

ALÍVIO DA DÍVIDA EXTERNA DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

A iniciativa FMI/Banco Mundial*

*Luís Saramago***
*Fernando Martins***

1. INTRODUÇÃO

Formalmente anunciada em Outubro de 1996, como instrumento privilegiado para o alívio definitivo da dívida externa dos países em desenvolvimento mais pobres e endividados, a Iniciativa FMI/Banco Mundial⁽¹⁾ está prestes a celebrar o seu primeiro caso de sucesso. Trata-se do Uganda, cuja dívida deverá atingir níveis sustentáveis em Abril de 1998, graças ao contributo directo e indirecto das instituições financeiras internacionais e de diversos países doadores. Entre estes conta-se Portugal, envolvido sobretudo enquanto parceiro destacado, e um dos principais credores, dos países africanos lusófonos. À excepção de Cabo Verde, com uma dívida externa relativamente suportável, todos eles são, de facto, potencialmente elegíveis, encontrando-se o processo de Moçambique mais avançado que os restantes.

O presente trabalho começa por enquadrar a Iniciativa no contexto dos esforços promovidos pela comunidade internacional para combater a “crise da dívida” que afectou os países em desen-

volvimento no início dos anos oitenta (secção 2). Seguidamente, são apresentados os contornos da referida Iniciativa, vocacionada para acudir às necessidades dos países sobre os quais continua a pesar o fardo da dívida, depois da recuperação concretizada pela maior parte dos principais devedores, já na década em curso (secção 3). Por fim, aborda-se a questão da melhor estratégia para fazer face a problemas de dívida excessiva, procurando ilustrar o impacto macroeconómico de tais situações e as diferentes implicações de estratégias alternativas (secção 4).

2. “CRISE DA DÍVIDA”: GÉNESE, DESENVOLVIMENTO E SOLUÇÕES

É habitual considerar-se que a chamada crise da dívida externa dos países em desenvolvimento foi despoletada pela incapacidade para cumprir o respectivo serviço declarada, em Agosto de 1982, pelo México. Rapidamente disseminada pelo mundo em desenvolvimento, a crise chegou a assumir proporções de ameaça sistémica generalizada, determinando uma alteração substancial na forma de encarar o risco soberano.

Na **origem deste processo** terão estado, em última instância, opções incorrectas no plano interno, traduzidas por estratégias de endividamento imprudentes e uma gestão macroeconómica deficiente — opções essas geradoras de fragilidades que ficaram evidentes com a evolução adversa da envolvente externa. De facto, conjugaram-se na

* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal.

** Departamento de Relações Internacionais e Departamento de Estudos Económicos.

(1) Ou seja, a *HIPC Initiative*, destinada aos *Heavily Indebted Poor Countries* (Países de Baixo Rendimento Acentuadamente Endividados, PBRAE, vulgo “países pobres muito endividados”), onde se incluem 32 Estados com PNB *per capita* inferior a USD 695 e VAL da dívida superior a 220 por cento das exportações ou superior a 80 por cento do PNB, para além de outros nove que receberam tratamento concessional do Clube de Paris (ou são elegíveis para tanto).

primeira metade dos anos oitenta diversos fenómenos relevantes: uma tendência para a subida das taxas de juro internacionais, no contexto dos esforços de diversos países industrializados com vista ao controlo da inflação; uma deterioração dos termos de troca que atingiu a generalidade dos países em desenvolvimento, sobretudo os exportadores de bens primários não-petrolíferos; uma recessão em diversos países industrializados que afectou as exportações dos países devedores, condicionando a sua capacidade para satisfazer os compromissos associados à dívida; e uma apreciação continuada do dólar norte-americano, moeda empregue na maior parte dos contratos de empréstimo em causa.

A dimensão excepcional do problema levou a que a comunidade financeira internacional procurasse, de forma concertada (minimizando assim a possibilidade de *free riding*), desenvolver mecanismos especificamente concebidos para a respectiva ultrapassagem. Depois de uma fase inicial em que os credores privados exigiram o cumprimento rigoroso dos compromissos, daí resultando a acumulação de atrasados, seguiu-se um período em que a crise foi encarada essencialmente como um problema de liquidez, surgindo a chamada abordagem de *short leash*.

Esta caracterizou-se pela introdução, nos países devedores, de programas de ajustamento apoiados pelo FMI e pelo Banco Mundial, no âmbito dos quais estas instituições concederam financiamentos sujeitos a certas regras de condicionalidade macroeconómica. A observância de tais regras, periodicamente controlada, seria indispensável para o desembolso dos respectivos financiamentos, feito de forma faseada — visando um reequilíbrio que permitisse, em última análise, aumentar a capacidade de reembolso da dívida.

Como contrapartida, os países beneficiariam do chamado efeito de catálise, ou seja a disponibilidade por parte dos credores (e, em particular, dos bancos comerciais) não só para aceitarem a consolidação do serviço da dívida, através de reescalamentos e/ou renovações, mas também para concederem novos financiamentos. Inicialmente facultados por períodos curtos (abrangendo o serviço a vencer dentro de um a dois anos), tais operações acabariam por se revelar insuficientes, levando à introdução, em meados de 1984, dos acor-

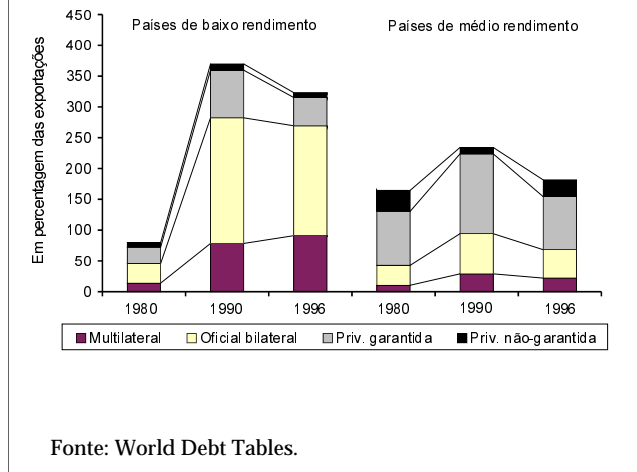
dos de reescalamento pluriénais (*multi-year rescheduling agreements, MYRA*). Estes previam o alargamento, para três a cinco anos, dos períodos de consolidação — ou seja, os intervalos de tempo ao longo dos quais venceria o serviço da dívida objecto de tratamento.

