

ok



1290000939



TCC/UNICAMP Sa59c

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
Instituto de Economia

DISCIPLINA: MONOGRAFIA II

A CONVERSÃO DA DíVIDA EXTERNA BRASILEIRA  
NO PROGRAMA DE PRIVATIZAÇÃO  
DAS EMPRESAS ESTATAIS

Glauco M. dos Santos  
RA: 880381

Orientador: Prof. Dr. Paulo R. Davidoff Chagas Cruz

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
UNICAMP

1991

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO .....	4
------------------	---

### CAPÍTULO 1

AS TENDÊNCIAS ECONÔMICAS LATINO-AMERICANAS E A CRISE DA DÍVIDA EXTERNA .....	8
--	---

I. O COMPORTAMENTO DOS PRINCIPAIS INDICADORES ECONÔMICOS DA AMÉRICA LATINA - DÉCADA DE OITENTA .....	8
--	---

II. O COMPORTAMENTO DOS INDICADORES DO ENDEVIDAMENTO EXTERNO DA AMÉRICA LATINA E DO BRASIL E NO CONTEXTO DA CRISE DOS ANOS OITENTA .....	12
--	----

III. A ESTRATÉGIA DOMINANTE ADOTADA PELOS GOVERNOS E BANCOS DOS PAÍSES CREDORES PARA O ENFRENTAMENTO DO PROBLEMA DA DÍVIDA EXTERNA A PARTIR DE 1980 ...	16
---	----

### CAPÍTULO 2

A CONVERSÃO DA DÍVIDA EXTERNA EM INVESTIMENTOS .....	21
--	----

I. A CONVERSÃO NO CONTEXTO DA CRISE DA DÍVIDA EXTERNA .....	21
---	----

II. A CONVERSÃO NO CHILE .....	31
--------------------------------	----

III. A CONVERSÃO NO BRASIL .....	41
----------------------------------	----

## CAPÍTULO 3

A PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL ATRAVÉS DO EMPREGO DA CONVERSÃO DA DÍVIDA EXTERNA EM INVESTIMENTOS .....	49
I. CARACTERIZAÇÃO GERAL DAS INICIATIVAS DO GOVERNO SARNEY E DO GOVERNO COLLOR .....	50
- O Programa Federal de Desestatização (1988) ....	52
- O Plano Nacional de Desestatização do Governo Collor .....	61
- Resultados Alcançados pelo PND .....	69
II. A CONVERSÃO DOS TÍTULOS DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA EM "MOEDA", EMPREGADA NO PAGAMENTO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS EM PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO .....	73
- O PND no Contexto da Crise das Dívidas Externa e Interna .....	75
III. O PND E O PARADIGMA CHILENO .....	81
ADENDO .....	92
ANEXO ESTATÍSTICO .....	96
BIBLIOGRAFIA .....	115

## INTRODUÇÃO

No capítulo 1 o objetivo é o de procurar estabelecer as principais tendências gerais associadas à dinâmica do endividamento externo durante a década de 1980. Tais tendências visam a elaboração de um breve levantamento do quadro econômico predominante durante aquele período para a América Latina em geral e para o Brasil mais especificamente. Tal quadro é de grande importância para a compreensão dos fatos relacionados ao tema em questão pois se constitui um "pano de fundo" no qual a crise do endividamento se formou e evoluiu com todos os seus inúmeros desdobramentos.

Isto porque tanto a conversão da dívida externa quanto o programa de privatização das empresas estatais encontram-se atreladas à crise em si e à necessidade de se buscar mecanismos através dos quais tal crise possa ser equacionada de modo a permitir que ao menos parte do montante devido seja recuperado de forma vantajosa para os credores. Assim antes de se discutir o mecanismo em si é necessário se contextualizar o seu surgimento o que por sua vez requer uma análise, ainda que superficial, da evolução e das tendências envolvidas na questão da dívida externa latino-americana e brasileira propriamente dita.

Por outro lado, tal análise mostra-se necessária na medida em que se pretenda demonstrar que do ponto de vista da evo-

lucão histórica da problemática da dívida externa nos países ditos em desenvolvimento, não se justifica - uma vez que o quadro econômico e social geral predominante na grande maioria deles tende a se agravar - o emprego desse tipo de conversão e nem tão pouco a própria estrutura montada pelos credores.

O capítulo 2 visa fazer uma breve retrospectiva histórica sobre a conversão da dívida externa em investimentos, desde sua origem associada à necessidade de se buscar "alternativas viáveis" para a crise do endividamento externo. Crise esta determinada por sua vez, pelo fracasso da estratégia convencional empregada pelos credores externos para o seu enfrentamento, pela redução da capacidade de pagamento dos países devedores devido o crescimento exagerado do estoque da dívida e pelo conseqüente amadurecimento de opiniões contrárias à manutenção dessa estrutura tanto nas nações mais desenvolvidas quanto naquelas em vias de desenvolvimento (item I).

Serão estudadas, também, as experiências chilena (item II), brasileira (item III). A escolha da experiência chilena, especificamente, decorre de seu caráter pioneiro e da magnitude assumida pelo processo dentro da estrutura produtiva desse país como um todo. Tais condições, tornam o processo de conversão da dívida externa em investimentos - inclusive em empresas estatais - vivenciado pelo Chile um importante paradigma, através do qual é possível compreender as implicações não só econômicas mas também sociais e políticas que tal mecanismo pode trazer embutidas caso

não hajam restrições significativas a ele. É um caso que pode ser considerado "extremo" de abertura de uma economia nacional à penetração massiva do capital estrangeiro sob o pretexto de equacionar de uma só vez o problema do superendividamento externo e o da retomada do crescimento econômico através da internacionalização da economia e com a redução drástica da intervenção do Estado.

No capítulo três serão incorporados ao trabalho os temas relacionados à privatização no Brasil e à crítica do ponto de vista da utilização dos títulos da dívida externa como "moeda" para o pagamento das ações das empresas em processo de desestatização.

Com respeito ao primeiro tema será feito uma breve revisão do Programa Federal de Desestatização inaugurado em 1988 pelo governo Sarney. Depois disso terá lugar uma análise das propostas, objetivos e resultados obtidos até o momento, do Plano Nacional de Desestatização do governo Collor.

O objetivo neste sentido será o de comparar as duas principais iniciativas "privatizantes", suas semelhanças e diferenças. Tentando, paralelamente mostrar os principais pontos em que se apoia o discurso oficial ao defender o programa como uma iniciativa necessária (embora não suficiente) para a chamada modernização da economia brasileira.

A parte final do capítulo será dedicada a problemática referente às críticas relativas ao uso dos títulos da dívida externa como moeda neste processo. Tais críticas se apoiarão nos argumentos levantados nos capítulos precedentes e tentarão contribuir para o debate mostrando que do ponto de vista do equacionamento da dívida externa do setor público, o emprego desse mecanismo se mostra dispensável e até mesmo prejudicial à busca de soluções que tragam algum benefício ao país em termos reais.

## CAPÍTULO 1

### AS TENDÊNCIAS ECONÔMICAS LATINO-AMERICANAS E A CRISE DA DÍVIDA EXTERNA

#### I. O Comportamento dos Principais Indicadores Econômicos da América Latina - Década de Oitenta (1)

Analisando-se os quadros 1 e 2, pode-se verificar que houveram elevadas taxas de crescimento do PIB, para o conjunto da América Latina. Entretanto, o do mesmo não se verifica para as taxas de crescimento do PIB por habitante, que permaneceram praticamente inalteradas ao longo da década. Essa tendência reflete a ajuste recessivo pelo qual passou a maioria dos países latino-americanos, durante a década de oitenta.

A queda do nível geral de atividade econômica fez parte dos resultados obtidos pela adoção nesses países em maior ou menor grau de políticas restritivas com o objetivo de reduzir a demanda interna, as importações e ao mesmo tempo elevar as exportações. Fazem parte dessas políticas a compressão do nível sala-

---

(1) Esta análise foi elaborada com base nos dados obtidos nos Estudos Econômicos de América Latina, Caribe Publicados pela CEPAL de 1987 e 1988. Também foram utilizados os dados publicados no Balanço Preliminar da Economia da América Latina e Caribe pela CEPAL de setembro de 1990.



rial, a elevação da carga tributária, a política monetária com base na elevação da taxa de juros interna, o aumento da dívida pública, etc.

Disso resulta outra tendência marcante do período intimamente relacionada à crise econômica generalizada na América Latina e a seu ajustamento impositivo: a de explosão das taxas de crescimento dos índices de preços aos consumidores (mostrados no quadro 3). Tais índices passaram de 130,5% em 1983 para 1491,5% em 1990.

A tendência inflacionária, além de impor a deterioração do poder de compra expresso nos salários e na renda per capita desses países, é um exemplo notório da insuficiência das políticas econômicas adotadas e da perda da capacidade das autoridades governamentais de por em prática medidas elaboradas para combater problemas de ordem estrutural, que sejam amplas e compactuadas com os segmentos representativos da sociedade.

A geração de volumosos e constantes superávites comerciais (mostrados no quadro 5) é outra tendência que pode ser apontada como característica da década de oitenta. Essa tendência corresponde às exigências impostas pelos credores internacionais para que os pagamentos devidos pudessem se efetivar e o fluxo de dinheiro "novo" prosseguir para financiar não mais a economia dos países devedores diretamente, mas o próprio giro da dívida externa.

Nesse período o crescimento da América Latina, em termos econômicos, sofreu um processo de reversão. Isto se deveu sobretudo ao fim do financiamento com base no endividamento externo.

Subitamente os empréstimos estrangeiros foram cortados obrigando os países latino-americanos à proceder um ajustamento de suas contas externas. Desde o começo da década o acesso a tais empréstimos tornava-se mais difícil em função da mudança da conjuntura internacional antes favorável à eles. Porém, foi somente a partir de 1982 com a moratória mexicana, que a banca internacional, decidiu suspender todos os empréstimos relativos à novos recursos aos países endividados.

Nesse contexto tais países tiveram que modificar seu comportamento em relação ao exterior, passando de uma posição deficitária para uma superavitária, necessária para financiar o serviço da dívida. Em 1980 o saldo comercial conjunto da América Latina foi deficitário em cerca de 10 bilhões de dólares, em 1981 esse déficit chegou a 12,8 bilhões de dólares. Entretanto, a partir de 1982 a região passou a gerar grandes superávits; nesse ano o saldo comercial negativo foi de apenas 1,5 bilhão de dólares e já em 1983 o saldo positivo foi da ordem de 27 bilhões de dólares.

No mesmo período (1980-1983) o montante de juros pagos saltou de 17,9 bilhões de dólares para 34,3 bilhões em 1983 (che-

gando a ser de 38,7 bilhões de dólares em 1982).

Desse modo a América Latina foi pressionada durante toda a década a adotar políticas de fomento às exportações ao mesmo tempo em que reduzia seu nível de demanda interna e portanto suas importações. O incentivo maior ficava por conta das desvalorizações das moedas locais e do favorecimento através de subsídios fiscais e creditícios. Com isso aumentava a pressão sobre os preços públicos e privados internos que por sua vez davam origem entre outras coisas, a uma nova redução nos níveis de consumo e investimento e portanto a um agravamento do nível de atividade econômica e da própria capacidade de pagamento.

No caso do Brasil tais políticas estavam sendo empregadas desde o período anterior (1968 à 1981). Em relação à contenção do nível de demanda agregada na economia, tem-se que esta se tornou um dos principais mecanismos de ajuste a partir do agravamento da crise marcado pela moratória mexicana. As desvalorizações por sua vez funcionavam no sentido de procurar manter a "paridade" com a moeda norte-americana à medida em que o processo inflacionário se acelerava.

Os desequilíbrios aumentavam na proporção do aumento da dívida externa e dos juros internacionais o que afastava o investidor estrangeiro devido as incertezas políticas, a fragilidade dos mercados nacionais e a perda de poder de compra de significativos setores da população relativa ao imposto inflacionário que

atua, também como principal instrumento de concentração da renda.

Em resumo temos que a queda do nível de atividade econômica, a aceleração inflacionária, o aumento da carga imposta pelos pagamentos, transferências ao exterior e a exigência de superávits comerciais "artificiais", são tendências comuns a toda a América Latina durante os anos oitenta. Além destas existem diversas outras como o elevado nível de desemprego urbano, o aumento populacional, as taxas de mortalidade infantil elevadas, etc.

