nos dados da composição inicial do estoque da dívida por moedas e na mudança das partidas cambiais entre estas. Nesse caso, sendo E_i a taxa cambial da moeda i, em dólares por unidade dessa moeda e M_i o valor do estoque da dívida assumida na moeda i, medida na mesma moeda, o valor dessa dívida, medida em dólares, é

$$D^i = E_i \cdot M_i \quad (8)$$

e o valor da dívida externa bruta total, avaliada em dólares, é

$$D = \sum_{i=1}^n D^i \quad (9)$$

Em consequência, S1 é

$$S1_t = \sum_{i=1}^n (E_t^i - E_{t-1}^i) \cdot M_{t-1}^i \quad (10)$$

Definindo a taxa de variação da relação dólar/moeda i como e_i , esta é, por definição,

$$e_t^i = \frac{E_t^i}{E_{t-1}^i} - 1 \quad (11)$$

Com base em (8) e (11), podemos reescrever (10) como

$$S1_t = \sum_{i=1}^n D_{t-1}^i \cdot e_t^i \quad (12)$$

A partir dos valores de S e S1, então, por (6), obtém-se o valor de 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 (12), que se reflete sobre (7) e afeta o pagamento de juros dos períodos seguintes.

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 em forma significativa. Face às circunstâncias agora vigentes e dada a ameaça de continuidade do processo de depreciação do dólar, esses modelos deveriam ser "aggiornados" com a incorporação de tal modificação. (2)

III. 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.

Para isso, utilizam-se as tabelas 1, 2 e 5 - esta última obtida a partir das tabelas 3 e 4 -, onde são apresentados os resultados do BP, a evolução da dívida externa - incluindo a de curto prazo -, a composição da dívida externa por moedas e as taxas de variação da paridade do dólar em relação às outras moedas fortes. (3)

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

(3) Para conhecer a evolução da composição da dívida por moedas antes do período estudado, ver Nogueira Batista Jr. (1987).

No que diz respeito ao item "outros" da tabela 2, para efeitos da 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.

Na tabela 1, tem-se uma idéia da evolução das variáveis que são a razão de ser deste trabalho. Nela observa-se que entre 31/12/1982 e 31/12/1986 a dívida externa bruta total aumentou 25,7 bilhões de dólares, dos quais apenas 10,4 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.

TABELA 1

VARIÁVEIS DE ENDIVIDAMENTO E BALANÇO DE PAGAMENTOS

US\$ milhões

ANO	Dívida externa bruta total em 31/12 D	Reservas, excl. ouro e outros (a) R'	Déficit conta corrente DCC (b,c)	Invest. direto (d) ID	Δ R'	Erros e omissões EO	Δ R'+DCC -ID-EO	Δ D
1980	64.244	5.024						
1981	73.962	5.888	11.734	2.326	846	- 414	10.668	
1982	85.304	3.641	16.311	2.548	- 2.247	- 544	12.060	11.387
1983	93.556	4.355	6.837	1.359	714	- 670	6.862	8.373
1984	102.039	11.506	- 45	1.549	7.151	403	5.154	10.401
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

(a) Conceito de liquidez internacional, fim de período

(b) Inclui Lucros reinvestidos

(c) Superávit (-)

(d) Inclui reinvestimentos

Fonte: BACEN

TABELA 2

COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA, POR MOEDAS (*)

US\$ milhões

	DÓLAR (1)	MARCO (2)	IENE (3)	FR. SUIÇO (4)	FR. FRANCÊS (5)	LIBRA (6)	DES (7)	OUTROS (8)	TOTAL DÍV. REGISTR. (9) = (1) a (8)	DÍV. NÃO REGISTR. (10)	TOTAL (11) = (9)+(10)	(2)a(8)/ (11)
1980	41.965	4.496	3.694	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	4.608	2.461	95.857	9.269	105.126	0,220
1986	72.367	7.030	9.406	2.397	2.401	1.021	4.490	2.647	101.759	9.286	111.045	0,265