Mesmo com períodos de consolidação mais extensos, continuou todavia a verificar-se uma substancial acumulação de atrasados, impondo a necessidade de novas abordagens. Surgiu assim, no final de 1985, o chamado **Plano Baker** (à data *Treasury Secretary* dos EUA), que preconizava o aprofundamento das reformas a introduzir pelos países devedores, com vista ao reforço das suas perspectivas de crescimento, associando a esse aspecto uma substancial concessão de novos financiamentos, tanto privados como oficiais. A relutância dos credores privados em corresponderem ao que lhes era solicitado, tendendo agora a encarar o problema mais como uma crise de solvabilidade do que meramente de liquidez (percepção bem reflectida nos crescentes descontos exigidos pela dívida transaccionada no mercado secundário), terá sido porém determinante para o limitado sucesso deste esquema.

Confrontados com a ausência de alternativas válidas, diversos credores optaram pelo desenvolvimento de outro tipo de soluções, menos institucionais e mais voltadas para o mercado, de entre as quais sobressaem as recompras com desconto no mercado secundário (*debt buybacks*) e as conversões em activos (*debt-equity swaps*), frequentemente associadas a programas de privatização nos países devedores.

A generalização da ideia de que se tratava de uma crise de solvabilidade dos países devedores acabaria por determinar o aparecimento de uma nova abordagem ao problema da dívida, corporizada em 1989 no **Plano Brady** (sucessor de James Baker no Governo norte-americano). Este apresentava como inovação fundamental a possibilidade de se proceder à redução do *stock* da dívida, para além de outras alternativas admitidas em simultâneo, no contexto de um menú de opções posto à disposição dos credores privados — abordagem de mercado que permitiu acomodar as diferentes preferências destes últimos. Abrangendo diversos instrumentos específicos, as opções disponíveis dividiam-se essencialmente em três grandes catego-

Gráfico 1
DÍVIDA EXTERNA
Países fortemente endividados



rias: reescalamentos do serviço da dívida; novos financiamentos, em condições mais favoráveis, e reduções do *stock* da dívida, tendo esta última acabado por predominar, daí resultando um corte médio de 45 por cento em termos de valor actualizado líquido (VAL).

O Plano Brady correspondeu ao culminar de um período em que a comunidade financeira internacional se preocupou sobretudo com a resolução da vertente principal, de carácter sistémico, que a crise da dívida apresentava — o endividamento dos países de médio rendimento junto da banca comercial (85 por cento dos débitos totais acumulados pelos países em desenvolvimento). Beneficiando das reformas macroeconómicas e dos mecanismos para tratamento da dívida postos à sua disposição, os países integrantes deste grupo conseguiram, em geral, registar uma recuperação notável no início da década em curso, conforme evidencia o seu gradual regresso aos mercados internacionais (cf. dívida privada não-garantida no gráfico 1).

O peso da dívida permaneceu, todavia, excessivamente elevado para diversos outros países em desenvolvimento — sobretudo os de baixo rendimento da **África Sub-sahariana**, cuja dívida apresentava uma estrutura diferente, predominando a componente oficial (em geral superior a 80 por cento do total — cf. gráfico 1). Estruturalmente bastante mais frágeis — bases produtivas estreitas,

capital humano pouco qualificado, taxas de crescimento populacional excessivas, entre outras debilidades — os países integrantes deste segundo grupo acabariam por ver reconhecido carácter especial à situação em que se encontravam. Foi assim sendo desenvolvido, com ênfase crescente à medida que os frutos do Plano Brady ganhavam visibilidade, um conjunto de mecanismos especificamente concebidos para o tratamento da dívida dos países de baixo rendimento. De entre estes mecanismos, merece referência a **Debt Reduction Facility**, lançada em 1989, por iniciativa do Banco Mundial, para sustentar a recompra da dívida privada destes países (cujo peso, embora relativamente reduzido, era ainda significativo — cf. gráfico 1). Combinando donativos do Banco Mundial e bilaterais, esta facilidade permitiu reduzir em cerca de 85 por cento a dívida privada de mais que uma dúzia destes países, com um desconto médio de 87 por cento.

Ao nível da dívida oficial, importa referir que os países de baixo rendimento beneficiaram de apoios especiais praticamente desde o início da crise, como sejam a canalização de novos financiamentos de cariz concessional (tanto bilaterais como multilaterais) e o perdão de uma parte substancial da dívida associada à **ajuda pública ao desenvolvimento (APD)**. Porém, a sua especificidade só ganharia verdadeiramente expressão a partir de finais da década, quando se começou a evidenciar uma tendência para a concessão de alívios da dívida cada vez mais significativos ao nível do **Clube de Paris**⁽²⁾.

Tal assistência traduziu-se pela disponibilização de certas condições padronizadas para o referido alívio, periodicamente revistas no sentido de uma crescente concessionalidade, à medida que as dificuldades dos devedores deixavam patentes a sua ineficiência. O primeiro progresso importante neste sentido verificou-se em Junho de 1987, quando se decidiu alargar os prazos de reembolso, introduzindo um período de carência (**Termos de Veneza**). Cerca de um ano depois, os chamados

(2) Este organismo reunia os principais credores oficiais bilaterais, que assim conjugavam esforços para uma actuação concertada, canalizando assistência para os países devedores que se dispusessem a aplicar programas de ajustamento apoiados pelo FMI e pelo Banco Mundial.

TERMOS DE NÁPOLES — ASPECTOS PRINCIPAIS

Abrangência. Dívida bilateral oficial (créditos concedidos pelo Estado ou por este garantidos), contraída até uma data definida (dívida pré “cut-off date”).

Elegibilidade. Determinada casuisticamente pelos credores, de acordo com os níveis de rendimento e de endividamento dos países devedores.

Concessionalidade. Para a maioria dos países, uma redução até 67 por cento no VAL da dívida não-APD.