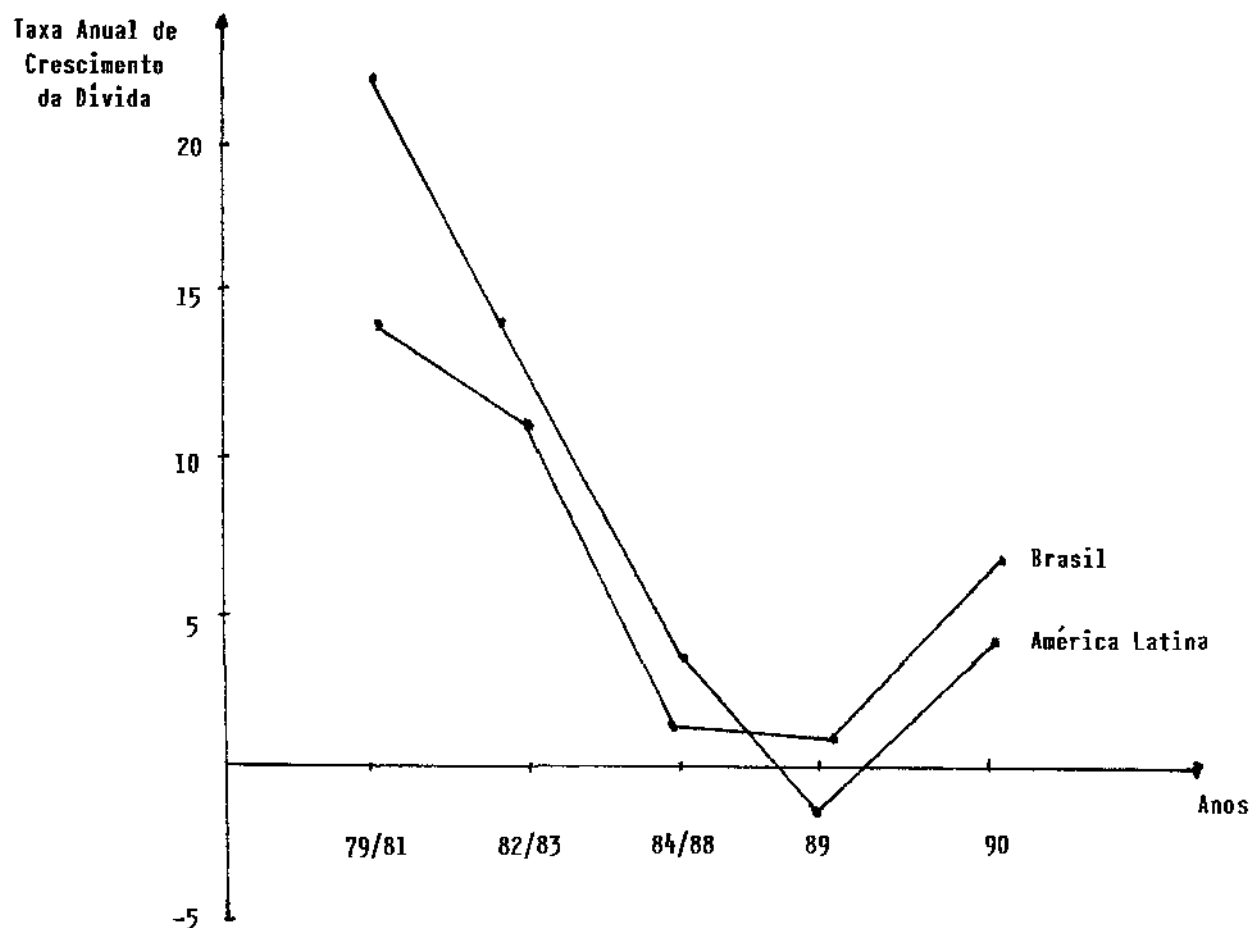
## **II. O Comportamento dos Indicadores do Endividamento Externo da América Latina e do Brasil no Contexto da Crise dos Anos Oitenta (2)**

Apesar do aumento significativo da dívida externa total da América Latina durante a década de oitenta, passando de 229,236 bilhões de dólares em 1980 para 422,645 bi-

---

(2) Idem.

lhões em 1990, pode-se perceber uma tendência à redução das taxas de crescimento do estoque dessa dívida (quadro 6) conforme mostra o gráfico a seguir.



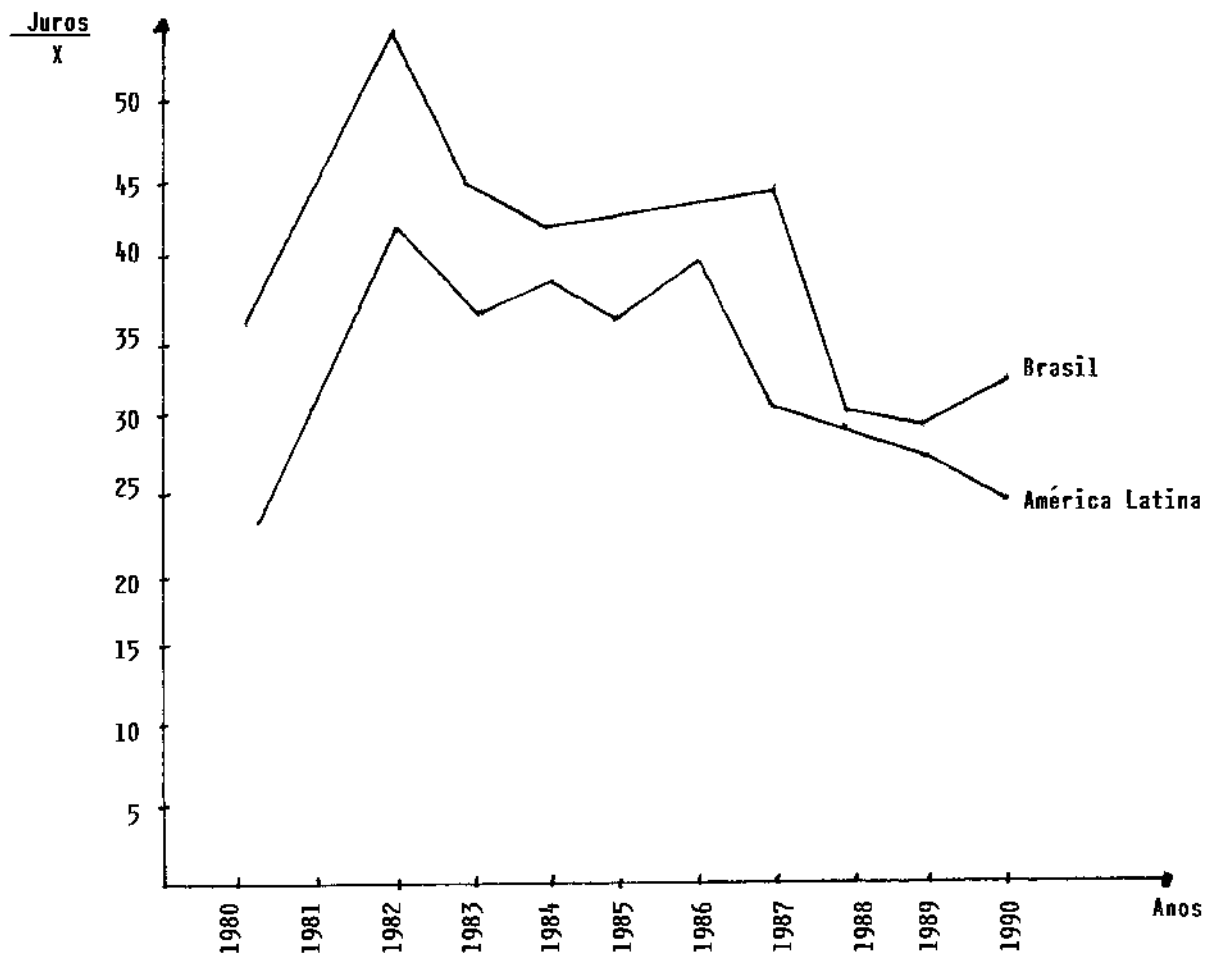
Dados obtidos da Tabela 6.

Tal tendência reflete o aprofundamento da crise da dívida externa a partir da moratória mexicana em 1982 e do FMI dos empréstimos "voluntários", que por sua vez agravaram os desequilíbrios estruturais da economia latino-americana e as condições necessárias à manutenção das transferências e pagamentos ao exterior. Indica a perda da capacidade de honrar os

pagamentos do serviço da dívida diante da mudança de comportamento dos bancos credores.

No Brasil a dívida total se elevou de 70,665 bilhões de dólares, em 1980 para 121,000 bilhões ao final de 1990. É importante notar que mesmo antes da moratória mexicana as condições essenciais à crise já existiam muito antes, em caráter embrionário, da eclosão dessa moratória e das que a sucederam. Não se sustenta, portanto, qualquer tentativa de explicação meramente conjuntural. Tratam-se de estratégias, desenvolvidas nos países mais avançados para o enfrentamento da questão da dívida externa ao longo do fim da década de setenta e por toda a década de oitenta que redundaram em fracasso.

Essa mesma tendência de redução pode ser vista em outros indicadores como por exemplo o coeficiente juros pagos sobre exportações de bens e serviços (quadro 7) que em 1982 era de 41,1% e em 1990 já se encontrava em 26,4%, o menor desde 1980 quando foi de 21,7%. Outro exemplo é o coeficiente dívida sobre exportações (quadro 8) que após um máximo de 426% em 1986 declinou até atingir 292% em 1990 (porcentagem do PIB). Apesar dessas tendências os dois indicadores permaneceram bastante elevados para os padrões ditos convencionais o que significa um elevado potencial de redução para os próximos anos.



No caso do Brasil a tendência decrescente do índice juros pagos sobre exportações também se verifica, embora ela tenha permanecido mais elevada do que a da América Latina, assim como a dos países não exportadores de petróleo em geral e a América do Sul em particular.

O mesmo efeito ocorrendo, também, para o caso do índice dívida sobre exportações. É sintomática contudo a elevação ocorrida em 1982 de cerca de 41,1% para a América Latina do índice juros sobre exportações. Tal elevação sem dúvida pode ser colocada como a principal causa imediata da moratória mexicana enquanto postura adotada por um grande devedor isoladamente e por outro lado enquanto marco histórico da explicitação da crise do endividamento externo e do agravamento das condições de manutenção da estrutura montada pelos credores para a administração do problema.

### **III. A Estratégia Dominante Adotada Pelos Governos e Bancos dos Países Credores para o Enfrentamento do Problema da Dívida Externa a Partir de 1980**

Em termos genéricos pode-se definir a estratégia adotada pelos credores internacionais para a questão da dívida externa ao longo da última década como a combinação ou melhor dizendo a vinculação entre o financiamento dessa dívida às condições de ajustamento dos países devedores determinados pelos próprios governos e bancos dos países credores.

O financiamento é definido como sendo o reescalonamento parcial dos juros devidos, enquanto que o ajustamento baseava-se



fundamentalmente na criação de condições objetivas, dentro dos países devedores para a geração de superávits comerciais estruturais destinados ao pagamento da parte não financiada dos juros devidos. Como visto nos itens anteriores tais condições implicaram a adoção de políticas de caráter recessivo e inflacionário para os devedores o que por sua vez significava a deterioração cada vez maior da capacidade desses países de saldar seus compromissos externos.

O financiamento ou "dinheiro novo" (no jargão dos credores) deveria ser necessariamente parcial sobre os juros devidos anualmente. Na verdade este financiamento não representava novos recursos reais, nem novos investimentos, limitando-se à não mais que cinquenta por cento sobre os juros.

Isto se dava porque a taxa de juros real se situava em aproximadamente cinquenta por cento da taxa de juros nominal, ou seja com o limite ao financiamento à dívida externa total real podia manter-se, mais ou menos constante (3).

---

(3) Por outro lado não é interessante aos banqueiros financiar uma parte maior desses juros na medida em que os descontos oferecidos nos mercados financeiros secundários tendem a desvalorizar muito o valor real dos empréstimos a curtíssimo prazo.

Em 1985 com o agravamento da inflação e o iminente risco de estagnação e a piora da capacidade de pagamento dos países devedores, o Secretário do Tesouro Norte-Americano, James Baker, apresentou o Plano Baker. Um reconhecimento oficial do maior credor da América Latina de que a estratégia acima descrita havia fracassado.

Contudo o Plano Baker não foi capaz de reconhecer e atacar com precisão o problema da dívida externa, introduzindo vagas alterações nos métodos antes utilizados e reafirmando a possibilidade de compatibilizar crescimento econômico, estabilidade de preços e pagamentos da dívida externa. Essas alterações referiam-se à reformas estruturais que limitassem o papel do Estado na economia através do fim dos subsídios exagerados e desnecessários e do aumento da competitividade internacional dos produtos produzidos nos países devedores.

Deveriam ser adotados, além disso, programas austeros de corte do déficit público e de busca de um maior realismo da taxa de câmbio (ajuste), já o financiamento dos juros deveria ser amplo o suficiente para garantir o crescimento econômico nesses países.

Em 1987, durante o encontro anual do Fundo Monetário Internacional, tornou-se claro que também esta "nova tentativa" havia fracassado e que o problema da dívida era muito mais complexo do que se imaginava inicialmente.

O fracasso da estratégia predominante ao longo dos anos oitenta era visível em vários planos:

a) a renda per capita dos países endividados tende a se reduzir principalmente de 1980 à 1984 quando ocorreu a moratória mexicana e os bancos credores começaram a exigir ajustamentos nesses países; de 1984 a 1986 essa tendência sofreu uma pequena reversão em função do desempenho das exportações aos países credores e em função do abandono parcial dos programas de ajustamento; mas a partir de 1986, ela voltou a se manifestar chegando à atingir taxas de crescimento negativas em 1988, 1989 e 1990: a estagnação e a inflação atingiram todos os países devedores ainda que em proporções diferentes: a renda per capita da América Latina reduziu-se em 7,6% entre 1981 e 1986 e 4,1% entre 1986 e 1990;

b) deteriorou-se a capacidade de pagamento dos países devedores; o objetivo básico dos programas de ajustamento era o de aumentar tal capacidade via aumento das exportações e redução das importações, mas estas tiveram que se dar às custas da redução do consumo e do investimento, de modo que a própria capacidade de exportação dos países devedores, que depende do nível de investimentos tendem a se reduzir muito;

c) um número crescente de países passou a recorrer à moratória parcial ou total dos juros devidos, somente na América Latina, em 1987, nove países encontravam-se nessa situação;

d) em 1986 um desconto surgiu nos mercados financeiros internacionais; este desconto atingiu 72 por cento em dezembro de 1989 para a média da América Latina; dizia-se que tal mercado era pequeno e não significativo, posteriormente, contudo, tal argumentação não se sustentou pois o mercado se ampliou com a participação de instituições de grande porte;

e) perdas começaram e ocorrem nos mercados acionários, sobre as ações dos bancos credores, à medida em que seus créditos contra países devedores tornavam-se mais difíceis de se resgatar;

f) seguindo o movimento do CITIBANK, os bancos americanos e ingleses começaram a fazer em 1987 o que os bancos europeus faziam desde 1983: criar reservas contra riscos de perdas nos créditos contra países devedores;

Enquanto o desconto no mercado secundário e as perdas dos acionistas dos bancos eram o reconhecimento informal pelo mercado de que a estratégia adotada por estes havia fracassado e que a dívida não poderia ser paga integralmente, a formação de reservas contra risco soberano era um reconhecimento formal. Assim torna-se cada vez mais clara a necessidade de se buscar novos instrumentos para o enfrentamento da crise da dívida externa.

