

Perspectivas para o financiamento externo da América Latina e do Caribe no início da década de 90*

Arno Meyer**

Este artigo procura avaliar as perspectivas de financiamento externo da América Latina e do Caribe no início da década de 90. Reconhecendo que para alguns países houve considerável inflexão na tendência de retração de capitais, observada na década anterior, o artigo sustenta que a volta de capitais à região está sujeita a importantes restrições. O aumento do déficit público em alguns dos principais países industrializados, a perda de importância política da maior parte da região e o já elevado envolvimento de agências e organismos oficiais limitam o influxo de capitais oficiais. O retorno dos capitais privados, por sua vez, está condicionado ao sobreendividamento de boa parte dos países da região, à percepção de elevados riscos decorrentes da instabilidade macroeconômica e à perda de vantagens comparativas para atrair investimentos diretos.

1. Introdução; 2. A transferência de recursos nos anos 80 e a queda na taxa de investimentos; 3. Perspectivas de financiamento externo de instituições oficiais; 4. A experiência recente de volta dos capitais privados e seus limites; 5. A heterogeneidade da região e as vantagens comparativas de diferentes países para atrair capital externo; 6. Conclusão.

1. Introdução

O grande desafio para a maioria dos países latino-americanos e caribenhos, neste início de década, ainda é reverter o quadro de estagnação econômica e retrocesso social no qual se encontram imersos desde a eclosão da crise da dívida externa. Já se tornou senso comum que a superação desse quadro requer uma adequada dose de ajustamento interno e apoio financeiro

* Trabalho realizado para o Sistema Econômico Latino-Americano (Sela), no âmbito do programa de pesquisas do Centro de Análise Macroeconômica/Instituto de Economia do Setor Público/Fundap, com base em informações disponíveis até julho de 1991. As opiniões aqui expressas são de responsabilidade do autor e não refletem necessariamente o ponto de vista da Secretaria do Sela. O autor agradece os comentários de Cíntia Neves Leite Guimarães, Gesner de Oliveira, Manuel José Forero Gonzalez e Paulo Nogueira Batista Jr. Agradece, também, o auxílio de Clarice Camargo Mendes e Vitória Cristina C. Saggi no levantamento de informações estatísticas.

** Economista do Centro de Análise Macroeconômica/Iesp/Fundap.

externo que consiga, simultaneamente, aumentar a poupança doméstica e reduzir a drenagem de recursos ao exterior.

O apoio financeiro externo assume importância crucial, porque existem, evidentemente, limites para o aumento de poupança doméstica. A compressão do consumo é particularmente problemática em países onde a consolidação da democracia é ainda incipiente e onde existem largos contingentes sociais vivendo em estado de pobreza.

Este artigo procura avaliar quais as perspectivas de apoio financeiro externo à região — sob a forma de aporte de capitais ou de redução da dívida e de seu serviço — neste início da década de 90. Como se sabe, em 1989/90, alguns países da região, notadamente Chile, México e Venezuela, conseguiram atrair não só capitais oficiais, mas também recursos externos privados. Esta experiência gerou expectativas de que a crise da dívida externa estaria chegando ao fim e que a região se encontraria no limiar de um novo ciclo de desenvolvimento. Para que estas expectativas se concretizassem bastaria, aparentemente, que as experiências de negociação da dívida externa e de estabilização desses países fossem repetidas nos demais países devedores da região.¹

Existem, no entanto, dúvidas quanto ao fôlego da volta dos capitais externos para os países mencionados. Também não está claro se esta experiência pode, simplesmente, ser repetida para o restante da América Latina e do Caribe.

A disponibilidade de recursos oficiais — que em geral precede a entrada de recursos privados em programas de estabilização — é provavelmente menor do que se imagina. Alguns dos principais países industrializados enfrentam atualmente problemas orçamentários que poderão limitar a alocação de recursos públicos para o desenvolvimento. Mais importante, no entanto, é o fato de que a América Latina e o Caribe na sua maior parte (a principal exceção é o México) ocupam posição apenas marginal nas prioridades externas dos principais países industrializados. Além disso, as instituições oficiais aumentaram sensivelmente sua exposição ao risco latino-americano e caribenho na década passada, o que inibe a concessão de novos empréstimos em escala significativa no futuro próximo.

A volta dos recursos privados em escala mais significativa, por sua vez, está condicionada à eliminação do sobreendividamento da região, objetivo

¹ O que caracteriza essencialmente o caminho seguido por Chile, México e Venezuela é a adoção de fortes programas de estabilização econômica, apoiados por organismos internacionais, e a adesão aos modelos de reestruturação das obrigações externas patrocinados pelos credores. No que se refere a este último aspecto, os três países fizeram uso de esquemas de redução da dívida externa com os bancos comerciais. Enquanto o Chile recorreu basicamente a conversões e, em menor escala, a recompras de dívida externa, o México e a Venezuela fizeram uso das diversas opções de redução de dívida ou do seu serviço oferecidas no âmbito do Plano Brady.

que os esquemas de redução da dívida, apoiados até agora pelos credores no âmbito do Plano Brady, não foram capazes de concretizar. Isto é o que se deduz não só dos limitados resultados alcançados pelo Plano Brady (com exceção da Costa Rica), mas também do comportamento dos investidores estrangeiros. Os prazos reduzidos, as garantias efetivas e os altos rendimentos dos instrumentos financeiros lançados recentemente no mercado internacional de capitais revelam ainda a desconfiança dos agentes econômicos mesmo em relação a países considerados "bem-sucedidos" na estabilização de suas economias.

Por fim, a idéia de que a experiência dos países que vêm restabelecendo o acesso ao mercado internacional de capitais possa ser simplesmente repetida pelo restante da região passa por cima de importantes especificidades internas e externas que facilitaram a estabilização econômica e a atração de capitais externos naqueles casos. A América Latina e o Caribe são, na verdade, uma região heterogênea na qual os diversos países que a compõem têm facilidades e vantagens comparativas distintas para promover a estabilização e atrair recursos externos.

Antes de examinar estas questões com mais detalhes, apresenta-se, na seção 2, um quadro sintético da retração do movimento de capitais para a América Latina e o Caribe e suas conseqüências sobre a poupança e o investimento ao longo da década de 80. Na seção 3, discutem-se, então, as perspectivas do apoio financeiro oficial à região nos próximos anos. A recente volta dos capitais privados a alguns países, e seus limites, são examinados na seção 4. Na seção 5, abordam-se brevemente algumas das diferentes condições internas e externas que permitiram a esses países estabilizar suas economias e atrair capitais externos. A seção 6 apresenta as conclusões do artigo.

2. A transferência de recursos nos anos 80 e a queda na taxa de investimentos

A maciça transferência de recursos financeiros ao exterior marcou os anos 80 na América Latina e no Caribe. De 1982 a 1989, estas transferências, em termos líquidos, alcançaram cerca de US\$196 bilhões (tabela 1), ou 22% das exportações de bens e serviços não-fatores. Na origem deste fenômeno estão a abrupta queda na entrada de capitais a partir de 1983 e o aumento das remessas líquidas de juros no início da década. Para se ter uma idéia de dimensão da retração na entrada de capitais, basta observar que quase dois terços do influxo total de capitais nos anos 80 entraram na região entre 1980 e 1982.

Para fazer frente às transferências financeiras, a região gerou saldos expressivos na sua balança de mercadorias e serviços não-fatores, bem

como se desfez de parte de suas reservas internacionais. A inusitada drenagem de recursos reais de países que ainda se encontram em processo de

Tabela 1
Balanco de pagamento da América Latina e do Caribe,¹ 1980-89
(US\$ bilhões)

| Discriminação | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|--|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| I. Transferências de recursos reais (II+III) | -12,2 | -14,2 | -1,9 | 27,1 | 35,7 | 30,9 | 14,1 | 18,9 | 21,2 | 28,0 |
| II. Exportações de bens e serviços não-fatores | 104,9 | 113,2 | 103,0 | 102,4 | 113,8 | 109,0 | 94,7 | 108,1 | 122,8 | 136,6 |
| III. Importações de bens e serviços não-fatores | -117,1 | -127,5 | -104,9 | -75,3 | -78,1 | -78,1 | -80,7 | -89,2 | -101,5 | -108,5 |
| IV. Transferências de recursos financeiros (V+IX+X-XI) | 13,4 | 11,6 | -19,0 | -31,5 | -26,3 | -31,5 | -21,5 | -14,6 | -26,9 | -25,2 |
| V. Serviços de fatores (VI+VII+VIII) | -19,1 | -28,9 | -39,4 | -35,2 | -37,8 | -35,8 | -33,1 | -31,8 | -34,6 | -37,8 |
| VI. Juros devidos | -14,9 | -23,5 | -33,7 | -31,0 | -33,9 | -31,4 | -28,1 | -26,8 | -28,8 | -31,5 |
| VII. Lucros e dividendos ² | -3,9 | -5,0 | -5,1 | -3,5 | -3,4 | -3,8 | -4,5 | -4,6 | -5,5 | -5,9 |
| VIII. Outros | -0,2 | -0,5 | -0,6 | -0,7 | -0,5 | -0,6 | -0,5 | -0,3 | -0,3 | -0,4 |
| IX. Transferências unilaterais privadas | 0,6 | 0,7 | 0,2 | 0,8 | 1,1 | 1,3 | 1,7 | 2,1 | 2,2 | 2,5 |
| X. Movimento de capitais ^{2,3} | 33,3 | 51,7 | 32,1 | 6,2 | 12,8 | 6,9 | 10,3 | 15,5 | 9,5 | 6,3 |
| XI. Erros e omissões | -1,4 | -11,9 | -11,9 | -3,3 | -2,4 | -3,9 | -0,4 | -0,4 | -4,0 | 3,8 |
| XII. Variação de reservas - (I+IV) ⁴ | -1,2 | 2,6 | 20,9 | 4,4 | -9,4 | 0,6 | 7,4 | -4,3 | 5,7 | -2,9 |
| Memo: | | | | | | | | | | |
| Transferência líquida de recursos do exterior - conceito Cepal (X+XI+VI+VII) | 13,1 | 11,3 | -18,6 | -31,6 | -26,8 | -32,3 | -22,7 | -16,4 | -28,8 | -27,3 |

Fonte dos dados primários: Cepal. *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*, 1990.

¹ Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Guatemala, Haiti, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

² Inclui lucros reinvestidos.

³ Inclui atrasados e transferências unilaterais oficiais.

⁴ Não inclui monetização de ouro, o efeito de oscilações cambiais e a alocação de DES. Valor negativo significa aumento.

desenvolvimento alcançou US\$174 bilhões no período 1982-89 — cerca de 3,1% do produto nacional bruto (PNB) corrente.² A perda acumulada de reservas internacionais alcançou US\$22 bilhões. Note-se que os saldos da balança comercial e de serviços não-fatores ou a perda de reservas teriam sido ainda maiores não fosse a acumulação de atrasados sobre os pagamentos externos em vários países da região (os atrasados estão incluídos no item “Movimento de capitais”, na tabela 1).

As transferências de recursos financeiros ao exterior foram encabeçadas pelas remessas líquidas relativas à dívida externa que, entre 1983 e 1989, atingiram US\$159 bilhões (tabela 2) — cerca de um quinto das exportações de mercadorias e serviços não-fatores (ver tabelas 1 e 2). Deste total, 93% referem-se a transferências financeiras sobre a dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais e dívida de curto prazo.

Observe-se que nenhuma região que congrega países em desenvolvimento efetivou transferências líquidas relativas à dívida externa de tamanha envergadura. Houve mesmo regiões como o Sul da Ásia e a África subsaa-

Tabela 2
Transferências de recursos financeiros¹ para a América Latina e o Caribe²
por tipo de dívida e credor, 1980 e 1983-89
(US\$ bilhões)

| Discriminação | 1980 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|--|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| I. Dívida de médio e longo prazos | | | | | | | | |
| Organismos multilaterais | 5,4 | -4,1 | -13,5 | -20,7 | -21,4 | -21,3 | -26,9 | -21,7 |
| FMI | 1,1 | 6,6 | 5,0 | 2,3 | 0,8 | -2,5 | -2,7 | -2,5 |
| Bird ³ | -0,2 | 5,8 | 2,7 | 0,5 | -1,0 | -1,8 | -1,9 | -1,5 |
| Outros | 0,6 | 0,8 | 1,1 | 0,8 | 1,0 | -0,5 | -0,8 | -1,1 |
| Outros | 0,7 | 0,1 | 1,2 | 1,0 | 0,8 | -0,1 | 0,0 | 0,1 |
| Agências governamentais | 1,1 | 1,1 | 0,6 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | -0,9 |
| Bancos comerciais | 1,1 | 1,1 | 0,6 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | -0,9 |
| Outros ⁴ | 2,9 | -10,7 | -15,7 | -21,1 | -19,9 | -15,6 | -21,4 | -13,9 |
| II. Dívida de curto prazo ⁵ | 0,3 | -1,1 | -3,3 | -2,5 | -2,5 | -3,2 | -3,0 | -4,4 |
| III. Total (I+II) | -6,9 | -8,5 | -5,6 | -10,2 | -7,0 | 1,1 | 1,9 | -1,2 |
| | -1,5 | -12,7 | -19,1 | -30,9 | -28,4 | -20,2 | -25,0 | -22,9 |

Fonte dos dados primários: World Bank. *World debt tables 1990/91*, v. 1.

