

Viver com DÍVIDA

**Como limitar os riscos
do endividamento público**

**Progresso Econômico e Social
na América Latina
RELATÓRIO 2007**

Eduardo Borensztein
Eduardo Levy Yeyati
Ugo Panizza
Coordenadores

**BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO
DAVID ROCKEFELLER CENTER FOR LATIN AMERICAN STUDIES
HARVARD UNIVERSITY**

SUMÁRIO

Por que os governos assumem dívidas?	3
Tendências da dívida	4
Como cresce a dívida?.....	6
Endividamento internacional	8
Endividamento interno	10
Redução dos riscos do endividamento público	13
Bibliografia	28

A DÍVIDA PÚBLICA É UM DOS INSTRUMENTOS MAIS PODEROSOS de políticas públicas e, como toda ferramenta potente, pode ser usada para alcançar metas com eficiência mas também causar danos sérios. Os governos podem emitir dívida para financiar novos investimentos em capital físico e humano, para influir na distribuição dos recursos de um país, para reagir a contrações cíclicas da economia ou para atender às necessidades de financiamento provocadas por eventos excepcionais, como crises financeiras ou desastres naturais. No entanto, a dívida pública excessiva também pode ter consequências negativas de longa duração: pode impor uma carga às gerações futuras, tirar lugar dos investimentos privados e aumentar a propensão de um país a crises financeiras ou explosões inflacionárias. Assim, não é surpreendente que a discussão sobre as causas e consequências do endividamento público já fosse fundamental no debate econômico mesmo antes de Adam Smith ter dado nascimento oficial ao que hoje chamamos de “ciência econômica”.

Em nenhum lugar do mundo a história do endividamento público tem sido mais dramática do que na América Latina e no Caribe, onde a dependência de fluxos de capital internacional frequentemente imprevisíveis cria riscos que muitas vezes resultaram em graves problemas financeiros e econômicos. Imediatamente após a independência das repúblicas latino-americanas no século 19, os governos tomaram pesados empréstimos para ambiciosos projetos de infra-estrutura e outras obras públicas. Com muita frequência, essas ondas de empréstimos culminaram em pânicos de mercado, crises da dívida e inadimplências soberanas, em particular nas décadas de 1830, 1850, 1870 e 1890 (e também no século 20, nas décadas de 1930 e 1980). Essas crises fecharam o acesso dos países latino-americanos e caribenhos aos mercados financeiros internacionais e muitas vezes interromperam o seu desenvolvimento econômico. Desde o princípio, portanto, a dívida soberana tem tido aspectos positivos e negativos para a América Latina e o Caribe.

A fase atual da história do endividamento público latino-americano começou no início da década de 1990, quando o plano Brady converteu a dívida externa bancária em títulos, estabeleceu os títulos dos mercados emergentes como uma classe de ativos e abriu a porta para o ressurgimento de mercados de títulos como uma fonte de financiamento externo. Isso marcou um retorno à primeira era de globalização de 1880–1914, quando os títulos soberanos da América Latina eram um componente importante de um próspero mercado global de instrumentos financeiros emitidos por economias emergentes. A fase atual é de evolução: os títulos Brady foram quase inteiramente retirados bem antes de suas datas de vencimento e os mercados nacionais de dívida começaram a surgir como um âmbito preferencial para o endividamento público. Essa mudança na composição da dívida pública levou alguns observadores a concluir que os países latino-americanos estão reduzindo gradativamente suas vulnerabilidades, com base no fato de que a dívida externa denominada em moeda estrangeira em mãos de investidores internacionais é mais sensível a fatores globais do que a dívida emitida internamente em mãos de investidores residentes no país.

De maneira mais geral, as tendências atuais apontam para uma ampliação contínua da variedade de fontes e instrumentos de financiamento. À medida que investidores cada vez mais sofisticados forem aceitando a inclusão de disposições contingentes em contratos de títulos — como cláusulas indexando os rendimentos à taxa de crescimento de um país ou à ocorrência de um desastre natural, por exemplo —, ficará mais fácil para os governos prudentes administrar níveis mais elevados de dívida. É preciso enfatizar que esses níveis mais elevados aplicam-se a governos prudentes, porque a proliferação de instrumentos (títulos derivativos, por exemplo) também aumenta a possibilidade de que as coisas não dêem certo. Dito isso, o desenvolvimento de novos instrumentos abre oportunidades para os gestores da dívida conseguirem combinações superiores de custos e riscos esperados para qualquer dado nível de dívida pública, em comparação com o que era possível antes.

Ao mesmo tempo, o desenvolvimento e o aprofundamento dos mercados financeiros também estão melhorando o acesso a financiamento internacional para os tomadores de empréstimos privados das economias emergentes, inclusive as da América Latina. Tradicionalmente, empréstimos no exterior eram feitos por governos. No início da década de 1980, mais de dois terços do saldo de toda a dívida de países latino-americanos e caribenhos a credores internacionais privados haviam sido gerados pelo setor público. Em 1990, essa proporção havia subido para quase 90%. Em anos recentes, porém, empresas e bancos privados vêm obtendo financiamento em mercados internacionais em montantes sem precedentes. O setor privado também está começando a aumentar seu acesso a recursos financeiros de mercados nacionais de títulos. Embora esses mercados ainda sejam fortemente dominados por emissores públicos, outros emissores estão começando a ganhar acesso. Em outras palavras, há sinais visíveis do desenvolvimento de mercados de títulos privados economicamente significativos, embora a pequena dimensão de muitas empresas latino-americanas ainda limite seu acesso ao financiamento por meio de títulos.

As análises de políticas referentes à gestão da dívida pública na América Latina e no Caribe devem ser situadas nesse contexto. Como uma gama cada vez mais ampla de entidades do setor privado é hoje capaz de ter acesso a financiamento por meio de títulos da dívida, tanto localmente como no exterior, o endividamento público torna-se menos necessário. O fato de outros poderem tomar empréstimos nos mercados locais e estrangeiros enfraquece o argumento de que o governo precisa endividar-se por eles, seja para financiar investimentos em infra-estrutura e capacidade produtiva, seja com a finalidade de regularizar os gastos de consumo em épocas boas e ruins¹.

Isso sugere que a globalização e o desenvolvimento dos mercados financeiros criam duas forças que influenciam o papel da dívida pública, uma no sentido de sua expansão e outra, de sua redução. A disponibilidade de uma variedade mais ampla de instrumentos e de uma base de investidores maior aumenta as possibilidades dos governos de tomar empréstimos com segurança e financiar suas operações. Inversamente, o crescente acesso do setor privado aos mercados financeiros reduz o papel tradicional do Estado como intermediário desse financiamento. Essas duas tendências opostas operam com diferentes graus de intensidade em diferentes países. Para se ter uma imagem do papel da dívida pública no século

¹ Esta afirmação só é válida se as paradas súbitas tiverem o mesmo efeito sobre os devedores privados e os devedores soberanos. Se os devedores soberanos tiverem melhor acesso a financiamento em tempos ruins (talvez por meio de empréstimos de multilaterais), então o endividamento público ainda tem um papel a cumprir nesse aspecto.

20, portanto, é preciso analisar detalhadamente essas forças e desenvolvimentos dinâmicos nos países individualmente.

POR QUE OS GOVERNOS ASSUMEM DÍVIDAS?

A história das crises da dívida na América Latina sublinha os riscos envolvidos no endividamento público. A dívida pública é uma ameaça à estabilidade financeira de um país? Os governos devem parar totalmente de se endividar ou limitar sua dívida a montantes tão pequenos que eliminem qualquer risco de instabilidade financeira? Uma resposta judiciosa a essas perguntas precisa reconhecer que os riscos do endividamento público devem ser pesados em relação a seus benefícios, ou seja, as funções desempenhadas pelos governos cuja execução torna necessário recorrer à dívida. Há três justificativas econômicas primárias para o endividamento público: (1) redistribuir renda de gerações futuras mais ricas para as gerações atuais, (2) financiar projetos de desenvolvimento e (3) financiar políticas destinadas a amenizar o efeito de ciclos econômicos e outros choques.

A primeira justificativa para o endividamento público, para fins distributivos, deve ser avaliada dentro do quadro das motivações políticas desse endividamento. A existência de políticos de visão curta, associada ao fato de que as gerações futuras não estão representadas no processo de tomada de decisões presente, cria uma tendência para um consumo atual excessivo e, desse modo, para um endividamento excessivo. Um bom exemplo são os sistemas de seguridade social, que freqüentemente são deficitários e sobrecarregam as gerações futuras para cobrir o rombo criado pelo nível de benefícios pagos aos beneficiários atuais do sistema de aposentadoria. Além disso, o desenvolvimento progressivo de mercados privados de seguros e pensões acabará enfraquecendo o argumento em favor da importância da participação do governo nos sistemas de aposentadoria, ou pelo menos criará a oportunidade para a existência de sistemas alternativos que não envolvam a acumulação de passivos públicos futuros. No mínimo, a presença desses mercados deve ajudar a avaliar a correção atuarial dos sistemas de aposentadoria e o grau em que tais sistemas redistribuem recursos das gerações futuras para as gerações atuais.

A segunda justificativa, ou seja, endividar-se para fins de desenvolvimento, parece auto-evidente. Não há dúvida de que os países em desenvolvimento podem se beneficiar com um maior investimento em capital humano e físico de uma magnitude que não pode ser financiada inteiramente com impostos correntes. De fato, há evidências de que os gargalos de infra-estrutura são particularmente sérios na América Latina e no Caribe. Mas isso justifica o endividamento e os gastos públicos? Embora muitos projetos de infra-estrutura tenham um claro conteúdo de bem público, o setor privado pode, hoje, proporcionar uma parcela maior do investimento necessário para financiá-los. Os dados indicam que os projetos de infra-estrutura privados aumentaram substancialmente nos últimos 20 anos, embora seu crescimento não tenha compensado totalmente o declínio observado nos investimentos públicos. Essa defasagem oferece uma explicação imediata para a persistência dos gargalos de infra-estrutura. Outra área em que o governo deve manter um papel importante é o investimento em capital humano. Nesse âmbito, há problemas que é pouco provável que os mercados de capital privado possam resolver. Na prática, simplesmente não é possível, por exemplo, que famílias pobres, que não possuem ativos que constituam garantias, financiem uma educação tomando empréstimos a ser pagos com os ganhos futuros de seus filhos.

Embora o desenvolvimento de mercados de capital privados também tenha enfraquecido o argumento em favor dos gastos públicos para suavizar o impacto de ciclos econômicos e outros choques, a justificativa do endividamento anticíclico permanece forte. Em épocas desfavoráveis, famílias e empresas experimentam reduções no valor de suas garantias tangíveis, o que limita sua capacidade de tomar empréstimos para suavizar o consumo e os investimentos. Além disso, ao analisar a decisão de tomar empréstimos ou não, elas não têm motivo para levar em conta os efeitos (macroeconômicos) agregados, os quais correspondem ao país como um todo na forma de uma externalidade. Grandes choques, como os associados a desastres naturais e operações de resgate financeiro, também requerem aumentos abruptos nos gastos do governo. Esses aumentos não podem ser financiados com os impostos correntes; é preferível distribuir o impacto desses acontecimentos sobre as alíquotas tributárias durante um intervalo de tempo mais longo, o que implica um período prolongado de endividamento público. O problema aqui é que o prêmio pelo risco de crédito sobre os fundos recebidos como empréstimo com frequência aumenta consideravelmente em tempos desfavoráveis, precisamente quando o país está mais necessitado de financiamento. O aumento pode ser mais considerável nos mercados globais, que é onde faz mais sentido buscar financiamento durante uma recessão doméstica. De forma que, em vez de tomar mais empréstimos durante períodos ruins, as economias emergentes com frequência enfrentam uma oferta mais limitada e mais cara de financiamento.