Opções. i) Alargamento dos prazos de reembolso para 23 anos, com seis de carência; ii) redução das taxas de juro, com reembolso até 33 anos; iii) períodos de carência e prazos de reembolso mais dilatados (respectivamente, 20 e 40 anos), mas sem redução do VAL da dívida. No caso da dívida APD, os prazos de reembolso são alargados para 40 anos, com 16 de carência, mantendo-se taxas de juro pelo menos tão concessionais como as anteriores.

Tipos de operações. i) reescalonamento de fluxos: altera o perfil do serviço da dívida elegível a liquidar no período de consolidação (em geral coincidente com a duração do programa de ajustamento apoiado pelo FMI); ii) operações de “stock”: para os países com um bom desempenho na aplicação do programa de ajustamento e na liquidação do serviço anteriormente reescalonado, prevê-se uma redução do stock considerado, até 67 por cento em termos de VAL.

Termos de Toronto consagraram pela primeira vez a possibilidade de cancelamento parcial do serviço da dívida não-APD elegível, uma das três opções preconizadas para o respectivo tratamento, assentando as restantes na redução das taxas de juro e no alargamento dos prazos de reembolso — de onde resultaria uma redução máxima de 1/3 no VAL do serviço da dívida a liquidar no período de consolidação. Operacionais durante algum tempo, os Termos de Toronto acabariam por se revelar também ineficazes — dada a incapacidade dos devedores para se manterem solventes. Daí resultou, em Dezembro de 1991, a introdução dos **Termos de Londres** (ou Termos de Toronto reforçados), cuja inovação fundamental consistiu em alargar a redução do serviço da dívida não-APD elegível, agora para um máximo de 50 por cento em termos de VAL.

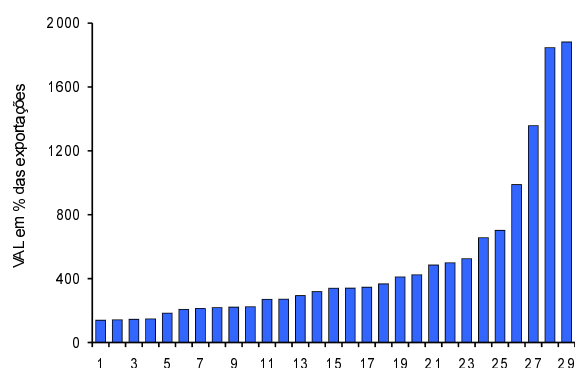
A persistente dificuldade dos devedores para satisfazerem as suas obrigações, mesmo com base nos Termos de Londres, e a disponibilidade dos credores para acentuarem o elemento de concessionalidade permitido conduziram à introdução dos **Termos de Nápoles**, em 1994. Estes alargaram o grau de concessionalidade para o equivalente a uma redução de até 67 por cento no VAL do serviço da dívida não-APD, ao mesmo tempo que pre-

viam a possibilidade de se alargar esse alívio, considerando a totalidade do *stock* elegível, indo assim além do mero reescalonamento dos fluxos a liquidar durante o período de consolidação (ideia introduzida, embora sem sequência significativa, pelos Termos de Londres). Esta última possibilidade estava condicionada à observância por parte dos países devedores de um bom desempenho, pelo menos ao longo de três anos, na aplicação dos programas de ajustamento estrutural apoiados pelo FMI — pretendendo-se desta forma facultar-lhes uma via para abandonarem definitivamente o processo cíclico de reescalonamentos sucessivos.

3. A INICIATIVA FMI/BANCO MUNDIAL

No início da década em curso, o grau de alívio da dívida permitido pelos mecanismos que a comunidade internacional disponibilizava aos países devedores afigurava-se já suficiente para que boa parte deles conseguisse ultrapassar de forma satisfatória os constrangimentos associados à mesma. Todavia, em relação a diversos outros países parecia evidente que as proporções assumidas pelo fardo da dívida (cf. gráfico 2), face às respectivas debilidades estruturais, inviabilizavam uma gestão

Gráfico 2
DÍVIDA EXTERNA DOS HIPC
1995



Nota: Incluem-se apenas os 29 países para os quais existem dados disponíveis

Fonte: Boote e Thugge (1996).

adequada do respectivo serviço, mesmo utilizando integralmente tais mecanismos e aplicando de forma continuada políticas macroeconómicas consistentes.

Indo ao encontro das dificuldades sentidas pelos países pobres muito endividados, o FMI e o Banco Mundial desenvolveram, a partir de 1994, estudos que visavam avaliar o grau de sustentabilidade das respectivas dívidas, propondo estratégias alternativas caso as existentes se revelassem insuficientes. Central em tais análises, o **conceito de sustentabilidade da dívida** entende-se como uma situação em que os países devedores são capazes de satisfazer integralmente o respectivo serviço corrente e futuro, sem recurso a reescalamentos ou perdões adicionais e sem comprometer as perspectivas de crescimento económico.

Em termos operacionais, a sustentabilidade da dívida avalia-se em função de certos indicadores significativos, definindo um determinado horizonte temporal (cinco, dez ou mais anos), para o qual se projectam as principais variáveis macroeconómicas, confrontando-as com o perfil de reembolso da dívida. Assim, com base em estudos empíricos e numa discussão metodológica prolongada, estipulou-se considerar a dívida insustentável:

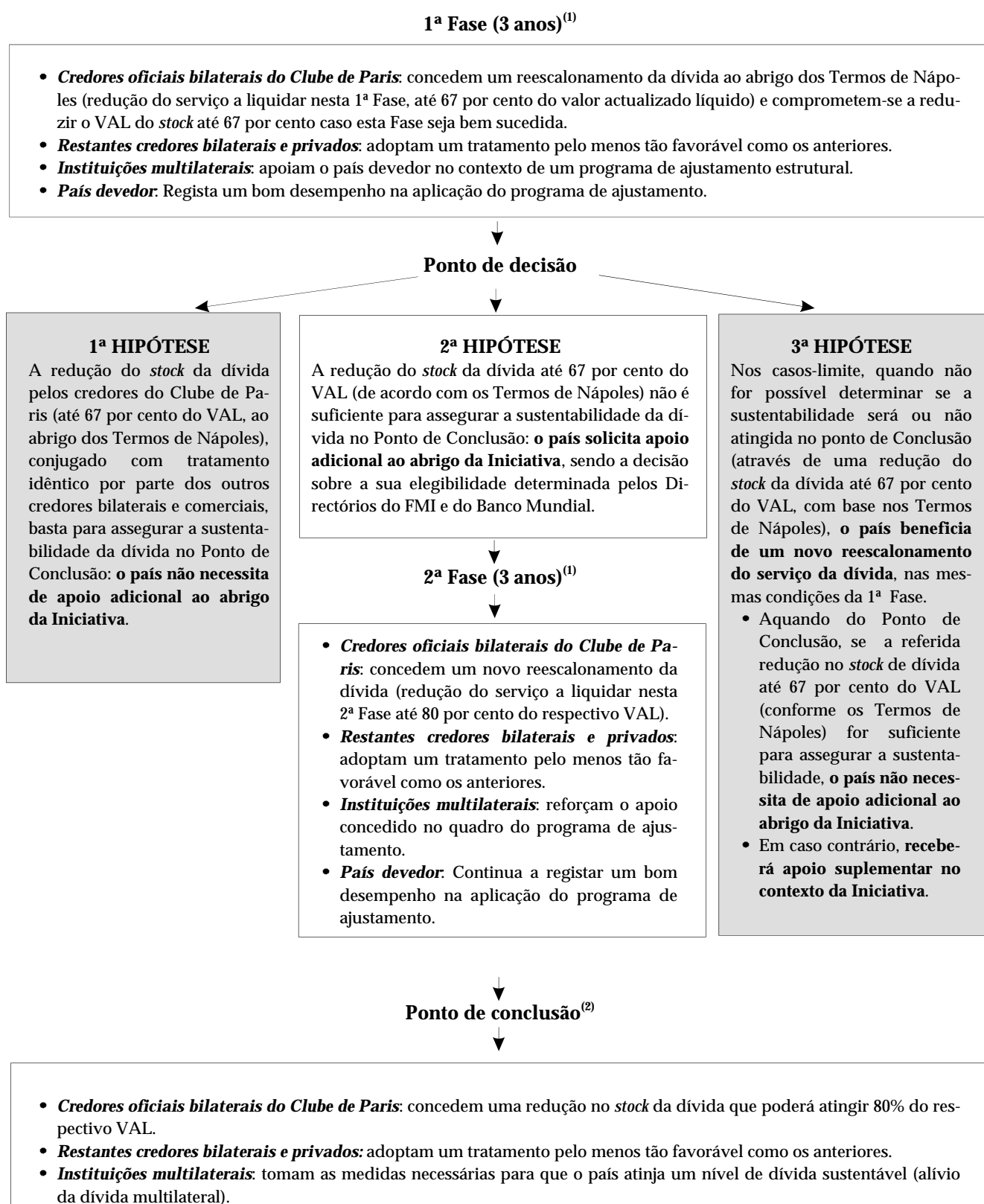
- i) se o rácio entre o respectivo VAL e as exportações ficar acima de um valor contido no intervalo crítico 200-250 por cento⁽³⁾;
- ii) ou se (mesmo quedando-se o rácio anterior abaixo de 200 por cento) o rácio entre o VAL da dívida e as receitas públicas ficar acima de 280 por cento, desde que o quociente exportações/PIB seja superior a 40 por cento (indicativo de uma economia relativamente aberta) e o quociente receitas públicas/PIB seja superior a 20 por cento (indicativo de uma punção fiscal minimamente exigente).

Na sequência de tais análises, assentes na referida metodologia⁽⁴⁾, constatou-se que os mecanismos existentes seriam de facto insuficientes para assegurar a sustentabilidade da dívida de vários dos países em causa. Surgiu assim a proposta de um novo mecanismo — dito **HIPC Initiative** — que viria a ser aprovado oficialmente durante a Assembleia Anual do FMI e do Banco Mundial, em Setembro de 1996. A concepção desta Iniciativa assentou em **seis princípios fundamentais**: i) assegurar a sustentabilidade da dívida total de cada país, permitindo-lhes a resolução definitiva do problema; ii) condicionar o alívio da dívida à observância, pelos países devedores, de um bom desempenho na aplicação de programas de ajustamento macroeconómico; iii) recorrer aos mecanismos já existentes, até ao respectivo limite; iv) assegurar a participação coordenada e equitativa de todos os credores nas medidas adicionais a emprender; v) salvaguardar a integridade financeira e o estatuto de credores privilegiados das instituições multilaterais; vi) estipular que os novos financiamentos a conceder aos países em causa deverão apresentar características concessionais.

(3) Para cada país seria estabelecido um valor específico (dentro do referido intervalo), a definir tomando em atenção factores de vulnerabilidade como a concentração e a volatilidade das exportações, a dependência da ajuda externa ou o volume de reservas, entre outros.

(4) Note-se que uma parte importante da dívida destes países tem características concessionais (taxas de juro inferiores às de mercado), pelo que o seu valor nominal sobreavalia a respectiva importância em relação à capacidade de reembolso, concluindo-se assim que o rácio VAL da dívida/exportações é um melhor indicador do fardo efectivo.

Figura 1 — INICIATIVA FMI/BANCO MUNDIAL



Notas:

(1) Os prazos em causa poderão ser encurtados consoante os casos.

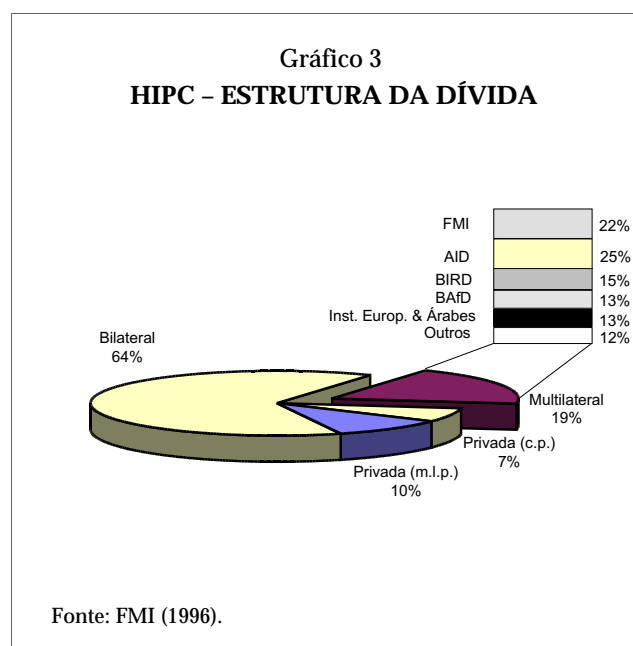
(2) Estão ainda em aberto diversas alternativas no que diz respeito à repartição do alívio a conceder pelos vários tipos de credores (*burden sharing*) quer para uma redução do VAL em 80 por cento, quer para ir além desse valor, nos casos em que seja necessário para assegurar a sustentabilidade da dívida.