¹ Empréstimos líquidos de amortizações e juros pagos.

² Argentina, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Granada, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, St. Vicent, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela.

³ Inclui Associação do Desenvolvimento Internacional (International Development Association) do Banco Mundial.

⁴ Bônus e outros credores privados.

⁵ Até 1984 inclui apenas juros pagos. A partir de 1985 inclui também empréstimos de curto prazo líquidos de amortizações pagas.

² As informações sobre o PNB foram obtidas de World Bank (1988, p. 18 e 1990, p. 142).

riana que receberam recursos líquidos de seus credores ao longo de 1982 a 1989 (tabela 3). Por outro lado, regiões que remeteram liquidamente recursos a seus credores apresentaram indicadores relativos muito mais favoráveis. Enquanto as transferências financeiras líquidas relativas à dívida externa dos países latino-americanos e caribenhos consumiram em média 18,2% das exportações de bens e serviços e 3,2% do PNB entre 1982 e 1989, as transferências do Leste da Ásia e do Pacífico consumiram em média apenas 2,7% das exportações de bens e serviços e 0,7% do PNB no mesmo período. Mesmo no caso dos países em desenvolvimento da Europa, que apresentam transferências relativas um pouco mais elevadas, estes indicadores foram de apenas 8,0% e 2,5%, respectivamente.

Tabela 3
Indicadores relativos de transferências de recursos financeiros referentes à dívida externa dos países em desenvolvimento por regiões, 1980 e 1983-89

| Discriminação | (%) | | | | | | | | |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| | 1980 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | |
| América Latina e o Caribe | | | | | | | | | |
| Transferências/exportações ¹ | -1,2 | -10,9 | -14,7 | -25,0 | -26,3 | -16,7 | -18,5 | -15,4 | |
| Transferências/PNB | -0,2 | -2,1 | -3,0 | -4,8 | -4,3 | -2,9 | -3,1 | -2,5 | |
| África subsaariana | | | | | | | | | |
| Transferências/exportações ¹ | 9,3 | 11,4 | 1,3 | -1,6 | 7,0 | 12,9 | 5,2 | 3,3 | |
| Transferências/PNB | 2,6 | 2,2 | 0,3 | -0,4 | 1,6 | 3,7 | 1,3 | 0,9 | |
| Leste da Ásia e Pacífico | | | | | | | | | |
| Transferências/exportações ¹ | 3,7 | 4,0 | 0,0 | -1,6 | -6,2 | -8,2 | -3,6 | -3,5 | |
| Transferências/PNB | 0,7 | 0,8 | 0,0 | -0,4 | -1,5 | -2,2 | -1,0 | -0,9 | |
| Europa | | | | | | | | | |
| Transferências/exportações ¹ | 8,7 | -3,2 | -7,4 | -7,1 | -7,4 | -10,7 | -11,6 | -8,8 | |
| Transferências/PNB | 2,4 | -0,8 | -2,3 | -2,2 | -2,1 | -3,3 | -3,9 | -2,9 | |
| Norte da África e Oriente Médio | | | | | | | | | |
| Transferências/exportações ¹ | 4,1 | 1,4 | 1,5 | 2,0 | 2,1 | -7,5 | -2,0 | -5,6 | |
| Transferências/PNB | 1,6 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,6 | -2,0 | -0,6 | -1,9 | |
| Sul da Ásia | | | | | | | | | |
| Transferências/exportações ¹ | 14,1 | 10,1 | 6,5 | 5,6 | 4,7 | 4,0 | 5,0 | 6,1 | |
| Transferências/PNB | 1,5 | 1,0 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,7 | |

Fonte dos dados primários: World Bank. *World debt tables. 1990/91*, v. 1.

¹ Exportações de bens e serviços.

As remessas de recursos financeiros da América Latina e do Caribe ao exterior, a partir de 1982, tiveram como contrapartida acentuada redução da taxa de poupança externa. Medida pelo déficit da balança de bens e serviços não-fatores, expressa como proporção do PIB (ambos medidos a preços constantes), a poupança externa caiu para, em média, -7,1% entre 1982 e 1989 (tabela 4). Este resultado é fruto não só de uma transferência de recursos reais para a região de -3,0% do PIB, mas também do efeito da variação acumulada nos termos de intercâmbio de -4,1% do PIB (PIB expresso em preços constantes).³

Tabela 4
Poupança e investimento na América Latina e no Caribe¹, 1980-89²
(Como percentagem do PIB, a preços de 1980)

| Discriminação | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| I. Poupança doméstica ³ | 22,3 | 22,5 | 22,8 | 22,8 | 23,6 | 24,2 | 23,3 | 24,6 | 25,2 | 24,8 |
| II. Poupança externa ⁴ | 1,8 | 1,1 | -2,5 | -7,3 | -7,9 | -7,8 | -6,8 | -7,7 | -8,1 | -8,5 |
| Transferência de recursos reais ⁵ | 1,8 | 2,1 | 0,3 | -4,1 | -5,2 | -4,3 | -1,9 | -2,5 | -2,8 | -3,6 |
| Efeito dos termos de intercâmbio ⁶ | 0,0 | -1,0 | -2,8 | -3,2 | -2,7 | -3,5 | -4,9 | -5,2 | -5,3 | -4,9 |
| III. Investimento (I+II) | 24,0 | 23,6 | 20,3 | 15,6 | 15,8 | 16,4 | 16,5 | 17,0 | 17,1 | 16,3 |

Fonte dos dados primários: Cepal. *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*, 1989 e 1990.

¹ Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, El Salvador, Equador, Guatemala, Haiti, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

² Calculado a partir da decomposição por despesa final do PIB, a preços constantes de 1980.

³ PIB menos consumo.

⁴ Saldo na balança de bens e serviços não-fatores.

⁵ Corresponde ao saldo da balança de bens e serviços não-fatores a preços correntes (linha I da tabela I).

⁶ Obtido por resíduo (ver texto).

³ O saldo da balança de bens e serviços não-fatores medido a preços correntes ($X - M$), denominado transferência de recursos reais em oposição à transferência de recursos financeiros, pode ser decomposto no saldo de bens e serviços não-fatores expresso em preços constantes ($X^* - M^*$) e no efeito da variação dos termos de intercâmbio ($dPxQx - dPmQm$):

$$(X - M) = (X^* - M^*) + (dPxQx - dPmQm)$$

onde: $X(M)$ = exportação (importação) de bens e serviços não-fatores; $dPx(dPm)$ = variação de preços das exportações (importações) entre o ano-base e o ano corrente; $Qx(Qm)$ = quantum exportado (importado) no ano corrente. Rearranjando e dividindo pelo PIB a preços constantes (Y^*):

$$(X^* - M^*)/Y^* = (X - M)/Y^* - (dPxQx - dPmQm)/Y^*$$

Para maiores detalhes sobre a relação entre as contas externas e as contas nacionais ver, por exemplo, Bacha (1989, p. 11-6) e Unctad (1990, p. 37).

A redução da poupança externa foi compensada, essencialmente, por meio de uma redução na taxa de investimentos que se manteve em torno de 16,9% em média, entre 1982 e 1989. A taxa de consumo foi comprimida apenas marginalmente. O resultado foi um crescimento modesto da taxa de poupança doméstica (definida como PIB menos consumo), que se situou em torno de 23,9% no período.

A retomada do crescimento econômico sustentável no médio e longo prazos exige a recuperação da taxa de investimento e, por conseguinte, da taxa de poupança total das economias latino-americanas e caribenhas. As perspectivas atuais de aumento do financiamento externo, que possa contribuir para uma reversão da drenagem de poupança da região, serão examinadas nas próximas três seções.

3. Perspectivas de financiamento externo de instituições oficiais

As instituições oficiais dificilmente desempenharão, neste início de década, papel semelhante ao dos primeiros anos da crise da dívida externa, quando aumentaram seu envolvimento com a América Latina e o Caribe, compensando, em parte, a contração dos capitais privados. Existem atualmente várias evidências que conduzem a uma afirmação desta natureza. Dentre elas cabe destacar o agravamento dos problemas orçamentários em alguns dos principais países industrializados, a perda de importância política da região e o já elevado envolvimento de algumas instituições oficiais com países em dificuldades financeiras.

O recrudescimento do déficit público nos países industrializados (IMF, May 1991, p. 144; OECD, Dec. 1990b, p. 15), neste início dos anos 90, tende a afetar negativamente a oferta potencial de recursos oficiais para os países em desenvolvimento em geral. Como se sabe, a deterioração da situação fiscal nos países industrializados deve-se, principalmente, aos problemas orçamentários nos EUA e na Alemanha. No primeiro caso, as despesas associadas à crise das instituições de poupança e empréstimo e a desaceleração do crescimento econômico são apontadas como as principais causas do aumento do déficit público (IMF Survey, 18 Feb. 1991, p. 50-1). No caso da Alemanha, a deterioração fiscal decorre do aumento de gastos com a unificação do país (IMF, May 1991, p. 53-4).

O agravamento dos problemas orçamentários interrompe, na verdade, a tendência de redução do déficit público nos países industrializados iniciada em meados da década de 80. A despeito da visão, em geral otimista, das principais instituições internacionais envolvidas com projeções econômicas, existem atualmente dúvidas quanto à capacidade e mesmo disposição destes países de reverter, a curto prazo, o quadro atual. A desaceleração econômica e a crise do sistema de poupança e empréstimo nos EUA, bem

como as despesas decorrentes da unificação na Alemanha, podem tornar o déficit público nestes países mais recalcitrante do que inicialmente previsto. Além disso, em alguns países industrializados existem pressões para recompor gastos governamentais, com o objetivo de corrigir a deterioração da infra-estrutura pública ocorrida nos últimos anos (State spending..., 1991; BIS, 1991, p. 30-2).⁴ As previsões iniciais de que o fim da Guerra Fria viria a liberar recursos orçamentários podem, por sua vez, não se materializar. O otimismo em relação aos chamados “dividendos da paz” arrefeceu após o conflito no Oriente Médio.

Caso se confirmem as dificuldades de reduzir os desequilíbrios orçamentários nos países industrializados, é bem provável que a canalização de recursos oficiais para os países em desenvolvimento — seja diretamente, via agências governamentais,⁵ seja indiretamente, através de organismos multilaterais — venha a ser afetada.

Mais significativo, porém, para determinar a oferta futura de recursos oficiais à América Latina e ao Caribe, é a notória perda de importância da maior parte da região (a exceção mais importante é o México) nas prioridades externas dos principais países industrializados. Isto é o que indica, inclusive, a experiência dos anos 80, período em que a região enfrentou circunstâncias externas altamente desfavoráveis — tanto no plano comercial quanto no financeiro — decorrentes em grande medida das políticas econômicas dos países industrializados, sem que estes tenham revelado disposição de apoiar consistentemente as tentativas de recuperação empreendidas pelas economias latino-americana e caribenha.⁶ As iniciativas patrocinadas por governos de países industrializados, no campo da dívida externa, pouco mais almejavam do que reduzir o grau de vulnerabilidade dos bancos comerciais destes países frente a uma região sobreendividada.

Os EUA são o país potencialmente mais interessado na região. Aparentemente, a ausência de apoio efetivo deste país à América Latina e ao Caribe está ligada aos já crônicos desequilíbrios de suas contas externas e do setor público. A *Iniciativa para as Américas*, lançada em junho de 1990, a despeito dos méritos de alguns de seus propósitos, chama a atenção, sobretudo, pela escassez de apoio financeiro efetivo. Na única parte em que trata concretamente do aporte de recursos, a *Iniciativa* prevê a alocação de apenas US\$0,5 bilhão, ao longo de cinco anos, para um Fundo de Investimento para as Américas, a ser instituído no Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). Num gesto de quem faz cortesia com chapéu

⁴ Ver também Berner & Sargen (1990, p. 17).

⁵ A expressão “agências governamentais” é aqui empregada para designar instituições governamentais que concedam empréstimos ou que estendam garantias a créditos privados.

⁶ Este ponto foi ressaltado anteriormente em Meyer & Batista Jr. (1990, p. 172).

alheio, o governo norte-americano convidou a Europa e o Japão a contribuir cada um com quantia semelhante.⁷

O anêmico apoio financeiro à *Iniciativa* está de fato associado, parcialmente, aos problemas orçamentários enfrentados pelo governo dos EUA, o que inclusive contribuiu para que este país perdesse, nos últimos anos, sua posição de principal fonte de recursos para a Assistência Oficial para o Desenvolvimento (AOD) (OECD, 1990a, p. 186). Mas a questão não é apenas esta. O problema é que as prioridades norte-americanas estão em outros lugares. Questões financeiras domésticas não impediram que o país apoiasse decisivamente a proposta de cancelamento de 50% da dívida externa polonesa negociada no Clube de Paris e, em seguida, anunciasse voluntariamente a disposição de cancelar 70% dos créditos norte-americanos afetados por estas negociações (Em três anos..., 1991). Também não impediram que o governo norte-americano manifestasse sua intenção de cancelar US\$7 bilhões da dívida referente à ajuda militar ao Egito (World Bank, 1990, p. 38). Como que enfatizando estas prioridades, o comunicado do Grupo dos 10, que inclui os EUA, mencionava expressamente, em abril de 1991, que a Polônia representava um caso especial.⁸ Portanto, as condições obtidas pela Polônia não estariam, a princípio, ao alcance dos países de renda média do continente americano.