(*) Equivalência em US\$ segundo taxas de câmbio vigentes ao fim de cada período

Fonte: BACEN

TABELA 3

COTAÇÃO DAS MOEDAS POR DÓLAR (FIM DE PERÍODO)

Marco	Iene	Fr. Suíço	Fr. Francês	Libra	DES
1980	1,959	1,764	4,516	0,419	0,784
1981	2,255	1,799	5,748	0,524	0,859
1982	2,377	1,995	6,725	0,619	0,907
1983	2,724	2,180	8,348	0,689	0,955
1984	3,148	2,585	9,592	0,865	1,020
1985	2,461	2,077	7,561	0,692	0,910
1986	1,941	1,624	6,455	0,678	0,818

Fonte: BACEN

TABELA 4

COTAÇÃO DO DÓLAR POR MOEDAS (FIM DE PERÍODO)

Marco	Iene	Fr. Suíço	Fr. Francês	Libra	DES
1980	0,510	0,00493	0,567	0,221	2,385
1981	0,443	0,00455	0,556	0,174	1,908
1982	0,421	0,00426	0,501	0,149	1,615
1983	0,367	0,00431	0,459	0,120	1,451
1984	0,318	0,00398	0,387	0,104	1,157
1985	0,406	0,00500	0,481	0,132	1,445
1986	0,515	0,00629	0,616	0,155	1,475

Fonte: Tabela 3

TABELA 5

TAXA DE VARIAÇÃO DAS PARIDADES CAMBIAIS (%)

	Dól/marco	Dól/Iene	Dól/Fr. Suíço	Dól/Fr. Fr.	Dól/Libra	Dól/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

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

Fonte: Tabela 4

Cabe então analisar quais foram os fatores responsáveis pela mencionada diferença, para o que tenta-se estimar o efeito da mudança das paridades dólar/demais moedas fortes sobre o valor da dívida externa herdada do período anterior, ano a ano. Isto é feito na tabela 6, onde na coluna 1 são repetidos os valores que constam da primeira tabela e na coluna 2, utilizando as taxas da tabela 5, calcula-se o valor que a dívida traduzida em dólares deveria assumir no ano seguinte, caso os fatores-fluxos do BP se anulassem entre si e a dívida em cada uma das moedas permanecesse constante.

Tendo então calculado os fatores-fluxo na tabela 1 e o "efeito-paridade" na tabela 6 e dada a diferença entre as colunas de $(\Delta R' + DCC - ID - EO)$ e ΔD na mesma tabela 1, o valor dos outros

fatores pode ser obtido por resíduo, deduzindo daquela diferença o valor do mencionado "efeito paridade". Isto é feito na tabela 7, onde a variação da dívida externa bruta total - registrada e não-registrada -, nos termos da equação 7, é decomposta em 3 grupos de fatores: os "fatores-fluxo" do BP - variação de reservas em divisas convertíveis, déficits em conta corrente, investimentos diretos e erros e omissões - ; o "fator-estoque" representado pelo "efeito-paridade" (S1) e os "outros fatores", medidos residualmente (S2). A soma de S1 e S2 corresponde à parcela da variação da dívida total não explicada pelo desempenho das variáveis do BP.

Como vemos, este componente foi relativamente inexpressivo no período imediatamente anterior a 1982, na medida em que os "fatores-fluxo" estavam estreitamente correlacionados com a variação da dívida. A partir de então, há nitidamente diferenciados dois períodos, 1983/84 e 1985/86, nos quais as causas da evolução da dívida são:

- 1983/84 - Comportamento do BP - com predomínio do déficit em conta corrente em 1983 e da variação das reservas em divisa convertíveis em 1984 - e dos outros fatores que não o "efeito-paridade".
- 1985/86 - Impacto da desvalorização do dólar e consequente valorização das moedas européias e do iene.