TENDÊNCIAS DA DÍVIDA

No início da década de 1990, a região caracterizava-se por níveis muito altos de dívida (acima de 100% do PIB). A Figura 1 oferece um panorama geral da relação entre dívida e PIB na região e mostra três medidas diferentes do endividamento agregado. As barras escuras registram médias simples entre países. A dívida diminuiu rapidamente no período de 1993–1997, chegando a um mínimo de 64% do PIB. No final da década de 1990, uma onda de crises financeiras e da dívida (Leste da Ásia em 1997, Rússia em 1998, Brasil em 1999 e Argentina em 2001) levou a um aumento rápido da dívida (de 64% para 80% do PIB no período de 1998–2003). A superação dessas crises esteve, então, associada a uma redução de aproximadamente 12 pontos percentuais durante 2004 e 2005.

A tendência de queda no início da década de 1990 foi impulsionada principalmente pela redução da dívida em alguns países com níveis de dívida muito altos. Como consequência, os valores das medianas (as barras claras) mostram um declínio muito menos acentuado do que os valores médios, com uma queda de 62% para 49% do PIB no período de 1991–1998. No período de 1998–2003, em contraste, a mediana subiu tão rapidamente quanto a dívida média.

A área escura na Figura 1 registra uma média ponderada da relação dívida/PIB. Esta atribui uma importância relativamente maior aos países grandes, porque isso é equivalente a calcular a soma da dívida total da América Latina e dividi-la pelo PIB regional total. A relação ponderada dívida/PIB, que atingiu um mínimo de 40% em 1994, vem aumentando desde então, tendo alcançado 66% do PIB em 2003 e, depois, caído para 59% do PIB em 2005. Os dados sobre a média ponderada revelam dois padrões interessantes. Primeiro, a média ponderada é sempre mais baixa do que a média simples, indicando que países maiores tendem a ter dívidas menores. Segundo, embora a diferença entre a média simples e a média

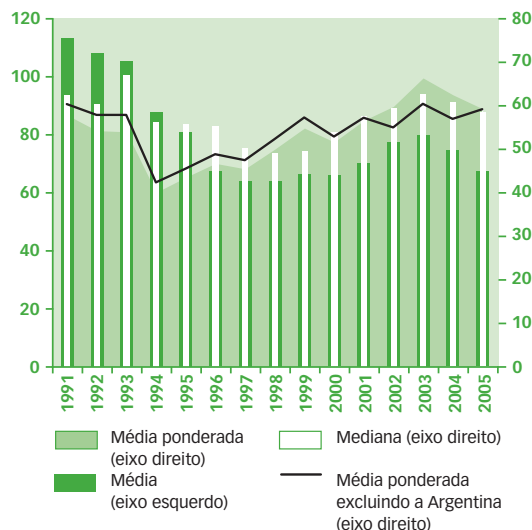
ponderada fosse extremamente grande no início da década de 1990, as duas relações tenderam a convergir em anos recentes, porque a dívida tem diminuído nos países pequenos e aumentado nos países grandes.

Há muitas maneiras de interpretar os dados registrados na Figura 1. Um observador otimista concentrar-se-ia na medida da média simples e observaria que a dívida em 2005 é muito mais baixa do que em 1991. Essa, porém, provavelmente seria uma leitura equivocada dos dados, porque a grande queda na dívida deve-se basicamente ao comportamento de dois países pequenos (Guiana e Nicarágua) que, em 1991, tinham níveis de dívida acima de 500% do PIB e, em 2005, haviam conseguido reduzir a dívida até o nível ainda considerável de 150% do PIB. Um otimista mais moderado consideraria os valores das medianas ou das médias ponderadas e observaria que, em 2005, a dívida estava mais ou menos no mesmo patamar que em 1991 e que esses níveis de dívida são melhores que os de várias outras regiões (por exemplo, são mais baixos do que os encontrados nas economias avançadas). Tal otimista acharia que esse é um bom resultado depois de uma década marcada por uma série de crises financeiras sérias e alta volatilidade do mercado. Esse otimismo seria ainda mais estimulado pelo declínio nos dois últimos anos e por mudanças favoráveis na composição da dívida, assim como pelo fato de que parte do aumento da dívida anterior foi resultado da privatização de sistemas previdenciários.

Um pessimista empedernido, porém, observaria que a dívida tem, de modo geral, subido desde 1995, dissipando os efeitos da significativa redução alcançada no início da década de 1990. Tal observador notaria também que, embora a década de 1990 tenha sido marcada por várias crises, a década de 1980 (com frequência chamada de “década perdida”) foi um período ainda mais traumático para a América Latina. O pessimista também ressaltaria que parte da redução da dívida original deveu-se ao processo de privatização e que, depois de ter vendido as jóias da família, a maioria dos países latino-americanos estava de volta a onde se encontrava antes da privatização.

Algo com que tanto otimistas como pessimistas provavelmente concordarão é que a dívida ainda é de uma magnitude significativa e que a boa gestão da dívida deve ser uma prioridade clara para a estabilidade numa região que foi atingida por crises da dívida devastadoras no passado.

Figura 1
Dívida pública na América Latina e no Caribe
(porcentagem do PIB)



Fonte: Cálculos dos autores com base em Cowan et al. (2006).

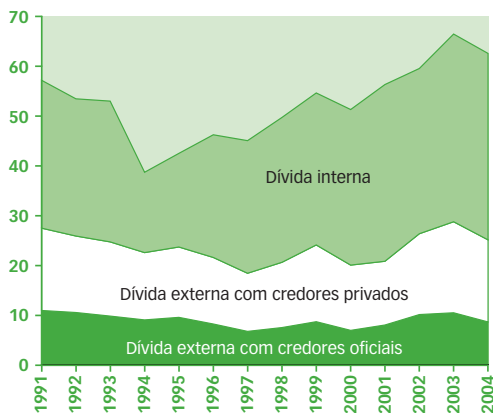
Nota: Países incluídos: Argentina, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela.

A diferença entre a dívida externa e a dívida interna reduziu-se consideravelmente em anos recentes, na medida em que os detentores de títulos emitidos em mercados internos podem ser investidores internacionais e investidores locais podem possuir títulos emitidos em mercados internacionais². Além disso, instrumentos como derivativos de crédito podem ser usados para deslocar o risco entre diferentes investidores quase instantaneamente, e não há uma maneira prática de rastrear os resultados do volume cada vez maior desses derivativos. O enfoque exclusivo na dívida externa levou alguns observadores a concluir —erroneamente— que a dívida pública está decrescendo na América Latina. A história completa é que o declínio contínuo da proporção da dívida externa nos países da região é com frequência compensado por um aumento da dívida interna (figuras 2 e 3).

COMO CRESCE A DÍVIDA?

O exame das fontes de crescimento da dívida produz um resultado surpreendente: os *deficits* orçamentários registrados desempenham apenas um papel secundário na explicação do aumento da dívida nos países em desenvolvimento. A maior parte da volatilidade da dívida e, em especial, as explosões súbitas nos seus níveis são resultado de efeitos sobre o patrimônio líquido devidos a ajustes na taxa cambial, resolução de passivos contingentes e itens extra-orçamentários. Por exemplo, na República Dominicana, a relação dívida/PIB subiu de 25% do PIB em 2002 para 55% do PIB no final de 2003 devido a uma onerosa crise bancária. As relações dívida/PIB da Argentina e do Uruguai mais que dobraram em 2002 como resultado de desvalorizações da moeda nesses dois países. Isso reforça a conclusão de que a estrutura da dívida e os passivos contingentes com frequência envolvem mais riscos do que o nível da dívida em si e de que os países precisam melhorar a gestão da dívida para limitar a sua vulnerabilidade. Uma decomposição do crescimento da relação dívida/PIB em cinco componentes (inflação, crescimento do PIB real, conciliação fluxos e estoques, gastos com pagamentos de juros e *deficit* primário) mostra que a inflação e o crescimento do PIB são os principais mecanismos de redução da dívida (o efeito da inflação supera o

Figura 2
Composição da dívida pública em economias emergentes da América Latina
(porcentagem do PIB)



Fonte: Cálculos dos autores com base em Cowan et al. (2006).

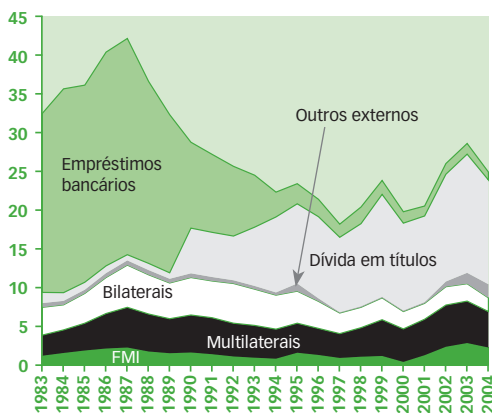
Nota: Países incluídos: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, El Salvador, Equador, México, Panamá, Peru, Uruguai e Venezuela.

² Informações sobre a dívida total não são fáceis de encontrar. Bancos de dados como os do *International Financial Statistics* do FMI e do *Global Development Finance* do Banco Mundial contêm informações escassas sobre o nível e a composição da dívida interna. Este relatório (em inglês e espanhol) introduz um novo banco de dados para 22 países da América Latina e do Caribe, que o BID atualizará e publicará regularmente.

do crescimento do PIB real em todas as regiões do mundo). Além disso, enquanto nas economias avançadas, no Sul da Ásia e no Caribe os *deficits* orçamentários são os principais determinantes do acúmulo da dívida, em todas as outras regiões do mundo um elemento residual não explicado, usualmente chamado de “conciliação fluxos e estoques”, é o seu determinante fundamental. Na América Latina, por exemplo, o *deficit* total equivale a 2,4% do PIB, enquanto a conciliação fluxos e estoques representa 5,5% do PIB. A Figura 4 decompõe o crescimento da dívida ano a ano, combinando dados das sete maiores economias latino-americanas (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela). Como esperado, a conciliação fluxos e estoques tende a ser muito grande em tempos de crise ou logo depois de uma crise. Em particular, ela foi muito alta nos dois anos que se seguiram à crise Tequila (1995–1996), no ano da crise russa (1998) e no ano da desvalorização brasileira (1999) e alcançou níveis sem precedentes por ocasião da crise argentina (2002–2004). É interessante observar que a conciliação fluxos e estoques foi basicamente zero (ou mesmo negativa) em anos tranquilos como 1997 ou 2005.