Por motivos específicos, o México é, sabidamente, uma exceção. A ausência de um papel de destaque para o restante da América Latina foi ressaltada pelo correspondente de Washington do *The Economist*: "The new world that Mr. Bush seeks to order is quite small. It includes Europe, the Middle East, parts of Asia, Canada and Mexico. Mexico apart (and for domestic reasons no American government can ignore Mexico), the administration is not much bothered with what goes on in Latin America. It will vaguely push to expand trade with South American countries, but that is about it" (New World..., 1991).

⁷ Uma análise detalhada da *Iniciativa para as Américas* pode ser encontrada em Sela (1990). Ver também Bush encaminha... (1991). O reduzido aporte de recursos financeiros à *Iniciativa* pode melhor ser avaliado, quando se comparam os empréstimos, com garantia oficial, concedidos por bancos alemães à União Soviética. Apenas no segundo semestre de 1990, estes empréstimos teriam alcançado US\$ 6 bilhões (ver BIS, 1991, p. 85). A reduzida contribuição para a *Iniciativa para as Américas* também contrasta com o montante e a presteza da ajuda financeira de alguns países aos EUA para cobrir as despesas da guerra com o Iraque. Esta ajuda foi estimada em US\$ 45 bilhões (ver IMF, May 1991, p. 25).

⁸ "Ministers and Governors noted that Poland represented a special case, as the debt relief package recently agreed by the Paris Club recognized" (IMF Survey, 13 May 1991, p. 149). O Grupo dos 10 inclui países que participam dos Acordos Gerais de Empréstimo (General Arrangements to Borrow) do FMI: Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha, França, Itália, Japão, Canadá, Holanda, Bélgica e Suécia.

O Japão, que substituiu os EUA como principal fonte bilateral de recursos para o desenvolvimento, poderia, a princípio, representar uma alternativa de apoio financeiro oficial externo para a América Latina e o Caribe. Em 1989, o Japão desembolsou US\$9 bilhões por conta da AOD — quase 20% de toda AOD dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) (World Bank, 1990, p. 39). No período 1988-92, o governo japonês comprometeu-se a desembolsar US\$50 bilhões a título de AOD. Além disso, o Japão mantém o Programa Japonês de Reciclagem Ampliada que prevê o desembolso de US\$65 bilhões no período 1987-92. Os recursos oficiais deste Programa são repassados através do Eximbank japonês. O Programa inclui US\$10 bilhões para apoiar a redução da dívida ou de seu serviço no âmbito do Plano Brady (World Bank, 1990, p. 39).

Ocorre que o Japão se preocupa com a consolidação de uma área de influência no Leste Asiático. Cerca de 60% dos recursos da AOD do Japão no período 1988/89 foram alocados a países em desenvolvimento da Ásia. No mesmo período, a América Latina e o Caribe foram contemplados com apenas 7,2% da AOD japonesa (OECD, Dec. 1990a, p. 148 e 195).

Por fim, a Alemanha, por circunstâncias históricas, está absorvida com os problemas da reunificação. Afora isso, suas preocupações se voltam essencialmente para a consolidação do Mercado Comum Europeu e o que acontece a leste de suas fronteiras.

A reduzida importância da maior parte da América Latina e do Caribe na política externa dos principais países industrializados está expressa no comunicado de Londres da reunião do Grupo dos Sete, realizada em julho de 1991. O documento confere amplo destaque às transformações no Leste Europeu e União Soviética e à reconstrução dos países aliados do Ocidente diretamente atingidos pelo conflito no Golfo Pérsico. A América Latina e o Caribe são a última região abordada, de forma vaga, depois da África, onde algumas ex-metrópoles ainda têm interesses estratégicos (Declaração de Londres..., 1991).

Neste início de década, parecem claras as vantagens comparativas que os países do Leste Europeu e do Oriente Médio possuem, em relação aos países em desenvolvimento do continente americano, para atrair recursos oficiais. Centro de uma das principais fontes de energia do planeta, o Oriente Médio representa uma área de vital interesse para os países industrializados. A reconstrução dos países da região envolvidos na guerra contra o Iraque deverá, por isso mesmo, merecer substancial apoio financeiro oficial.

Em razão de sua importância política, os países do Leste Europeu e a União Soviética continuarão a absorver recursos oficiais expressivos da OCDE e dos organismos multilaterais. A preocupação com a região, na sua transição para uma economia de mercado, levou à recente criação do Banco

Europeu para Reconstrução e Desenvolvimento, cujo principal acionista são os EUA, com um capital de 10 bilhões de Unidades Monetárias Europeias (mais de US\$13 bilhões) (Pinto, 1991).

As agências governamentais dos países da OCDE e os organismos multilaterais obedecem às prioridades dos governos que os controlam. Entretanto, mesmo que se admita uma certa autonomia destas instituições no gerenciamento de suas atividades, existem atualmente alguns obstáculos que podem limitar o aumento do financiamento à América Latina e ao Caribe.

O principal deles é o elevado envolvimento das instituições oficiais com os países da região. A dívida de médio e longo prazos dos países latino-americanos e caribenhos com os organismos multilaterais, contratada ou garantida pelo setor público, passou de 7,5% do total da dívida de médio e longo prazos em 1983 para 14,9% em 1989. No caso das agências governamentais, este percentual pulou de 8,2% para 14,8% no mesmo período (tabela 5). Ressalte-se que a exposição ao risco com devedores problemáticos não se restringe apenas à América Latina e ao Caribe. As instituições oficiais aumentaram substancialmente seus empréstimos a outros devedores com dificuldades financeiras. No caso da África subsaariana, a participação dos organismos multilaterais na dívida externa total da região pulou de 18,8% em 1980 para 26,6% em 1990. As agências governamentais, por seu turno, responderam por 29,3% da dívida total da região em 1980 e 39,8% em 1990 (World Bank, 1990, p. 89). O crescente envolvimento com países em dificuldades financeiras não passou despercebido dos próprios organismos multilaterais: "(...) even before the Brady Initiative, risks were being transferred from private to official creditors. The Brady Initiative will increase

Tabela 5
Decomposição da dívida externa¹ da América Latina e do Caribe²
por tipo de credor, 1983 e 1989

| Discriminação | (%) | |
|--------------------------|------|------|
| | 1983 | 1989 |
| Agências governamentais | 8,2 | 14,8 |
| Organismos multilaterais | 7,5 | 14,9 |
| Bancos comerciais | 71,9 | 57,3 |
| Outros | 12,4 | 13,0 |

Fonte dos dados primários: World Bank. *World debt tables 1990/91*, v. 1.

¹ Dívida de médio e longo prazos. Saldos em final de período.

² Argentina, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Granada, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, St. Vicent, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela.

the official creditors' exposure further and, correspondingly, increase their risk" (World Bank, 1990, p. 40).

O mercado também já se deu conta deste problema e não seria surpresa se, a prevalecer esta tendência, vier a cobrar no futuro prêmios mais elevados sobre os recursos emprestados aos organismos multilaterais:

"Major supranational borrowers will be affected depending on investors perception of their spheres of operation. The four multilateral development banks, the African Development Bank, The Interamerican Development Bank, the World Bank, and the Asian Development Bank, carry the guarantees of their member governments. If these government credit standing falls [or] if investors decide that loans to particular areas do not have acceptable risk/return characteristics, they will demand higher margins. Some advisers are already counselling restrains in investing in these Bonds" (Brady, 1990, p.2).

Na verdade, o envolvimento com devedores em dificuldades financeiras já vem restringindo a concessão de créditos oficiais à América Latina e ao Caribe. Em 1988/89 os empréstimos líquidos de organismos multilaterais representavam apenas um quarto do valor de 1983/84. No caso das agências governamentais, houve uma queda de cerca de 40% nos desembolsos líquidos no mesmo período (tabela 6). Em consequência, as transferências financeiras dos organismos multilaterais tornaram-se negativas a partir de 1987 e as das agências governamentais em 1989.

As agências governamentais vêm restringindo a concessão de novos financiamentos e garantias através do estabelecimento de restrições quantitativas ou da cobrança de prêmios elevados (Johnson et alii, 1990, p. 5-7). No caso dos organismos internacionais, a retração dos empréstimos líquidos ocorreu por causa das crescentes dificuldades de muitos países em cumprir com as condições destas instituições. É provável que estas condições se tornem ainda mais abrangentes e estritas em face da vulnerabilidade dos organismos em relação às dificuldades financeiras de seus mutuários. Além disso, com o intuito de evitar uma sobreexposição ao risco e dividir a responsabilidade do financiamento externo, estas instituições deverão enfatizar cada vez mais seu papel catalisador para a entrada de recursos privados.

O fortalecimento da base de capital dos principais organismos não deve alterar estas tendências.⁹ Apenas o aporte de capital ao BID reverterá

⁹ No período 1988-90, foram aprovados aumentos de capitais, num valor total de cerca de US\$163 bilhões, para os três principais organismos multilaterais que atuam na região. O FMI teve aprovado um incremento de 50% de suas cotas, o que equivale a aproximadamente US\$60 bilhões; o Banco Mundial foi brindado com a aprovação de um aumento de capital de cerca de US\$76,5 bilhões; para o BID foi aprovado um aumento de capital de US\$26,5 bilhões. Ver Increase in... (1990); Stern (1988, p. 20); e World Bank (1990, p. 56).

Tabela 6
Empréstimos líquidos e transferências de recursos financeiros para a América
Latina e o Caribe¹ por fontes de crédito,² 1980 e 1983-89.
(US\$ bilhões)

| Discriminação | 1980 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Organismos multilaterais^{3,4} | | | | | | | | |
| I. Empréstimos | 3,4 | 10,8 | 9,1 | 7,4 | 9,1 | 8,4 | 8,6 | 9,0 |
| II. Amortizações pagas | 1,2 | 2,3 | 1,8 | 2,2 | 4,4 | 6,5 | 6,7 | 6,9 |
| III. Empréstimos líquidos (I-II) | 2,2 | 8,5 | 7,3 | 5,1 | 4,7 | 1,9 | 1,9 | 2,1 |
| IV. Juros pagos | 1,1 | 1,8 | 2,3 | 2,9 | 3,9 | 4,4 | 4,6 | 4,6 |
| V. Transferências líquidas (III-IV) | 1,1 | 6,6 | 5,0 | 2,3 | 0,8 | -2,5 | -2,7 | -2,5 |
| Agências governamentais³ | | | | | | | | |
| VI. Empréstimos | 3,3 | 3,9 | 3,5 | 3,4 | 3,7 | 2,9 | 3,1 | 2,8 |
| VII. Amortizações pagas | 1,4 | 1,9 | 1,9 | 1,6 | 2,3 | 1,7 | 1,6 | 2,1 |
| VIII. Empréstimos líquidos (VI-VII) | 1,9 | 2,0 | 1,6 | 1,7 | 1,4 | 1,2 | 1,5 | 0,7 |
| IX. Juros pagos | 0,8 | 1,0 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,4 | 1,5 |
| X. Transferências líquidas (VIII-IX) | 1,1 | 1,1 | 0,6 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | -0,9 |
| Bancos comerciais | | | | | | | | |
| XI. Empréstimos | 33,2 | 19,2 | 17,6 | 8,7 | 6,7 | 8,4 | 7,9 | 5,1 |
| XII. Amortizações pagas | 16,4 | 8,9 | 9,4 | 6,3 | 7,4 | 6,0 | 8,0 | 6,2 |
| XIII. Empréstimos líquidos (XI-XII) | 16,8 | 10,3 | 8,2 | 2,4 | -0,7 | 2,4 | -0,1 | -1,1 |
| XIV. Juros pagos | 13,9 | 21,0 | 24,0 | 23,5 | 19,2 | 18,0 | 21,3 | 12,8 |
| XV. Transferências líquidas (XIII-XIV) | 2,9 | -10,7 | -15,7 | -21,1 | -19,9 | -15,6 | -21,4 | -13,9 |
| Outros⁵ | | | | | | | | |
| XVI. Empréstimos | 4,7 | 3,7 | 2,4 | 2,4 | 3,0 | 2,6 | 4,7 | 3,0 |
| XVII. Amortizações pagas | 2,7 | 2,4 | 3,4 | 2,8 | 3,5 | 3,5 | 5,1 | 4,3 |
| XVIII. Empréstimos líquidos (XVI-XVII) | 2,0 | 1,3 | -1,0 | -0,4 | -0,4 | -0,9 | -0,4 | -1,3 |
| XIX. Juros pagos | 1,7 | 2,4 | 2,3 | 2,1 | 2,1 | 2,3 | 2,6 | 3,0 |
| XX. Transferências líquidas (XVIII-XIX) | 0,3 | -1,1 | -3,3 | -2,5 | -2,5 | -3,2 | -3,0 | -4,4 |

Fonte de dados primários: World Bank. *World debt tables 1990-91*, v.1.