TABELA 6

ESTIMATIVA DO EFEITO DA MUDANÇA DAS PARIDADES SOBRE
O VALOR DO ESTOQUE DA DÍVIDA EXTERNA

ANO	Dívida Externa Bruta Total ¹	Valor Estimado da Dívida Inicial ²	Efeito da mudança das Paridades ³ (b)
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	109.948	4.822

(a) Calculado pela fórmula $D_t = \sum D^{i,t-1} (1 + e_i^t)$, onde D_i representa a dívida em moeda e traduzida em dólares, e_i 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.

(b) Calculado subtraindo-se ao valor da coluna 2 em t o valor da coluna 1 em $(t-1)$

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do BACEN:



TABELA 7
VARIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA -
DECOMPOSIÇÃO POR FATORES FLUXO E ESTOQUE

ANO	US\$ milhões				
	(a) ΔD (1)	$\Delta R' + DCC - ID - EO$ (b) (2)	(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	4.822	1.223

a, b - Tabela 1

c - Parcela de aumento do endividamento correspondente à valorização do estoque da dívida do final do período precedente, referente às mudanças de paridade. Obtido da tabela 6 (coluna 3)

d - Parcela do aumento do endividamento não explicada pelas colunas 2 e 4

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do BACEN

A ausência de dados disponíveis em caráter definitivo para 1987 nos impediu de estender a tabela para o referido ano, mas pelos dados preliminares o fator fluxo do BP - devido ao déficit em conta corrente - teria voltado a ser importante, ao mesmo tempo em que a continuidade da desvalorização do dólar deve ter dado origem novamente a um valor expressivo de S1.

A tabela 7 permite concluir que:

- a) Apesar da dimensão do ajuste externo operado, a dívida apresentou um aumento significativo no período;
- b) Para isso contribuiu decisivamente o efeito da valorização da maioria das moedas fortes sobre a dívida externa assumida nessas moedas, no período 1985/86.
- c) No período anterior, entretanto, quando essas moedas estavam se depreciando, em função da valorização do dólar, não há registros da ocorrência de um fenômeno de sinal inverso. Nesses anos, 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.

A este respeito, vale destacar que utilizando um método logia semelhante à nossa, o banco Morgan estima em 7 bilhões de dólares o que é por ele denominado por ele de fuga de capitais, no período 1983/85, para o caso do Brasil [Morgan, 1986]. É interessante mencionar que este valor representou 23% da fuga de capitais estimada pelo Morgan para a América Latina no período - 30 bilhões -, enquanto que no período 1976/82 tal percentagem teria sido de apenas 3% - 3 bilhões em 93 bilhões.

O valor calculado de S2 em 1983 e 1984, é, como se vê, bastante elevado. Leitores de uma primeira versão deste trabalho sugeriram que talvez a causa disso fosse a defasagem de registro de empréstimos tomados durante a crise de BP de 1982/83. O argumento, entretanto, não parece procedente, pelo fato de que, dada a metodologia adotada, o aumento adicional do valor de D no ano t apenas compensaria a subestimação contábil da dívida em (t-1). Portanto, um valor positivo de S2, nesse caso, 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 7, foi sempre positivo, o que retira validade ao argumento.

A explicação mais plausível 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 fizesse o registro das mesmas, o que gerou aumentos da dívida contabilizada totalmente deslocados da evolução do BP.

No que diz respeito ao que foi denominado "efeito-paridade de", há que 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. Isso não ocorreria se nas relações financeiras internacionais prevalecesse uma "regra de perfeita arbitragem" que tornasse os juros reais de todos os países iguais. (4) 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 referi-

(4) Para uma discussão teórica do assunto, ver Williamson (1983), Cap. 10.

do estoque não se alterasse. Na prática, porém, isso não tem ocorrido, o que fez com que o aumento do estoque da dívida medida 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 encontram-se sujeitos a taxas de juros fixas em termos dessas moedas, conforme é mostrado na tabela 8.