Foi assim formulada, com base nos referidos princípios, a Iniciativa FMI/Banco Mundial (cf. figura 1), aberta aos países que satisfaçam um certo **conjunto de condições**: serem elegíveis para financiamentos da Associação Internacional para o Desenvolvimento e da Facilidade de Ajustamento Estrutural Reforçada⁽⁵⁾; iniciarem a aplicação de programas de ajustamento estrutural (caso não o tenham feito ainda) dentro dos dois anos seguintes à aprovação formal da Iniciativa; evidenciarem um bom desempenho quanto à aplicação dos referidos programas, nos termos da figura 1; apresentarem níveis insustentáveis de dívida, mesmo depois de terem beneficiado integralmente dos mecanismos de alívio tradicionais, conforme análises levadas a cabo pelos técnicos do FMI e do Banco Mundial e apreciadas pelos respectivos Directórios⁽⁶⁾. Muito embora o alívio a prestar ao abrigo da Iniciativa assuma importância crucial para a viabilidade económica dos potenciais beneficiários (cf. gráfico 2), os valores envolvidos, correspondentes à redução de dívida necessária, não vão além de USD 7.4 mil milhões (preços de 1996).

Um dos aspectos particularmente inovadores da Iniciativa é a possibilidade de os países devedores beneficiarem também, embora de forma indirecta, de um alívio da dívida multilateral (cerca de 1/5 do total, cf. gráfico 3) — através da criação de instrumentos que permitirão liquidar o respectivo serviço a partir do Ponto de Conclusão. No caso do Banco Mundial, o contributo para a Iniciativa deverá ser prestado sobretudo por via de um *Trust Fund*, a alimentar com recursos próprios do Banco e participações dos países interessados; no tocante ao FMI, prevê-se que os países beneficiários possam ser contemplados com “operações especiais da ESAF” — traduzidas por donativos ou empréstimos especialmente concessionais. Ainda em relação ao FMI, espera-se que os recursos necessários

(5) Respectivamente, a agência do Banco Mundial vocacionada para conceder empréstimos em condições especialmente favoráveis (*International Development Association, IDA*) e o instrumento financeiro criado pelo FMI para acudir às necessidades específicas dos países de baixo rendimento (*Enhanced Structural Adjustment Facility, ESAF*).

(6) No contexto de tais análises, a apresentar aquando do Ponto de Decisão, seriam definidos (em função dos factores de vulnerabilidade) os valores de referência específicos para os rácios VAL da dívida/exportações a respeitar por cada país aquando do Ponto de Conclusão (cf. figura 1).



para sustentar a respectiva participação na Iniciativa sejam assegurados sobretudo através de contribuições bilaterais — solicitadas conjuntamente para este efeito e para suportar a reforma da ESAF⁽⁷⁾.

Desde a aprovação formal da Iniciativa, em Setembro de 1996, vêm sendo considerados os casos de diversos candidatos — nomeadamente países que apresentam históricos de desempenho bastante positivos no tocante à aplicação dos programas de ajustamento. Assim, foram já seleccionados quatro países, todos eles beneficiários de reduções substanciais nos prazos previstos: o Uganda (Ponto de Decisão em Abril de 1997 e Ponto de Conclusão em Abril de 1998), a Bolívia (Setembro de 1997 e Setembro de 1998), o Burkina Faso (Setembro de 1997 e Abril de 2000), e a Guiana (Dezembro de 1997 e Dezembro de 1998), tendo este último país sido o primeiro contemplado ao abrigo do critério de sustentabilidade assente no rácio entre o VAL

(7) Trata-se essencialmente de assegurar a sua continuidade em moldes auto-sustentados (funcionando indefinidamente sem requerer meios financeiros adicionais), o que será viável a partir de 2004-05. Como os recursos da actual ESAF deverão estar esgotados por volta de 1999-2000, será necessário viabilizar financeiramente a continuação das operações durante esse período intermédio (através da criação de uma “ESAF interina”). Tal como havia sucedido em 1994, quando se decidiu prolongar a ESAF original (cujos recursos financeiros por essa altura se esgotaram), as autoridades portuguesas foram abordadas no sentido de prestarem também um contributo, tendo já manifestado a sua disponibilidade de princípio para tanto.

da dívida e as receitas públicas. De entre os restantes casos mais avançados, sobressai Moçambique, bem sucedido nos esforços de ajustamento mas prejudicado pelo peso particularmente elevado que a sua dívida assume. Com efeito, esta será ainda insustentável, aquando do Ponto de Conclusão previsto, caso o alívio a conceder pelos credores não vá além dos 80 por cento, estando em discussão entre bilaterais e multilaterais a partilha do apoio remanescente a prestar.

4. IMPACTO MACROECONÓMICO, *DEBT OVERHANG* E COMPATIBILIZAÇÃO DE INCENTIVOS

Os contornos assumidos pela “crise da dívida” que atingiu a generalidade dos países em desenvolvimento no início dos anos oitenta — nomeadamente a sua repercussão sobre o sistema financeiro internacional e a dimensão das suas implicações para os países devedores — determinaram um recrudescimento do interesse suscitado por esta temática junto da comunidade científica, em interligação com as iniciativas paralelamente promovidas pelos decisores políticos. Particularmente crucial neste contexto é a análise do impacto exercido sobre o desempenho económico dos países devedores por um volume excessivo de dívida externa, ou seja em que medida esta funciona como um dos factores que contribuem para um ritmo de crescimento relativamente fraco e uma maior lentidão na introdução de reformas. De entre as diversas vias pelas quais o referido impacto se faz sentir, merecem habitualmente destaque (cf. FMI, 1996, por exemplo): o *crowding out* do investimento pelo serviço da dívida, a limitação no acesso aos mercados internacionais de capitais, o acréscimo da incerteza e a chamada *debt overhang*.