¹ Argentina, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Granada, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, St. Vicent, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela.

² Transferências relativas a dívida de médio e longo prazos.

³ Dívida contratada ou garantida pelo setor público.

⁴ Inclui FMI

⁵ Bônus e outros credores privados.

inequivocadamente em um aumento do envolvimento desta instituição com a região.

O mais provável é que o apoio das instituições oficiais à América Latina e ao Caribe, nos próximos anos, continue a ocorrer basicamente através do Clube de Paris e do Plano Brady. A este respeito, vale destacar que as negociações no âmbito do Clube de Paris têm evoluído, ainda que tardiamente, na direção de maior alívio financeiro para os países devedores. Em fevereiro de 1990, a Polônia assinou um acordo bastante abrangente com as agências governamentais que praticamente consolidou os diversos precedentes alcançados por países de renda média no âmbito do Clube.¹⁰ Os Termos de Toronto foram finalmente estendidos à Bolívia e à Guiana em 1990, após terem sido negados a estes países, respectivamente, nas negociações de 1988 e 1989. Finalmente, em abril de 1991, a Polônia conseguiu acertar o cancelamento de 50% de suas obrigações externas negociadas no Clube de Paris (Em três anos..., 1991). Benefício semelhante foi estendido ao Egito em maio do mesmo ano (Clube de Paris..., 1991).

O desconto da dívida com as agências governamentais ultrapassou, assim, as fronteiras dos países pobres altamente endividados da África subsaariana, candidatos exclusivos a este tipo de tratamento ao longo de 1988 e 1989. Será difícil evitar que, no futuro, os créditos de médio e longo prazos concedidos ou garantidos pelas agências governamentais aos países sobreendividados de renda média da América Latina e do Caribe venham a obter tratamento semelhante.¹¹

Um dos méritos da *Iniciativa para as Américas* consiste exatamente no reconhecimento, pelo menos no seu enunciado, da conveniência do cancelamento parcial da dívida com agências do governo norte-americano. O problema é que não se conhecem ainda o montante de dívida a ser cancelada nem os países a serem beneficiados pela *Iniciativa*.¹² Além disso, em se

¹⁰ Para maiores detalhes sobre este acordo, ver Meyer (1991b, p.38-9).

¹¹ Documento da Cepal recomenda expressamente o cancelamento parcial da dívida com as agências governamentais: "The amount of the debt reduction that banks must absorb is proportionately greater when they are the only creditors subject to this process. Likewise, reduction of bank debt will make only a modest dent in the debt overhang of countries which are heavily reliant on official transactions. For both of these reasons it would be advisable to extend the debt reduction facilities to Paris Club obligations. At a very minimum, debt reduction policies adopted at the June 1988 Toronto Summit for low-income African countries should be extended to middle-income debtors" (Cepal, 1990a, p.16).

¹² Cerca de US\$8 bilhões de dívida da América Latina e do Caribe com instituições oficiais norte-americanas estariam potencialmente disponíveis para a reestruturação com cancelamento parcial da dívida e pagamento de juros em moeda local do país devedor. Outros US\$5 bilhões poderiam, a princípio, ser vendidos no mercado secundário para empresas ou entidades interessadas em converter estes créditos em investimentos ou programas de conservação da natureza (World Bank, 1990, p. 38).

tratando de um empreendimento essencialmente bilateral, a *Iniciativa* está sujeita a toda sorte de barganhas e contrapartidas que tornam difícil a avaliação de seus benefícios efetivos para o país devedor.

Recursos oficiais para financiar diretamente o balanço de pagamentos e para apoiar esquemas de redução da dívida e de seu serviço continuarão disponíveis no âmbito do Plano Brady. Como se sabe, o aspecto inovador deste Plano foi o reconhecimento oficial de que parte da dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais não poderia ser paga e que sua reestruturação deveria incorporar um desconto no principal ou na taxa de juros. Em troca, os países que aderissem ao Plano deveriam aceitar os programas econômicos recomendados pelo FMI e Banco Mundial.

Quando foi anunciado, em março de 1989, o Plano previa a contribuição de US\$30 bilhões por parte do FMI, Banco Mundial e governo japonês¹³ para financiar a recompra direta de dívida com os bancos comerciais, com desconto, ou a formação de cauções e garantias para o principal e parte dos juros da dívida bancária reestruturada. Por conseguintes, esses recursos não estariam disponíveis para financiar a importação de bens e serviços.¹⁴

Desde o início, estes recursos foram considerados insuficientes para propiciar significativo alívio financeiro aos países devedores que aderissem ao Plano. Estimativa realizada pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), tomando como base uma hipotética recompra de dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais, a um preço 15% superior àqueles vigentes no mercado secundário antes do anúncio do Plano, sugeria que os recursos oficiais poderiam propiciar uma redução efetiva de 13% da dívida externa da região e uma redução de 14% nos juros totais devidos (Cepal, 1990a, p.107-8).¹⁵

Os resultados do acordo do México, de fevereiro de 1990, que sinaliza o alívio máximo que um país altamente endividado de dimensões equivalentes pode obter no âmbito do Plano Brady, confirmam os limitados impactos financeiros previstos pela Cepal. O FMI estima que a redução do valor atual da dívida externa total do México foi de apenas 15% e que a

¹³ Posteriormente o BID foi instado a aderir ao Plano.

¹⁴ Os potenciais beneficiários dos recursos previstos para o Plano Brady na América Latina e no Caribe são: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Costa Rica, Equador, Guiana, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Peru, República Dominicana, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela (Cepal, 1990a, p. 107). México, Costa Rica, Venezuela e Uruguai já negociaram esquemas de redução de dívida ou de seu serviço. O México absorveu praticamente um quinto dos recursos oficiais inicialmente previstos para os esquemas de redução da dívida. Os demais países que negociaram acordos no âmbito do Plano Brady foram as Filipinas e o Marrocos (World Bank, 1990, p. 58-62). O Chile, em seu acordo de setembro de 1990 com os bancos comerciais, decidiu não recorrer ao Plano Brady.

¹⁵ Sobre a insuficiência do Plano Brady para os países da América Latina e do Caribe, ver também Knox (1990, p. 33-40).

economia anual com o serviço da dívida não passa de 0,5% do PIB ao ano (IMF, Apr. 1991, p.76).¹⁶

Dois fatores, além do limitado aporte de recursos oficiais, são freqüentemente mencionados para explicar o reduzido alívio financeiro implícito no Plano Brady. Boa parte dos recursos oficiais não é adicional, mas desviada de outros programas de financiamento.¹⁷ Além disto, reduções de dívida financiadas por meio de endividamento limitam a redução efetiva das obrigações externas. O alívio financeiro poderia ser bem maior, caso as recompras fossem realizadas com doações oficiais, como ocorreu no caso da Bolívia em 1988, ou caso a transformação da dívida em bônus, com desconto sobre o principal ou a taxa de juros, não exigisse a constituição de cauções ou garantias, conforme a proposta brasileira apresentada aos bancos comerciais em outubro de 1990 (Brasil. Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, p. 23-5).¹⁸

O Plano Brady agrava a vulnerabilidade das instituições oficiais frente a países que venham a aderir ao Plano. Isto porque ele aumenta o já elevado envolvimento das instituições oficiais com países em dificuldades financeiras, ao mesmo tempo em que estimula a transformação da maior parte da dívida de médio e longo prazos com os bancos comerciais em bônus. Considerando-se que os bônus têm sido, até agora, excluídos dos tradicionais reescalamentos da dívida, eventuais crises de liquidez, decorrentes da insuficiência financeira do Plano Brady, terão talvez de ser resolvidas essencialmente pelas próprias instituições oficiais. Isto apenas reforça a já mencionada tendência ao endurecimento das condições exigidas por estas instituições para a concessão de novos financiamentos.

O problema da insuficiência financeira poderia ser resolvido caso os bancos comerciais aceitassem maiores descontos sobre seus créditos de médio e longo prazos ou, como já mencionado, dispensassem a formação de cauções ou garantias. Às voltas com empréstimos duvidosos em seus

¹⁶ A Costa Rica obteve um acordo mais abrangente, mas que, como se verá mais adiante, não pode ser tomado como parâmetro para as negociações no âmbito do Plano Brady.

¹⁷ Segundo as palavras de um ex-vice-presidente do Banco Mundial: "Under the Brady Plan the bulk of the official funds to be devoted to supporting debt service relief are coming from the existing sources of the IMF and the World Bank. Thus the burden of debt service relief is being borne not by industrial country governments and their taxpayers but by other potential borrowers that have not got into debt difficulties but from which the Fund and the Bank now have to divert lending. In fact it is being borne by the HICs (Highly Indebted Countries) themselves to the extent that funds loaned for debt relief could have been used to finance their investment projects" (Knox, 1990, p. 43).

¹⁸ Ver também Bacha (1991, p. 18-25). Vale notar que a transformação da dívida em bônus sem formação de cauções e garantias equivale a aumentar o desconto implícito sobre a dívida reestruturada.

próprios mercados domésticos, a maioria dos bancos tem, entretanto, resistido até agora a essas alternativas.

4. A experiência recente de volta dos capitais privados e seus limites

A crise da dívida externa da América Latina e do Caribe foi detonada pela acentuada retração dos empréstimos líquidos privados e pelo aumento nas despesas de juros (tabela 6). Esta contração contaminou outros capitais privados, atingindo também os investimentos líquidos novos. Isto pode ser observado quando se subtraem do total de investimentos na região as conversões de dívida externa em investimentos, líquidas de desconto, que, como se sabe, não representam aporte de recursos à região (tabela 7). Subtraindo adicionalmente as remessas de lucros e dividendos dos investimentos, exclusive conversões, percebe-se que as transferências finan-

Tabela 7
Transferências de recursos financeiros para a América Latina e o Caribe¹
relativas a capital de risco, 1980-89
(US\$ bilhões)

| Discriminação | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| I. Investimentos diretos ² | 5,5 | 7,5 | 5,7 | 3,1 | 3,0 | 4,1 | 2,9 | 5,3 | 7,6 | |
| II. Investimentos em carteira ² | 1,1 | 2,6 | 4,7 | 0,5 | -0,1 | -1,6 | -1,2 | -0,1 | 1,9 | -0,8 |
| III. Total | 6,5 | 10,1 | 10,4 | 3,7 | 2,9 | 2,5 | 1,7 | 5,2 | 9,5 | |
| IV. Lucros e dividendos | -3,9 | -5,0 | -5,1 | -3,5 | -3,4 | -3,8 | -4,5 | -4,6 | -5,5 | -5,9 |
| V. Transferências líquidas relativas a capitais de risco (III+IV) | 2,6 | 5,1 | 5,3 | 0,1 | -0,5 | -1,3 | -2,9 | 0,6 | 4,0 | |

Memo:

Conversões de dívida externa³

0,8 1,3 1,6 4,7 13,8 12,1

Fonte dos dados primários: Cepal. *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*, 1990; e World Bank. *World debt tables 1988/89*, v. 1; e 1990/91, v. 1.

¹ Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Guatemala, Haiti, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

² Inclui investimentos estrangeiros em países da América Latina e do Caribe e investimentos destes países no exterior, ambos líquidos de repatriações.

³ Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, Equador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Uruguai e Venezuela. Valores brutos, sem desconto.

Obs.: espaços em branco significam que a informação não estava disponível nas fontes consultadas.

ceiras líquidas relativas ao capital de risco tornaram-se fortemente negativas na segunda metade dos anos 80.¹⁹

Esta retração de capitais privados parece, contudo, ter sido revertida em alguns países da região. Em 1989/90, Chile, México e Venezuela conseguiram restabelecer o acesso ao mercado internacional de capitais, gerando expectativas de uma possível volta dos capitais privados para toda a região. A concretização destas expectativas estaria, supostamente, apenas na dependência de que outros devedores trilhem o caminho das reformas econômicas e reestruturação de obrigações externas seguidas por estes três países. Vale a pena, portanto, avaliar primeiramente qual o fôlego desta reabertura das fontes privadas de financiamento e, depois, se a experiência destes países pode ser estendida para o restante dos países da América Latina e do Caribe.

O destaque na recente volta dos capitais privados à região foram os bônus mexicanos e, em menor medida, os bônus venezuelanos. Em 1990, o valor de face dos lançamentos de bônus mexicanos e venezuelanos alcançou cerca de US\$2,4 bilhões e US\$0,3 bilhão, respectivamente.²⁰ Lançados por meio de colocações privadas ou ofertas públicas, estes títulos, acompanhados freqüentemente de garantias efetivas, apresentam prazo médio de maturação relativamente reduzido e alto rendimento no lançamento.

As garantias efetivas assumiram às vezes a forma de hipoteca de receitas futuras cujo objetivo era reduzir ou eliminar o risco soberano da operação.²¹ Empresas com saldos tradicionalmente positivos nas operações com congêneres no exterior utilizaram as receitas a receber como garantia para os empréstimos levantados.²² Receitas futuras de contratos de exportação

¹⁹ As conversões constantes na tabela 7 não devem ser deduzidas diretamente dos investimentos totais, pois estes incluem conversões líquidas de desconto, enquanto aquelas estão registradas pelo valor bruto de abatimento na dívida. Ainda assim, a magnitude das conversões brutas de dívida externa em investimento sugere que deve ter ocorrido uma redução substancial na entrada de investimentos líquidos novos. Deve-se advertir, também, que a soma das transferências financeiras líquidas das tabelas 6 e 7 incorreria em dupla contagem, haja vista que as transferências líquidas relativas a bônus encontram-se tanto no item "Outros" da tabela 6, como em "Investimento em carteira" da tabela 7.