## **CAPÍTULO 2**

### **A CONVERSÃO DA DÉVIDA EXTERNA EM INVESTIMENTOS**

#### **I. A Conversão no Contexto da Crise da Dívida Externa**

O principal pré-requisito necessário para que o mecanismo de conversão da dívida externa em investimentos pudesse tomar um novo e definitivo papel no cenário financeiro internacional, diante de um quadro geral caracterizado pelo agravamento da crise dos países devedores, é o surgimento e o rápido crescimento do chamado mercado secundário, para os títulos da dívida bancária dos países devedores. Inicialmente um mercado era considerado pequeno e não representativo devido à participação predominante de instituições credoras de pequeno porte. As transações eram interbancárias e destinavam-se em sua maioria à reestruturação das carteiras de empréstimos através da comercialização dos títulos da dívida externa dos diversos países endividados, eram portanto operações que não envolviam montantes considerados grandes pelos padrões financeiros internacionais. Entre 1985 e 1986 foram negociados aproximadamente 7 a 8 bilhões de dó-

lares nesse mercado (medidos pelo valor de face dos títulos) (4).

Em 1987 com a declaração de moratória brasileira e a reação por parte dos grandes bancos credores americanos e ingleses de aumentar suas reservas contra o risco de perdas associadas ao não pagamento da dívida externa por parte dos devedores e particularmente com o gesto do CITIBANK de converter uma parte de seus créditos em investimentos, o mercado secundário sofreu um grande impulso com o valor das transações chegando a atingir aproximadamente 12 bilhões de dólares em 1987 e 20 bilhões de dólares em 1988. Paralelamente ao aumento do montante transacionado houve uma brusca queda dos preços dos títulos relacionada claramente com o aumento das incertezas em relação as dívidas dos países em desenvolvimento e desse modo com o aumento significativo da oferta dos títulos dessas dívidas no mercado secundário por aqueles bancos, que devido a seu porte à sua capacidade de assimilar os prejuízos, encontravam-se em posição de desfazer-se de tais títulos. O grande deságio sobre esses títulos passou a representar um estímulo financeiro para as empresas internacionais que vislumbravam oportunidades de investimentos rentáveis nos países endividados (quadro 2.1) (5).

---

(4) A. Meyer e Maria S.B. Marques. Implicações Macroeconômicas da Conversão da Dívida Externa, em Revista Brasileira de Economia, vol. 43, nº 4, out/dez de 1989, p. 519.

(5) Idem, p. 520.

A conversão em investimentos se dava através da troca dos títulos adquiridos com deságio no mercado secundário, por moeda local dos seus países de origem e com a compra de ações de empresas ou grupos estabelecidos em seus territórios. A troca por moeda local era efetivada pela cotação oficial do dólar podendo ou não haver um desconto mínimo exigido pelo governo, (mesmo nas ocasiões em que esse desconto era instituído a conversão continuava a ser um bom negócio devido à grande desvalorização dessas moedas frente ao dólar). Havia ainda a possibilidade de conversão direta dos credores que não estavam dispostos a recorrer ao mercado secundário.

A conversão foi amplamente favorecida (após a moratória brasileira de fevereiro de 1987) pelo Federal Reserve dos Estados Unidos através da modificação da legislação que limitava as operações investimentos dos bancos americanos no exterior. Os bancos foram autorizados à adquirir até 100% de uma empresa não financeira situada em países altamente endividados, desde que isto fosse feito através da conversão da dívida externa (o limite anterior era de 19,9% independentemente da forma a ser empregada) (6).

A variação do deságio no mercado secundário depende fundamentalmente das expectativas dos credores quanto ao fluxo de pagamentos futuros do serviço da dívida a serem efetuados pelos países devedores. Torna-se interessante aos bancos fazer uso da

---

(6) Idem, p. 521, nota 4.

conversão apenas se o valor presente dos pagamentos futuros dos empréstimos realizados for inferior ao rendimento obtido por meio da capitalização (dos títulos da dívida externa, através de sua venda no período corrente, ou ainda se for inferior ao retorno esperado dos investimentos nos países devedores (7).

Na América Latina diversos países adotaram esquemas de conversão de suas dívidas externas. Argentina, Bolívia, Brasil, Costa Rica, Chile, Equador, México, Peru e Venezuela optaram pela conversão de um montante relativamente pequeno de suas dívidas externas (salvo o caso do Chile, em que é notória a estratégia de enfrentamento baseado sobretudo na conversão) como parte integrante das negociações em torno do reescalonamento do principal mais os juros devidos.

Apesar das diferenças, entre outras, referentes à legislação que regulamenta a conversão, existem de modo geral muitos pontos em comum para a maioria desses países, por exemplo: tipo de dívida a ser convertida pode ser tanto pública quanto privada, o uso de fundos em moeda local para conversão em investimentos e pagamento da dívida local, os agentes autorizados na maior parte desses países são as empresas transnacionais e os bancos credores (em alguns casos também o são empresas locais e pessoas físicas), não tem sido estabelecido limites máximos para

---

(7) Idem, p. 520.



as operações (embora em alguns países haja como é o caso da Argentina e do México dois importantes países devedores), o tipo de câmbio tem sido o oficial, o meio de pagamento mais empregado é a moeda local o bônus ou ambos e a conversão ocorre sem que haja um limite cambial (8).

Outras características comuns à maioria desses países são: a existência de setores prioritários para investimento, a possibilidade de compra de ativos através da conversão, restrições quanto ao período mínimo de permanência dos lucros no país e quanto ao prazo previsto para as repatriações de capital. Finalmente temos que as operações nos mercados acionários locais através de fundos de conversão não tem sido permitidas em nenhum desses países devido fragilidade e pequena proporção desses mercados (quadro 2.2) (9).

Desde que começou a ser empregada a conversão tem sido alvo de elogios e críticas tanto do lado dos países credores quanto do lado dos países devedores. Para efeito de levantamento segue-se uma lista das principais vantagens e desvantagens associadas a esse processo:

---

(8) Eugenio Lahera. La Conversion de la Deuda Externa vista desde América Latina, Revista de La Cepal nº 32, ago/67, p. 110.

(9) Eugenio Lahera. La Conversion de la Deuda Externa vista desde América Latina, op. cit., p. 110.

## PRINCIPAIS VANTAGENS DA CONVERSÃO EM INVESTIMENTOS DA DÍVIDA EXTERNA

a) os bancos credores internacionais se beneficiam da conversão pois ganham a oportunidade de recuperar parcialmente créditos altamente arriscados e de difícil cobrança, sendo que o prejuízo imposto pelo deságio dos títulos no mercado secundário pode ser coberto em grande parte pelas reservas acumuladas pelos bancos contra as perdas em seus ativos correspondentes aos empréstimos à países com baixa capacidade de pagamento (10);

b) os investidores (que podem ser os próprios bancos credores) se beneficiam da obtenção de recursos subsidiados a um custo relativamente menor do que aquele atribuído ao investimento tradicional;

c) para as matrizes das empresas transnacionais com filiais nos países devedores cria-se a oportunidade de aumentar os rendimentos dos novos investimentos através do deságio (11);

---

(10) José Serra. Conversão da Dívida: Realidade e Alternativas, Revista de Economia Política, vol. 8, nº 1, jan/mar de 1988, p. 126.

(11) Idem.

d) para as empresas locais superendividadas surge a perspectiva de saneamento financeiro e de ampliação patrimonial através da abertura do capital à acionistas estrangeiros (12);

e) para os intermediários a vantagem surge da apropriação de parte do deságio praticado no mercado secundário e da diferença cambial existente entre o dólar e as moedas locais;

f) para os governos dos países devedores caracteriza-se a possibilidade da conversão ser utilizada como um meio de negociação da dívida total e de redução do papel do Estado na economia através da participação do capital externo nas privatizações elevando o nível geral de atividades e reduzindo o déficit público (dívida pública externa) (13).

g) o país devedor através da conversão pode reduzir sua dívida externa; o peso dos pagamentos de juros e reverter a fuga de capitais; além disso o aumento dos investimentos eleva o nível geral de emprego, estimula a modernização tecnológica e o crescimento econômico.

---

(12) Idem.

(13) Idem.

## PRINCIPAIS CRÍTICAS AO PROCESSO DE CONVERSÃO DA DÍVIDA EXTERNA EM INVESTIMENTOS

a) a conversão dos títulos com valor em dólares para moedas locais pode provocar um impacto monetário negativo devido aos aumentos das emissões de moeda e/ou títulos públicos que podem se traduzir em elevação da inflação e/ou do déficit e da dívida pública interna (14);

b) a conversão apenas sobre o principal da dívida possui um impacto positivo muito limitado sobre o Balanço de Pagamentos - redução do déficit em conta corrente - e não implica no aporte de novas divisas no país; quando a conversão se dá sobre os juros vencidos (o que não é do interesse dos credores) o efeito positivo é bem maior - capitalização dos juros - proporcionando uma grande economia de divisas (15);

c) pode ocorrer um processo de subvalorização dos ativos nacionais devido à crise econômica e financeira que tem atingido a maioria dos países devedores;

d) a conversão desestimula a busca de uma solução definitiva para a questão da dívida externa na qual tanto devedores quanto credores assumam uma parcela dos prejuízos (assim como os

(14) Idem.

(15) Idem.

governos dos países credores);

e) a entrada de novos recursos e investimentos diretos reais passa a ser substituída pela conversão o que representa impactos negativos sobre o Balanço de Pagamentos dos países endividados (16);

f) o período de carência para a liberação das remessas de lucros proporciona uma solução apenas temporária para a fuga e conseqüentemente para a poupança de divisas, relativa ao não pagamento de juros, porém essa poupança não é suficiente para compensar as perdas da redução do nível de investimentos reais e uma vez findado o período de carência mínimo a tendência é a de haver um excesso de remessas ao exterior sobre a dita poupança o que dependerá da margem de lucro obtida pelas empresas em relação ao limite máximo imposto e à taxa de juros internacional do período, exemplo: para um limite de remessas de 40% e uma taxa de juros internacional situada em 8%, bastaria que a margem de lucro média anual fosse de 15% para que as remessas atingissem 9%, um montante superior a poupança de juros (é bom lembrar que a margem de lucros das empresas transnacionais com filiais nos países en-

---

(16) Enrique Errazuriz. Capitalización de la Deuda Externa y Desnacionalización de la Economía Chilena, Santiago-Chile, ago/1987, p. 10.

dividados e muito superior à média de 15% ao ano do exemplo citado) (17);

g) a conversão em "investimentos" em empresas já existentes não contribui para ampliar a capacidade produtiva do país nem para gerar novos empregos e trazer novas tecnologias (18);

h) a conversão em investimentos na privatização de empresas públicas nos países devedores significa a desnacionalização de importantes e estratégicos setores produtivos nos quais a presença do Estado é fundamental para a defesa do interesse coletivo, como é o caso por exemplo das empresas estatais do setor de mineração;

i) a conversão da dívida externa é desnecessária sob dois pontos de vista: primeiro, o próprio país devedor pode através de seu governo tentar resgatar uma parte de sua dívida, atuando diretamente no mercado secundário no sentido de readquirir os títulos dessa dívida com grande desconto; segundo e mais importante, a dívida é reconhecidamente impagável não se justificando, portanto, a própria busca de mecanismos que vissem preservar a atual estrutura financeira, que como vimos no capítulo anterior mostrou-se insuficiente para lidar com o problema.

---

(17) Enrique Errazuriz. Capitalización de la Deuda Externa y Desnacionalización de la Economía chilena, op. cit., p. 11-12.

(18) Idem, p. 13.

## II. A Conversão no Chile

Em maio de 1985 o BACEN chileno estabeleceu duas modalidades de conversão da dívida externa pública e privada primeiro via Capítulo XVIII que reserva a residentes locais com recursos próprios a aquisição de títulos da dívida externa negociada no mercado secundário internacional e sua conversão em moeda local - pelo valor de face integral - a fim de reduzir a dívida externa ou investir em atividades produtivas. Segundo, através do Capítulo XIX que autoriza "pessoas físicas ou jurídicas, chilenas ou estrangeiras, com residência e domicílio no exterior, a realizar investimentos no país por meio da aquisição e do uso de títulos da dívida externa, tendo o BACEN o direito de outorgar o acesso ao mercado de divisas para viabilizar as remessas de capital e lucros gerados pelos investimentos". A realização dessas operações depende de uma solicitação feita para o BACEN na qual entre outras informações conste a de como serão empregados os recursos obtidos com a conversão, nesse sentido, não existem limitações quanto aos setores de atividade, quanto aos tipos de empresas (públicas ou privadas) que receberam tais recursos na forma de investimentos e quanto a seu montante. A permissão de remessa de capitais se dá após um período de carência mínimo de dez anos a partir da efetivação da operação, os lucros podem ser remetidos a partir do quinto ano. Para isso se outorga o direito de acesso ao

mercado de divisas à taxa de câmbio bancária (19).