TABELA 8

COMPOSIÇÃO DO ENDEVIDAMENTO
POR MOEDAS E TAXAS DE JUROS

Moeda	Saldo da dívida	Taxa de juros	
		Fixa	Flutuante
1. Marco	7.030	5.642	80
2. Iene	9.406	6.315	67
3. Franco Suíço	2.397	1.827	76
4. Franco francês	2.401	1.440	60
5. Libra	1.021	830	81
1 a 5	22.255	16.054	72
6. Dólar e outros	79.504	8.044	10
TOTAL	101.759	24.098	24
			76

Fonte: Banco Central (DIBAP/DEPEC). Informações obtidas a partir de um pedido especial.

Considerando, adicionalmente, que para medir a taxa real de juros que o país paga o deflator relevante não é a inflação internacional e sim o índice de preço das exportações e que este apresentou um desempenho desfavorável no período 1985/1986, construiu-se um indicador de taxa de juros real que levasse em conta todos os efeitos mencionados. Assim, na tabela 9, calculou-se a valorização implícita dos empréstimos em moedas fortes exceto o dólar como sendo o valor que resulta do quociente entre o aumento da dívida em moedas diferentes do dólar devido ao "efeito-paridade" e o valor de estoque desta num momento inicial determinado. Esta taxa foi combinada com a "Libor" em fim de período e deflacionada pela taxa de variação do índice de preço anual das exportações. Isto implica uma pequena imperfeição metodológica, na medida em que confrontam-se dados médios com dados de fim de período, mas tal distorção é preferível à que resultaria de eventuais mudanças isoladas do índice de preços das exportações num mês específico. Assim, chegou-se ao conceito de taxa real de juros relevante paga sobre os empréstimos nas moedas fortes "não-dólar", cujo valor aparece exposto na última coluna da tabela 9.

É razoável, de resto 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", se recusando a trocar créditos nestas moedas por créditos em dólar e tentando trocar créditos na moeda norte-americana por créditos em ienes,

marcos, libras, etc. (5)

TABELA 9

TAXA REAL DE JUROS SOBRE AS MOEDAS FORTES, EXCETO DÓLAR (*)

ANO	Taxa de valorização implícita dos empréstimos em moedas fortes exceto dólar (a)	"Libor" (b)	Taxa de variação do preço das exportações (c)	Taxa real de juros (d)
		Sobre a d_i Sobre a d_i em 31.12.84 em 31.12.85		
1985	21,4	8,1	- 5,5	16,2
1986	46,5	6,2	0,6	14,7(*) 6,8

(*) O valor de c, neste caso, refere-se à taxa acumulada em 1985 e 1986.

Fonte: Ver texto

$$(1) \quad d = \left[\frac{1 + b/100 \cdot \left[\frac{(100+a)/100}{(100 + c)/100} - 1 \right]}{(100 + c)/100} \right] \cdot 100$$

(5) 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 última renegociação.

O impacto concreto do fenômeno da mudança das paridades é apresentado na tabela 10, que mostra como a taxa de juros que o país efetivamente tem pago caiu a um ritmo muito mais lento do que a queda da "prime" e da "libor" entre 1984 e 1986, o que, supondo a estabilidade dos outros componentes da taxa de juros. - "spread" e comissões diversas - confirma a argumentação precedente.

TABELA 10

TAXAS DE JUROS EFETIVAMENTE PAGAS

PELO BRASIL (%)

ANO	"Prime" - Média anual	"Libor" - Média anual	Pagamento bruto juros (U)	Dívida bruta (D) Final de período	J_t/D_{t-1} (8)
1983	10,8	9,9	-	93.556	-
1984	12,0	11,2	11.445	102.039	12,2
1985	9,9	8,7	11.239	105.126	11,0
1986	8,3	6,8	10.055	111.045	9,6

Fonte: Banco Central

É claro que, supondo que a taxa cambial do país esteja a trelada ao dólar, o país tende a se beneficiar da desvalorização da moeda devido à maior competitividade das exportações nos países cuja moeda está se apreciando. O que se pretende frisar é que o efeito de competitividade não é o único resultado da desvalorização do dólar. Além disso, em particular, nos últimos dois anos, esse efeito não se

fez sentir. Não apenas o país não viu aumentados os seus preços de exportações 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 uma variação de quantidades em favor das exportações para Alemanha, Japão, França, etc. 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 11.