No que diz respeito ao primeiro aspecto, trata-se do efeito sobre os níveis de investimento em determinado período que resulta da necessidade de satisfazer o serviço da dívida contemporâneo, num contexto de recursos escassos. Assim, quanto mais elevado for o serviço da dívida, menos recursos ficam disponíveis para financiar o investimento corrente, mantendo o consumo constante — efeito de *crowding out* identificado por Cohen (1993). Este factor pode ser considerado especial-

mente relevante no caso dos potenciais beneficiários da Iniciativa, dadas as suas elevadas necessidades de investimento, determinadas pela dimensão das respectivas carências estruturais.

Um segundo aspecto tem a ver com as consequências que resultam da dificuldade em aceder aos mercados financeiros internacionais quando a dívida acumulada atinge dimensões excessivas, levantando-se dúvidas acerca da capacidade para assegurar o serviço futuro. Em tais circunstâncias, os mercados internacionais não estarão disponíveis para conceder novos financiamentos (além da reforma dos créditos existentes, em boa medida involuntária) fenómeno designado na literatura por **racionamento de crédito** (cf. Borensztein, 1990) e correspondente a uma situação em que as taxas de juro internas são superiores às internacionais, em termos reais, daí resultando um desincentivo ao investimento directo. Ao contrário da situação anterior, este aspecto afigura-se menos influente no tocante aos países pobres muito endividados, pois a maior parte deles teria provavelmente grande dificuldade em atrair um volume significativo de capitais estrangeiros, a curto/médio prazo, mesmo na ausência do problema que a dívida representa.

Igualmente importante é o aumento da **incerteza** geral na economia decorrente do excesso de dívida — que gera instabilidade, prejudicando assim uma afectação eficiente de recursos. Além dos elementos de maior ou menor incerteza associados ao tipo de estratégia adoptada para o alívio da dívida (cf. abaixo), a eventual incapacidade para satisfazer na íntegra as obrigações associadas a esta última poderá, desde logo, ter implicações sobretudo a dois níveis. Por um lado, funcionando como um factor de incerteza quanto ao volume de recursos internos que acabará por lhe ser efectivamente afectado; por outro lado, visto que se trata sobretudo de dívida pública, levantando suspeitas quanto à forma como as autoridades poderão procurar obter receitas compatíveis com tais encargos — traços que assumem particular significado no caso dos países pobres muito endividados.

Por fim, o quarto dos principais efeitos negativos da dívida neste contexto, frequentemente destacado quando se discute a melhor estratégia para o respectivo alívio, é o impacto da chamada ***debt overhang***. Entende-se por esta última uma situação em que o peso da dívida atinge proporções

tais que o seu serviço futuro se torna função crescente do nível de actividade económica — à medida que o crescimento se intensifica, as expectativas de reembolso aumentam. Daí resulta a ideia de que, nestas circunstâncias, existe um imposto implícito que funciona como um mecanismo desincentivador do investimento corrente (e, em geral, de qualquer iniciativa orientada para a promoção do crescimento). A dimensão da dívida e a necessidade de investimento que os países pobres muito endividados evidenciam permitem supor que se trata de um factor importante no caso destes.

Quando o ónus da dívida suportado por um determinado país se torna excessivamente elevado, a ponto de se colocar em dúvida as possibilidades de reembolso nas condições previstas, os agentes envolvidos vêem-se colocados perante **três opções** (cf. FMI, 1996): uma estratégia passiva, deixando acumular atrasados, e duas estratégias activas — refinarciar os débitos existentes, para assegurar o respectivo serviço, ou reduzir as obrigações vigentes, através de um alívio do *stock* ou do serviço da dívida.

Considerando que em tal situação existem essencialmente dois tipos de agentes, devedores e credores, a estratégia óptima para atacar o problema será aquela que concilie um máximo de utilidade para ambos, através da conjugação de incentivos adequados. No que diz respeito aos credores (a quem, aliás, cabe geralmente tomar a iniciativa), verifica-se que a consideração isolada dos seus interesses leva à opção por uma estratégia de refinanciamento, mesmo na presença de *debt overhang* — ou seja, mesmo admitindo eles que o valor facial dos seus créditos é superior ao valor actualizado dos recursos potencialmente mobilizáveis para liquidar o serviço futuro.

A referida ideia pode ser ilustrada através de um exemplo (Krugman, 1988), assumindo as seguintes hipóteses fundamentais: dois momentos (1 e 2), no primeiro dos quais existe uma dívida herdada (D), a liquidar nessa mesma altura; o país devedor pretende satisfazer esse compromisso com recursos próprios (x_1), de montante conhecido, complementados pela contratação de um empréstimo (L , com $L = D - x_1$), a reembolsar no momento 2; este reembolso será assegurado através da transferência de recursos próprios que assumirão um de dois valores, consoante a evolução económica

seja favorável (x_{2C}) ou desfavorável (x_{2B}); estes dois estados terão probabilidades de ocorrência p e $(1-p)$, respectivamente, admitindo-se a possibilidade de reembolso integral apenas no primeiro caso.

A disponibilização de L estará assegurada caso se verifique a condição de solvabilidade:

$$[px_{2C} + (1-p)x_{2B}](1+i)^{-1} > L \quad (1),$$

(sendo i o custo de oportunidade do capital para os credores), ou seja caso o valor actualizado do reembolso esperado ultrapasse o montante do empréstimo — o país terá assim capacidade para satisfazer os seus compromissos, sendo portanto solvente. Note-se que (1) pode também ser encarada como **condição suficiente** para o desembolso do financiamento necessário, conforme facilmente se depreende da seguinte formulação alternativa:

$$r > i_L = [px_{2C} + (1-p)x_{2B}]L^{-1} - 1 > i \quad (1'),$$

sendo r a taxa máxima admissível, tal que $L(1+r) = x_{2C}$, situação em que os credores receberiam a totalidade dos recursos transferíveis; e sendo i_L a taxa à qual L é contratado, com $i_L = i_L(p)$ e $i_L' > 0$, na medida em que é directamente proporcional às expectativas assumidas quanto à capacidade de reembolso futura do devedor. Em particular, $i_L > i$ determina uma oportunidade de investimento superior às condições de mercado, pelo que qualquer financiador (com uma atitude neutra face ao risco) estaria disposto a conceder L , independentemente de ser já, à partida, credor do país em causa.