No Capítulo XVIII o BACEN se apropria de uma comissão, de 16% o que não ocorre no Capítulo XIX. a obtenção de moeda nacional se dá no mercado financeiro local através de um pequeno deságio que tem variado de 10 a 15 por cento (20).

Existe ainda um mecanismo criado em 1986 pelo qual pessoas que adquirem títulos da dívida externa chilena podem utilizá-los na subscrição e pagamentos de ações de empresas que necessitem ampliar seu capital para fazer frente a um excessivo endividamento externo que possam ter. Podem participar desse sistema pessoas chilenas ou estrangeiras, porém, não são permitidas as remessas e repatriações assim como não são pagos juros ou impostos ao valor agregado (21).

Até 1987 se realizaram conversões através do Capítulo XVIII que somaram 594 milhões de dólares e através do capítulo XIX que por sua vez somaram mais de 500 milhões de dólares. A maior parte dessas operações até outubro de 1986 se concentraram

---

(19) Idem, p. 4.

(20) E. Lahera. La Conversion de la Deuda Externa vista desde América Latina, op. cit., p. 112-115.

(21) Idem.



no setor de fundo de previdência e de seguros (43%), a partir de então houve uma diversificação maior quanto às áreas de investimentos determinada pela rentabilidade média de cada um desses setores, pelo grau de participação e controle de seus respectivos mercados internos e pela sua competitividade a nível internacional (quadro 2.3) (22).

As principais críticas que tem surgido em torno do debate do caso chileno de conversão da dívida externa referem-se à questão do alto grau de desnacionalização da economia em geral e à penetração do capital internacional em setores produtivos e de serviços antes pertencentes ao Estado através de um amplo programa de privatizações iniciado ainda durante a ditadura militar. A análise desse processo, em particular, é de fundamental importância para este trabalho pois, como já foi ressaltado inicialmente, apesar de suas especificidades ele pode ser empregado como um exemplo concreto das conseqüências que poderá vir a ter a efetivação de um projeto semelhante para o Brasil.

Desde logo é bom ressaltar que não se pretende aqui fazer uma análise exaustiva da evolução histórica das privatizações chilenas que vem ocorrendo desde setembro de 1973, mas um levantamento do processo recente associado a conversão da dívida externa em investimentos iniciado em 1985.

---

(22) Enrique Errazuriz. Capitalización de la Deuda Externa y Desnacionalización de la Economía Chilena, op. cit., p. 5.

A partir desse ano as privatizações e conversões passaram a figurar como um dos principais instrumentos de "ajuste estrutural" recomendados pelo FMI e BIRD a ser implementado pelos países devedores. As privatizações figuravam também como um pré-requisito básico para o saneamento das contas públicas tal qual proposto pelo comitê dos bancos credores durante a rodada de negociações da dívida externa dos países do terceiro mundo iniciada nesse período (23). Desse modo os mecanismos de conversão e privatização passaram a ser cada vez mais utilizados (em maior ou menor grau) pelos países devedores, principalmente os da América Latina.

Para compreender a importância desses processos dentro da estratégia dos países credores para a administração do problema da dívida externa basta lembrar que o setor produtivo estatal dos países devedores da América Latina é responsável por cerca de um terço do produto interno bruto dessa região. Por outro lado a maior parte da dívida externa desses países sofreu um processo de estatização que passou aos respectivos governos a responsabilidade dos pagamentos devidos.

As privatizações e conversões representam uma nova fase da questão do endividamento externo já que viabilizam a transfe-

---

(23) Gustavo Marín. Trayectoria de las Privatizaciones en Chile Durante el Regime Dictatorial 1973-1989, Documentos de Trabajo, nº 35, out/1989, p. 27.

rência de ativos reais pertencentes ao patrimônio público dos países devedores para grupos privados internacionais de um lado e o recebimento de parte dos créditos considerados de alto risco devido às expectativas de não pagamento formuladas pelos bancos credores, de outro.

No caso chileno, a caracterização desses fatores coincide com a mudança de orientação do governo ditatorial determinada pela volta dos neoliberais a postos de comando da política econômica (24). Assim um poderoso impulso foi dado às operações de conversão da dívida externa em investimentos tanto no setor privado quanto no setor público.

A subvalorização dos ativos públicos e as facilidades colocadas pela legislação que regulamenta os "investimentos" externos no país, foram outros fatores decisivos para a penetração do capital estrangeiro nas áreas até então de domínio exclusivo do Estado, de forma massiva.

Tal penetração alcançou importantes empresas fornecedoras de serviços públicos, como é o caso das filiais da Companhia Chilena de Eletricidade S.A. que é a principal empresa distribuidora de energia elétrica do país.

---

(24) Patricio Rozas e Gustavo Marín. Privatizaciones en Chile: de la Normalización del "Área Rara" a la Ley Del Estado Empresario, Documentos de Trabajo, nº 24, set/1989, p. 18.

O controle do capital estrangeiro sobre empresas produtivas públicas no Chile inclui ainda o domínio de setores tradicionalmente considerados estratégicos para a segurança do país, como é o caso da privatização da Empresa Nacional de Explosivos (ENAEEX). Esse controle está sendo exercido também de modo indireto, ou seja, através da compra de pacotes acionários por parte de empresas privadas chilenas com grande participação de grupos internacionais, por exemplo: a compra de ações de empresas estatais por parte das Associações de Fundos de Pensão que são controlados em sua maioria por agentes externos (principalmente o BANKERS TRUST) (25).

Em processo manteve-se relativamente estável até o plebiscito de outubro de 1988, até esta data a situação era a seguinte (26):

---

(25) Enrique Errazuriz. Capitalización de la Deuda Externa y Desnacionalización de la Economía Chilena, op. cit.

(26) Gustavo Marín. Trayectoria de las Privatizaciones en Chile durante em Regime Dictatorial 1973-1989, op. cit., p. 33.

SITUACIÓN ACCIONARIA Y PATRIMONIAL DE LAS  
PRINCIPALES EMPRESAS PÚBLICAS "PRIVATIZABLES",  
AL 31 DE DICIEMBRE DE 1985.

	Porcentaje de propiedad pública	Patrimonio (millones de \$)
<b>Mineras</b>		
1)- ENACAR (Empresa Nacional de Carbón)	99,90	13.200
2)- SOQUIMICH (Soc. Química y Minera de Chile)	92,85	17.616
<b>Alimenticias</b>		
3)- IANSA (Industria Azucarera Nacional)	99,66	13.550
<b>Manufacturas diversas</b>		
4)- ENAEX (Empresa Nacional de Explosivos)	100,00	(189)
<b>Metalúrgicas básicas</b>		
5)- CAP (Compañía de Aceros del Pacífico)	89,28	131.505
<b>Productos químicos</b>		
6)- Laboratorios Chile	99,96	2.141
<b>Servicios (producción y distribución de energía eléctrica, telecomunicaciones, etc.)</b>		
7)- CHILMETRO (Chilectra Metropolitana)	83,53	27.381
8)- CHILQUINTA (Chilectra Quinta Región)	82,38	8.144
9)- CHILGENER (Chilectra Generación)	95,23	36.229
10)- ENDESA (Empresa Nacional de Electricidad)	99,90	138.457
11)- ENTEL (Empresa Nacional de Telecomunicaciones)	99,97	12.640
12)- EMEL (Empresa Eléctrica de Melipilla)	100,00	546
13)- EMEC (Empresa Eléctrica de Coquimbo)	100,00	1.206
14)- TELEX-Chile	100,00	1.302
15)- CTC (Compañía de Teléfonos de Chile)	91,70	43.556

Fuente: Aninat y Méndez: Informe de Coyuntura Económica Nacional, publicación bimestral N° 25, noviembre de 1986, Santiago.

Con el fin de presentar el listado completo de las empresas "privatizables" según los planes de privatización elaborados por la Corporación de Fomento (CORFO), a las empresas consignadas en el cuadro anterior es necesario

agregar las siguientes:

- 16)- ECOM (Empresa Nacional de Comunicaciones)
- 17)- EMELAT (Empresa Eléctrica de Tarapacá)
- 18)- EDELMAG (Empresa Eléctrica de Magallanes)
- 19)- EDELNOR (Empresa Eléctrica del Norte)
- 20)- EDELAYSEN (Empresa Eléctrica de Aysén)
- 21)- Empresa Hidroeléctrica PILMAIQUEN
- 22)- Empresa Hidroeléctrica PULLINQUE
- 23)- Empresa Hidroeléctrica Colbún-Machicura
- 24)- Central Hidroeléctrica PEHUENCHÉ
- 25)- LAN-Chile (Línea Aérea Nacional)
- 26)- Carbonífera Schwager
- 27)- Instituto de Seguros del Estado (de Vida y Generales)
- 28)- Chile-Films
- 29)- Sociedad Chilena del Litio.

Antes del plebiscito del 5 de octubre de 1988, el estado de avance del proceso privatizador de empresas públicas era el siguiente:

**TOTALMENTE PRIVATIZADAS (al 30 de septiembre de 1988)**

- 1)- SOQUIMICH
- 2)- ENAEX
- 3)- CAP
- 4)- CHILMETRO
- 5)- CHILQUINTA
- 6)- CHILGENER
- 7)- EMEL
- 8)- EMEC
- 9)- TELEX-Chile
- 10)- ECOM
- 11)- EMELAT

12)- PILMAIQUEN

13)- PULLINQUE

PARCIALMENTE PRIVATIZADAS:

porcentaje privatizado  
al 30 de sept. de 1988

1)-	IANSA	87,3
2)-	Laboratorios-Chile	63,0
3)-	ENDESA	50,7
4)-	ENTEL	51,2
5)-	CTC	74,6
6)-	EDELMAG	66,7
7)-	LAN-Chile	16,0
8)-	Carbonífera Schwager	45,9

Após o plebiscito de 1988 o processo privatizador chileno se deparou com um novo cenário político determinado pela derrota do regime responsável por sua implementação e desenvolvimento. De um lado surgiu uma forte oposição pública que reuniu partidos centrais sindicais, o Comando de Defesa e Recuperação das Empresas do Estado e uma parte significativa do povo chileno; o atual presidente (então candidato único de oposição à presidência da república) declarou antes das eleições previstas para dezembro de 1989 que havia decidido anular as privatizações posteriores ao plebiscito e rever as ocorridas antes dele (27).

Por outro lado os partidários do "regime derrotado" passaram a por em andamento, como resposta à essa derrota e a oposição ao processo de privatização crescente, "uma estratégia de entrincheiramento". Neste sentido as próprias privatizações foram utilizadas como instrumento dessa tática através da autorização da participação do pessoal das forças armadas na aquisição de pacotes acionários, subdivisão de grandes empresas em empresas menores e portanto mais acessíveis à eventuais compradores, modificação do estatuto jurídico para a categoria de Sociedades Anônimas com a finalidade de viabilizar as transações das ações dessas empresas dentro da Bolsa de Valores e a compra de ações de uma empresa em vias de privatização por outras já privatizadas (28).

---

(27) Idem, p. 34-37.

(28) Idem.

Após o plebiscito se completaram as privatizações das oito empresas parcialmente privatizadas até setembro de 1988. Além disso outras três empresas foram privatizadas totalmente após tal plebiscito (Chile-Films, Sociedad Chilena del Litio e Edelnor que foi subdividida em Empresa (Eléctrica de Arica) de Iquique e de Autofarga (29).

Assim, 24 das 29 empresas privatizáveis em fins de 1985, efetivamente passaram para o controle de grupos privados (até agosto de 1989, quando foi elaborado um balanço do processo) (30).

Para se ter uma noção melhor a cerca desse processo e de seus efeitos desnacionalizador e concentrador de capital, basta observar os dados referentes às estruturas de propriedade das empresas privatizadas entre 1986 e o primeiro semestre de 1988 (31):

a) os dez maiores acionistas privados controlam, em média, 70 por cento das ações das empresas privatizadas;

---

(29) Idem.

(30) Idem.

(31) Patricio Rozas e Gustavo Marin. Privatizaciones en Chile: de La "Area Rara" a la Ley Del Estado Empresario, op. cit., p. 21.



b) em apenas quatro das treze empresas privatizadas, os dez maiores acionistas privados possuem porcentagens inferiores à 50 por cento do controle acionário total de cada empresa, nas restantes essa porcentagem é superior a 50 por cento;

c) todas as empresas são controladas, em maior ou menor grau, por grupos estrangeiros sendo que em quatro delas o controle acionário é superior à 50 por cento;

d) em oito dessas treze empresas os grupos estrangeiros possuem mais de 50 por cento, das ações controladas pelos dez maiores acionistas privados.

Trata-se como se pode analisar de um grande e inconclusivo processo de transferência patrimonial de ativos de grande interesse público para as mãos de grupos privados em sua maioria de origem externa.