Uma das principais mensagens deste relatório é que a composição da dívida é tão ou mais importante do que os níveis da dívida. Há, de fato, evidências de que os níveis da dívida não são determinantes cruciais da percepção do risco de inadimplência, conforme medido, por exemplo, pelas classificações de crédito atribuídas aos países pelas agências internacionais de classificação de crédito. Um gráfico simples de níveis da dívida em relação a classificações de crédito ilustra esse ponto, mostrando uma correlação fraca entre as duas variáveis (Figura 5). Por

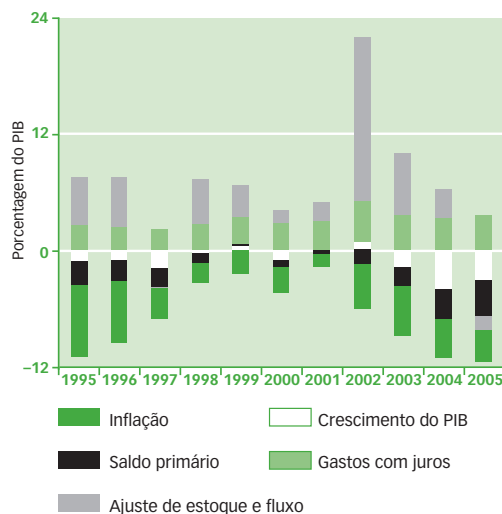
Figura 3
Composição da dívida pública externa em economias emergentes da América Latina (porcentagem do PIB)



Fonte: Cálculos dos autores com base em Cowan et al. (2006).

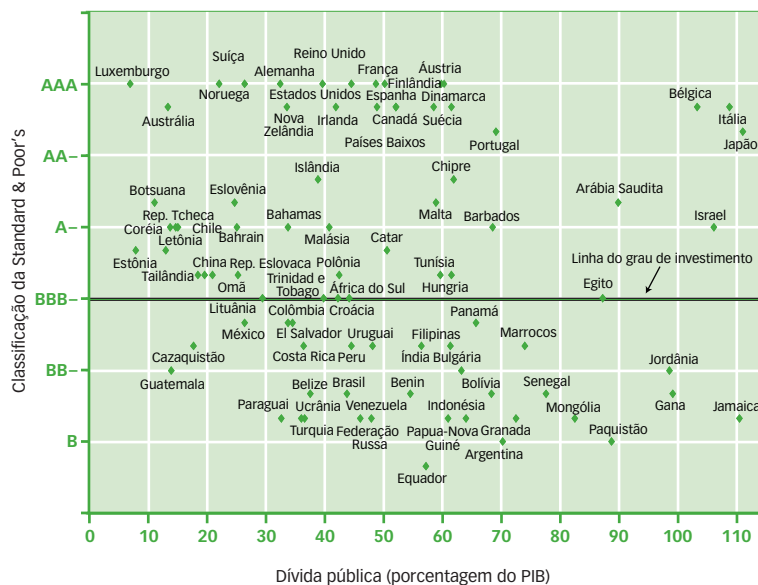
Nota: Países incluídos: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, El Salvador, Equador, México, Peru, Uruguai e Venezuela.

Figura 4
Decomposição do crescimento da dívida nas sete maiores economias latino-americanas



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados de Campos, Jaimovich e Panizza (2006).

Figura 5
Dívida pública e classificação de crédito do país (1995–2005)



Fontes: Jaimovich e Panizza (2006) e Standard & Poor's.

exemplo, a figura inclui países com classificação de crédito alta e níveis de dívida bem acima de 100% do PIB, e países com níveis de dívida similares, mas classificação de crédito baixa e de grau especulativo. Ao mesmo tempo, há países com classificações de crédito altas e níveis de dívida insignificantes, assim como vários países com dívida baixa e classificação de crédito baixa. Nessa mesma linha, pesquisas sobre previsão de crises da dívida não conseguiram identificar nenhum indicador do nível da dívida pública que fosse significativo de probabilidade elevada de uma crise da dívida no futuro.

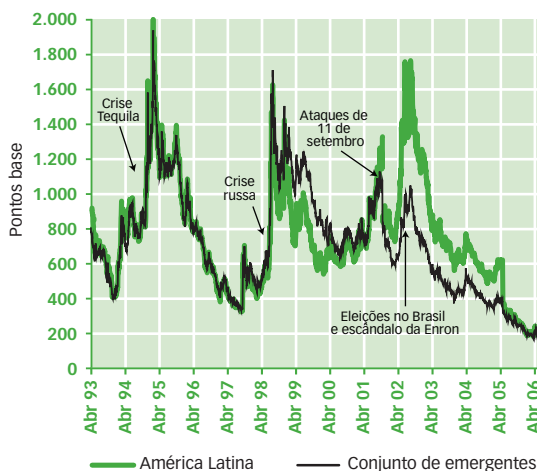
ENDIVIDAMENTO INTERNACIONAL

O mercado privado internacional tem sido uma fonte importante de financiamento para a América Latina há mais de 200 anos. Embora o mercado internacional da dívida soberana seja líquido e profundo, o ágio para os mercados emergentes mostrou-se extremamente volátil em algumas ocasiões, com uma tendência a grandes picos e reversões subseqüentes, e, com frequência, fatores externos têm sido determinantes importantes das margens (*spreads*) dos mercados emergentes (Figura 6). Em meses recentes, porém, as condições globais foram bastante favoráveis para os tomadores de empréstimos dos mercados emergentes e as margens caíram a níveis baixos sem precedentes. O relatório conclui que há razões para ser otimista quanto a essas tendências, mas ainda é preciso cautela. O mercado favorável resultou, em parte, de políticas fiscais mais acertadas e da melhora dos saldos em conta corrente, o que reduziu a dependência de poupanças externas. Mas resultou também, em parte, da abundante

liquidez dos mercados financeiros, da fase de expansão da economia mundial e dos preços das *commodities*, e de expectativas de valorização da moeda e cortes das taxas de juros domésticas, o que não pode continuar para sempre. De fato, o nível atual das margens no EMBI parece ser mais baixo do que se poderia prever com base nas condições atuais. Um modelo bastante padrão, baseado num conjunto de variáveis que medem as condições macroeconômicas do país devedor e em algumas variáveis que caracterizam a situação dos mercados financeiros globais, sugere que as margens reais nos três últimos anos foram significativamente mais baixas do que o previsto, com uma diferença de até 200 pontos base. Além disso, supondo-se que as condições globais favoráveis não continuem impedindo e que as variáveis globais venham a apresentar valores iguais à média de sua amostra em vez dos valores atuais, a discrepância é ainda maior (Figura 7).

Os empréstimos de instituições financeiras multilaterais e de entidades bilaterais oficiais também são, tradicionalmente, uma fonte importante de financiamento e continuam a representar uma proporção razoavelmente estável do endividamento internacional, tanto para as economias de baixa renda sem acesso aos mercados como para as economias de mercados emergentes da região (Figura 8). A dívida externa soberana de longo prazo total dos países em desenvolvimento (excluindo a parte financiada pelo FMI) cresceu acentuadamente durante a década de 1990, mas, desde o final dessa década, tem se mantido estável em cerca de US\$1 trilhão. A dívida externa soberana mantida por credores privados na década de 1980

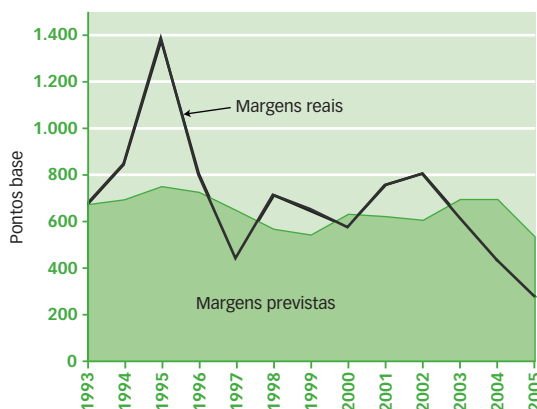
Figura 6
Margens (*spreads*) dos títulos da dívida em mercados emergentes e na América Latina



Fonte: Cálculos dos autores com base em JP Morgan (2006), obtido de Bloomberg (2006).

Nota: As margens são uma combinação dos índices EMBI e EMBI+. O índice para a América Latina inclui os quatro maiores devedores: Argentina, Brasil, México e Venezuela. Os pesos são ajustados para levar em conta a interrupção estrutural resultante da moratória argentina.

Gráfico 7
Margens previstas e reais, América Latina e Caribe



Fonte: Cálculos dos autores com base em JP Morgan (2006).

estava em grande medida nas mãos de bancos comerciais, porém, ao longo da década de 1990, em parte como resultado das reestruturações do Plano Brady e, depois, por meio de novas emissões subseqüentes, a dívida na forma de títulos apresentou um crescimento substancial. Os títulos representavam cerca de 6% da dívida privada em 1989, mas hoje representam até 46% da dívida externa de longo prazo não-concessional total.

Ao mesmo tempo, dentro da dívida não-concessional, a dívida multilateral cresceu de forma notável em relação à dívida bilateral em tempos recentes. Em 1991, a dívida bilateral não-concessional representava cerca de 20% da dívida total e, hoje, caiu para cerca de 14%. A dívida multilateral representava apenas 11% do total em 1984, era de cerca de 18% do total em 1991 e, hoje, subiu para cerca de 21% do total. Portanto, durante a última década ou pouco mais ou menos, a dívida multilateral perdeu participação no mercado em relação à dívida privada, mas ganhou em relação à dívida bilateral. O efeito líquido foi, se tanto, um ligeiro aumento da participação no mercado (as tendências são aproximadamente idênticas quando se considera a América Latina, em comparação com todos os países em desenvolvimento).

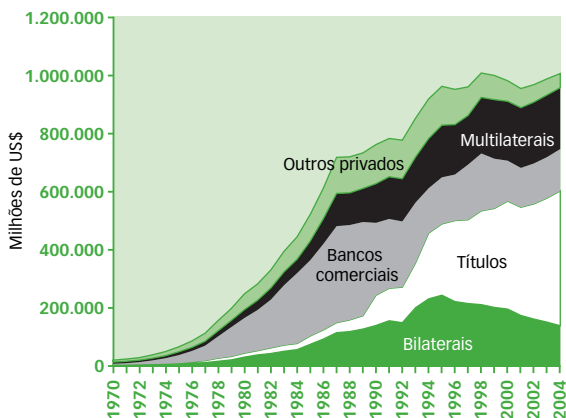
Apesar das críticas às vezes feitas aos empréstimos multilaterais, o relatório não encontra evidências de comportamento pró-cíclico nos empréstimos de bancos multilaterais, mas, por outro lado, identifica evidências de um papel catalisador desses empréstimos, uma vez que aumentos nos empréstimos multilaterais tendem a ser seguidos por aumentos subseqüentes nos empréstimos privados.

ENDIVIDAMENTO INTERNO

Os mercados internos da dívida, embora ainda menos desenvolvidos do que os mercados internacionais, estão ganhando importância e podem desempenhar um papel fundamental na redução das vulnerabilidades. Embora a América Latina não tenha mercados de títulos comparativamente grandes, o tamanho desses mercados é proporcional ao dos mercados financeiros gerais da região. Ou seja, embora os mercados de títulos latino-americanos não sejam grandes como proporção do PIB, eles não são pequenos em proporção ao crédito bancário quando comparados aos de outras regiões emergentes (Figura 9). Os títulos governamentais, em contraste, apresentam um volume muito significativo em relação aos títulos privados.

Além da tendência a ser pequenos, os mercados de títulos latino-americanos ficam em desvantagem numa série de outras dimensões, não só em comparação com as econo-

Figura 8
Saldos da dívida externa soberana



Fonte: Banco Mundial (2005).