Sucedem porém que (1) é apenas condição suficiente, mas não necessária, de disponibilização do financiamento — caso ela não seja satisfeita, o país devedor não enfrentará necessariamente uma crise de liquidez. Com efeito, esta determinaria uma situação de **incumprimento** (*default*) que não interessa aos credores originais, pois parece óbvio que nesse caso o reembolso efectivo seria inferior ao potencial, pelo que eles continuarão dispostos a conceder o refinanciamento pretendido mesmo se o país não for solvente. De facto, é razoável admitir que o montante actualizado dos recursos que os credores pensam receber em caso de incumprimento

mento assume um valor Z , inferior ao reembolso potencial, tal que:

$$Z < x_1 + [px_{2C} + (1-p)x_{2B}] / (1+i) < D \quad (2),$$

Note-se que esta estratégia, óptima para os credores, poderá nem sequer lhes determinar perdas *ex-post*, na medida em que mantém aberta a possibilidade de um reembolso integral. Por outro lado, trata-se de uma opção que já só interessa aos **credores iniciais**, pois nenhum outro financiador se disporia a participar numa operação deste tipo, com devedores considerados desde logo insolventes. Finalmente, os credores iniciais só terão interesse em optar por esta solução se o fizerem de forma concertada, visto que para cada credor individual seria naturalmente preferível não conceder novos financiamentos, deixando para os restantes o ónus do risco — problema de *free riding* (identificado, entre outros, por Cline, 1983) que reflecte bem o carácter de bem público da estratégia em causa.

Assim, mesmo prevendo uma perda, os credores iniciais teriam sempre um incentivo para conceder novos financiamentos, por forma a preservar o valor dos seus créditos. Aparentemente, portanto, a segunda estratégia activa admissível (redução de dívida) seria sempre preterida pelos credores em favor do refinanciamento. No entanto, este resultado já não prevalece se a consideração dos **incentivos aos devedores** for introduzida na análise. De facto, o reembolso potencial por parte de um devedor não é independente do volume da sua dívida, sendo função do esforço de ajustamento a desenvolver pelo país com vista ao aumento da sua capacidade para gerar recursos no futuro. Caso o montante máximo destes últimos (correspondente a um esforço de ajustamento levado ao limite suportável) fosse inferior ao ónus da dívida, estaríamos perante uma situação de *debt overhang*. Em tais circunstâncias, todos os benefícios seriam apropriados pelos credores, não havendo incentivo para os devedores levarem a cabo o ajustamento.

Recorrendo ao mesmo exemplo atrás exposto, considere-se agora uma situação extrema, em que o montante dos recursos potencialmente transferíveis no momento 2 depende apenas do **esforço de ajustamento** dos devedores (cf. Sachs 1986). Con-

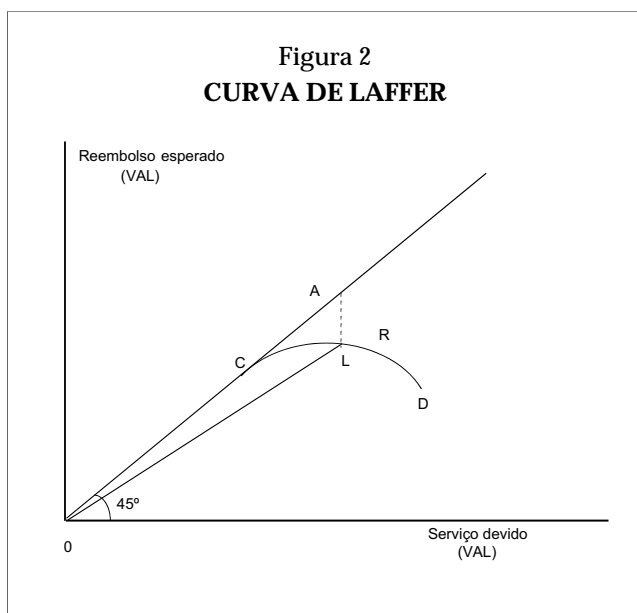
sidera-se, assim, que p já não é exógena, passando a ser encarada como uma função crescente do esforço de ajustamento A : $p = h(A)$, com $h' > 0$. Nesta situação, a taxa óptima para os credores, i_L , será também, por sua vez, função crescente de A : $i_L = g(A)$, com $g' > 0$.

Contudo, perante uma taxa de juro determinada por esta via — em que os credores se assumem como beneficiários marginais (*residual claimants*) do esforço de ajustamento — os devedores não terão qualquer incentivo para introduzirem medidas de ajustamento, pelo que a capacidade de reembolso futuro resultaria diminuída. Por conseguinte, pode ser do interesse dos credores a aceitação de uma taxa de juro inferior a i_L , definindo-se assim uma **taxa de equilíbrio** \tilde{i}^* , suficientemente baixa para que os devedores sejam incentivados a aplicar o ajustamento óptimo. Se compararmos o reembolso esperado usando \tilde{i}^* e usando i_L , verificamos que a redução da taxa de juro, correspondente a uma diminuição do VAL da dívida, acabará por resultar num aumento do seu valor de mercado. Conclui-se finalmente que o **cruzamento entre os incentivos** a devedores e a credores pode determinar uma preferência pela estratégia de redução da dívida, quando esta é excessiva (*debt overhang*).

O recurso a um diagrama ilustra bem o fenómeno em causa (cf. Krugman, 1989). Na figura 2 está representada uma relação entre o VAL do serviço da dívida previsto (eixo das ordenadas) e o VAL dos compromissos (eixo das abcissas). Para níveis reduzidos de dívida, é admissível que o país devedor possa reembolsar integralmente o serviço devido (segmento 0C). No entanto, à medida que o fardo da dívida aumenta, a probabilidade de incumprimento torna-se cada vez maior (curva CD). Assim, o declive de qualquer segmento como 0L, por exemplo, corresponde ao preço-sombra da dívida no mercado secundário, sendo que AL traduz o respectivo desconto.