TABELA 11

COMPOSIÇÃO DA PAUTA DE EXPORTAÇÕES DO BRASIL (8)

ANO	CEE	JAPÃO	OUTROS	TOTAL
1983	28,9	6,5	64,6	100,0
1984	25,2	5,6	69,2	100,0
1985	26,9	5,5	67,6	100,0
1986	26,3	6,8	66,9	100,0

IV. UMA PROPOSTA PARA A RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA

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

Chamando Y ao PIB, YN à renda nacional, RLEE à renda líquida enviada ao exterior, AI à absorção interna, X e M às exportações e importações de bens e serviços não-fatores, respectivamente e

CC ao saldo em conta corrente, tem-se um conjunto de identidades representadas pelas equações (13) a (17):

$$Y = YN + RLEE \quad (13)$$

$$Y = AI + (X - M) \quad (14)$$

$$YN + RLEE = AI + (X - M) \quad (15)$$

$$CC = (X - M) - RLEE \quad (16)$$

$$YN - AI = CC \quad (17)$$

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 (17) 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.

Contraopondo-se ao receituário clássico que recomenda, nestes 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 no alargamento do fluxo de financiamento para os países devedores.

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

- uma deterioração dos termos de troca;
- uma "performance" negativa das economias da OECD; ou
- 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 estimações de Cline (1983), no decénio 1973/82 a dívida externa aumentou 482 bilhões de dólares, dos quais 401 bilhões poderiam ser atribuídos a choques exógenos, assim distribuídos: 260 bilhões devidos ao preço do petróleo; 79 bilhões à queda dos termos de troca dos outros bens; 41 bilhões ao aumento real da "libor" e da "prime rate"; e 21 bilhões à redução do "quantum" de exportações provocado pela recessão mundial no início dos anos 80. (6)

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

(6) Para um exercício similar aplicado ao caso brasileiro, ver Bacha (1984).

em 1984, hoje o país teria que pagar com recursos próprios juros sobre uma dívida da ordem de 100 bilhões e não de 110 bilhões de dólares, ou seja, em torno de 1 bilhão/ano a menos - supondo uma taxa de juros de 10%.

A consideração da desvalorização do dólar como choque exógeno, entre outras coisas, é recomendável pelo fato de que apesar do dólar ter caído muito nos últimos dois anos, no atual contexto de turbulências da economia mundial não é de descartar a possibilidade de que, no futuro, uma crise de confiança no dólar faça cair ainda mais a cotação deste, acentuando os fenômenos antes descritos e gerando ônus ainda maiores para o país.

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 amplas de reforma, como por exemplo as de Bacha (1987).

Por último, independentemente do que vier a ser feito no futuro, os dados parecem indicar que o país não soube 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, repetindo assim o que se observou em outros

países. Mohl e Sobol (1983) mostram, por exemplo, que entre 1979 e 1982 os países subdesenvolvidos não produtores de petróleo acumularam um volume de empréstimos líquidos de US\$ 137 bilhões. De acordo com os autores, se eles 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 125,5 bilhões.

No caso específico do Brasil, enquanto nos anos em que o dólar se apreciava e as outras moedas se desvalorizavam o país deixou de se beneficiar disso, assumindo dívidas basicamente em dólares, 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 devido a isso, 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 5.

É claro que o ideal nessa situação - dever apenas em dólares e exportar para formar reservas só em marcos e ienes - não pode ser atingido, porém cabe supor que, caso se tivesse atestado 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.