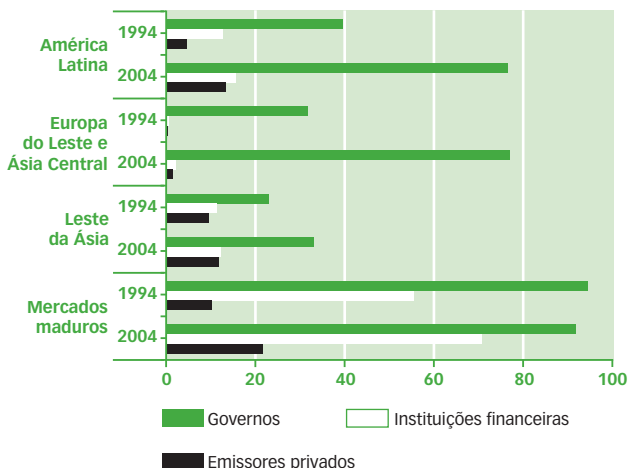
mias avançadas, mas mesmo quando avaliados em relação a outras economias emergentes. Por exemplo, o prazo das emissões nos mercados latino-americanos permanece relativamente curto. A região fez algum progresso nesse aspecto, porém, em termos da proporção de títulos com vencimento residual de menos de um ano, por exemplo, ainda se compara desfavoravelmente com os países emergentes do Leste da Ásia, e mais ainda com as economias avançadas. A maioria dos títulos emitidos em mercados latino-americanos tem taxas flutuantes e os investidores exigem que as taxas de juros sejam indexadas à inflação ou à taxa

de câmbio, em contraste com as economias emergentes da Ásia, onde taxas fixas são a norma e a indexação é praticamente inexistente. Cerca de 80% de todos os títulos emitidos no Leste da Ásia entre 2000 e 2005 (ponderados pelo valor) tinham prazo de vencimento maior que um ano e nenhuma indexação, enquanto o número comparável para a América Latina era de menos de 10%. Com exceção de algumas poucas emissões de títulos de referência, as taxas de giro financeiro (*turnover*) permanecem relativamente baixas, tornando os mercados relativamente ilíquidos. E os mercados regionais ainda são desproporcionalmente dominados por títulos públicos.

Os mercados domésticos de títulos privados oferecem uma alternativa para manter os mercados financeiros em funcionamento quando os bancos locais não conseguem ou não querem assumir riscos de crédito adicionais em suas próprias carteiras, e esses mercados podem promover o uso de instrumentos em moeda nacional. A presença de um mercado líquido para títulos públicos pode beneficiar o mercado de títulos privados por fornecer a infra-estrutura necessária para as operações, gerar informações sobre a trajetória futura das taxas de juros e oferecer uma curva de referência. No entanto, ser grande nem sempre é uma vantagem, uma vez que os benefícios relacionados à criação de instrumentos de preços e proteção cambial podem ser eliminados se o governo excluir do mercado os tomadores de empréstimo privados. Análises empíricas dos custos e benefícios relativos de ter um grande mercado interno de títulos públicos produzem resultados heterogêneos.

Investidores institucionais, como fundos de pensão, podem proporcionar a base de investidores necessária para o desenvolvimento de mercados de títulos locais. O crescimento dos investidores institucionais tem sido notável em todos os segmentos da economia mundial (Figura 10). Nas economias avançadas, os ativos de fundos de pensão e fundos mútuos representavam 112% do PIB em 2003. Os investidores institucionais são menos importantes

Figura 9
Títulos nacionais
(porcentagem de M2, média simples)



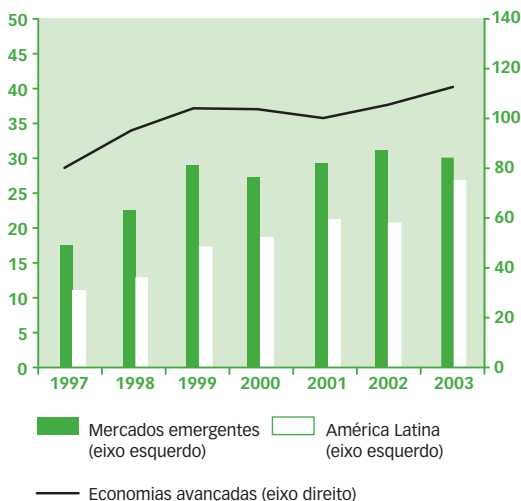
Fonte: Banco de Compensações Internacionais.

nos mercados emergentes, mas estão crescendo com muita rapidez, tendo passado de 18% para 30% do PIB no período de 1997–2003. Durante esse período, os investidores institucionais latino-americanos tiveram um aumento mais rápido que os localizados nos outros mercados emergentes (um fenômeno devido principalmente à criação de fundos de pensão privados que ocorreu em meados da década de 1990).

Embora um setor local de investidores institucionais seja um componente fundamental de mercados financeiros bem desenvolvidos, sua presença pode ter tanto aspectos positivos como negativos em alguns mercados emergentes, onde os governos com frequência enfrentam apertos financeiros e procuram colocar a sua dívida em investidores “cativos”. Em particular, os governos podem se sentir tentados a obter financiamento de investidores institucionais por meio de persuasão moral ou manipulando as regulações em situações em que o acesso ao mercado por meios normais torna-se limitado. A escassez de financiamento pode derivar de preocupações quanto à solidez das finanças públicas. Se essas preocupações forem bem fundamentadas, o uso de investidores institucionais pelo governo para obter financiamento permitirá que a dívida aumente e fará com que uma possível crise da dívida futura seja mais séria, enquanto as perdas que os investidores institucionais acabam sofrendo podem vir a comprometer todo o sistema financeiro. Inversamente, a escassez de financiamento pode derivar de desordens nos mercados financeiros com pouca justificativa do ponto de vista dos fundamentos econômicos. Isso pode ser resultado de investidores mal informados reagindo como um “rebanho” e amplificando uma pequena perturbação financeira. Nesse caso, investidores institucionais locais com melhores informações e horizontes de investimento mais longo podem ajudar a aumentar a estabilidade do mercado.

Um grupo de investidores institucionais grandes e bem administrados é a âncora de muitos mercados de capitais locais avançados. Problemas complexos geralmente surgem em estágios intermediários, quando o mercado de capitais local é ainda relativamente pequeno e quando os governos têm grandes dívidas e estão sujeitos a freqüentes problemas de falta de liquidez.

Figura 10
Ativos de fundos mútuos e fundos de pensão
(porcentagem do PIB)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (2004).

REDUÇÃO DOS RISCOS DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

Para limitar as vulnerabilidades que resultam da dívida pública e maximizar o seu valor econômico, as políticas devem ser direcionadas para três alvos:

- *Estabelecer controles essenciais sobre o fluxo da dívida.* Isto envolve a criação de uma estrutura de política fiscal que assegure que a dívida se mantenha dentro de níveis sustentáveis.
- *Administrar adequadamente o estoque da dívida herdado.* Isto envolve o uso de uma combinação de instrumentos da dívida para minimizar a vulnerabilidade a uma crise da dívida e reduzir as restrições impostas pela dívida às políticas monetária e fiscal, mantendo, ao mesmo tempo, o custo do serviço da dívida em níveis aceitáveis.
- *Melhorar o ambiente financeiro internacional em que essas decisões ocorrem.* Isto requer reformas no ambiente financeiro mundial para tornar o endividamento público mais seguro.

Controle do fluxo da dívida

O que os países podem fazer para limitar o acúmulo da dívida? A reforma no âmbito nacional deve começar com medidas que assegurem que os governos se endividem pelas razões certas (para suavização de impostos, investimentos de alto retorno em infra-estrutura ou redistribuição intergeracional socialmente desejável). Em contraste, o endividamento constante para, entre outras coisas, pagar os salários de funcionários civis redundantes não é uma prática sensata.

Motivações políticas e considerações eleitorais podem distorcer decisões de endividamento. Porém, reformas políticas e de procedimentos e maior transparência fiscal podem ajudar a limitar os problemas associados a essas distorções. Um grande volume de literatura empírica mostra hoje que procedimentos fiscais mais centralizados, que deixam menos autonomia para os ministérios de maior orçamento, conduzem a resultados fiscais melhores. Sistemas fiscais federais que limitam as transferências fiscais verticais do governo central para os governos subnacionais também restringem o espaço para que estes gastem agora e exijam repasses adicionais do governo federal mais tarde. Por fim, sistemas políticos que produzam governos de maioria ou coalizões estáveis não propensas a uma rotatividade excessiva incentivam os políticos a adotar horizontes razoavelmente longos ao tomar decisões fiscais.

Um mecanismo para assegurar que as políticas da dívida não sejam distorcidas por influência política é contar com *regras fiscais* que imponham limites ao uso não justificado de expansões fiscais. As regras fiscais mais comuns são estabilizadores automáticos e metas fiscais. Estabilizadores automáticos são impostos e transferências que se ajustam ao longo do ciclo econômico. Os impostos de renda progressivos são um bom exemplo: a receita do imposto de renda é mais alta quando a renda é mais alta. Metas fiscais, entre elas orçamentos equilibrados exigidos por lei e tetos para o *deficit*, são incluídas em algumas das leis de responsabilidade fiscal que foram adotadas em muitos países latino-americanos na última década.

Na verdade, também há custos associados a essas medidas. Regras, por sua natureza, são rígidas. Em circunstâncias extremas, como uma recessão incomumente séria, uma crise financeira ou um desastre natural, pode ser desejável, para fins de estabilização, reduzir impostos ou aumentar a dívida pública numa proporção maior do que seria apropriado numa contração econômica típica. Algumas regras de fato incluem “cláusulas de escape” para lidar com essas contingências. Isso, porém, também pode suscitar seus próprios problemas. Políticos inclinados a usar os gastos públicos para promover seus planos de reeleição podem se ver tentados a citar uma contingência não prevista para justificar um aumento discricionário nos gastos sempre que uma eleição estiver próxima.

Outro problema é que um componente importante do acúmulo da dívida é o resultado de passivos contingentes (ou “esqueletos”) e de efeitos de patrimônio líquido que não são registrados no cálculo tradicional do *deficit* fiscal que está sujeito às regras das políticas fiscais pertinentes. A magnitude desses passivos contingentes tende a ser difícil de estimar — essa é a sua natureza, uma vez que eles são contingentes. Nesse aspecto, aumentar a transparência das políticas fiscais e tornar o orçamento tão abrangente quanto possível, o que é desejável em todas as circunstâncias, podem ser medidas especialmente valiosas. Grupos de interesses especiais que pressionam por resgates governamentais com benefícios restritos, mas custos sociais amplamente dispersos, acharão mais difícil fazê-lo quando as políticas fiscais forem formuladas com clareza e gastos adicionais não puderem ser facilmente escondidos como atividades extra-orçamentárias.

Instituições baseadas em regras também podem ajudar os países a administrar os fluxos de receita voláteis resultantes das exportações de *commodities*, seja por tributação ou por propriedade direta do recurso natural. Fundos de estabilização de *commodities* foram, de fato, amplamente usados durante algum tempo na América Latina e no Caribe (Engels e Meller, 1993). A idéia é poupar recursos nos tempos favoráveis e usá-los nos tempos difíceis, o que é um princípio sensato. No entanto, a experiência efetiva com fundos de estabilização não foi totalmente feliz. Muitos fundos de estabilização foram expropriados (em outras palavras, suas regras foram mudadas e seus ativos foram gastos prematuramente, e eles acabaram estabilizando muito pouco). Esse não é um problema do conceito dos fundos de estabilização em si, mas do projeto de muitos fundos de estabilização que foram implantados no passado e da estrutura fiscal institucional mais ampla dentro da qual eles operam.