### **III. A Conversão no Brasil**

A experiência brasileira mais recente e expressiva com o mecanismo de conversão da dívida externa em investimentos ocorreu com a Resolução nº 1460 de fevereiro de 1980 do BACEN. Antes dessa iniciativa, o governo na gestão do ex-ministro da fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira tentou vincular a conversão à securitização da dívida externa através da Resolução nº 1416 de novem-

bro de 1987 do BACEN. A estratégia visava estimular os credores internacionais a adotar um enfoque não convencional, durante as negociações que se baseavam na aquisição de títulos brasileiros de longo prazo. As conversões seriam autorizadas desde que a securitização de uma parte da dívida externa fosse aceita pelos credores.

Como, na época, a banca recusou-se a aceitar a proposta brasileira as conversões acabaram por não se realizar (32).

No ano seguinte (1988) o governo brasileiro decidiu retomar a idéia de converter parte da dívida externa em investimentos (desta vez sem qualquer vinculação com a securitização). Em sua avaliação era vantajoso o emprego deste mecanismo, posto que os deságios praticados no mercado secundário eram bastante elevados, havendo a possibilidade do país se apropriar de parte dele ao mesmo tempo em que atraia um volume importante de novos investimentos (Tabela 2.4).

Com a Resolução nº 1460 ficava autorizada a conversão em investimentos da dívida vencida depositada no BACEN. O governo se apropriaria de uma parte do deságio do mercado secundário de títulos da dívida através de leilões subdivididos em: área incentivada e área livre.

---

(32) Para um maior esclarecimento das experiências anteriores com a conversão da dívida externa, ver Batista Jr. (1983, p. 103-16), Paiva e Malan (1987), Monteiro (1988) e Correia do Lago (1988).

A área incentivada se relacionava às Regiões Norte e Nordeste, Espírito Santo e Vale do Jequitinhonha do país e a área livre à todas as demais regiões. Excetuando-se esse incentivo às regiões consideradas mais carentes de recursos e investimentos, não havia qualquer indicação sobre quais setores da atividade econômica deveriam ser priorizados. Por outro lado não estavam claramente definidos os critérios e mecanismos que seriam utilizados na fiscalização das operações (33).

As operações de conversão estavam sujeitas à criação de tetos, determinados pelo Banco Central mensalmente.

O funcionamento dos leilões se baseava na determinação por parte do Banco Central do volume de recursos passíveis de serem convertidos e do desconto mínimo (0,5%) a partir do qual os interessados deveriam fazer seus lances. Toda vez que a demanda total de recursos (somatória de todos os lances) fosse maior do que o volume inicialmente ofertado, o BACEN aumentava, à razão de 0,5%, a taxa mínima de deságio. O leilão prosseguia até que a soma de todos os lances a uma determinada taxa de desconto fosse

---

(33) é importante lembrar que apesar da Resolução 1460 ter dado os parâmetros da conversão no país, os pedidos encaminhados até julho de 1987 ao BACEN permaneceram sujeitos às normas da Carta-Circular 1125 de 09/11/1984 do BACEN, que limitava as operações à créditos cedidos inter companhias e àqueles cedidos por instituições financeiras internacionais pelo seu valor de face (no caso dos créditos que não fossem objeto de cessão anterior).

igual ou menor que a oferta fixada e líquida de desconto. No caso da demanda ser menor que a oferta haveria um rateio, entre os participantes, correspondente, ao saldo restante com uma taxa de desconto inferior (em 0,5%) à atingida.

Uma vez concluídas as operações - chamadas de conversão formal - os investidores tinham um prazo de trinta dias para sacar os recursos depositados no BACEN, ou então poderiam deixá-los sob a forma de depósitos não remunerados em moeda estrangeira, sendo que as eventuais retiradas executadas após esse período deveriam obedecer a um cronograma elaborado junto ao Banco Central. As operações podiam ser registradas como ingresso de capital estrangeiro pelo seu valor líquido e as repatriações eram autorizadas decorrido um período de carência de doze anos.

Além do esquema formal de conversão da dívida externa em investimentos haviam as chamadas conversões informais. Nestas operações, eram negociados títulos da dívida bancária de médio e longo prazo e seus encargos, ou seja parcelas da dívida vincenda, não depositadas no Banco Central.

Nesta modalidade de conversão não eram realizados leilões, mas negociações diretas entre as partes interessadas.

Por se tratar de dívida não vencida não haviam impactos negativos sobre a base monetária e a atuação do governo se limitava a exigir dos investidores as informações necessárias para se

proceder o registro de capital (34).

As principais diferenças da conversão informal em relação à conversão formal são:

- "não existem limites para a conversão da dívida vencida dos setores público e privado, não depositada no Banco Central;

- no caso dos depósitos voluntários no Banco Central de dívida a vencer, os recursos convertidos serão liberados pelo valor de face dos títulos;

- em ambos os casos (dívida vencida depositada ou não no Banco Central), o registro dos investimentos será pelo valor de face dos créditos deduzido de desconto fixado pelo Banco Central com base no desconto médio do leilão imediatamente anterior à operação, ou no desconto negociado entre os interessados, o que for maior;

---

(34) é importante ressaltar que além da conversão formal e informal haviam na época outras modalidades de caráter especulativo. O exemplo mais conhecido eram as chamadas "bicicletas", nas quais um intermediário comprava títulos da dívida brasileira a vencer no mercado secundário com dólares adquiridos no mercado paralelo. Esses títulos eram convertidos pelo seu valor em cruzados com um desconto acordado previamente. De posse desse montante o intermediário reiniciava a operação comprando mais dólares no mercado paralelo. Para maiores detalhes, ver Lima, Bethânia Sampaio de Oliveira "Conversão da Dívida: Benefícios ambíguos e estreitos" Informe Conjuntural - CECOM, outubro de 1988. Universidade Estadual de Campinas.

- os recursos convertidos poderão ser aplicados, adicionalmente aos casos já mencionados, na compra de participações societárias;

- a dívida externa do setor público somente poderá ser convertida em investimento junto a entidades do próprio setor público" (35).

O programa de conversão da dívida externa em investimentos, ocorrido no Brasil durante 1988 acirrou o debate em torno da questão dos impactos positivos e negativos para a economia e ele associados.

A esse respeito destaco o trabalho de Solange Simões (36), onde a partir do capítulo III, a autora analisa a conversão sob três aspectos:

---

(35) Meyer, Arno e Marques, Maria Silvia Bastos "Implicações Macroeconômicas da Conversão da Dívida Externa, Revista Brasileira de Economia, vol. 43, nº 4, out/dez 1989, p. 526.

(36) Simões, Solange. Conversão da dívida externa em investimentos: a solução ou problema? Campinas, 1990. Monografia, Instituto de Economia-UNICAMP.

1) Impactos sobre o balanço de pagamentos.

1.1. Redução dos pagamentos a títulos de juros correspondentes as parcelas convertidas.

1.2. Aumento das remessas de lucros e dividendos.

1.3. Substituição de investimentos que trariam divisas ao país.

2) Impactos sobre a base monetária.

3) Impactos sobre os investimentos.

Em relação ao balanço de pagamentos a conclusão foi de que a conversão não traria ganhos, pois seus efeitos seriam ofuscados pelas remessas de lucros, dividendos e serviços associados ao aumento do estoque de capital da economia, sem que novas divisas fossem atraídas, já que o registro de capital se dá contra o abatimento do estoque da dívida.

Em relação à base monetária os impactos mostraram-se igualmente negativos, posto que os recursos convertidos formalmente são os depósitos em moeda estrangeira no BACEN de acordo com a Circular 230 e a Resolução 432 (relativos às parcelas de principal, juros vencidos e encargos). O impacto resultante seria o de uma expansão da base monetária o que provavelmente levaria as autoridades a aumentar a colocação de títulos no mercado financeiro elevando com isso as taxas de juros e pressionando os índices inflacionários, além de aumentar a própria dívida pública (Tabela 2.5).

Quanto aos investimentos, os impactos da conversão seriam negativos na medida em que favorecessem os de natureza privada em detrimento dos de natureza pública. O incentivo ao primeiro implicando necessariamente na redução do outro.

Esta conclusão, foi obtida a partir da utilização de um exercício elaborado pela FGV. Parte-se da equação  $S-I=CC$  ( $S$ =poupança,  $I$ =investimento e  $CC$ =saldo em conta corrente do Balanço de Pagamentos), e da desagregação da poupança e do investimento entre o setor público e o privado:  $(S_p-I_p) + (S_g-I_g) = CC$ . Além disso, supõe-se uma redução em  $CC$  simultânea a um aumento de  $I_p$  sem contrapartida em  $S_p$ , quer dizer um déficit na parcela  $(S_p-I_p)$ . Para compensar tal déficit seria necessário que a parcela  $(S_g-I_g)$  fosse superavitária.

Desse modo temos que em todos os aspectos pesquisados a conversão demonstrou-se questionável e apesar da autora observar que do ponto de vista dos investimentos, a alternativa da conversão no programa de privatização é menos prejudicial ao país, esta encontra-se condicionada às novas tendências internacionais, a atual crise interna e finalmente à própria indefinição do governo a esse respeito.



### CAPÍTULO 3

## A PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL ATRAVÉS DO EMPREGO DA CONVERSÃO DA DÍVIDA EXTERNA EM INVESTIMENTOS

Até o momento nossa análise centrou-se, por um lado, na questão mais geral da crise da dívida externa, suas principais características e tendências e, por outro, no mecanismo de conversão dos títulos dessa dívida em investimentos tanto no setor privado quanto no setor público.

Constatou-se, no capítulo I, que existe uma tendência à "redução involuntária" dos encargos da dívida externa, associada ao agravamento da crise, do padrão de financiamento das economias dos países devedores. Além disso, no capítulo II, foi possível caracterizar de modo geral, o mecanismo de conversão desta dívida em investimentos, e seus principais impactos no Chile e no Brasil.

Resta incorporar ainda, um novo elemento em nosso estudo. Trata-se do processo de privatização no Brasil, através da conversão dos títulos da dívida externa.

Contudo, é necessário observar que não se pretende realizar neste trabalho um estudo aprofundado acerca da problemática relativa ao tema da privatização no Brasil, mas apenas caracteri-

zã-la em seus traços mais gerais. Procuraremos mostrar como o discurso oficial defende a necessidade de implementação desse processo como parte da estratégia brasileira para o saneamento financeiro do setor público, e para uma reestruturação ampla do padrão de intervenção do Estado, de modo a reduzir-lhe o peso e a retomar o crescimento econômico. Nos limitaremos a um breve apinhado das iniciativas referentes à gestão do presidente José Sarney e ao atual programa implementado pelo governo do presidente Fernando Collor.

Por outro lado a despeito do acalorado debate sobre o tema nos limitaremos a discutir especificamente a questão do ponto de vista do emprego dos títulos da dívida externa como "moeda".

## **I. Caracterização Geral das Iniciativas do Governo Sarney e do Governo Collor**

O discurso oficial tem defendido a necessidade de se reduzir o grau de interferência do Estado na economia partindo da premissa segundo a qual a principal razão da crise do padrão de financiamento do setor público brasileiro - caracterizada de um lado pelas elevadas dívidas interna e externa e de outro pela progressiva perda de capacidade para alavancar o padrão de acumulação do capital - reside no crescimento descontrolado desse se-

tor. Tal expansão financiada com base em déficits crescentes (despesas maiores que as receitas) tem tornado o setor público ineficiente e dependente. Por outro lado essas características teriam efeitos perversos sobre todo o conjunto da economia na medida em que estimulam a especulação financeira com títulos públicos, a elevação permanente da taxa de juros interna e com isso dos patamares inflacionários. Somando-se a isso os efeitos oriundos da crise do endividamento externo o que se tem é um quadro no qual há uma redução significativa dos níveis de consumo e investimento na economia (trata-se do ajuste recessivo da economia), com o agravamento da dívida social brasileira.

Assim, do ponto de vista das autoridades governamentais (bem como alguns de setores da sociedade brasileira) o principal objetivo da desestatização é o de:

"... reforma do setor público, que deve resultar na recuperação da capacidade de investimento e da eficiência alocacional de recursos do Estado e, por indução, do próprio setor privado. Tal objetivo tem por fim tornar possível o crescimento econômico auto-sustentado, orientado para o resgate da enorme dívida social acumulada ao longo do tempo" (37).

---

(37) Conselho Federal de Desestatização - Relatório 1985-1989. Brasília, 1990, p. 7.

## **O Programa Federal de Desestatização (1988)**

Especificamente, no Decreto nº 95.886 de 29 de março de 1988 que instituiu o Programa Federal de Desestatização, temos em seu artigo 1º os seguintes objetivos:

I. transferir para a iniciativa privada atividades econômicas exploradas pelo setor público;

II. concorrer para a diminuição do déficit público;

III. propiciar a conversão de parte da dívida externa do setor público federal em investimentos de risco, resguardando o interesse nacional;

IV. dinamizar o mercado de títulos e valores mobiliários;

V. promover a disseminação da propriedade de capital das empresas;

VI. estimular os mecanismos competitivos de mercado mediante a desregulamentação das atividades econômicas;

VII. proceder à execução indireta de serviços públicos, por meio de concessão ou permissão;

VIII. promover a privatização de atividades econômicas exploradas, com exclusividade, por empresas estatais, ressalvados os monopólios constitucionais" (38).

Segundo a avaliação do Conselho Federal de Desestatização (39) existe no Brasil uma "cultura estatizante" derivada do surgimento e consolidação de um setor produtivo estatal (SPE) altamente dinâmico entre as décadas de 50 e 70. Tal "cultura estatizante" estaria na raiz do desequilíbrio estrutural do SPD brasileiro, sendo a responsável por seu crescimento exagerado e por seu avanço em áreas de interesse exclusivamente privado.