Uma vez que a redução da dívida atenua a distorção sobre o investimento causada pelo imposto implícito, a probabilidade de reembolso da parcela remanescente da dívida aumenta. Se este efeito for suficientemente forte, a redução da dívida funcionará como um “jogo de soma positiva”, beneficiando também os credores, para além dos devedores — benefício esse que se traduz por um aumen-

Figura 2
CURVA DE LAFFER



to no reembolso esperado. Estaríamos, pois, perante uma situação em que o país devedor se encontra no “lado errado” da curva CD (ou seja na sua parte decrescente), visto que em caso contrário a redução da dívida não aumentaria o reembolso esperado, deixando de beneficiar os credores⁽⁸⁾. A referida curva apresenta semelhanças assinaláveis com a **Curva de Laffer** utilizada no contexto das finanças públicas — tal como a receita fiscal pode aumentar com um corte da taxa de imposto, também o reembolso esperado pode ser superior com uma redução da respectiva dívida.

Para além do raciocínio acima exposto, assente na teoria da *debt overhang*, podem ainda ser adiantadas outras razões para a preferência por uma estratégia de redução da dívida — a mais relevante das quais consiste na **diminuição da incerteza**⁽⁹⁾. Além de ser uma das principais distorções que resultam da acumulação excessiva de dívida, conforme acima referido, a incerteza tende também a acentuar-se caso se opte por uma estratégia de refinanciamento. Com efeito, este é habitualmente

concedido de forma faseada e condicionada, ficando os desembolsos dependentes do esforço de ajustamento, em grande medida função de factores exógenos.

Por fim, uma crítica frequentemente apontada às estratégias activas empregues para fazer face a situações de “crise da dívida” é a possibilidade de suscitarem problemas de **risco moral** (*moral hazard*) — isto é, os devedores podem assumir que, caso a sua situação não melhore, beneficiarão de tratamento adicional, pelo que não têm incentivo para levar a cabo esforços tendentes ao aumento da sua capacidade de reembolso futuro⁽¹⁰⁾. Por forma a minimizar este risco, as estratégias de refinanciamento incorporam habitualmente um elemento de condicionalidade, ou seja os novos créditos são desembolsados faseadamente e sob condição de um bom desempenho na aplicação de programas de ajustamento macroeconómico. Esta relativa desvantagem das estratégias de redução da dívida poderá, no entanto, ser mitigada se for imposta como condição prévia a aplicação continuada e bem sucedida de programas deste tipo — conforme se verifica no caso da Iniciativa FMI/Banco Mundial.

5. CONCLUSÃO

O contraste entre a recuperação evidenciada pelos países devedores de médio rendimento e as dificuldades com que os países de baixo rendimento continuaram a debater-se marcou a evolução das estratégias para a ultrapassagem da “crise da dívida”. Assim, a consideração dos méritos relativos das duas opções relevantes — redução ou refinanciamento — tendeu a dar cada vez maior primazia à primeira, nos casos em que sejam comprovados efeitos adversos significativos da dívida sobre o desempenho económico.

(8) Note-se que qualquer ponto da curva CD tem implícito um desconto no mercado secundário, pelo que a mera existência deste não basta para os credores beneficiarem com a opção de reduzir dívida.

(9) Um documento recente do FMI (cf. Carlson, Husain e Zimmerman, 1997) adianta outra proposta inovadora como justificação para se reduzir a dívida. Sustentam os autores que a ideia de redução poderia estar já implícita nos contratos de financiamento, traduzida por um prémio de risco, prevenindo ocorrências adversas fora do controlo das partes.

(10) Para além deste tipo de risco moral, característico dos países muito endividados (como os potenciais beneficiários da Iniciativa), merece também destaque uma outra categoria — mais frequentemente tratada e independente do nível inicial da dívida — que consiste no incentivo ao endividamento resultante da percepção de que os credores estarão dispostos a conceder o alívio necessário em caso de evolução desfavorável. De acordo com esta ideia, os mecanismos de alívio da dívida tenderiam a aumentar a probabilidade de crises futuras

É precisamente a avaliação das dimensões assumidas por este fenómeno de *debt overhang* que se pretende efectuar através das análises de sustentabilidade da dívida previstas no contexto da Iniciativa FMI/Banco Mundial. Caso tais análises determinem que os recursos disponíveis no futuro serão insuficientes para liquidar o serviço da dívida, mesmo utilizando integralmente os mecanismos de alívio existentes, preconiza-se uma substancial redução da mesma. Importa, porém, sublinhar ainda que o eventual sucesso da Iniciativa na remoção da dívida enquanto obstáculo importante ao desenvolvimento económico não é por si só suficiente, impondo-se quer a continuação do afluxo de capitais externos quer a manutenção do esforço de ajustamento por parte dos países devedores.

REFERÊNCIAS

- Banco Mundial (1997). "Global Development Finance".
- Banco Mundial (várias edições). "World Debt Tables".
- Boote A. R. e K. Thugge (1997). "Debt Relief for Low-Income Countries; The HIPC Initiative", FMI, *Pamphlet Series*, nº 51
- Borensztein E. (1990). "Debt Overhang, Credit Rationing and Investment", *Journal of Development Economics*, Abril, pp. 315 a 335.
- Carlson J., A. Husain e J. Zimmerman (1997). "Debt Reduction and New Loans: A Contracting Perspective", FMI, *Working Paper*, Agosto.
- Cline W. (1983). "International Debt and the Stability of the World Economy", Institute for International Economics, *Policy Analyses in International Economics*, Setembro, nº4.
- Cohen D. (1993). "Low Investment and Large LDC Debt in the 1980s", *American Economic Review*, Junho, pp.437 a 449.
- Fundo Monetário Internacional (1996). "Analytical Aspects of the Debt Problems of Heavily Indebted Poor Countries", Janeiro.
- Krugman P. (1988). "Financing versus Forgiving a Debt Overhang", *Journal of Development Economics*, 29, pp. 253 a 268.
- Krugman P. (1989). "Market-based Debt Reduction Schemes", FMI, *Analytical Issues in Debt*, pp. 258 a 278.