Administração do estoque da dívida

Mesmo quando os países dispõem de boas políticas para controlar os *deficits*, a administração de estoques da dívida herdados apresenta vários desafios. Alta volatilidade econômica e baixa credibilidade das políticas públicas são com frequência problemas mais sérios nas economias latino-americanas e caribenhas do que nas de outros mercados emergentes e, principalmente, nas economias avançadas (ver BID, 1995). A volatilidade dos fundamentos econômicos (PIB, relações de troca, taxas de câmbio, receitas tributárias) na região tem estado ligada a fatores que variam de diversificação limitada da economia a uma base tributária reduzida. Em parte como resultado disso, os processos políticos na América Latina e no Caribe tendem a ser menos eficazes e transparentes, prejudicando a credibilidade das políticas econômicas e a confiança de investidores nacionais e interna-

cionais³. Os países latino-americanos e caribenhos são, com frequência, especialmente dependentes de financiamento estrangeiros, mas a volatilidade e uma tendência a pânico dos investidores tornam o acesso aos mercados estrangeiros instável. A implicação disso é que a manutenção de *deficits* públicos razoavelmente baixos não é suficiente para evitar uma crise da dívida. Afinal, os *deficits* registrados explicam apenas 5% da variância do crescimento da dívida na região. A criação de uma estrutura de dívida que torne as finanças públicas menos vulneráveis a choques também é essencial no contexto latino-americano e caribenho.

Uso de contratos contingentes

Mesmo com a mais forte disposição para honrar as dívidas, a probabilidade de que um choque adverso extremo incline a balança para o lado da renegociação ainda seria maior numa economia emergente. É aqui que políticas de gestão da dívida bem elaboradas podem melhorar o equilíbrio entre o risco de crises da dívida e o custo do endividamento público. A estrutura da dívida pública contribui para a carga imposta pela dívida tanto quanto o próprio nível da dívida. Na América Latina, em particular, essa estrutura tende com frequência para instrumentos denominados em moeda estrangeira. Nesse caso, um ajuste na taxa de câmbio real tem um impacto poderoso sobre o indicador de sustentabilidade mais amplamente usado, a relação dívida/PIB, e, na maioria dos casos, sobre as medidas efetivas da carga representada pelo serviço da dívida. Porém, uma série de outros fatores, como os preços das *commodities* e outros choques reais, ou contágio e pânico exógenos, também podem alterar os indicadores de sustentabilidade da dívida muito rapidamente.

Isso cria um argumento a favor da introdução em contratos de dívida de contingências com características de mercado acionário, que permitem um compartilhamento mais eficiente dessa volatilidade⁴. Esses seriam instrumentos que oferecem compensações mais baixas em tempos desfavoráveis e compensações mais altas nas épocas favoráveis, o que os tornaria mais seguros para os investidores e proporcionaria aos governos a oportunidade de administrar melhor a postura de sua política fiscal ao longo do ciclo econômico. Os pagamentos dos juros podem ser indexados aos preços das *commodities*, às relações de troca ou à taxa de crescimento do PIB. Embora a indexação ao preço de uma *commodity* tenha sido a recomendação tradicional — e ainda é a que faz mais sentido em alguns casos —, as economias emergentes estão diversificando e um contrato de dívida indexado à taxa de crescimento do país provavelmente é hoje aplicável a um conjunto mais amplo de países⁵. Com um contrato desse tipo, quando os preços das *commodities* caírem ou o crescimento desacelerar, a carga do serviço da dívida para o governo será menor, já que os investidores assumirão parte do peso desse serviço⁶. O uso desses instrumentos pode reduzir a vola-

³ A eficácia dos processos de formulação de políticas foi analisada em profundidade pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (2005).

⁴ Para uma abordagem geral dos benefícios de contratos contingentes, ver Shiller (2003).

⁵ Ver Borensztein e Mauro, 2004; Caballero e Panageas, 2004; Hausmann e Rigobón, 2003; e Eichengreen e Hausmann, 2005, para uma discussão de diferentes formas de dívida indexada.

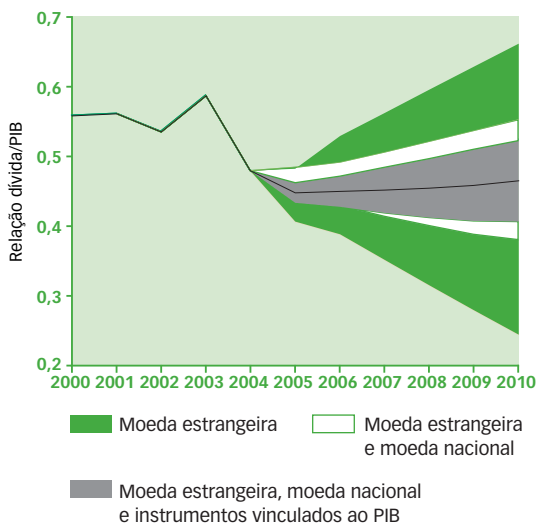
⁶ No limite, a indexação do principal ao PIB ou às relações de troca pode estabilizar automaticamente as relações dívida/PIB ou dívida/exportações.

tilidade da relação dívida/PIB do país e diminuir eficazmente a probabilidade de uma crise da dívida. As oportunidades para os governos fazerem uso de um conjunto mais amplo de instrumentos da dívida aumentaram significativamente em anos recentes.

Um exercício simples ilustra como diferentes estruturas de dívida podem afetar a evolução da dívida pública numa economia que enfrente esses vários tipos de risco. Considere-se o endividamento público de um governo que enfrente incerteza com relação às principais variáveis econômicas que determinam a sua posição financeira, entre elas as taxas de juros, a taxa cambial e o crescimento econômico (que determina a receita tributária e, indiretamente, o *superavit* fiscal antes do pagamento dos juros). O governo tem opções quanto à estrutura de seus passivos. Por uma questão de simplicidade, essas opções limitam-se a três instrumentos: um título denominado em moeda estrangeira, um título denominado em moeda nacional e um título cujos pagamentos são ligados à evolução do PIB. A Figura 11 representa a evolução provável da relação dívida/PIB de um país ao longo do tempo, depois que o governo faz uma escolha sobre a estrutura da dívida e o nível de gastos. A linha no centro da figura é a relação dívida/PIB projetada do país se não houver nenhum choque na economia. Nesse caso, a projeção é que a relação dívida/PIB mantenha-se constante (em 0,45). Porém, quando se leva em conta a incerteza econômica, abre-se um “leque” de valores possíveis para a relação dívida/PIB. O leque reflete o fato de que, diante de incerteza, a variância é maior em pontos mais distantes no futuro. A figura mostra a variação de valores da relação dívida/PIB que pode ser obtida com uma probabilidade de 80% sob diversas combinações de moeda e indexação. Quando toda a dívida de um país é denominada em moeda estrangeira, o leque tem a amplitude máxima. Quando a estrutura da dívida do país é composta de instrumentos em moeda estrangeira e em moeda nacional em partes iguais, o leque tem uma amplitude menor, e quando a estrutura da dívida compreende partes iguais de instrumentos em moeda estrangeira, em moeda nacional e vinculados ao PIB, o leque é ainda mais estreito. Isso ilustra como um governo pode reduzir a variância de sua relação da dívida ou, de maneira equivalente, como ele pode reduzir o ajuste fiscal que seria necessário para preservar a sustentabilidade da dívida caso ocorresse um choque negativo.

Esse exemplo pressupõe que o governo possa emitir três tipos diferentes de instrumentos a um custo que reflita aproximadamente o retorno esperado para os investidores. Isso nem sempre acontece, porque inúmeros fatores — como a liquidez do instrumento

Figura 11
Distribuição da relação dívida/PIB



Fonte: Cálculos dos autores.

e preocupações que os investidores possam ter quanto a possíveis controles de capital, manipulação da taxa de câmbio ou estatísticas econômicas que determinem o valor do ativo — podem afetar o custo dos instrumentos, com exceção de títulos denominados em moeda estrangeira emitidos em mercados internacionais. Além disso, no caso de instrumentos inovadores, há um ágio a ser pago pela “novidade”, já que os investidores podem preferir ficar longe de ativos menos conhecidos, a menos que a compensação esperada seja suficientemente atraente. A gestão da dívida precisa encontrar um equilíbrio entre esses custos de instrumentos mais favoráveis e os ganhos de uma estrutura da dívida mais resistente e proteger o país contra a necessidade de onerosos ajustes fiscais em tempos de dificuldades econômicas.

Outra opção é obter cobertura de contingências diretamente nos mercados financeiros internacionais, pelo uso de contratos de derivativos. Um exemplo seria o caso de um produtor de *commodities* sujeito a choques fiscais devidos à flutuação dos preços de seus produtos. Esse país pode reduzir a incerteza usando mercados de futuros, a termo e de opções para uma *commodity*. Na prática, porém, há problemas com essa abordagem. Primeiro, muitos mercados de opções e futuros não têm profundidade e liquidez e, portanto, oferecem apenas um conjunto limitado de opções de segurança. A falta de mercados é mais aguda em relação a eventos como flutuações na receita do turismo, furacões e outros desastres naturais. Felizmente, as inovações do mercado financeiro estão aumentando o espaço para uso desse tipo de cobertura de mercado, como no caso da recente operação mexicana que garantiu seguro contra terremotos a três áreas geográficas de risco. Segundo, um conjunto de contratos destinados a isolar os países de choques externos pode requerer a administração de contratos muito grandes e complicados, e pode ser difícil ceder tanto espaço de manobra para os operadores atuarem nos mercados e, ao mesmo tempo, assegurar que suas operações e riscos assumidos estejam alinhados com os objetivos do governo.

Por fim, a obtenção de alguma forma de seguro de mercado, seja por contratos de derivativos ou por dívida indexada, também precisa superar um obstáculo mais fundamental. Por sua própria natureza, todos esses instrumentos implicam um custo que deve ser pago durante os períodos favoráveis. A operação é análoga ao pagamento de um prêmio de seguro e assume a forma de perdas num contrato de opções ou futuros ou de pagamentos elevados de cupons de títulos da dívida. Como esses contratos são relativamente complexos, tais perdas podem facilmente ser mal compreendidas e tornar-se politicamente onerosas. Isso cria pouco incentivo para os políticos entrarem em contratos de grande escala desse tipo, em especial políticos com visão curta, considerando-se que o custo tende a ser pago à vista, mas o benefício do seguro pode se materializar apenas anos mais tarde.