O relatório reconhece o papel significativo das empresas estatais no sentido de alavancar os gastos em investimentos nos setores de infra-estrutura e insumos básicos o relatório aponta a necessidade desta cultura estatizante de reconhecer:

"1) o Estado já cumpriu com seu papel de implementador de várias áreas estratégicas e prioritárias, e que o setor produtivo brasileiro já se encontra integrado (bens de consumo e bens de produção);

---

(38) Idem, p. 8.

(39) Idem.

2) uma vez implementadas e consolidadas, estas áreas podem ser transferidas ao setor privado;

3) o setor público brasileiro encontra-se com elevado grau de endividamento, pressionando a taxa de juros de captação;

4) em face das prioridades concedidas ao Estado Empre-sário (exemplo: US\$ 18,6 bilhões em 1987-88 de recursos do Tesou-ro Nacional para as estatais), acumulou-se uma elevada dívida so-cial, que é cobrada pela sociedade pelo Congresso Nacional;

5) a nova Constituição descentralizou recursos do Go-verno Federal para o Estadual e Municipal, reduzindo as disponi-bilidades do Tesouro Nacional" (40).

Vale dizer, na visão oficial, o Estado não é mais ne-cessário ao sistema produtivo nacional, pois este já atingiu um estágio de desenvolvimento que o capacita não só a atuar eficien-temente em suas áreas específicas e tradicionais de inserção, co-mo também, a substituir as EE em outras, consideradas estratégi-cas. Além disso, esta reestruturação é tão desejável quanto ne-cessária dado o alto grau de endividamento do Estado e seus efei-tos reconhecidamente inflacionários. O discurso das autoridades enfatiza

---

(40) Idem, p. 9.

ênfatiza a busca de um novo padrão de financiamento que passe necessariamente pela redução do papel do setor público na economia (e desse modo da própria dívida a ele associado).

Somente com esta redução seria possível reorientar os gastos públicos para suprir as necessidades sociais cada vez mais urgentes e cuja responsabilidade cabe apenas ao próprio Estado.

A noção de cultura estatizante tal qual aqui se apresenta compreende, portanto, basicamente a proliferação exagerada do número de EE em diversos setores da economia brasileira. Segundo o referido relatório este processo teve maior destaque a partir da reforma administrativa de 1967:

"... na ânsia de desenvolver-se e sem autorização específica do Congresso Nacional, várias estatais criaram subsidiárias e invadiram áreas não estratégicas, típicas do setor privado, (laminados não planos, alumínio, comercialização, etc)".

Além disso temos que:

"Por outro lado, veio a ser assumida pelo Estado uma série de empreendimentos de iniciativa do setor privado que tiveram dificuldades ao se instalar, ou que não puderam operar ade-

quada ou produtivamente, por responsabilidade do próprio empresário, ou em face de contingências do mercado. Visando preservar o emprego e a planta produtiva, foram incorporadas temporariamente ao setor público empresas privadas, das mais variadas áreas: hotéis, indústrias de fiação e tecelagem, metalúrgicas, petroquímicas, usinas de açúcar, editora de livros, hospitais, etc" (41).

A primeira iniciativa, de caráter oficial, visando diminuir a participação das EE na economia surgiu com a edição do Decreto nº 86.215 de 1981. Através deste, o governo criava a Comissão Especial de Desestatização encarregada de fixar normas para a transferência, transformação e desativação de empresas estatais (42).

De acordo com o artigo 3º deste Decreto são passíveis de privatização:

"I. as empresas privadas que, tendo sido criadas pelo setor privado, passaram posteriormente para o controle direto ou indireto da União, em decorrência da inadimplência de obrigações, execução de garantia ou situações jurídicas semelhantes;

---

(41) Idem, p. 11 e 12.

(42) Antes disso, porém, com o Decreto nº 83.740 de 1979 que criou o Programa Nacional de Desburocratização, o governo já esboçava uma primeira aproximação à essa questão.



II. as empresas instituídas pelo Poder Público que não mais devam permanecer sob o controle e direção do Governo Federal, por já existir, sob controle nacional, setor privado suficientemente desenvolvido e em condições de exercer as atividades que lhes forem atribuídas;

III. as subsidiárias das empresas instituídas ou controladas direta ou indiretamente pela União, cuja existência não seja indispensável à execução dos objetivos essenciais da empresa controladora e importe em desnecessária ou injusta competição com as empresas privadas nacionais" (43).

Do nosso ponto de vista a despeito da ausência de um maior grau de detalhamento, que especificasse mais clara e objetivamente tanto os critérios de seleção das empresas "privatizáveis", quanto a própria definição e diferenciação das esferas de competência pública e privada, e de suas interrelações, parece óbvio que do ponto de vista das autoridades existe uma relação inversamente proporcional entre a eficiência do SPE e sua expansão. Tudo isto, em um contexto de agravamento das condições de financiamento do setor público, associado aos determinantes mais gerais da crise econômica interna e externa.

---

(43) Idem, p. 12.

Na realidade, pod-se constatar que: primeiro, foram empregadas políticas de contenção das tarifas e preços das EE com objetivos de redução do crescimento inflacionário (sobretudo a partir da reversão do ciclo expansivo brasileiro, marcada pelos dois choques do petróleo em 1974 e 1979). Segundo, houve a utilização das EE como instrumentos de captação de recursos no exterior, uma vez que estas contavam com grande credibilidade e confiança junto aos fornecedores desses recursos, para financiar os projetos de gasto do governo federal (II PND) e para suprir as necessidades de fechamento do Balanço de Pagamentos. O resultado dessas políticas foi a deterioração da capacidade de auto-financiamento das EE e o aumento, a patamares comprometedores (principalmente do volume de investimentos), de sua dívida externa devido à elevação das taxas de juros internacionais (44).

A medida em que o governo federal, e as autoridades políticas intensificavam o uso das EE, como mecanismos de política econômica para alcançar seus objetivos sem, contudo, levar em conta as mudanças no sistema financeiro internacional, forçavam todo o SPE nacional, a uma situação de fragilidade e dependência financeira sem precedentes.

---

(44) Para uma análise mais detalhada sobre as causas do endividamento externo brasileiro, consultar: Cruz, Paulo Davidoff, Dívida Externa e Política Econômica. A Experiência Brasileira nos Anos Setenta. São Paulo, Brasiliense, 1984.

O aumento da participação das EE na captação de recursos no exterior, além de se refletir na modificação de sua estrutura de usos e fontes deu origem ao chamado processo de estatização da dívida externa (45).

A estatização da dívida externa se deu, no primeiro momento, para compensar a retração das captações do setor privado. Posteriormente tal processo se intensificou na medida em que o Estado via BACEN e Tesouro Nacional passou a assumir os compromissos de pagamento originalmente devidos pelo setor privado e ao mesmo tempo elevar ainda mais suas captações, e avalizar aquelas realizadas pelas demais esferas públicas (estados, municípios, empresas estatais e autarquias). Trata-se portanto de um processo de concentração e centralização dos encargos e responsabilidades da dívida externa na figura da União (ver Tabelas 3.1 a 3.4).

---

(45) Idem.

Em termos financeiros a busca de "poupanças" externas trouxe impactos negativos, entre outros motivos devido à elevação da taxa de juros interna acima das taxas internacionais. Para as autoridades o diferencial entre as taxas de juros se constituía um forte incentivo às captações no exterior. Entretanto com o aumento dos juros a nível interno aumentava, também, o custo financeiro das empresas que por esse motivo os repassavam aos preços contribuindo para aumentar os índices inflacionários.

Com a eclosão da crise da dívida externa no início dos anos oitenta o Estado se viu obrigado a buscar recursos no mercado financeiro nacional. Tais recursos, porém, implicaram na expansão da oferta de títulos públicos que por sua vez exigiram a elevação da taxa de juros interna e conseqüentemente da própria dívida mobiliária do Estado e da inflação (esse processo ficou conhecido como "ciranda financeira").

Todos esses fatos contribuíram para o amadurecimento do debate em torno da questão da reestruturação do Estado e do enfrentamento da crise do setor público brasileiro enquanto principal responsável pelos desequilíbrios da economia. Acrescente-se a eles, também, as medidas adotadas em vários países visando o reordenamento do papel do Estado a partir da redução de sua intervenção na economia, principalmente em relação à esfera produtiva, servindo assim como exemplos a serem estudados pelas autoridades brasileiras.

## **O Plano Nacional de Desestatização do Governo Collor**

Os resultados altamente negativos obtidos pela economia brasileira durante toda a década de oitenta se refletiram a nível político através da busca de novas alternativas para tentar combater seus principais problemas.

A vitória do candidato Fernando Collor do Partido de Reconstrução Nacional (PRN) na eleição presidencial de 1989 deu um novo fôlego à questão da privatização no Brasil. Com a Medida Provisória 155 de 15/03/90 o novo governo institui o Programa Nacional de Desestatização, posteriormente aprovado pelo Congresso Nacional na forma da Lei nº 8.031 de 12/04/1990 regulamentado através do Decreto nº 99.463 de 16/08/1990.

Conforme este decreto os objetivos do Programa Nacional de Desestatização são:

I. reordenar a posição estratégica do Estado na economia nacional, mediante a transferência, à iniciativa privada, de atividades econômicas indevidamente exploradas pelo setor público;

II. contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público;

III. permitir a retomada de investimentos nas atividades econômicas das sociedades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;

IV. contribuir para a modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia nacional;

V. permitir que a Administração Pública Federal concentre seus esforços e recursos nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; e

VI. contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, mediante o aumento de ofertas públicas de valores mobiliários e a democratização da propriedade do capital social das sociedades que integrarem o Programa Nacional de Desestatização" (46).

De acordo com o PND poderão ser privatizadas as empresas:

"I. controladas, direta e indiretamente, pela União, instituídas por lei ou em decorrência de autorização legislativa;

---

(46) Programa Nacional de Desestatização - Legislação Básica, 1990, p. 22.

II. organizadas por entidades controladas direta ou indiretamente pela União; ou

III. criadas pelo setor privado que, por qualquer motivo, tenham passado ao controle, direto ou indireto da União" (47).

Exclui-se do PND:

"I. as empresas públicas e as sociedades de economia mista que exerçam atividades de competência exclusiva da União, de acordo com os artigos 21, 159, inciso I, alínea "c" e 177, da Constituição; e

II. o Banco do Brasil S.A. e o órgão oficial ressegurador referido no artigo 192, inciso II, da Constituição" (48).

Uma breve análise comparativa dos objetivos, empresas privatizáveis e empresas não privatizáveis contidos no PND de 1990 e no Programa Federal de Desestatização de 1988 revela que na verdade não existem diferenças significativas entre eles sendo o primeiro, a grosso modo, uma reedição do segundo. Por outro lado do ponto de vista político o PND representa um avanço em relação a seu precursor pois foi criado por um governo legitimado pelas urnas o que o torna, em princípio, mais aceitável e factível.

---

(47) Idem, p. 22.

(48) Idem, p. 23.

Conforme afirma o próprio governo federal o chamado Plano Collor se subdivide em:

"- um programa de estabilização cuja meta é obter uma redução substancial das taxas de inflação;

- um conjunto de reformas estruturais que objetivam a consolidação dessa redução da inflação e a preparação do caminho para a recuperação do crescimento econômico" (49).

O PND se insere nesse conjunto ao lado de outros itens (abertura da economia ao mercado exterior e uma nova política industrial voltada a uma maior competitividade da economia brasileira), e se justifica, no entender das autoridades, na medida em que a participação do Estado no setor produtivo mostrou-se inviável, pois:

- as empresas originariamente pertencentes ao setor privado e sem vínculos estreitos com o rol de atividades tipicamente de caráter público não tem razões para continuar sob a tutela do Estado;

---

(49) Plano Nacional de Desestatização - Fundamentos, maio de 1991, p. 4.



- aqueles setores tidos como estratégicos para a economia nacional encontram-se devidamente consolidados e portanto em condições de serem transferidos ao setor privado. Além disso a crise das finanças públicas torna ainda mais urgente tal transferência.

Nessa questão em particular as autoridades econômicas acreditam que através do FND é possível e viável a redução substancial do montante das dívidas interna e externa. Com isso haveria em sua opinião, uma melhora do fluxo de caixa do setor público no sentido de protegê-lo contra as flutuações futuras dos níveis das taxas de juros internas e externas e mais ainda, seria possível empregar os recursos obtidos em atividades tradicionalmente associadas a participação do setor público e que hoje encontram-se mal assistidas por ele (saúde, educação, etc).

Os benefícios gerados seriam distribuídos ao conjunto da sociedade brasileira através do estímulo à concorrência, uma vez que com ela estariam assegurados tanto a qualidade dos produtos oferecidos quanto seus preços em níveis não inflacionários.

No que tange aos investimentos o FND, segundo o discurso oficial, contribuirá para sua retomada e ampliação, sendo que para isso é necessário incentivar a poupança, por três modos:

"1) através da ampliação da propriedade acionária, criando novos poupadores privados na economia;

2) através da abertura do programa à participação do capital estrangeiro. Investidores estrangeiros podem adquirir até 40% do capital votante e até 100% do capital não-votante nas empresas em processo de desestatização;

3) através da recuperação da poupança do setor público:

a) devido a redução do pagamento de juros sobre a dívida;

b) devido a eliminação de subsídios explícitos e implícitos que causam perdas o EE como, por exemplo, a injunção de preços artificialmente baixos" (50).