²⁰ Estas informações encontram-se em uma versão mais completa deste artigo (ver Meyer, 1991a, p. 57-61).

²¹ Entende-se por risco soberano o risco de que o pagamento do serviço das obrigações externas venha a ser bloqueado, por razões diversas, por um governo de um país.

²² A empresa telefônica mexicana Telmex notabilizou-se por este tipo de operação. Com um superávit tradicional junto à sua congênera norte-americana AT&T, resultado do padrão de chamadas telefônicas entre o México e os EUA, a Telmex permitiu que parte deste superávit fosse retido em conta, junto a um agente financeiro nos EUA, para servir de garantia aos bônus por ela lançados (Lee 1991, p. 69). Bancos mexicanos (Banamex e Bancomer), por sua vez, emitiram títulos garantidos por receitas a receber, referentes a compras de turistas com cartões de crédito no México (Chesler-Marsh, 1990, p. 155).

previamente firmados foram também utilizadas como garantia dos bônus lançados.²³

Operações desta natureza constituem, na realidade, adiantamentos de receita, pré-financiamentos ou pré-pagamentos de exportações. Vale notar que o penhor de receitas futuras tem seus limites, pois retira flexibilidade na gestão futura das contas externas de um país. Além disso, não pode ser visto com bons olhos por outros credores externos que não estejam protegidos por garantias deste tipo.²⁴

Outra característica dos bônus lançados pelo México e Venezuela é o reduzido prazo de maturação. Dos 33 lançamentos analisados (Meyer, 1991a, p. 57-61), 19 têm prazos máximos de cinco anos e 11 têm prazos inferiores a este. Considerando-se que alguns bônus têm período de carência bastante reduzido, o prazo médio é, na realidade, substancialmente menor do que o sugerido por estes números. Além disso, vários títulos dão ao portador o direito de liquidação antes do prazo final de maturação (*put option*).²⁵ O prazo mais longo refere-se a uma operação da empresa mexicana do setor de cimento, Cemex.²⁶ Os títulos de 12 anos desta empresa dão ao investidor, no entanto, a opção de liquidar o financiamento no terceiro ano e, daí para a frente, a cada três anos.²⁷

²³ A Comisión Federal de Electricidad, uma empresa do setor elétrico do México, utilizou receitas futuras provenientes da exportação de energia à Southern California Edison, uma empresa norte-americana, como garantia para um lançamento de bônus (Chesler-Marsh, 1990, p. 155). Contratos de exportação também serviram de garantia aos bônus lançados pela empresa venezuelana do setor siderúrgico Sivensa (Peagam, 1991a, p. 73).

²⁴ A cláusula de renúncia da hipoteca das reservas internacionais (*negative pledge clause*), constante em vários contratos de empréstimos externos, veda a subordinação de empréstimos, ao proibir o atrelamento de reservas ao pagamento de obrigações externas específicas. A proliferação da hipoteca de receitas futuras acabaria, na prática, subordinando todos os empréstimos e financiamentos que não gozam desta garantia, como é o caso de créditos dos organismos multilaterais.

²⁵ No caso mexicano, há nítida preocupação com a futura mudança presidencial: "Many new issues are timed to mature about the time Salinas leaves office in December of 1994 — and longer-term Mexican bonds are sometimes sold with buyback options coinciding with the date." O mercado tem chamado estas opções de "Salinas put" (Orme Jr., 1990a, p. 36).

²⁶ Como ocorreu freqüentemente com lançamentos de títulos por empresas privadas, os bônus foram emitidos por uma subsidiária no exterior e os recursos captados, repassados à empresa no México. No caso da Cemex, a emissão foi realizada pela subsidiária Sunbelt, localizada nas Ilhas Caimã. A Sunbelt é, na realidade, uma empresa tipo *holding* para todas as operações da Cemex nos EUA e detém ativos de aproximadamente US\$ 500 milhões a US\$ 600 milhões, o que deu credibilidade à garantia oferecida pela Cemex aos bônus (Galbraith, 1990, p. 62 e 64).

²⁷ O investidor pode ainda, a cada três anos, trocar os bônus por ADRs (*American Depository Receipts*) emitidos com base em ações da Tolmex, outra subsidiária da Cemex. (Galbraith, 1990, p. 62).

Mas o que certamente mais chama a atenção, principalmente nos bônus mexicanos, é o elevado rendimento pago aos tomadores finais. O acréscimo médio sobre a *libor* (seis meses) dos bônus do setor público mexicano, lançado entre julho de 1989 e fevereiro de 1991, alcançou 3,46 pontos percentuais (tabela 8). No caso do setor privado, este acréscimo sobe para 6,24 pontos percentuais. No período mais recente, esses valores têm caído um pouco, mas ainda assim se mantêm em nível bastante elevado. Além disso, o preço pago, a título de comissões, às instituições financeiras responsáveis pelo lançamento dos bônus, variou entre 1,375% e 4% do valor dos títulos (Orme Jr., 1990a, p. 31).²⁸

Dois motivos parecem explicar, a princípio, por que um país aceitaria pagar um preço tão elevado para captar recursos externos: a taxa de juros

Tabela 8
Rendimento médio acima da *libor* de bônus mexicanos lançados entre jun./89 e fev.91¹ (em pontos percentuais)

| Período | Setores | | Total |
|-----------------|---------|---------|-------|
| | Público | Privado | |
| Jun./89-maio/90 | 3,50 | 7,20 | 3,83 |
| Jun./90-fev./91 | 3,44 | 5,78 | 3,73 |
| Jun./89-fev./91 | 3,46 | 6,24 | 3,77 |

Fonte dos dados primários: Meyer (1991a).

¹ Média ponderada (pelo valor de face dos títulos) da rentabilidade no lançamento.

Obs.: O rendimento médio acima da *libor* foi obtido a partir das diferenças entre o rendimento no lançamento e a *libor* (seis meses) média do mês, ponderadas pelo valor de face da operação.

doméstica e, principalmente, a percepção de que os benefícios a serem obtidos com a reinserção no mercado internacional de capitais suplantam os custos. Neste último caso, menciona-se algumas vezes a sinalização positiva da reinserção para outros investidores em potencial. Se o mercado volta a emprestar a um determinado país, residentes que mantêm capitais no exterior poderiam readquirir confiança e repatriar, em parte, seus próprios ativos financeiros mantidos no exterior.

²⁸ Os altos riscos percebidos pelos investidores, apesar das garantias reais, e os altos rendimentos exigidos indicam que estes bônus, por ora, se assemelham aos chamados *junk bonds* (literalmente "bônus de lixo" ou "de segunda classe"). Um executivo do Salomon Brothers afirma, inclusive, que a demanda potencial para os bônus mexicanos e venezuelanos vem dos compradores daqueles títulos: "The potential appetite will be best represented by the traditional junk bonds buyer" (Murphy, 1990, p. 45). A agência Moody's atribui aos bônus mexicanos e venezuelanos, respectivamente, a classificação Ba2 e Ba3, o que os caracteriza como sendo de alto risco e de natureza especulativa (Estebanez, 1990; e Peagam, 1991a, p. 60 e 72).

Quais foram os investidores que adquiriram os bônus mexicanos e venezuelanos? Segundo as informações disponíveis, a demanda por esses títulos veio basicamente de investidores institucionais, que têm aplicado fração de sua carteira em títulos de alto rendimento e risco, cidadãos ou entidades latino-americanos com capitais no exterior e, em menor grau, por investidores que detinham bônus antigos, lançados antes da crise da dívida externa, e que venceram recentemente (Chesler-Marsh, 1990, p. 160).

Esta última fonte de demanda levanta uma questão mais abrangente. As informações disponíveis sobre os bônus mexicanos e venezuelanos não permitem discernir entre empréstimos novos e aqueles que meramente significam o refinanciamento principal de dívidas anteriormente existentes. Sem esta informação, é impossível determinar até onde o elevado preço pago pela reinserção nos mercados internacionais de capitais teve como contrapartida um acréscimo no aporte de recursos à região, ou meramente o refinanciamento voluntário de obrigações existentes.

A maior aceitação do bônus *vis-à-vis* outros instrumentos de crédito é às vezes explicada pelo baixo índice de inadimplência sobre esses títulos e por sua exclusão da reestruturação da dívida externa ao longo dos anos 80.²⁹ Este argumento incorre, no entanto, em uma falácia de composição. Enquanto a participação no total da dívida externa era pequena, os bônus puderam ser preservados de reestruturações ou moratórias.³⁰ Com o Plano Brady, parte crescente da dívida com credores privados está sendo convertida em bônus. A preservação deste instrumento — como de qualquer outro — para captação de recursos externos de médio e longo prazos requer, na verdade, que se estabeleça uma clara distinção entre dívida antiga, elegível para eventuais reestruturação futuras, e dívida nova, a ser excluída de possíveis reescalamentos.

Certamente, esta distinção, além da redução do risco soberano, contribui para explicar por que um país como o Brasil, em moratória parcial sobre sua dívida externa, conseguiu captar recursos privados no exterior, ainda que em escala limitada. Em 1990, empresas privadas do País, mormente subsidiárias de empresas transnacionais, captaram US\$0,9 bilhão por meio de empréstimos intercompanhias e do lançamento de *commercial papers*,

²⁹ Ao que parece, apenas a Costa Rica e o Panamá chegaram a atrasar pagamentos de juros sobre estes títulos (Chesler-Marsh, 1990, p. 158.)

³⁰ A falácia de composição é destacada em Devlin e Guerguil (1990 p. 26 e 75). Ela também não passa despercebida pelo mercado. Segundo um executivo do banco First Interstate: "In 1982, there was approximately US\$ 3,5 billion of outstanding public sector bond debt in Latin America. Today there is in excess of US\$ 45 billion. No nation — not Mexico, not Brazil, not the United States — will act in a manner inconsistent with its perceived vital interests. If those vital interests are perceived to be the non-payment of debt obligations, the obligations will not be paid" (Orme Jr., 1990a, p. 36).

garantidos por empresas no exterior (normalmente empresas matrizes de subsidiárias no Brasil) (Banco Central do Brasil, 1991, p. 70-1).

O mercado acionário foi outro veículo utilizado para atrair capital estrangeiro à região. Os fundos de ações para capital estrangeiro por país têm aumentado de forma sensível, notadamente no Chile. Os últimos anos também testemunharam o surgimento de fundos regionais, cujas aplicações se distribuem entre o mercado acionário de vários países. O estoque de recursos movimentados pelos fundos por país ou para a região, analisados para fins deste artigo, alcançam cerca de US\$3,4 bilhões (Meyer, 1991a, p.63-4).³¹ Ressalte-se, contudo, que nem sempre estes fundos representam ingresso de recursos novos, pois alguns foram constituídos com base na conversão de dívida externa.

O capital estrangeiro também foi recentemente atraído pela venda de ações de empresas estatais em alguns países latino-americanos. Contudo, como no caso anterior, a compra de ações foi frequentemente financiada por meio da conversão da dívida externa.³² Privatizações não significam aumento do investimento e, quando financiadas por conversões, nem sequer implicam entrada de recursos novos. Operações deste tipo nada mais são do que liquidações de obrigações externas do Governo, frequentemente com desconto, com parte de seus ativos domésticos.³³

Bastante noticiada tem sido a volta da captação direta de empresas latino-americanas nas bolsas de valores dos EUA por meio de um instrumento financeiro conhecido como ADR (*American Depository Receipt*). ADRs são certificados emitidos nos EUA com base em ações de uma empresa não norte-americana, mantidas em custódia em uma

³¹ Vale ressaltar que esta cifra inclui estimativa de aplicações na região de alguns fundos globais de ações. As informações sobre os fundos foram retiradas de Purcell e Klem (1990), *Foreign investment...* (1990) e Cepal (1991). Quando as informações sobre o montante ingressado de recursos não coincidiam entre si, optou-se pela informação contida na primeira das fontes citadas acima. Nem sempre foi possível distinguir entre o capital autorizado para a operação do fundo e o capital efetivamente ingressado. Tampouco foi possível precisar a data da informação disponível. Os fundos de ações podem, ademais, ser fechados ou abertos. No primeiro caso, os recursos movimentados pelo fundo têm um limite máximo, são investidos em uma composição fixa de ações e resgatados após período especificado de tempo. No caso de fundos abertos, não há limite para o tamanho do fundo, a composição da carteira de ações é variável e não há datas fixas para liquidações parciais ou totais. A estimativa para o estoque de recursos dos fundos deve, portanto, ser encarada como uma estimativa grosseira da ordem de grandeza do capital destes fundos.

³² A empresa telefônica argentina Entel e a empresa Aerolíneas Argentinas, por exemplo, foram privatizadas com base na conversão de US\$7 bilhões de dívida externa (valor de face) e no aporte de US\$0,5 bilhão de recursos novos (ver Peagam, 1991b, p. 88-9).