Contrapartida entre moeda e prazo

No contexto da desdolarização da dívida soberana (ou seja, da substituição de instrumentos denominados em moeda estrangeira por instrumentos denominados em moeda nacional), outra escolha que surge com frequência é entre o risco cambial e o risco de refinanciamento. A dívida denominada em moeda nacional muitas vezes tem prazos curtos, em grande medida por causa dos elevados prêmios cambiais — resultado de temores

persistentes de inflação, que foi por muito tempo um problema na América Latina — que tornam o financiamento em moeda nacional excessivamente caro. Além disso, quando só é possível recuperar a credibilidade gradualmente, os governos devem evitar ficar presos a prêmios de risco elevados em títulos de longo prazo. Se as opções forem limitadas a dívida de longo prazo a taxa fixa em moeda estrangeira e dívida de curto prazo em moeda nacional, faz sentido para o emissor manter uma carteira diversificada. A dívida a taxa fixa em moeda estrangeira isola o emissor de flutuações bruscas da taxa de juros dos instrumentos em moeda nacional, enquanto os passivos locais de curto prazo protegem o emissor de aumentos bruscos na carga da dívida quando ocorrerem depreciações da moeda nacional. Instrumentos indexados à inflação proporcionam uma alternativa que pode ajudar a melhorar os termos desse equilíbrio. Pode ser possível emitir instrumentos de longo prazo indexados à inflação por um custo moderado, uma vez que, dessa maneira, os investidores ficam protegidos do risco de inflação inesperada. Porém, os governos podem se mostrar receosos devido a experiências passadas em que a indexação financeira induziu uma indexação generalizada de salários, aposentadorias, subsídios etc., e criou uma situação de inflação persistente e inflexibilidade dos preços relativos. Ainda assim, alguns países tiveram sucesso com o uso amplo de instrumentos financeiros indexados sem piorar perceptivelmente a persistência da inflação.

Como a experiência recente apontou as flutuações cambiais como uma fonte importante de vulnerabilidade, os governos latino-americanos reagiram favorecendo a dívida em moeda nacional em relação à dívida em dólares. No entanto, a dívida em moeda estrangeira ainda representa cerca de metade da dívida pública da região. Além disso, trocar um risco pelo outro (neste caso, o risco cambial pelo risco de refinanciamento) não é uma panacéia. Se o choque seguinte na economia da região for um aumento nos custos do financiamento em moeda nacional em vez de uma queda na taxa cambial, a concentração da exposição no lado dos prazos pode não se revelar uma aposta prudente. A região ainda não conta com uma base de investidores suficientemente grande para a dívida denominada em moeda nacional com taxas de juros nominais fixas e prazos de vencimento razoavelmente longos. Curiosamente, tem-se a impressão de que os investidores estrangeiros estariam mais interessados nesse tipo de instrumentos, já que são menos sensíveis a um histórico de inflação. Mas, ao mesmo tempo, esses investidores podem ser muito sensíveis a mudanças na qualidade do crédito ou a perspectivas menos favoráveis de rendimento no curto prazo, o que significa que o acesso aos mercados pode ser instável para os devedores soberanos da América Latina.

Isso sugere que a eliminação (ou redução) das compensações existentes entre moeda e prazo exigirá também o desenvolvimento de mercados de títulos líquidos e de bom funcionamento para instrumentos em moeda nacional, respaldados por uma base de investidores estável. Investidores institucionais locais, como fundos de pensão, estão cada vez mais formando o núcleo dessa base de investidores em muitos países. Pela natureza de seus passivos com os beneficiários — e também por regulação direta —, fundos de pensão são investidores naturalmente estáveis e dedicados nos mercados de títulos domésticos. À medida que as políticas e instituições dos países da região forem ganhando credibilidade e os temores de inflação continuarem a diminuir, o núcleo de investidores se ampliará. Uma melhor estrutura da dívida, de fato, tornará o arcabouço de políticas desses países mais sólido e contribuirá por si só para ganhos em credibilidade na estabilidade de preços e da

taxa cambial. Assim, a estratégia para ganhar acesso a financiamento de longo prazo a taxa de juros fixa, com alta qualidade de crédito e denominada em moeda nacional, deve ser baseada nestes dois elementos: melhorar a credibilidade por meio de políticas sólidas e desenvolver mercados de títulos locais.

Administração do risco de refinanciamento

Mesmo quando os países estão numa posição sólida em termos de sustentabilidade da dívida, eles podem enfrentar problemas de liquidez. Nessa situação, precisam renegociar o prazo de vencimento e suprir suas necessidades anuais de financiamento, o que pode se tornar praticamente impossível no caso de uma parada súbita nos mercados financeiros internacionais. Além disso, uma crise de liquidez pode desencadear problemas de insolvência mais fundamentais, ao causar uma grande desvalorização da taxa de câmbio, recessão e/ou falências bancárias. Quando a dívida é denominada em moeda estrangeira, apenas o acúmulo de um grande estoque de reservas internacionais pode proteger um país de crises de liquidez potenciais. Em anos recentes, economias emergentes, em especial as da Ásia, acumularam enormes reservas cambiais. O acúmulo de reservas na América Latina, embora significativo, foi um dos menores de todas as regiões. Ainda que em alguns casos, notadamente entre os exportadores de petróleo do Oriente Médio, o nível das reservas esteja bem acima do que pode parecer necessário de um ponto de vista de estabilidade financeira, para muitas economias emergentes o principal objetivo do acúmulo de reservas internacionais é a prevenção de crises.

Mas o acúmulo de reservas internacionais é caro. As reservas são mantidas em ativos líquidos seguros para que possam ser mobilizadas quando houver necessidade de intervir no mercado cambial, seja para evitar flutuações amplas na taxa de câmbio em condições de mercado desorganizadas ou simplesmente para controlar o efeito de choques temporários. Mas ativos seguros e líquidos, como os títulos do Tesouro dos Estados Unidos, têm taxas de juros baixas. Para mercados emergentes, a margem entre sua própria dívida e o rendimento dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos pode ser significativa. Esse seguro, portanto, traz consigo um custo de manutenção que o governo tem de pagar acima do rendimento dos ativos estrangeiros líquidos para financiar a compra do excedente de reservas, ou seja, o prêmio de risco soberano que, para a maioria dos países latino-americanos — ao contrário dos países asiáticos —, tende a ser grande.

O auto-seguro é, por natureza, uma estratégia ineficiente. Qualquer proprietário de automóvel reconheceria a eficiência de comprar uma apólice de seguros para o carro em vez de poupar e armazenar milhões de dólares para cobrir possíveis ações de responsabilidade civil antes de adquirir um carro. Seguindo esse raciocínio, alguns autores propuseram maneiras de melhorar essa estratégia de auto-seguro investindo, por exemplo, as reservas em ativos que estejam negativamente relacionados com o risco país (em oposição a ativos em moeda estrangeira de alta qualidade) ou, no caso de exportadores de *commodities*, pelo uso de derivativos⁷. Essa é uma estratégia sensata, supondo que existam ativos ou derivativos de *commodities* com uma correlação confiável com o risco país e um mercado

⁷ Ver Caballero e Panageas (2004); e Rigobón (2006).

suficientemente líquido. Mas talvez seja necessário superar uma série de obstáculos para implementar essa estratégia, entre eles o já comentado custo político de pagar a tarifa do seguro (neste caso, as perdas em derivativos quando a economia estiver em bom estado). No entanto, a defesa desta estratégia é mais fácil nos países em que o volume de reservas excede amplamente o que seria necessário apenas para fins de assegurar a estabilidade do mercado de câmbio.

O auto-seguro por meio do acúmulo de reservas tem mais um inconveniente. Qualquer conjunto de recursos públicos prontamente disponível está sujeito a captura política. Em outras palavras, as reservas poderiam ser gastas antes dos tempos difíceis. Isso foi destacado na literatura sobre fundos de estabilização, mas aplica-se de maneira mais geral a qualquer tipo de poupança pública.

Uma estratégia alternativa seria obter seguro de liquidez nos mercados financeiros privados, por exemplo, na forma de linhas de crédito que possam ser ativadas se houver uma parada súbita incipiente, conforme medida por um aumento nas margens ou alguma outra variável. Essas linhas de crédito foram de fato implementadas em alguns países, entre eles México e Argentina. Mas os seguros de liquidez enfrenta alguns desafios sérios. Em particular, os financiadores privados desejam reduzir sua exposição quando as condições se deterioram e podem de fato chegar a desfazer em outros mercados os empréstimos que seriam ativados por meio do contrato de seguro de liquidez.

Reforma da arquitetura financeira internacional

As crises financeiras da década de 1990 resultaram, pelo menos em parte, de imperfeições do mercado que levaram a um comportamento “de manada” dos investidores, contágio e pânico, que ocasionaram profecias auto-realizadas em crises de liquidez (Calvo, 2005). Isso sugere que possa existir um papel a ser desempenhado pela comunidade internacional, e pelas instituições financeiras internacionais (IFIs) em particular, na implantação de iniciativas para limitar as consequências de instabilidades nos mercados financeiros internacionais. Os esforços nessa direção ganharam impulso depois das crises asiática e russa de 1997–1998 e continuam a evoluir à medida que o sistema financeiro mundial segue apresentando desafios.

O papel tradicional das IFIs tem sido proporcionar apoio financeiro e de políticas quando solicitado por um país que esteja enfrentando uma crise cambial ou financeira. Está claro, porém, que a melhor maneira de minimizar os custos de crises é evitá-las em primeiro lugar. Embora isso dependa de políticas fiscais prudentes por parte dos próprios países, o papel das IFIs é ajudar a minimizar os riscos que decorrem dos mercados financeiros globais, principalmente os riscos de refinanciamento e de contágio. Além disso, as IFIs têm trabalhado para eliminar os principais obstáculos que surgem em relação com a resolução de crises da dívida.

Risco de refinanciamento

Para fortalecer a prevenção de crises, a comunidade internacional precisa implementar planos para evitar ou aliviar episódios súbitos de escassez de liquidez em moedas fortes. Mecanismos de crédito para evitar corridas por liquidez que possam se transformar em crises

da dívida são chamados de *mecanismos de seguro de país*⁸. Um mecanismo de seguro de país consistiria numa janela de liquidez para oferecer empréstimos de curto prazo a países que cumpram com certos requisitos, com taxas de juros predeterminadas — mais ou menos como um banco central, atuando como emprestador de última instância, faz empréstimos a instituições financeiras nacionais. Como o risco de refinanciamento (ou seja, a incerteza quanto ao acesso a fontes de financiamento) é o principal aspecto que leva a corridas por liquidez, a disponibilidade certa de liquidez é um forte inibidor do início de uma corrida que possa se converter em profecia auto-realizada.

Embora se reconheça que mecanismos desse tipo são a melhor resposta para riscos de liquidez e contágio, há também algumas dificuldades de implementação que precisam ser resolvidas. Uma preocupação comumente citada é o potencial de risco moral. Essa preocupação relaciona-se à possibilidade de que um governo, uma vez garantida uma linha de seguro para o país, possa adotar políticas arriscadas com a idéia de obter recompensas políticas de curto prazo. Na verdade, o risco moral é um problema que pode surgir com qualquer contrato de seguro. Como acontece com os seguros privados, também há mecanismos para lidar com problemas de risco moral no caso de países. Esses instrumentos podem evitá-lo aplicando condições apropriadas de qualificação, baseadas em mecanismos de ativação que sejam exógenos ao país assistido (como taxas de juros internacionais ou desastres naturais), ou sob condição de que políticas cumpram com certos requisitos. Esta última condição poderia determinar o volume de recursos a que cada país tem acesso com base em indicadores consistentes e transparentes da solidez das políticas públicas do país. Um instrumento alternativo seria a exigência de um compromisso por parte dos países de não tomar empréstimos em mercados internacionais acima de uma margem predeterminada, o que impediria desde logo empréstimos arriscados e gastos excessivos (Cohen e Portes, 2004). As regras de qualificação também podem encontrar problemas relacionados à governança das instituições que administram o mecanismo de crédito (Powell e Arozamena 2003). Por exemplo, uma declaração da instituição fornecedora do seguro de que um país tornou-se inqualificável (talvez por uma deterioração dos fundamentos) pode levar a uma corrida de mercado e precipitar uma crise.