V. CONCLUSÕES

Entre 1982 e 1986, a dívida externa bruta total - regie

trada e não-registrada - aumentou 25,7 bilhões de dólares, dos quais apenas 10,4 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 - 6,3 bilhões - e de outros fatores - aproximadamente 9 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 períodos: 1983/84, quando a variação da dívida decorreu dos fatores-fluxo do BP e dos fatores incluídos em S2, e 1985/86, 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 ao renegociar a dívida o Brasil incluisse 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.

Em particular, diante da perspectiva de que o Japão venha a financiar com seus créditos os déficits do Terceiro Mundo, é crucial que os mesmos sejam concedidos em dólares e não em ienes. Caso contrário, o ganho de divisas inicial que o país pudesse obter tenderia a ser corroído posteriormente, em função do aumento da taxa de juros implícita em dólares que resultaria do eventual fortalecimento da moeda japonesa.

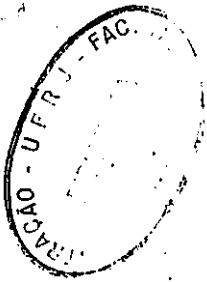
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BACHA, E. (1982); "Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos"; Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 12, nº 2, Agosto.
- (1984); "Choques externos e perspectivas de crescimento: o caso do Brasil - 1973/89", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 14, nº 3, Dezembro.
- (1987); "O sistema de condicionalidade do FMI: uma proposta de reforma", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 17, nº 2, Agosto.
- CLINE, W. (1983); International Debt and the Stability of the World Economy, Institute for International Economics, Setembro.
- FRITSCH, W, & MODIANO, E. (1987); "A restrição externa ao crescimento econômico brasileiro: uma perspectiva de longo prazo", texto para discussão nº 166, PUC-RJ, julho.
- LANGONI, C. (1985); "A crise do desenvolvimento - Uma estratégia para o futuro"; Ed. José Olympio, Rio de Janeiro.
- MOHL, A. & SOBOL, D. (1983); "Currency diversification and LDC debt"; Federal Reserve Board of New York Quarterly Review, Autumn
- MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY (1986); "LDC capital flight"; carta mensal, Março.
- NOGUEIRA BATISTA Jr.; P. (1987); "International Financial Flows to Brazil since the late 1960's - An Analysis of Debt Expansion and Payments Problems"; World Bank.
- WILLIAMSON, J. (1983); Macroeconomics; Basic Books, Inc. Publishers, New York.

PUBLICAÇÕES DO IEI EM 1987

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

	Nº de páginas
107. PROCHNIK, Victor. O macrocomplexo da construção civil. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 107)	143
108. TAVARES, Ricardo A.M., Aritmética política ou natural? (Demografia: Fuga em pulcro movimentos). IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 108)	26
109. TAUILLE, José Ricardo e OLIVEIRA, Carlos Eduardo Melo de. Difusão de automação no Brasil e os efeitos sobre o emprego. Uma resenha da literatura nacional. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 109)	47
110. SILVEIRA, Caio César L. Prates de. Plano Cruzado: A dramática reversão de expectativas. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 110)	30
111. TAUILLE, José Ricardo. Automação e Competitividade: uma avaliação das tendências no Brasil. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 111)	150
112. ALMEIDA, Júlio Góes de e ORTEGA, José Antonio. Financiamento e desempenho financeiro das empresas industriais no Brasil. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 112)	119
113. PROCHNIK, Victor. Estrutura e dinâmica dos complexos industriais na economia brasileira. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 113)	51
114. FONSECA, Manuel Aicino da. Uma análise das relações estruturais da economia brasileira. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 114)	25
115. JAGUARIBE, Anna Maria. A política tecnológica e sua articulação com a política econômica. Elementos para uma análise da ação do estado. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 115)	76
116. SOUZA, Isabel R.O. Gómez de. Referencial teórico para a análise da política social. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 116)	28
117. FIORI, Jorge e RMIREZ, Ronaldo. Notes for a comparative research on self-help housing policies in Latin America. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 117)	28
118. BENETTI, Carlo. Valor, excedente e moeda. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 118)	19