³³ Devido a fenômenos tais como a substituição de investimentos novos e o passeio dos recursos utilizados na conversão de dívida externa (*round-tripping*), o efeito líquido destas operações sobre o balanço de pagamentos é ambíguo (ver Meyer & Marques, 1989, p. 529).

instituição financeira. O preço do certificado e sua rentabilidade dependem do desempenho das ações no mercado onde são transacionadas, normalmente o mercado acionário do país de origem da empresa.³⁴ No que foi considerado o primeiro lançamento público de ações de uma empresa latino-americana no exterior desde 1963, a Companhia de Telefones de Chile levantou em termos brutos US\$98,3 milhões (US\$90,5 milhões líquidos de comissões e outros custos) em oferta pública na Bolsa de Valores de Nova Iorque em julho de 1990 (Orme Jr., 1990b, p.53). No entanto, considerando-se os requerimentos e exigências dos órgãos e instituições que supervisionam o lançamento de títulos em bolsas de valores nos EUA, ofertas públicas de ADRs são acessíveis potencialmente a apenas algumas das melhores empresas da região.

Empréstimos bancários, por sua vez, continuam sendo um mecanismo bastante limitado de captação de recursos externos. Nos últimos anos, a contribuição voluntária dos bancos vem-se limitando à extensão de linhas comerciais e à concessão de financiamentos a projetos específicos do setor público ou privado, nos quais é possível reduzir substancialmente o risco comercial e soberano da operação. Como exemplos deste tipo de financiamento, podem ser citados: as operações de *leasing* em que o bem financiado serve de garantia à transação, os financiamentos garantidos por contratos de exportação³⁵ ou por terceiros no exterior³⁶ e os empréstimos a projetos apoiados por organismos multilaterais.³⁷ O primeiro empréstimo bancário voluntário, não garantido, a um devedor soberano da América Latina foi concedido ao governo chileno em setembro de 1990 pelo banco holandês

³⁴ ADRs não são necessariamente listados em bolsas de valores. Estes certificados podem ser negociados diretamente entre investidores, com a intermediação do banco responsável por seu lançamento.

³⁵ Este é o caso do empréstimo de US\$210 milhões (com taxa de juros igual à *libor* mais margem de três pontos percentuais), pagável em 38 meses, levantado pela empresa privatizada Mexicana de Cobre S.A. em julho de 1989. Exportações mensais à empresa belga Sogem, ao longo da duração do empréstimo, formam a base da garantia deste empréstimo. Os pagamentos da Sogem pelas exportações mexicanas, depositados em conta no exterior, servem de garantia para a liquidação do serviço da dívida (Chesler-Marsh, 1990, p. 156).

³⁶ Esta garantia pode ser de instituição oficial, de uma empresa matriz — quando o tomador do empréstimo é uma subsidiária, ou ainda de uma outra empresa vinculada com o mutuário final.

³⁷ O papel catalítico dos organismos multilaterais já foi ressaltado na seção 3. O apoio de organismos aumenta a confiabilidade dos projetos, podendo assim estimular a participação de financiamentos privados. Ademais, quando se trata de empréstimos organizados por uma destas instituições, os contratos individuais de financiamento podem estar vinculados por cláusula de partilha (*sharing clause*). Neste caso, a inadimplência sobre qualquer um destes contratos equivale à inadimplência sobre os demais. Como os organismos multilaterais são considerados credores preferenciais, acredita-se que o devedor evitará a inadimplência sobre estes financiamentos.

NMB, no valor de US\$20 milhões (com taxa de juros igual à *libor* mais margem de um ponto percentual), pagável em oito anos.

Até 1990, a volta dos capitais privados restringiu-se basicamente a três países da região. O prazo reduzido, as garantias exigidas e os elevados rendimentos dos bônus latino-americanos não formam a base para um aumento sustentável na entrada de recursos privados na região. Ainda que a participação de recursos externos no mercado acionário possa crescer substancialmente, os limites desse mercado na América Latina e no Caribe não permitem uma contribuição expressiva de recursos externos novos por esta via.

O fato fundamental é que a retração dos capitais privados resultou do sobreendividamento externo da região. Enquanto perdurar este fenômeno não se deve esperar um aporte significativo de recursos por parte das fontes privadas de crédito.

A oferta potencial de recursos privados não depende, evidentemente, apenas de fatores diretamente ligados à região. Ao que parece, a América Latina e o Caribe continuam sendo mais atrativos para os capitais privados do que os países do Leste Europeu e a União Soviética, não apenas por causa das incertezas políticas existentes nestes países, mas, também, em razão da ausência, por ora, de um aparato institucional e legal adequado à operação de empresas privadas.

Existem, no entanto, fatores externos à região que podem afetar desfavoravelmente a oferta de recursos privados. Um deles é um possível desequilíbrio *ex-ante* entre a disponibilidade de poupança e a demanda por investimento global às taxas de juros vigentes nos países industrializados.³⁸ A interrupção da redução do déficit público neste início de década e o baixo nível da poupança privada, no momento em que cresce a demanda por investimentos, podem gerar uma escassez *ex-ante* de poupança e um aumento nas taxas reais de juros de longo prazo. A recuperação da demanda por investimentos está ligada à necessidade de recuperação da infra-estrutura pública em alguns países industrializados, à reunificação alemã, à reconstrução dos países do Oriente Médio atingidos pela guerra contra o Iraque e às transformações no Leste Europeu e União Soviética.

Outra restrição, certamente mais importante, é a precária situação de instituições responsáveis, em grande medida, pela intermediação de fundos para o investimento. Os bancos comerciais dos EUA, Reino Unido e Japão sofreram recentemente o impacto de diversos problemas em seus mercados domésticos, o que ocasionou acentuada deterioração da qualidade da car-

³⁸ Preocupação neste sentido é expressa em IMF (Apr. 1991, p. 9-12) e BIS (1991, p. 32-3). Ver também Berner & Sargen (1990).

teira de empréstimos destas instituições. A exigência de que os bancos comerciais aumentem seu capital em relação aos ativos de risco, num momento em que os preços de suas ações encontram-se deprimidos e em que recursos levantados no mercado encateceram sensivelmente, deve restringir a concessão de novos financiamentos em geral e a tomadores de risco, em particular (IMF, Apr. 1991, p. 10-1; Diclemente, 1990). Os requerimentos de capital continuarão a estimular a liquidação de créditos problemáticos no mercado secundário.

Esta restrição é abrandada, em parte, pela perda de importância dos bancos comerciais na intermediação de fundos financeiros. Investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e empresas de seguros) e grandes empresas movimentam atualmente uma parte substancial de recursos, seja diretamente, seja através de bancos de investimentos ou corretoras de valores mobiliários. Como mostra a experiência com o recente lançamento de bônus latino-americanos, o reduzido envolvimento destas instituições com a região facilita a aplicação de uma fração dos recursos que movimentam em ativos de alto risco e retorno, no âmbito de uma política de diversificação de carteira.

Desde o início da crise da dívida externa, muito se tem falado da importância dos investimentos diretos estrangeiros novos para o financiamento externo da região. No entanto, a América Latina e o Caribe, na sua maior parte,³⁹ deixaram de ser uma opção atrativa para empresas transnacionais, não só por causa da estagnação e da deterioração da infra-estrutura econômica e social em muitos países, mas também porque a região está, por enquanto, alijada das rápidas transformações no ambiente econômico internacional.

Avanços tecnológicos, ao reforçarem a utilização de trabalho especializado e qualificado, reduziram as vantagens comparativas de países com mão-de-obra barata, com baixo nível de instrução, na atração de empresas transnacionais. Além disso, a formação de blocos econômicos e de áreas de livre comércio, no momento em que crescem os conflitos comerciais, transforma os investimentos diretos em respostas estratégicas para assegurar acesso aos principais mercados mundiais.⁴⁰

Não é por outro motivo que os investimentos estrangeiros se concentram cada vez mais nos países industrializados. Em 1988/89, aproximadamente

³⁹ A exceção mais importante é o México.

⁴⁰ Uma análise das tendências dos investimentos diretos estrangeiros, em geral, e na América Latina e o Caribe, em particular, pode ser encontrada em Bouzas (1990). É interessante observar que a preservação de mercados estratégicos tem inclusive estimulado investimentos diretos de empresas da América Latina e do Caribe no exterior. Os investimentos diretos de empresas brasileiras alcançaram, por exemplo, US\$1,2 bilhão em 1989/90 (Banco Central do Brasil, 1991, p. 70). A perspectiva de consolidação do Mercado Comum Europeu em 1992 fez de Portugal o destino de muitas destas inversões.

90% dos investimentos estrangeiros da OCDE tinham como destino a própria OCDE (na década de 70 este percentual alcançava 58%) (OECD, Dec. 1990b, p.6). Os EUA e a Comunidade Econômica Européia (CEE) absorveram 51% e 46%, respectivamente, destes fluxos.

O Japão suplantou os EUA e se transformou na principal fonte individual de investimentos diretos estrangeiros, tanto para a OCDE como para os países em desenvolvimento. Os EUA e a CEE absorveram respectivamente 51% e 21% dos investimentos japoneses no exterior em 1988/89 (OECD, Dec. 1990b, p.7). Os investimentos nos países em desenvolvimento no período 1987-88 concentraram-se na Ásia (45%) — o que novamente confirma a importância da região para o Japão — e nos paraísos fiscais da América Central (50%) (OECD, Dec. 1990a, p.127).

O estoque de fuga de capital da América Latina e do Caribe tem sido apontado freqüentemente como uma importante fonte de recursos privados para a região. Estimativas sobre a fuga de capital envolvem consideráveis dificuldades conceituais e estatísticas (Meyer & Marques, 1990, p. 51-9). Os depósitos bancários no exterior, do setor não bancário da América Latina e do Caribe, talvez representem uma estimativa aproximada do montante de recursos de residentes que poderiam, a princípio, ser repatriados.⁴¹ Segundo levantamento realizado pelo FMI, estes depósitos teriam alcançado cerca de US\$95,6 bilhões em setembro de 1990 (tabela 9).

Contudo, é difícil imaginar que capitais mantidos por residentes no exterior retornem antes da consolidação da estabilização econômica na região — isto é, antes que a tributação pendente e as perspectivas de desvalorização real do câmbio sejam eliminadas — e que se antecipem ao retorno dos capitais privados estrangeiros.

5. A heterogeneidade da região e as vantagens comparativas de diferentes países para atrair capital externo

A América Latina e o Caribe não constituem, evidentemente, um espaço econômico e político homogêneo. Os países têm vantagens comparativas distintas na atração de recursos externos, sejam eles públicos ou privados. A oferta potencial de recursos externos será certamente distribuída de acordo com essas vantagens. Neste sentido, ainda que para a região como um todo se possa falar em uma tendência da oferta potencial, para cada país,

⁴¹ Estes depósitos não são, a rigor, uma medida do estoque de fuga de capital, haja vista que uma parte certamente representa saídas normais de capital. Além disto, nem toda fuga de capital é mantida sob a forma de depósitos bancários.

individualmente, esta oferta poderá variar de forma considerável em função de sua posição competitiva *vis-à-vis* dos demais países da região.