Como uma resposta parcial ao risco de liquidez, algumas economias emergentes começaram a desenvolver esquemas de seguros de país regionais. Estes costumam ter a forma de contratos de permuta nos quais os países participantes podem obter crédito rapidamente com os outros membros por períodos limitados de tempo. Esses contratos incluem o North American Swap Agreement (NAWA), a Iniciativa Chiang Mai (CMI) e o Fundo Latino-Americano de Reservas (FLAR). Embora esses acordos assemelhem-se em espírito a um mecanismo multilateral de seguro de país, no sentido de oferecerem acesso imediato a liquidez de curto prazo ao mesmo tempo em que evitam os problemas de proteção cambial que podem surgir com seguradores privados, sua eficácia é prejudicada por seu tamanho limitado (embora crescente) e, no caso latino-americano, pela ausência no grupo de um país grande com acesso confiável a liquidez em dólares — um fator que reduz seriamente as opções para alavancar recursos do banco central sem elevar os custos do financiamento e, como resultado, o tamanho das linhas de crédito disponíveis.

⁸ Um precedente nesse sentido é o mecanismo Contingent Credit Line (CCL) que o FMI implantou em 1999. Problemas de projeto tornaram esse mecanismo pouco atraente para usuários potenciais e ele acabou sendo desativado em 2003 sem jamais ter sido solicitado por um país membro.

Apesar desses problemas, parece haver espaço para seguros regionais na América Latina, potencialmente pela alavancagem do apoio à liquidez que poderia ser proporcionado por um mecanismo de seguro de país. O FLAR conseguiu alavancar seu capital em certa medida obtendo financiamento em mercados internacionais com taxas de juros menores que as dos países participantes. Isso implica que esse arranjo regional envolve um custo de seguro mais baixo em relação ao que os países membros teriam de pagar individualmente. Um efeito semelhante é observado nas taxas pagas pela Corporação Andina de Fomento (CAF), um banco de desenvolvimento regional, o que sugere que pode haver ganhos de eficiência associados a esse tipo de arranjo, derivados da agregação do risco e da percepção de que esses mecanismos desfrutam da condição de credores preferenciais.

Na ausência de grandes países credores, as IFIs poderiam ter um papel de apoio potencialmente importante nesses arranjos, garantindo, sob certas condições, a dívida colocada pelo fundo de seguro multilateral ou mesmo contribuindo com recursos para o *pool*⁹. Isso poderia alavancar significativamente o tamanho do fundo a um custo razoavelmente baixo e, ao mesmo tempo, manter o padrão anticíclico desejado dos empréstimos das IFIs. Em outras palavras, as IFIs passariam a oferecer garantias em vez de fornecer empréstimos nos períodos bons, quando fontes de financiamento alternativas são abundantes, e voltaria a fazer empréstimos em recessões, quando os fundos tornam-se escassos (dado que o fundo de seguro já foi acumulado). Alternativamente, as IFIs poderiam ir mais longe e proporcionar um mecanismo global na linha dos esquemas de seguros multilaterais existentes, o que seria superior a um grupo de mecanismos regionais, dado que choques de liquidez costumam ter uma correlação regional, economias vizinhas estão sujeitas a riscos semelhantes, elas comerciam entre si e porque o contágio tende a ter fortes vínculos regionais.

Risco de contágio

O fenômeno do contágio já fez com que crises de mercados emergentes individuais se tornassem regionais ou mesmo mundiais em vários episódios no passado. Ainda que mecanismos de seguro de país bem implantados e com alta credibilidade possam eliminar episódios de contágio, reguladores e supervisores também podem ter um papel a desempenhar, por meio da implantação de mecanismos para limitar os danos causados por mercados desordenados. Em muitas bolsas de valores nacionais, foram implantados mecanismos conhecidos como “interruptores de circuito”, que suspendem as negociações temporariamente quando as flutuações dos preços tornam-se grandes demais, com o objetivo de ajudar a evitar que falhas de mercado evoluam até se tornar crises de fato. Não há nenhum mecanismo equivalente no mercado global da dívida soberana.

Embora possa não ser viável para uma instituição internacional atuar como regulador global, há propostas que poderiam proporcionar benefícios do tipo “interruptores de cir-

⁹ Grandes países credores, como Japão e China na CMI, ou Estados Unidos e Canadá no NAWA, aumentam a cobertura proporcionada por esses mecanismos de duas maneiras: (1) contribuindo para a diversificação de choques de liquidez (que tendem a exibir uma correlação baixa entre países desenvolvidos e em desenvolvimento); e (2) emprestando a sua capacidade de crédito aos membros em desenvolvimento, fortalecendo a capacidade de obter financiamento de maneira anticíclica fora da região no caso de um choque regional (e, assim, reduzindo a necessidade de manter um pool de reservas líquidas) ou, alternativamente, baixando o custo de manter reservas preventivas. As IFIs poderiam desempenhar, essencialmente, este segundo papel.

cuito” para limitar os efeitos de contágio. Por exemplo, Calvo (2005) propõe a criação de um Fundo de Mercados Emergentes (FME) destinado a estabilizar um índice de mercado emergente, como o EMBI+ da JPMorgan. O fundo seria dotado de instrumentos da dívida do grupo G3 e, no caso de uma perturbação, poderia limitar o contágio assumindo um compromisso confiável de comprar títulos dos mercados emergentes que não estejam no centro da crise. O FME poderia, assim, desacelerar ou até interromper um colapso generalizado na classe de ativos, evitando que vendas a preços muito baixos enviem o sinal errado aos investidores. De acordo com Calvo, o fundo não tentaria lutar contra as tendências, mas apenas intervir em circunstâncias especiais. A ação seria desencadeada apenas por um colapso financeiro, definido como uma queda no índice acima de uma determinada porcentagem em relação a uma média móvel. Se a queda inicial fosse um reflexo de uma alteração nos fundamentos e os preços não se recuperassem dela, a média móvel declinaria com o tempo e o FME venderia os seus títulos de mercados emergentes e voltaria a manter apenas títulos do G3. A mesma coisa aconteceria se a intervenção fosse bem-sucedida e os preços se recuperassem e voltassem ao nível pré-crise. Em ambos os casos, o FME manteria um volume insignificante de títulos de mercados emergentes em tempos tranquilos. Calvo mostra que a criação de um fundo desse tipo requereria menos de 1% da dívida pública dos países do G3 e poderia ser até lucrativa, desde que a maioria das crises se devesse realmente a contágio e não a deterioração dos fundamentos¹⁰.

Resolução de crises

Mesmo nos sistemas mais bem planejados, acidentes às vezes acontecem. Quando ocorrem crises da dívida soberana, não há procedimentos bem estabelecidos para reestruturar a dívida e restaurar a normalidade financeira. A reestruturação geralmente se dá por meio de uma oferta de troca de títulos em que novos títulos são trocados pela dívida existente. Como as trocas são voluntárias, sempre há uma fração dos portadores de títulos que não aceita a oferta. O valor das ações movidas por desses investidores que não aceitam a troca cria incerteza jurídica e litígios. Em consequência disso, muito se tem debatido sobre propostas para estabelecer mecanismos estatutários para decidir judicialmente as dívidas pendentes, como um mecanismo de reestruturação da dívida soberana (SDRM na sigla em inglês).

Embora tenha havido divergências na comunidade internacional quanto à desejabilidade de um SDRM, há consenso sobre a desejabilidade de uma iniciativa mais modesta para incluir cláusulas de ação coletiva (CACs) nos contratos de títulos (ver Eichengreen e Portes, 1995). As CACs permitem mudanças nos termos de pagamento de um título se uma ampla maioria dos detentores de títulos — usualmente 75% — aceitar essas mudanças. Isso resolve automaticamente os problemas de investidores renitentes em aceitar alterações,

¹⁰ Uma crítica a esse FME proposto é que, embora ele possa limitar o risco moral do ponto de vista do tomador de empréstimo (ao centrar-se na classe de ativos e não num país individual), pode criar um risco moral para os investidores, na medida em que desacelera os ajustes dos preços dos títulos. Em crises recentes, o contágio foi menos importante do que em crises anteriores e, por seu próprio desenho, o FME só poderia lidar com o contágio; desse modo, não seria útil em crises que afetassem apenas um país. Na ausência de contágio, porém, o FME seria inútil, mas também inofensivo.

porque obriga os dissidentes a seguir a decisão da maioria. As CACs tornaram-se comuns nas emissões internacionais de títulos de mercados emergentes desde que o México as utilizou pela primeira vez em 2003. As CACs recentes incluíram também cláusulas de “agregação”, que permitem que uma ampla maioria de detentores de títulos — geralmente 85% — reestruture todos os títulos em aberto, obrigando a minoria a aceitar a redução do valor. Isso resolve o problema de que a versão mais simples de uma CAC aplica-se apenas título por título, ao passo que muitos devedores soberanos emitiram dezenas ou até centenas de títulos.

Embora as CACs tenham se tornado padrão nos novos contratos de títulos, títulos mais antigos ainda em circulação não as incluem. Na maioria dos casos, ainda levará muitos anos para que todo o estoque de títulos em circulação vença e seja substituído por novos instrumentos contendo CACs e cláusulas de agregação. Isso significa que a incerteza devida a credores renitentes não desaparecerá rapidamente. A falta de uma ação coletiva provocada por esses credores não se mostrou um impedimento importante em operações recentes de reestruturação da dívida soberana, embora um grande volume de ações judiciais ainda esteja pendente e o resultado dos litígios em curso e possíveis novas estratégias legais adotadas pelos credores renitentes possam mudar a situação novamente (ver Sturzenegger e Zettelmeyer, 2006).

Novos instrumentos financeiros

A comunidade internacional pode ajudar a melhorar a gestão da dívida apoiando o desenvolvimento de novos mercados e novos instrumentos para permitir que os países minimizem os riscos do endividamento público, mantenham os custos do financiamento em níveis moderados e melhorem a adequação cíclica da política fiscal.

Desenvolvimento de mercados de títulos em moeda nacional

Há um amplo consenso de que é desejável que o universo de instrumentos da dívida emitida por um governo inclua uma proporção significativa de dívida em moeda nacional. Como foi observado acima, os países latino-americanos começaram a mudar a estrutura de sua dívida em resposta a esse reconhecimento.

As IFIs poderiam acelerar esse processo, ajudando a aumentar a esfera de aplicação dos instrumentos em moeda nacional disponíveis localmente e no exterior. Uma opção seria fazer uso dos passivos de seus próprios mercados. As instituições multilaterais já começaram a emitir títulos denominados em moedas de economias emergentes, embora o objetivo principal tenha sido, com frequência, minimizar os seus próprios custos de financiamento. Ao tomar empréstimos em moedas nacionais, as IFIs poderiam também dar apoio ao desenvolvimento de mercados para esses instrumentos. Um dos principais fatores que limitam a capacidade de um país emitir dívida externa em sua própria moeda é o pequeno tamanho do mercado. Embora as maiores economias latino-americanas, Brasil e México, por exemplo, talvez não sejam seriamente afetadas, as moedas de muitos mercados emergentes são consideradas “exóticas” e acarretam prêmios de liquidez substanciais (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2005). Uma proposta ambiciosa nesse sentido é criar uma unidade de conta sintética que agrupe o risco cambial de um grupo grande e diversificado de economias emer-

gentes e contar com a comunidade financeira internacional para adotar medidas destinadas a desenvolver liquidez nessa unidade (ver Eichengreen e Hausmann, 2005)¹¹.