	Nº de páginas
119. MOREIRA, Maurício Mesquita. <u>Progresso Técnico e Estrutura de Mercado: a Indústria Internacional de telecomunicações.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 119)	81
120. LOPES, Fernando Reis; SERRANO, Franklin Leon Peres. <u>Marx e a Mercadoria Força de Trabalho.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 120)	34
121. FIGUEIREDO, José B.; TAVARES, Ricardo. <u>O Componente Demográfico no Desenho das Políticas de Desenvolvimento Urbano.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 121)	35
122. CORIAT, Benjamin; SBOIA, João. <u>Régime d'accumulation et rapport salarial au Brésil - un processus de fordisation forcée et contrariée.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 122)	52
123. PROCHNIK, Victor. <u>A Contribuição da Universidade para o Desenvolvimento da Informática no Brasil.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 123)	39
124. FABRIANI, Carmen Beatriz; PEREIRA, Vera Maria C. <u>Tendências e Divergências Sobre o Modelo de Intervenção Pública no Saneamento Básico.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 124)	45
125. TOLOSA, Hamilton C. <u>Condiçõnantas Econômicas e Opções da Política Urbana no Brasil.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 125)	34
126. SALM, Cláudio; SILVA, Luiz Carlos Eichenberg. <u>Industrialização e Integração do Mercado de Trabalho Brasileiro.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 126)	51
127. CARVALHO, Fernando J. Cardim de. <u>Keynes on probability and uncertainty.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 127)	29
128. LEITE, Antonio Dias. <u>Plano Cruzado - Esperança e Decepção.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 128)	144
129. CARVALHO, Fernando J. Cardim de. <u>O Caminho da Revolução: O Treatise on Money na Revolução Keynesiana.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 129)	24
130. CARVALHO, Fernando J. Cardim de. <u>Keynes on the Instability of Capitalism and the Theory of Business Cycles.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão 130)	39
131. FIORI, José Luís; JAGUARIBE, Anna Maria. <u>Repensando o Papel do Estado no Desenvolvimento Brasileiro: Uma Agenda de Estudos.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 131)	53
132. MEDEIROS, Carlos Aguiar de. <u>Os Impactos Sociais da Crise Econômica, Políticas Sociais e Transição Democrática.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 132)	78
133. VIANNA, Cid Manso de Mello. <u>Política de Medicamentos versus Política de Produção de Fármacos.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 133)	17
134. MEDICI, André Cezar. <u>O Custeio da Política Social ao Nível Regional: Subsídios Para uma Estratégia de Descentralização.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987. (Discussão, 134)	51
135. CASTRO, Antonio Barros de, e SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. <u>O Saldo e a Dívida.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987 (Discussão, 135)	31
136. ERBER, Fábio S. <u>Política Industrial no Brasil - Um Quadro Analítico e Algumas Propostas.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987 (Discussão, 136)	24
137. OLIVEIRA, Isabel de Assis Ribeiro de. <u>Mulher em Dados.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987 (Discussão, 137)	70
138. PERUMAN, Janice E. <u>Meça-Strategies for Mega-Cities. A Project to accelerate the generation of effective social and technological innovation.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987 (Discussão, 138)	47
139. AFOUSO, José Roberto R. e DAIN, Sulamis. <u>O Setor Público e as Finanças Públicas na América Latina: O Caso do Brasil.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987 (Discussão, 138)	115
140. GIAMBIAGI, Fabio. <u>Paridades Cambiais, Dívida Externa e Ajustamento - Reflexões Sobre o Caso Brasileiro: 1983/86.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1987 (Discussão 140)	32