A experiência recente da América Latina e do Caribe mostra que certos países conseguiram angariar significativo apoio externo graças à concorrência de fatores externos e internos específicos. A Bolívia, por exemplo, obteve o apoio do FMI a um programa de estabilização econômica financiado inicialmente, em grande medida, pela acumulação de atrasados sobre sua dívida externa. Além disso, conseguiu recomprar, em 1988, parte de suas obrigações com os bancos comerciais, a 11 centavos por dólar, com recursos obtidos por meio de doações internacionais. A Costa Rica, por sua vez, obteve apoio do FMI em 1987 para um programa de estabilização

Tabela 9
Depósitos bancários do setor não bancário de países da América Latina e do Caribe no exterior, 1981-90¹
(US\$ bilhões)

| Países | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 (set.) |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Argentina | 3,65 | 7,10 | 7,86 | 7,62 | 8,51 | 8,50 | 9,73 | 11,12 | 13,89 | 16,18 |
| Barbados | 0,11 | 0,11 | 0,10 | 0,13 | 0,14 | 0,34 | 0,53 | 0,63 | 0,66 | 0,67 |
| Bolívia | 0,17 | 0,39 | 0,43 | 0,39 | 0,41 | 0,29 | 0,32 | 0,42 | 0,53 | 0,41 |
| Brasil | 2,41 | 4,11 | 8,07 | 8,17 | 9,78 | 12,01 | 11,30 | 12,42 | 14,83 | 17,03 |
| Chile | 0,98 | 1,78 | 2,37 | 2,11 | 2,44 | 2,59 | 2,65 | 3,29 | 3,99 | 4,37 |
| Colômbia | 0,00 | 0,00 | 2,84 | 2,56 | 2,83 | 3,11 | 3,18 | 4,00 | 4,54 | 4,45 |
| Costa Rica | 0,52 | 0,64 | 0,62 | 0,73 | 0,73 | 0,62 | 0,72 | 0,95 | 0,94 | 1,12 |
| El Salvador | 0,00 | 0,00 | 0,61 | 0,68 | 0,52 | 0,48 | 0,65 | 0,54 | 0,75 | 0,65 |
| Equador | 0,72 | 0,99 | 1,12 | 1,30 | 1,55 | 1,45 | 1,48 | 1,91 | 1,97 | 2,01 |
| Guatemala | 0,72 | 1,00 | 1,12 | 1,21 | 1,32 | 1,34 | 1,39 | 1,57 | 1,54 | 1,72 |
| Guiana | 0,01 | 0,07 | 0,06 | 0,07 | 0,07 | 0,09 | 0,12 | 0,08 | 0,08 | 0,08 |
| Haiti | 0,02 | 0,15 | 0,23 | 0,23 | 0,23 | 0,19 | 0,25 | 0,26 | 0,30 | 0,31 |
| Honduras | 0,00 | 0,00 | 0,38 | 0,38 | 0,39 | 0,47 | 0,45 | 0,45 | 0,47 | 0,53 |
| Jamaica | 0,05 | 0,14 | 0,14 | 0,14 | 0,19 | 0,36 | 0,27 | 0,40 | 0,34 | 0,36 |
| México | 7,88 | 10,62 | 12,85 | 14,31 | 16,14 | 16,29 | 19,58 | 20,01 | 20,20 | 19,44 |
| Nicarágua | 0,00 | 0,00 | 0,16 | 0,13 | 0,44 | 0,11 | 0,09 | 0,07 | 0,05 | 0,06 |
| Paraguai | 0,29 | 0,39 | 0,41 | 0,49 | 0,56 | 0,54 | 0,48 | 0,62 | 0,77 | 0,81 |
| Peru | 0,72 | 1,21 | 1,37 | 1,53 | 1,72 | 1,88 | 2,17 | 2,58 | 2,70 | 2,64 |
| República Dominicana | 0,55 | 0,66 | 0,41 | 0,88 | 0,84 | 0,72 | 0,87 | 0,90 | 1,07 | 1,07 |
| Suriname | 0,01 | 0,12 | 0,08 | 0,10 | 0,13 | 0,12 | 0,14 | 0,16 | 0,18 | 0,20 |
| Trinidad e Tobago | 0,06 | 0,29 | 0,30 | 0,32 | 0,38 | 0,62 | 0,45 | 0,52 | 0,48 | 0,54 |
| Uruguai | 0,81 | 1,43 | 1,78 | 1,92 | 2,20 | 2,51 | 2,61 | 3,03 | 3,61 | 4,36 |
| Venezuela | 5,13 | 10,90 | 11,65 | 12,49 | 14,59 | 13,68 | 13,85 | 14,65 | 15,43 | 16,63 |
| Total | 24,81 | 42,10 | 54,96 | 57,89 | 66,11 | 68,31 | 73,28 | 80,58 | 89,32 | 95,64 |

Fonte: International Monetary Fund, International Financial Statistics.

¹ Final do período. Exclui Panamá.

financiado parcialmente por meio de atrasos nos pagamentos externos. Em 1989, sem suspender a moratória parcial sobre suas obrigações externas, negociou, entre outras coisas, a recompra de parte de sua dívida externa com os credores comerciais, a 16 centavos por dólar, financiada por meio de empréstimos oficiais externos. É verdade que, em ambos os casos, a dimensão das obrigações externas não criava grandes obstáculos para que os credores aceitassem as perdas associadas à reestruturação de seus créditos. Mesmo assim, o apoio externo somente se tornou realidade graças à importância destes países na política externa norte-americana para a região (Sachs, 1989, p. 82-3). No caso da Costa Rica, chama a atenção sua particular situação geográfica (entre a Nicarágua e o Panamá) numa área onde interesses norte-americanos estiveram ameaçados em período recente. Por outro lado, a prioridade dada ao combate à produção de drogas explica, em parte, a boa-vontade dos EUA para com a Bolívia.

Outros países não puderam contar com a mesma dose de apoio oficial. Quando o Brasil, em 1990, procurou reestruturar sua dívida externa de forma mais abrangente do que os acordos mexicanos e venezuelanos no âmbito do Plano Brady, a partir de uma posição de moratória parcial sobre suas obrigações externas com os credores comerciais, a iniciativa foi abortada pelo governo dos EUA e outros membros do Grupo dos Sete. O Tesouro norte-americano obstruiu inicialmente a apreciação pela diretoria do FMI da carta de intenções do Brasil, de setembro de 1990, e posteriormente bloqueou a concessão de novos empréstimos ao País também no âmbito do Banco Mundial e do BID.

Afirma-se freqüentemente que a volta dos capitais privados à região estaria condicionada à adoção pelos demais países de reformas econômicas do tipo das implementadas pelo Chile e México.⁴² Contudo, este tipo de afirmativa deixa de levar em consideração as especificidades de alguns dos fatores internos e externos que permitiram a estes países retornar, ainda que de forma limitada, ao mercado internacional de capitais.

Ambos os países conseguiram estabilizar suas economias — uma precondição ao retorno de capitais privados, mas isto foi alcançado na ausência de regimes democráticos. No caso chileno, o regime militar foi fundamental para viabilizar a compressão da absorção doméstica, principalmente de seu componente politicamente mais sensível, o consumo. A falta de liberdade sindical e o fechamento do Congresso viabilizaram a imposição de subs-

⁴² Recente estudo de técnicos do BID sobre a demanda de recursos externos da América Latina nos anos 90 supõe explicitamente, em seu principal cenário, que os programas econômicos implantados pelo Chile e México sejam estendidos aos demais países da região. Neste caso, segundo o estudo, ocorreria uma substancial repatriação de capital à região e um acentuado crescimento nos investimentos estrangeiros (ver Le Berre & Kilian, 1990, p. 1 e 15).

tanciais perdas salariais.⁴³ A compressão do consumo na fase inicial de ajustamento permitiu que o Chile recompusesse sua taxa de investimentos no período subsequente. A recomposição dos investimentos foi liderada pelas inversões do setor público, mormente na extração de cobre, o principal produto de exportação do país (Fanelli et alii, 1990, p. 19, 31 e 81). O Chile, além disso, recebeu desde o início, proporcionalmente, mais empréstimos de seus credores do que qualquer outro devedor problemático. Isto facilitou muito a estabilização da economia e a expansão subsequente dos investimentos.⁴⁴

Por fim, o Chile se beneficiou de uma excepcional recuperação dos preços do cobre entre 1987 e 1989, ocasionando sensível melhoria nos termos de intercâmbio e nas contas externas do país. Considerando-se que a mineração de cobre está essencialmente nas mãos do governo, o aumento de preço do produto nos mercados internacionais também teve impacto bastante favorável nas contas públicas (Unctad, 1990, p. 38; Peagam, 1990; Fanelli et alii, 1990, p. 26 e 83).

No caso do México, a confluência de fatores específicos também contribuiu para facilitar o ajustamento econômico. O fluxo migratório através da fronteira com os EUA permitiu atenuar os impactos sociais da política de estabilização. Por outro lado, a onipresença do Partido Revolucionário Institucional, há décadas no poder, funcionou como importante instrumento

⁴³ Que o sucesso recente do Chile repousa em larga medida sobre condições políticas específicas que permitiram realizar o ajustamento econômico é amplamente reconhecido. "Chile, of course, is not so much a model debtor country as a model authoritarian country whose government can impose the requisite domestic austerity to make it possible to service the debt" (Sachs & Huizinga, 1987, p. 562). A importância do regime autoritário no Chile para a imposição de perdas salariais é destacada na seguinte passagem de um texto recente de economistas argentinos: "In Chile, formal wage indexation was eliminated more or less simultaneously with the beginning of the process of real devaluation. Moreover, the freeze imposed on public wages seemed to have coordinated the wage decisions of private firms. A similar process took place in Uruguay in the same period. At the time both countries were under authoritarian regimes with strong influence of businessmen and in a context where all union activity was forbidden" (Fanelli et alii, 1990, p. 34-5).

⁴⁴ "Moreover, the banks more than fully refinanced Chile's interest payments during 1983/84 (that is, the concerted lending to Chile in 1983/84 exceeded Chile's interest payments), so that Chile actually received a net resource transfer from the commercial banks as late as 1984. Interestingly, concerted lending to Chile has been more generous on average (when the new lending is measured as a ratio to the existing debt) during 1983-86 than has concerted lending to any other problem debtor country (Sachs & Huizinga, 1987, p. 562). O Chile também recebeu substancial apoio de organismos multilaterais: "As was shown during the first stages of the adjustment period, Chile received strong support from multilateral official creditors who increased their financial exposure to this country thereby replacing commercial banks credit and weakening the external liquidity constraint" (Fanelli et alii, 1990, p. 49). O substancial apoio externo recebido pelo Chile de Pinochet levanta dúvidas sobre a existência de uma relação positiva entre democracia e disponibilidade de financiamento externo.

de cooptação social para a distribuição das perdas internas associadas ao ajustamento econômico. No entanto, a despeito da compressão da absorção doméstica, mormente dos investimentos, da considerável redução dos salários reais e de uma queda substancial do PIB *per capita* (Cepal, 1990b, p. 22 e 38), foi apenas no final dos anos 80 — quando o governo norte-americano resolveu apoiar decisivamente o país — que o México conseguiu consolidar a estabilização de sua economia e atrair novamente capitais externos.

A decisiva intervenção do Tesouro norte-americano na negociação da dívida externa mexicana em 1989 foi um dos primeiros sinais da nova postura dos EUA. A percepção desta nova atitude consolidou-se em 1990, quando o governo norte-americano manifestou sua firme intenção de negociar um acordo de livre comércio com seu vizinho do Sul.⁴⁵

Não há como negar que o México é atualmente uma prioridade na política externa norte-americana, pela sua peculiar situação geográfica, pela sua dimensão e pelas repercussões potenciais que o agravamento da situação social e política poderia ter sobre os EUA. Em consequência, conseguiu atrair um montante apreciável de recursos oficiais no período recente, na esteira dos quais vieram os recursos privados. A perspectiva de participar de uma zona de livre comércio, junto com os EUA e o Canadá, coloca o país numa posição excepcionalmente favorável para atrair investimentos diretos estrangeiros e também capitais mantidos por seus residentes no exterior. Completando este quadro favorável, o México veio a se beneficiar em 1990 de um aumento sensível dos preços do petróleo, com impacto positivo sobre as contas externas e do setor público.

Como pode ser observado, Chile e México conseguiram impor o ajustamento econômico internamente sob condições políticas específicas e, em momentos decisivos de seus programas de estabilização, se beneficiaram de um maior comando sobre recursos externos. Além disso, em ambos os países o setor público aufere parte expressiva de suas receitas da exportação de mercadorias. Vale lembrar que a existência de importantes receitas em divisas do setor público, quando este detém substanciais obrigações externas, permite promover uma desvalorização cambial sem necessariamente aumentar as necessidades de financiamento do governo.

Não é razoável supor que as experiências chilena e mexicana possam ser simplesmente repetidas em outros países. Neste caso, o maior desafio ainda é alcançar a estabilização econômica em regimes democráticos — onde o livre jogo das forças sociais coloca uma resistência natural à imposição de perdas domésticas para fazer frente aos pagamentos externos — sem apoio

⁴⁵ Posteriormente, o Canadá também viria a manifestar seu desejo de negociar um acordo de livre comércio com o México.

oficial externo substantivo e sem a evolução favorável dos termos de intercâmbio.

6. Conclusão

O retorno de capitais privados à América Latina e ao Caribe no final da década de 80 representa, sem dúvida, um ponto de inflexão na tendência de retração observada desde a moratória mexicana de 1982. Contudo, a análise desenvolvida neste trabalho sugere que a contribuição dos recursos externos à região, neste início de década, ainda estará sujeita a importantes restrições. Esta conclusão se apoia em considerações de diversos tipos.

A alocação de recursos oficiais para o desenvolvimento — seja diretamente através de agências governamentais, seja indiretamente por meio de organismos multilaterais — poderá ser negativamente afetada, caso o recente recrudescimento do déficit público nos países industrializados, mormente nos EUA e na Alemanha, não seja revertido.

Mais importante, porém, para determinar a limitada oferta de recursos oficiais para a América Latina e o Caribe, é a notória perda de importância da maior parte da região (com a exceção do México) nas prioridades externas dos países industrializados. Os EUA, que poderiam estar potencialmente mais interessados no destino dos países latino-americanos e caribenhos, são justamente o país que mais dificuldades financeiras enfrenta no momento. A ausência de apoio financeiro efetivo à região ao longo da década de 80 e o anêmico aporte de recursos à mais recente *Iniciativa* para o continente americano (a *Iniciativa para as Américas*), ao mesmo tempo que países de outras regiões recebem significativo apoio financeiro, sugerem, ademais, que as prioridades dos EUA estão em outros lugares.

O Japão, que se transformou na principal fonte de recursos da AOD e de investimentos estrangeiros nos países em desenvolvimento, está atualmente mais preocupado com a consolidação de uma área de influência no Leste da Ásia. A maior parte da AOD japonesa e dos investimentos diretos do Japão nos países em desenvolvimento dirige-se para esta região. A Alemanha, por sua vez, preocupa-se, essencialmente, com os problemas da unificação, a consolidação do Mercado Comum Europeu e o que acontece a leste de suas fronteiras.