Outro importante desdobramento associado a implementação do PND, defendida arduamente por seus criadores através dos meios de comunicação, é o aumento da eficiência determinado pelo fim das "dificuldades criadas pelo conflito entre os objetivos políticos e econômicos" (51). A eficiência, por outro, dependerá, também do fim dos "monopólios no setor público de regular em interesse próprio, mas em detrimento do interesse público" (52).

---

(50) Idem, p. 8.

(51) Idem, ibidem.

(52) Idem, ibidem.

Finalmente temos que a racionalidade da gestão privada, fundamentada nas leis de mercado e tendo como objetivo um dado nível de lucro, se constitui um terceiro e crucial fator de determinação e ampliação da eficiência dessas empresas.

O processo de desestatização das empresas estatais é precedido por um esquema de "avaliações econômicas independentes" realizadas por empresas privadas especializadas, selecionadas através de licitação pública (pelo menos duas empresas para cada estatal privatizada).

A chamada base institucional do programa se assenta principalmente sobre dois agentes: a Comissão Diretora do FND composta por sete membros do setor privado e quatro do setor público e o BNDES (sobretudo em razão de sua experiência adquirida entre 1981 e 1989) <sup>(53)</sup>. Compete a estes agentes a gestão e a supervisão do processo.

São aceitas como pagamento pelas ações das empresas privatizadas as seguintes "moedas":

---

(53) Entre 1981 e 1989 ocorreram 38 operações de privatização no Brasil, a maioria delas (20) sob o controle da BNDESPAR, criada especialmente para isso pelo BNDES. Grande parte dessas operações foram de caráter reprivatizador, ou seja, de retorno para iniciativa privada de empresas originalmente privadas. O resultado das vendas proporcionaram ao Estado recurso, da ordem de um bilhão de dólares.

- 1) cruzeiros;
- 2) cruzados novos bloqueados no BACEN;
- 3) certificados de privatização (CP's);
- 4) títulos de dívidas de médio e longo prazo das empresas estatais e de suas controladoras;
- 5) títulos de outras dívidas governamentais;
- 6) títulos da dívida externa brasileira, principalmente MYDEFA's, PFA's e CFA's. Haverá desconto de 25% sobre o valor de face desses títulos.

Com relação as empresas em processo de privatização, temos que elas se subdividem em três setores: siderúrgico, de fertilizantes e petroquímico.

As empresas são as seguintes:

- No setor siderúrgico: a Companhia Siderúrgica de Tubarão - CST, a Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. - USIMINAS, a Companhia Siderúrgica do Nordeste - COSINOR, a Aços Finos Piratini, a Companhia Aços Especiais Itabira - ACESITA;

- No setor de fertilizantes: a GOIASFÉRTIL, a Indústria Carboquímica Catarinense - ICC, a FOSFÉRTIL, a ULTRAFÉRTIL, a NITROFÉRTIL, a INDAG e a ARAFÉRTIL;

- No setor petroquímico: a Companhia Petroquímica do Sul - COPESUL, a PPH, a TRIUNFO, a POLISUL, a PETROQUÍMICA UNIÃO

S.A. - POU, PETROFLEX, NITRIFLEX, ALCALIS e as participações acionárias da PETROQUISA nos pólos petroquímicos do Nordeste e de São Paulo; a MAFERSA Sociedade Anônima, uma indústria de vagões ferroviários e equipamentos correlatos;

- A MINERAÇÃO CARAÍBA Ltda, mineração de cobre;

- A USIMINAS MECÂNICA Ltda - USIMEC, uma indústria de equipamentos;

- A Companhia Eletromecânica - CELMA, que produz e repara turbinas e peças para aeronaves;

- A FRANQUE, a ENASA e a SNBP, companhias de navegação fluvial" (54).

### **Resultados Alcançados pelo PND**

Até o presente momento o governo federal conseguiu levar a cabo através do PND a privatização de duas empresas estatais: a USIMINAS (em 24 de outubro) e a CELMA (em 1 de novembro). Ambas as operações ocorreram via leilão na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

---

(54) Plano Nacional de Desestatização - Fundamentos, maio de 1991, pp. 14-15.

A USIMINAS foi arrematada por Cr\$ 709,6 bilhões, sendo que desse total Cr\$ 596,9 bilhões foram pagos através das chamadas "moedas podres" ou títulos de dívidas públicas.

As "moedas" utilizadas foram:

- Debentures da Siderbrás, Cr\$ 319 bilhões;
- Títulos de dívidas vencidas de estatais, Cr\$ 191,2 bilhões;
- Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento, Cr\$ 122,4 bilhões;
- Títulos da Dívida Agrária, Cr\$ 21,4 bilhões;
- Títulos da dívida externa, Cr\$ 2,8 bilhões;
- Certificados de Privatização, Cr\$ 112,4 bilhões;
- Cruzados, Cr\$ 274,7 milhões (55).

Conforme mostram os dados apenas cerca de Cr\$ 83,5 mil foram utilizados na forma de moeda corrente, o restante aproximadamente 94,1% foram empregados na forma de "outras moedas".

---

(55) Dados aproximados publicados pelo jornal Folha de São Paulo em sua edição de 2 de novembro de 1991, p. 11, caderno 1.

O valor pelo qual a empresa foi adquirida é o equivalente à cerca de 14% acima o valor mínimo estabelecido pelo governo. Outra característica importante do processo foi a reduzida participação do capital estrangeiro, em torno de 5,9% das ações negociadas (participaram 15 empresas estrangeiras).

A Companhia Eletromecânica Celma foi transferida para iniciativa privada por Cr\$ 61,382 bilhões, valor equivalente a 24,5% acima do piso estabelecido pelo governo.

A empresa teve 87,4% de suas ações adquiridas por empresas de capital nacional e 12,5% por empresas de capital estrangeiro sendo que 10,8% já pertenciam à United Technologies Corporation dos EUA. A participação dos empregados limitou-se à 3% das ações da empresa enquanto que 3,29% delas foram adquiridas pelo Fundo Nacional de Desenvolvimento (56).

Segundo o discurso oficial ambos os leilões foram bem sucedidos e apesar da reduzida participação de capitais externos os objetivos dos governos foram alcançados.

Em síntese, o atual governo conseguiu dar início efetivo ao processo de privatização das empresas estatais, entretanto tem enfrentado a resistência de vários setores da sociedade em

---

(56) Dados publicados pelo jornal Folha de São Paulo em sua edição de 02/11/91, caderno 1, p. 12.

torno da questão das "moedas" empregadas e do papel estratégico dessas empresas na economia nacional, além de outras irregularidades do próprio processo (57).

Por causa desses obstáculos o processo tende a se tornar menos dinâmico à medida em que o governo se proponha a privatizar empresas associadas aos setores de infra-estrutura e prestação de serviços numa segunda etapa da implementação do PND. Necessitará para isso da aprovação do Congresso Nacional, que é o principal cenário do conflito de interesses travados entre os grandes grupos privados nacionais e estrangeiros interessados nas privatizações de um lado e de outro por aqueles segmentos interessados em alterar e condicionar o programa de desestatização de modo a preservar os chamados "interesses públicos nacionais".

Uma questão particularmente importante, neste sentido, é aquela que diz respeito ao objeto de estudo deste trabalho: a utilização dos títulos da dívida externa como pagamento pelas ações das empresas estatais privatizadas, tema que passaremos a tratar a seguir.

---

(57) Até o dia 22 de outubro ou seja dois dias antes do leilão da USIMINAS, cinco ações judiciais (três populares, uma cautelar e uma civil) pediam sua suspensão. No caso da CELMA uma liminar foi concedida pela 6ª Vara de Justiça proibindo a realização do leilão sob as alegações principais de que a empresa formava um monopólio e que seus funcionários estavam sendo privilegiados na compra de ações. Nos dois casos, porém, a justiça deu ganho de causa ao BNDES e os leilões se realizaram.



## **II. A Conversão dos Títulos da Dívida Externa Brasileira em "Moeda", Empregada no Pagamento das Ações das Empresas em Processo de Privatização**

A decisão do governo de aceitar como pagamento, títulos das dívidas públicas interna e externa, pela venda de ações das empresas estatais, tem gerado muitas discussões entre aqueles que defendem a necessidade de se eliminar o déficit público uma vez que, a ele podem ser atribuídos os principais desequilíbrios da economia. As privatizações a partir do uso de tais moedas juntamente com outras medidas de liberalização da economia são deste modo necessárias para acabar com o déficit público e recuperar a capacidade de crescimento do país.

No pólo oposto encontram-se os que afirmam que devido a sua reconhecida desvalorização, tais títulos não devem ser utilizados. Eles não representam aportes de recursos reais para o setor público e portanto não contribuem para a melhoria de sua situação financeira. A mera transferência do controle das empresas estatais não significa, necessariamente a redução nem tão pouco a eliminação dos encargos das dívidas, e demais despesas delas sobre o setor público como um todo.

Do nosso ponto de vista é necessário ter claro que em primeiro lugar a própria lógica de maximização dos lucros do setor privado é contrária à aquisição de empresas públicas consideradas, segundo critérios de mercado, ineficientes. Isto representaria um alto risco de descapitalização para os agentes interessados em participar do processo. O Estado precisaria, assim, fazer uma espécie de saneamento para torná-las atrativas, o que certamente implicaria em um aumento significativo de seus gastos.

Uma vez que é possível utilizar diversos tipos de títulos (sendo todos com valor real inferior ao nominal), a aquisição de empresas nestas circunstâncias equivaleria a um duplo prejuízo para o governo. Em outras palavras o Estado estaria pagando para se livrar das empresas em que investiu.

Em segundo lugar, admitindo-se, por hipótese, que o governo se recusasse a aumentar seus gastos, limitando-se assim, a ofertar as empresas públicas sem intervir para melhorar-lhes o perfil. Pode-se supor, com certa margem de segurança, que apenas aquelas em melhores condições e com elevado potencial lucrativo seriam qualificadas por seus demandantes e portanto adquiridas. Tal fato levaria "valor de mercado" das demais a se reduzir, isto implicaria, por sua vez, em uma desvalorização igual ou maior dos títulos das dívidas dessas empresas, que são utilizados como moedas no programa de desestatização.

Naturalmente, o debate a respeito desse tema não se esgota apenas, nos argumentos aqui levantados. Nossa análise, como já dissemos tentara desenvolver e contrapor do ponto de vista da questão, da dívida externa, os benefícios e problemas relativos ao emprego dos títulos da dívida externa no PND.

O ponto de partida de nossa crítica será a confrontação dos objetivos do governo (expressos no PND) com a contextualização da problemática da dívida externa e da dívida interna.

Além disso, utilizando o exemplo chileno, tentaremos mostrar que o atual projeto de privatização brasileiro, poderá a medida em que for sendo implementado ter conseqüências tão ou mais graves do que as que houveram no Chile.

## **O PND no Contexto da Crise das Dívidas Externa e Interna**

Conforme foi mostrado na primeira parte do capítulo I, a década de oitenta foi marcada pelo aprofundamento da crise econômica mundial. No caso da América Latina tal crise assumiu um contorno ainda mais grave devido à pressão exercida pelas remessas ao exterior, relativas aos encargos da dívida externa.

O agravamento das condições de financiamento das economias da América Latina e o fracasso das tentativas de recuperá-las frente a inflexibilidade da banca de credores internacionais acabou por minar a própria capacidade de pagamento dos países devedores. Desse modo, a própria natureza da crise da dívida externa, impôs a esses países esquemas de redução involuntária dos encargos devidos. Não obstante tal redução, estes encargos permaneceram em níveis bastante elevados (conforme foi mostrado na segunda parte do capítulo I). Essa tendência se refletiu na estratégia dos credores, que passaram a criar mecanismos de proteção, contra o risco crescente de não recebimento dos haveres devidos.

O reconhecimento da necessidade de se adotar os chamados esquemas não convencionais de redução da dívida culminou com implementação do Plano Brady. Com este plano alguns países selecionados pelos credores, de acordo com seu comportamento em relação aos pagamentos e com o montante devido, tiveram seus estoques de dívida reduzidos. O plano porém mostrou-se bastante limitado quanto ao número de nações beneficiadas, quanto ao volume da dívida perdoadada e quanto à manutenção da estrutura montada pelos credores desde a eclosão da crise em 1982.

Apesar das rápidas mudanças do cenário político e econômico, a nível mundial, como reflexo das alterações nas relações de poder e da nova divisão internacional do trabalho. A questão da dívida externa, dos países do chamado terceiro mundo, permaneceu intocada e nada indica que mudanças significativas devam ser

esperadas, como resultado de iniciativas adotadas nos países desenvolvidos para resolvê-la. Pode-se esperar, ao contrário, que a crise se agrave ainda mais, devido ao fato de que os novos fluxos de recursos e investimentos internacionais tendem a se concentrar nos países capitalistas desenvolvidos ou, no máximo, nas recém abertas economias do leste europeu.

A priori não se pode concluir que, diante destes fatos, o problema da dívida externa venha a se solucionar por si próprio a longo prazo. Entretanto a partir das tendências observadas pode-se afirmar que não há razão para se tentar trocar títulos dessa dívida por ativos públicos, como é proposto no PND. Quando, por um lado estes títulos poderiam ser renegociados sob novas bases. Tal renegociação deve levar em conta não apenas essas tendências, como também uma política de tratamento que incorpore um conceito de capacidade de pagamento que seja compatível com as condições de financiamento da economia.