Alguns observadores chamaram atenção para a influência do risco do crédito soberano no subdesenvolvimento dos mercados de moeda nacional e sugeriram que títulos das IFIs em moedas exóticas podem ser uma maneira de desassociar o risco soberano do risco cambial. Isto está implícito na proposta anterior, em que as IFIs são vistas como os primeiros emissores de títulos numa cesta de moedas. Mas é ainda mais crítico para investidores residentes (particularmente institucionais), que são mais naturalmente inclinados a investir em suas moedas nacionais, mas podem se afastar dos ativos locais por medo de inadimplência. Na ausência de um mercado internacional para suas moedas nacionais, o deslocamento de operações para o exterior que caracteriza muitos países latino-americanos que se encontram abaixo do grau de investimento pode levar à dolarização da poupança doméstica por razões não relacionadas ao risco cambial. Daí decorre que títulos de IFIs em moedas nacionais podem encontrar a sua principal base de investidores entre os residentes do país (Levy Yeyati, 2004).

Títulos contingentes

A sustentabilidade da dívida e o compartilhamento de riscos podem ser ampliados por meio de instrumentos com características de mercado acionário, que contemplam pagamentos mais baixos no caso de choques adversos como desastres naturais, recessões e colapsos nos preços das *commodities*, mas esses mercados estão consideravelmente subdesenvolvidos. Na verdade, a criação de um mercado para esses instrumentos apresenta uma série de desafios. Instrumentos novos e originais podem ter mercados pouco profundos inicialmente e requerer um prêmio de iliquidez. A elaboração de um novo tipo de instrumento é cara, o que cria um problema para os pioneiros.

Mercados para esses instrumentos não surgem espontaneamente. Alguém tem que arcar com os custos de projetar o novo instrumento e alguém tem que ser o primeiro a emitir num mercado não-existente ou ilíquido. No passado, a intervenção oficial foi importante para o desenvolvimento de instrumentos financeiros inovadores, por exemplo, o mercado de títulos lastreados em hipotecas nos Estados Unidos. No caso de títulos contingentes, a comunidade internacional pode proporcionar assistência técnica quanto à elaboração do instrumento e estimativa de preços. No caso da dívida vinculada ao PIB, por exemplo, a comunidade internacional poderia fortalecer a qualidade e a confiabilidade das estatísticas de várias maneiras, aumentando a sua credibilidade para os investidores. Como aconteceu com as cláusulas de ação coletiva, a comunidade internacional poderia ajudar na elaboração de um contrato-modelo e resolver incertezas jurídicas (por exemplo, questões sobre a posição legal de um título vinculado ao PIB em relação a outros instrumentos soberanos). Poderia

¹¹ O plano tem quatro etapas: (1) desenvolvimento de uma cesta de moedas de mercados emergentes indexadas à inflação (o índice "ME"); (2) emissão por bancos multilaterais de desenvolvimento de dívida denominada no índice ME para financiar empréstimos nas mesmas moedas exóticas; (3) adoção desse mesmo procedimento por países G10, com a emissão de uma parte de sua dívida nesse índice e troca de uma parte de sua exposição cambial com os países cujas moedas estão representadas no índice ME; e (4) incentivo a investidores institucionais e fundos mútuos para criar produtos que agreguem risco de crédito ao índice.

também proporcionar orientação para a elaboração de cláusulas de vinculação ao PIB, a fim de assegurar a confiabilidade e a integridade de sua aplicação¹².

Uma idéia mais ambiciosa seria que algumas das instituições financeiras internacionais tornassem-se os primeiros emissores de um instrumento desse tipo e lançassem as sementes de um mercado que os próprios países poderiam acessar depois. As instituições poderiam desembaraçar-se do risco permutando esse instrumento com o país beneficiário, embora possa-se argumentar que as IFIs já enfrentam um risco de tipo patrimonial em relação a seus países membros, porque precisarão ajudar esses países se eles sofrerem um choque adverso. Alternativamente, uma instituição financeira internacional poderia emitir um título com base num índice de variáveis reais de vários países, numa forma análoga à cesta de moedas citada acima. Nessa mesma linha, as IFIs poderiam dar garantia a instrumentos contingentes ou, pelo menos, à parte dos instrumentos que for contingente. Isso poderia ser visto como um subsídio para estimular a inovação do mercado, compensando os prêmios por novidade, custos de instalação e preocupações quanto à manipulação de certos índices.

Para uma dívida mais segura

Embora evidentemente seja verdade que reduzir a zero a dívida da região eliminaria completamente a vulnerabilidade da América Latina a crises da dívida, isso não é nem viável no curto prazo nem economicamente desejável. A conclusão central deste relatório é que, mais do que o nível, é a estrutura, ou seja, a qualidade da dívida emitida pelos países latino-americanos e caribenhos e a volatilidade inerente de suas economias que tornam a região suscetível a crises. Embora o desenho e os parâmetros específicos de uma estratégia de gestão da dívida para os países da região difiram caso a caso, alguns princípios gerais são válidos. Os países latino-americanos e caribenhos devem continuar a deslocar suas estruturas da dívida denominada em moeda estrangeira para dívida denominada em moeda nacional. No entanto, há considerações que devem ser bem avaliadas conforme eles avançam nesse processo. Em particular, para evitar ficar presa de custos excessivos de juros, os países às vezes precisam emitir instrumentos de prazo de vencimento muito curto. Caso contrário, a vulnerabilidade a uma crise da dívida — ou a uma crise inflacionária — não desaparecerá, mas apenas mudará de natureza. O desenvolvimento de mercados de títulos nacionais sólidos, baseados num conjunto nuclear de investidores institucionais e no uso de instrumentos vinculados à inflação, pode ajudar a melhorar os termos desse dilema crítico. A dívida em moeda estrangeira continuará tendo uma participação nos passivos de cada país, tanto pela necessidade de manter o acesso aos investidores estrangeiros como pelo fato de que a estrutura de receitas do país pode estar em parte relacionada à moeda estrangeira e, assim, essa participação torna-se desejável numa perspectiva de gestão do risco. Os países devem explorar mais agressivamente o uso de dívida contingente em moeda estrangeira como um mecanismo para obter seguro de investidores estrangeiros contra choques adversos como recessões, colapsos dos preços de *commodities* e desastres naturais.

¹² O Departamento de Assuntos Econômicos e Sociais das Nações Unidas (UNDESA) e o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD) estão patrocinando um grupo de trabalho que vem fazendo progressos nessa direção.

A gestão da dívida é crucial no volátil ambiente latino-americano, mas a limitação dos riscos do endividamento público também envolve ganhar a credibilidade dos mercados (e de seus cidadãos) na estrutura institucional e de formulação de políticas. Em particular, é preciso controlar o fluxo de novas dívidas, ou seja, os *deficits* orçamentários, para garantir que as lideranças políticas não abusem da capacidade de endividamento e que a política fiscal não piore as flutuações econômicas. Embora problemas de elaboração tenham prejudicado algumas experiências, regras fiscais e fundos de estabilização continuam a ser mecanismos ideais para respaldar uma abordagem sólida dos controles de *deficit* fiscal.

O ambiente atual relativamente favorável deve-se em parte a melhores políticas e a uma gestão da dívida mais segura, mas amplia o risco de que a comunidade internacional se torne complacente e de que as iniciativas necessárias sejam adiadas. Tempos tranquilos são os melhores para a discussão e introdução de novas iniciativas destinadas a reduzir as vulnerabilidades que ainda assombram o sistema financeiro global.

Em anos recentes, a comunidade internacional concentrou-se no processo de resolução de inadimplências da dívida e se está alcançado progresso nessa área, com a introdução ampla de cláusulas de ação coletiva em contratos de dívida. Mas não se progrediu na área de prevenção de crises e os instrumentos disponíveis foram projetados numa época anterior à globalização financeira. Nessa área, as IFIs poderiam contribuir muito por meio da elaboração de mecanismos de crédito funcionais para evitar corridas por liquidez e pânico de mercado que derivam de profecias auto-realizadas, e apoiando de várias maneiras os arranjos de combinação de reservas por parte das economias de mercados emergentes. As IFIs também têm um novo papel importante a desempenhar como facilitadoras de reformas destinadas a limitar o risco do endividamento público. As IFIs podem promover de várias modos o desenvolvimento de mercados para instrumentos em moeda nacional e novos instrumentos de dívida com provisões para contingências. Podem oferecer assistência na elaboração desses instrumentos e ajudar a superar as externalidades e os custos iniciais de novos mercados e a atrair novos investidores. Por fim, as IFIs podem alterar a natureza de seus próprios empréstimos para os países membros, oferecendo um cardápio amplo de empréstimos em moeda nacional e mecanismos contingentes e, dessa maneira, contribuir para o processo de desdolarização.

Bibliografia

- Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). *Overcoming Volatility. Economic and Social Progress in Latin America*. Washington, DC: BID, 1995.
- Borensztein, Eduardo e Paolo Mauro. The Case for GDP Indexed Bonds. *Economic Policy*. Abril: 165–216, 2004.
- Caballero, Ricardo e Stavros Panageas. *Contingent Reserves Management: An Applied Framework*. Documento de trabalho de NBER No. 10786. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004.
- Calvo, Guillermo. Contagion in Emerging Markets: When Wall Street Is the Carrier, in G. Calvo (Editor) *Emerging Capital Markets in Turmoil*. Cambridge MA: MIT Press, 2005, pp. 313–328.
- Cohen, Daniel e Richard Portes. A Lender of First Resort. Documento para discussão do CEPR No. 4615, 2004.
- Cowan, Kevin et al. *Public Debt in the Americas*. Documento de trabalho 577. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2006.
- Eichengreen, Barry e Ricardo Hausmann. Original Sin: The Road to Redemption, in B. Eichengreen e R. Hausmann (Editores), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press, 2005.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann e Ugo Panizza. The Pain of Original Sin, in B. Eichengreen e R. Hausmann (Editores), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press, 2005.
- Eichengreen, Barry e Richard Portes. *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*. Londres: Centre for Economic Policy Research, 1995.
- Engel, Eduardo e Patricio Meller. *External Shocks and Stabilization Mechanisms*. Baltimore, MD: The Johns Hopkins University Press, 1993.
- Hausmann, Ricardo e Roberto Rigobón. IDA en UF. Monografia não publicada. Cambridge, MA: Universidade de Harvard, 2003.
- Jaimovich, Dany e Ugo Panizza. *Public Debt around the World: A New Dataset of Central Government Debt*. Documento de trabalho 561. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2006.
- Levy Yeyati, Eduardo. Dollars, Debt and the IFIs: Dedollarizing Multilateral Lending. Documento de trabalho da CIF, 2004.
- Powell, Andrew e Leandro Arozamena. Liquidity Protection versus Moral Hazard: the Role of the IMF. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 22, edição 7, 2003, pp. 1041–1063.
- Rigobón, Roberto. Fiscal Response to Revenue Uncertainty. Documento mimeografado. Massachusetts Institute of Technology (MIT), 2006.
- Shiller, Robert. *The New Financial Order*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.
- Sturzenegger, Federico e Jeromin Zettelmeyer. *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. Cambridge, MA: MIT Press, 2006.