Não há como deixar de constatar que, tendo em vista as prioridades dos países industrializados, o Leste Europeu (inclusive a União Soviética) e o Oriente Médio possuem atualmente maiores vantagens comparativas do que a América Latina e o Caribe para atrair recursos oficiais.

A atuação das instituições oficiais exprime, evidentemente, as restrições e prioridades dos governos que as controlam. No entanto, mesmo que se admita alguma independência destas instituições na gestão de seus negó-

cios, o já elevado envolvimento com países em dificuldades financeiras restringe, por si só, as possibilidades de concessão de novos empréstimos em escala significativa.

Apoio oficial externo para a América Latina e o Caribe continuará disponível, basicamente, através dos esquemas de reestruturação da dívida externa no âmbito do Plano Brady e do Clube de Paris. A experiência de países que já aderiram ao Plano Brady (com a exceção da Costa Rica) mostra que o alívio financeiro direto a ser obtido por esta via é bastante limitado. A possibilidade de se obter uma contribuição mais expressiva das agências governamentais no âmbito do Clube de Paris depende, essencialmente, da extensão dos precedentes de redução de dívida estabelecidos por países de outras regiões, mormente pela Polônia, aos países latino-americanos e caribenhos.

A despeito do retorno dos capitais privados a alguns países da região, notadamente Chile, México e Venezuela, existem dúvidas de que esta experiência possa ser estendida para o restante da América Latina e do Caribe. De qualquer forma, as garantias efetivas — que procuram frequentemente reduzir o risco soberano da operação —, os prazos reduzidos e os altos rendimentos dos instrumentos financeiros lançados recentemente revelam, ainda, a desconfiança dos investidores, mesmo em relação a países considerados “bem-sucedidos” na estabilização de suas economias.

Em segundo lugar, as perspectivas de captação de recursos através do mercado de ações são, pela própria dimensão deste mercado na maioria dos países latino-americanos e caribenhos, bastante limitadas. Além disso, a formação de fundos de ações de capital estrangeiro e a aquisição de ações em processos de privatização têm sido, frequentemente, financiadas por meio de conversões de dívida externa que, na verdade, não implicam aporte de recursos novos.

Em terceiro lugar, cabe ressaltar que a América Latina e o Caribe, na sua maior parte, perderam vantagens comparativas para atrair investimentos diretos estrangeiros novos. Os investimentos estrangeiros dos países industrializados têm-se concentrado, cada vez mais, nos próprios países industrializados. Apenas países que oferecem condições vantajosas de produção e acesso a mercados estratégicos, tais como o México, terão condições de atrair investimentos diretos estrangeiros novos em escala mais significativa.

Em quarto lugar, a contratação de empréstimos internacionais novos dos bancos comerciais estará restringida pela ainda alta vulnerabilidade de algumas destas instituições frente à região e pelos problemas financeiros que enfrentam em seus próprios mercados domésticos. As operações dos bancos comerciais com a região deverão estar limitadas, basicamente, ao

financiamento do comércio e de projetos específicos — neste último caso, apenas quando for possível reduzir substancialmente o risco soberano da operação.

Por fim, não é razoável supor que as experiências dos países que conseguiram restabelecer algum acesso ao mercado internacional de capitais possam ser simplesmente estendidas aos demais países da região. Estas experiências refletem a ocorrência de fatores específicos, tais como condições políticas particulares para impor o ajustamento doméstico, evolução favorável de importantes preços de exportação e apoio oficial externo decisivo em momentos delicados da consolidação dos programas de estabilização.

Nestas circunstâncias, não se deve esperar que os esforços de estabilização dos demais países latino-americanos e caribenhos venham a receber significativo apoio financeiro externo. A estabilização e a retomada do crescimento terão de ser financiadas essencialmente por meio do aumento da poupança doméstica, o que, para a maioria dos países da região, nos quais o setor público é o principal devedor externo,⁴⁶ significa aumentar a poupança do governo. Nos casos em que isto não for inteiramente factível, por razões diversas, poderá não restar outra alternativa senão obter financiamento forçado através da acumulação de atrasados sobre pagamentos devidos a credores externos.

Abstract

This article tries to evaluate the prospects for external financing of Latin America and the Caribbean at the beginning of the nineties. In spite of recognizing that some countries experienced recently an important inflexion of the previous decade tendency of withdrawal of capital, the article argues that important factors still hinder the return of capital to the region. The worsening of public sector deficits⁴⁶ in some of the main industrialized countries, the loss of political importance of the major part of the region and the already high exposure of official institutions limit new inflows of official capital. The return of private capital is hampered by past overborrowing, by perception of high risk due to macroeconomic instability and the loss of comparative advantages in attracting foreign private investment.

⁴⁶ Em 1989, cerca de 94% da dívida externa de médio e longo prazos (que representa 86% do total da dívida da região) eram de responsabilidade do setor público ou eram por ele garantidos (World Bank, 1990, p. 142).

Referências bibliográficas

Acordo de livre comércio da América do Norte: artigo da série Gist, do Departamento de Estado dos EUA. Brasília, Embaixada dos EUA, 1991. 6 p. (Ponto de vista de Washington.)

Bacha, Edmar L. *The Brady Plan and beyond: new debt management options for Latin America*. Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, 1991. 39 p. (Texto para discussão, n. 257.)

_____. *Debt crisis, net transfers, and the GDP growth rate of the developing countries*. Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, 1989. 30 p. (Texto para discussão, n. 222.)

Banco Central do Brasil. *Brasil — programa econômico*. Brasília, mar. 1991. v. 28, 110 p.

Berner, Richard B. & Sargen, Nicholas P. The global capital "shortage": implications for interest rates. In: *Prospects for financial markets: structural change in a capital-short world*. New York, Salomon Brothers, Dec. 1990. p. 14-23.

BIS. *61st Annual Report*. Basle, 1991. 231 p.

Bouzas, Roberto. América Latina y las tendencias de la inversión extranjera directa. *Capítulos del Sela*, Caracas, 25: 32-40, abr./jun. 1990.

Brady, Simon. Investors learn how to pick and choose. *Euromoney: the A to Z of global borrowing*. London, Aug. 1990. p. 2-3. (Suplemento especial.)

Brasil. Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento. *Brazil's public sector debt restructuring plan*. Brasília, s.d. 34 p.

Bush encaminha ao Congresso projeto de lei da Iniciativa para as Américas. Brasília, Embaixada dos EUA, 1991. 3 p. (Ponto de vista de Washington.)

Cepal. *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Santiago del Chile, 1989.

_____. *Latin America and the Caribbean: options to reduce the debt burden*. Santiago de Chile, 1990a. 110 p.

_____. *Transformación productiva con equidad*. Santiago de Chile, 1990b. 185 p.

_____. *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile, 1990c.

_____. *El regreso de países latino-americanos al mercado internacional de capitales privados: una nota preliminar*. Santiago de Chile, 1991. 58 p.

Chesler-Marsh, Caren. Carnival time again for latin borrowers. *Euromoney*, London, Sept. 1990. p. 155-61.

Clube de Paris perdoa metade da dívida do Egito. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 maio 1991. Internacional, p. 2.

Declaração de Londres: compromisso com a democracia e o desenvolvimento. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 18 jul. 1991. p. 11 (Íntegra do comunicado final da reunião de cúpula do grupo dos sete principais países industrializados).

Devlin, Robert & Guerguil, Martine. *América Latina y las nuevas corrientes financieras y comerciales*. 77 p. mimeogr. (Texto apresentado no seminário internacional América Latina en el Nuevo Contexto Internacional, Quito, 2-4 jul. 1990.)

Diclemente, Robert V. Financial stress on the road to disinflation. In: *Prospects for financial markets: structural change in a capital-short world*. New York, Salomon Brothers, Dec. 1990. p. 7-13.

Em três anos, a Polônia poderá reduzir sua dívida em US\$19 bilhões. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 23 abr. 1991. Internacional, p. 2.

Estebanez, Guillermo. The view from Moody's. *Latinfinance*, Florida, p. 47-8, Nov. 1990.

Fanelli, José Maria; Frenkel, Roberto & Rozenwurcel, Guillermo. *Growth and structural reform in Latin America where we stand*. Buenos Aires, Cedes, 1990. 95 p. (Documento Cedes, n. 57.)

Foreign investment funds: a Latinfinance directory of Latin American country funds. *Latinfinance*, Florida, p. 49-56, June 1990.

Galbraith, R. D. Cemex convertibles: bonds with equity overdrive. *Latinfinance*, Florida, p. 62-4, Nov. 1990.

Goodhart, David. Soviéticos querem mais ajuda financeira de Bonn. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 18-20 maio 1991. p. 2.

IMF. *IMF survey*: a publication of the International Monetary Fund. Washington, DC. (Vários números.)

_____. *World economic outlook*: a survey by the staff of the International Monetary Fund. Washington, DC, May 1991. 208 p. (World Economic and Financial Surveys.)

_____. *International capital markets*: developments and prospects. Washington, DC, Apr. 1991. 136 p. (World Economic and Financial Surveys.)

Increase in fund quotas approved. *Finance & Development*, Washington, DC, 27(3):21, Sept. 1990.

Johnson, G. G.; Fisher, Matthew & Harris, Elliott. *Officially supported export credits: developments and prospects*. Washington, DC, IMF, May 1990. 43 p. (World Economic and Financial Surveys.)

Knox, David. *Latin American debt: facing facts*. Oxford, Oxford International Institute, 1990. 53 p.

Le Berre, Ronan & Kilian, Lutz. *External financial requirements for Latin America in the nineties: two alternatives policy scenarios*. Washington, DC, Inter-American Development Bank, 1990. 24 p.

Lee, Peter. *Telmex shows the way*. *Euromoney*, London, Mar. 1991. p. 69-70.

Meyer, Arno. *Perspectivas para o financiamento externo da América Latina e do Caribe no início da década de noventa*. São Paulo, Centro de Análise de Políticas Macroeconômicas/Iesp/Fundap, 1991a. 68 p. mimeogr. (Versão completa deste texto.)

_____. *As negociações da dívida externa brasileira no âmbito do Clube de Paris*. São Paulo, Centro de Análise de Políticas Macroeconômicas/Iesp/Fundap, 1991b. 54 p. mimeogr.

_____ & Marques, Maria Silvia Bastos. Implicações macroeconômicas da conversão da dívida externa. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 43(4): 517-48, out./dez. 1989.

_____. A fuga de capital no Brasil: 1975-88. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 20(1):49-85, abr. 1990.

Meyer, Arno & Batista Jr., Paulo Nogueira. A reestruturação da dívida externa brasileira. *Estudos Econômicos*, São Paulo, 20(2):163-94, maio/ago. 1990.

Murphy, Steven. Playing the rating game. *Latinfinance*, Florida, p. 41-5, Nov. 1990.

New World order: what's new? Which world? Whose orders? *The Economist*, London, 318(7.695): 45-6, 23 Feb. 1991.

OECD. *Development co-operation: 1990 report*. Paris, Dec. 1990a. 272 p.

_____. *OECD economic outlook*. Paris, n. 47, June 1990b. 203 p.

_____. *OECD economic outlook*. Paris, n. 48, Dec. 1990c. 197 p.

Orme Jr., William A. Opening the door to new money — and new debt. *Latinfinance*, Florida, p. 27-36, Nov. 1990a.

_____. ADR mania: Chile's phone company calls first. *Latinfinance*, Florida, p. 53-6, Nov. 1990b.

Peagam, Norman. Brave new world. *Euromoney*, London, p.59-66, Mar. 1991a.

_____. The end of isolation? *Euromoney*, London, p. 86-90, Mar. 1991b.

_____. Copper pays its way. *Euromoney*: Chile-building on success. London, Sept. 1990. p. 28-32.

Pinto, Celso. O custo do Leste Europeu. *Gazeta Mercantil*, 12 abr. 1991. p. 1 e 9.

Purcell, John F. H. & Klem, Pamela. *Capital flows to Latin America: the volume increases*. New York, Salomon Brothers, Dec. 1990. 6 p.

Sachs, Jeffrey D. & Huizinga, Harry. U.S. comercial banks and the developing- country debt crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:555-601, 1987.

Sachs, Jeffrey. As soluções para a crise da dívida. In: Pereira, Luiz C. Bresser, org. *Dívida externa: crise e soluções*. São Paulo, Brasiliense, 1989. p. 77-97.

Sela. Secretaría Permanente. Análisis preliminar de la iniciativa Bush para las Américas. *Capítulos del Sela*, Caracas, 26:27-49, jul./set. 1990.

State spending battles on. *The Economist*, London, 318(7.696):69,2 Mar. 1991.

Stern, Ernest. Aumento geral de capital no Banco Mundial: aumentando a capacidade creditícia do banco. *Finanças & Desenvolvimento*, 8(2): 20-3, jun. 1988.

Unctad. *Trade and development report*. New York, 1990. 162 p.

World Bank. *World debt tables 1988/89*: external debt of developing countries. Washington, DC, 1988. 2v.

_____. *World debt tables 1990/91*: external debt of developing countries. Washington, DC, 1990. 2v.