Por outro lado, a desestatização através da conversão da dívida externa pode resultar, em um enfraquecimento ainda maior do posicionamento político do país devedor frente a banca credora. A privatização, das empresas estatais, deveria ser colocada não como uma proposta na qual, implicitamente o governo assume uma posição passiva em busca de resultados de curto prazo para seus problemas de caixa. Ela deveria figurar como parte da reestruturação da economia como um todo, na qual o Estado a partir da obtenção de recursos reais recuperasse sua capacidade de

financiamento.

O Estado, portanto, deveria assumir uma política na qual a renegociação da dívida externa fosse o pressuposto para a implementação de reformas estruturais (que incluiriam as privatizações com contrapartida real) que teriam como principal objetivo a recuperação da capacidade de financiamento da economia (e com ela da própria capacidade de pagamento do país).

"... Esta renegociação precisará: as necessidades reais de financiamento do setor público e, portanto, delimitará o gasto do governo; a abrangência da política de abertura comercial; os termos e o volume de investimento direto do exterior; e o volume do superávit comercial que poderá ser destinado à ampliação e modernização do aparelho produtivo" (58).

A proposta implementada através do FND desconsidera as tendências apontadas ao incluir os títulos da dívida externa como "moeda". As aplicações surgem para os investidores estrangeiros como uma opção independente da renegociação mais ampla da dívida

---

(58) Miranda, José Carlos da Rocha. Dinâmica da Economia Brasileira na Década de 70 e 80. Pesquisa: São Paulo no Limiar do Século XXI: Perspectivas dos Setores Produtivos 1980-2000. Campinas, julho de 1990.

como um todo. Esta característica faz com que tais aplicações, do ponto de vista dos investidores, sejam ponderadas no horizonte de cálculo capitalista por dois fatores: primeiro, a definição do próprio programa de desestatização, sua base legal, institucional, etc. Os investidores - principalmente os estrangeiros - tendem a tomar suas decisões de aplicar (e elevar) um determinado montante de recursos, ainda que através das chamadas "moedas-pedras", na medida em que os riscos atribuídos à um eventual impedimento ou cancelamento do processo (devido a ações judiciais, etc) deixem de existir. Estes riscos, menos econômicos do que políticos, dependem fundamentalmente da reação contra o programa como um todo, ou para um determinado conjunto de empresas públicas, por parte dos diversos segmentos representativos da sociedade.

Em segundo lugar as aplicações dependem dos fatores conjunturais, internos e externos. No Brasil estes fatores tem se mostrado desfavoráveis devido a insuficiência das decisões de política econômica e à própria estrutura da economia.

Esses fatores repercutem de modo negativo na formação das expectativas dos agentes privados. A inflação descontrolada é, nesse sentido, uma consequência direta dessas expectativas. As dificuldades em combatê-la dizem respeito ao problema do financiamento do déficit público devido à utilização sistemática de uma política monetária tradicional (controle do M1) em uma economia na qual predominam inovações financeiras com o objetivo de

defesa contra descapitalização e, na qual persiste além disso o mecanismo da "ciranda financeira".

Outro problema para a busca de estabilidade dos preços se refere à crise cambial enquanto "impossibilidade de acumular reservas, dado que o montante a ser transferido (para o exterior) é renegociado a cada ano em função do próprio saldo comercial" (59). Disto resulta, em primeiro lugar, a necessidade de obter megasuperávits na conta de comércio exterior que obrigam as autoridades monetárias a proceder desvalorizações cambiais frequentes. A rentabilidade real do setor exportador passa a partir daí a servir como base para os reajustes dos preços de outros agentes relevantes (setores oligopolísticos).

Em segundo lugar, o governo para tentar reduzir os impactos inflacionários desses megasuperávits, aumenta seus gastos com a dívida pública. Isto, por sua vez dá um novo impulso à "ciranda financeira" agravando, portanto, as dificuldades de controle da inflação.

O resultado final do emprego dessas políticas é o de aumentar a concentração de renda no país. Devido as transferências internas de renda, do setor público para o privado e do trabalho para o capital, diminuem a capacidade de gasto do Estado e dos assalariados.

---

(59) Teixeira, Aloísio. Vinte Anos de Política Econômica (evolução e desempenho da economia brasileira de 1970 à 1989). Idem.



Diante desse quadro geral parece pouco provável que os investidores estrangeiros venham a participar, como acreditavam as autoridades governamentais, massivamente do PND. Além disso o fato do governo ter iniciado o processo a partir da venda das empresas públicas com melhor perfil, em um contexto de crise econômica e política tem tido como principais efeitos: a depreciação patrimonial dessas empresas, o reduzido "valor de mercado" atribuído nos leilões, e a persistência do desajuste do Setor Público já que dificilmente o governo conseguirá se desfazer das estatais deficitárias em uma segunda etapa do processo (a menos que se proceda um "saneamento" prévio). (VER ANEXO, P. 21)

### **III. O PND e o Paradigma Chileno**

A experiência chilena (mostrada no segundo item do capítulo anterior) de conversão da dívida externa em investimentos, principalmente na aquisição de participações acionárias das empresas públicas privatizadas, tem em comum com o caso brasileiro o diagnóstico geral de que grande parte dos problemas econômicos podem ser atribuídos à participação exagerada do Estado em atividades tipicamente privadas. Em ambos busca-se facilitar a penetração e ampliação do capital estrangeiro como tentativa de minimizar os impactos negativos das transferências ao exterior. As autoridades visam basicamente conciliar as exigências dos governos e bancos dos países credores, no sentido de liberalizar e in-

tegrar seus mercados nacionais aos mercados internacionais, com suas necessidades de financiamento, a curto e médio prazos.

Esta liberalização via conversão, de acordo com o discurso oficial, tem contrapartida favorável por dois motivos principais: em primeiro lugar devido à redução da dívida externa e em segundo lugar (não menos importante) devido ao aumento do volume de investimentos total na economia. A conversão, portanto, se coloca como um elo de ligação entre os interesses do Estado e os interesses dos países desenvolvidos - particularmente dos países credores - tanto no caso do Chile como no caso do Brasil.

Porém, uma questão se coloca em relação à este elo: estarão corretas as avaliações quanto a utilização e os efeitos do mecanismo da conversão? A própria experiência chilena é capaz de demonstrar que não.

O regime de governo ditatorial, responsável pela imposição dessa forma de articulação entre o Estado e os grandes grupos privados nacionais e estrangeiros no Chile, (através do Capítulo XIX) levou a economia ao custo do patrimônio público a um elevado grau de desnacionalização, inclusive daqueles setores tidos como estratégicos. Apesar da ampla abertura da economia chilena, seus resultados gerais não exerceram impactos significativos sobre os termos de renegociação de uma dívida externa, junto aos bancos privados ao longo de toda a década de 80 (ver tabelas 3.5, 3.6 e 3.7).

Entre 1985 e 1987 o país conseguiu reduzir aproximadamente dois bilhões de dólares ou seja 10% do estoque de uma dívida total. Com esta redução houve um aumento de cerca de 150 milhões de dólares, ao ano, do nível de divisas do país (ver tabela abaixo). Estes números, porém, não foram suficientes para anular os impactos negativos (além da questão da desnacionalização) sobre a economia.

**REDUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA CHILENA POR CONCEITO DE OPERAÇÕES (1)**  
(em milhões de dólares)

Conceito	1985	1986	1987 (até 31/06)	Total
1. Capitalizações D.L. 600	101,1	51,3	2,4	154,8
2. Capítulo XVII e XVIII anexo 4(2)	115,2	410,6	218,3	744,1
3. Capítulo XIX(2)	25,2	203,4	274,4	503,0
4. Outras	129,3	303,2	128,2	560,7
<b>Total</b>	<b>371,4</b>	<b>968,5</b>	<b>623,3</b>	<b>1.963,2</b>

FONTE: BACEN do Chile.

(1) Operações materializadas.

(2) Ley de Cambios Internacionales.

Os principais são:

- o país deixou de se apropriar do deságio existente no mercado secundário aceitando a conversão pelo valor de face dos títulos;

- devido a crise econômica as empresas adquiridas tiveram seus preços de mercado subvalorizados;

- a utilização dos mecanismos de conversão da dívida externa em investimentos teve o efeito de uma antecipação dos pagamentos, que de outro modo poderiam ter sido incluídos em uma renegociação global da dívida;

- os investimentos via conversão substituíram os investimentos tradicionais e não significaram aportes de recursos reais na economia;

- as remessas de lucros das empresas transnacionais tendem a anular o efeito da poupança, determinado pela redução dos pagamentos, a título de juros, das parcelas abatidas da dívida externa total;

- os investimentos através da conversão não tem contribuído para ampliação da capacidade produtiva nem para o aporte de novas tecnologias (60).

Os fundamentos nos quais se baseia o discurso oficial, que defende o PND, são de fato, muito semelhantes aos do caso chileno - devido, sobretudo a ênfase dada à necessidade de abertura da economia para o exterior, à redução da intervenção estatal, etc - assim como a criação e o aprimoramento de instrumentos legais voltados à superação dos obstáculos oriundos quer seja da própria legislação, quer seja da oposição de determinados setores da sociedade. Tais semelhanças sugerem que, tanto no Brasil quanto no Chile, as autoridades tem buscado se integrar ao ideário "neoliberal", que predomina na maioria dos países desenvolvidos e que é amplamente divulgado pelas instituições multilaterais.

Estas instituições tem destacado o Chile, dentre o conjunto dos países devedores em desenvolvimento, como um exemplo de comportamento adequado junto à comunidade financeira internacional. No que diz respeito à internacionalização da economia e à iniciativa de redução do papel do Estado nela, através das privatizações, principalmente, via conversão da dívida externa, as referências tem sido particularmente elogiosas. O Chile tornou-se, desse modo, um paradigma do "sucesso" da implementação de políticas econômicas de ajuste ortodoxas e liberalizantes.

---

(60) Para maiores detalhes ver ERRAZURIZ, Enrique, op. cit.

Do ponto de vista oposto, entretanto, o caso do Chile está longe de se configurar um sucesso. Na verdade, conforme mostramos ao longo deste trabalho, a experiência chilena demonstra que além da preservação de seus desequilíbrios econômicos estruturais o ajuste imposto pela ditadura militar aprofundou o processo de sucateamento de sua indústria e a ineficiência da oferta de bens e serviços em geral. Por outro lado os impactos negativos atribuídos à penetração desordenada do capital estrangeiro naquele país, sem contrapartida real na forma de novos recursos e investimentos, tornaram mais distantes e menores as chances de se encontrar soluções para o equacionamento da sua crise interna e externa.

Na hipótese de ocorrer uma entrada do capital estrangeiro através da conversão da dívida externa em investimentos, no setor privado e sobretudo no setor público (pela sua vinculação às privatizações) no Brasil, semelhante à ocorrida no Chile, além dos riscos associados aos problemas observados naquele caso, tal penetração poderá trazer conseqüências ainda mais graves. Isto porque a dívida externa brasileira é cerca de sete vezes maior que a chilena, além disso a própria composição dos agentes devedores, em sua maioria pertencentes ao setor público, desfavorece o uso desse instrumento, na medida em que o Estado tem sido o responsável pelas taxas de inversão em infra-estrutura, insumos básicos na economia (61).

---

(61) Esta é uma das razões que levaram o SPE a se submeter aos objetivos anti-inflacionários das políticas econômicas, através da contenção de seus preços e tarifas.

A tendência internacional de concentração dos investimentos tradicionais fora dos países da América Latina, no caso do Brasil tem um grave efeito sobre a indústria nacional. Trata-se de um movimento de acomodação, às estratégias inter e intrafirmas das empresas multinacionais, enquanto único elemento cuja dinâmica seja capaz de conquistar e ampliar a posição do Brasil junto aos mercados internacionais. Com isto a competitividade brasileira nestes mercados dependerá muito mais das relações comerciais entre multinacionais ou da relações entre matriz e filiais do que pelos dispositivos de políticas dirigidas ao comércio exterior (62).

O espaço para as empresas nacionais tende a se retrair sendo que:

"As únicas empresas nacionais que têm dimensão para disputar espaços no mercado internacional são as grandes estatais - as do setor petroquímico, a Petrobrás, a Telebrás e a Vale do Rio Doce. Mesmo elas, no entanto, enfrentariam dificuldades de ...  
... dada a natureza das articulações internas, externas ou ambas" (63).

---

(62) TEIXEIRA, Aloísio e MIRANDA, José Carlos da Rocha. "A Economia Mundial no Limiar do Século XXI: O Cenário mais Provável", setembro de 1990, *idem*.

(63) *Ibidem*, p. 73.

A conversão da dívida externa em investimentos nas empresas estatais é um elemento potencialmente agravante dessa tendência. Ela não é capaz de contribuir para melhoria do perfil da indústria nacional como também pode ser a responsável pela redução do número de empresas nacionais com capacidade de competir nos mercados externos. Isto se deve ao fato de que, conforme afirma o discurso oficial, os objetivos do PND, de reduzir o número de empresas estatais, incluem aquelas associadas ao fornecimento de infra-estrutura, insumos básicos.

Em síntese o mecanismo de conversão associado as privatizações mostra mais aspectos negativos nem positivos. Do ponto de vista da questão da dívida externa, este instrumento preserva intacta toda a estrutura que originou e desenvolveu a crise, além disso, essa utilização implica em um enfraquecimento da posição do Brasil enquanto país devedor, nas negociações junto aos credores internacionais. Isto ocorre pois com a adoção desse sistema o país cria um canal "exógeno" de revalorização dos títulos da dívida externa além de proporcionar aos credores uma opção a mais para recuperar, na forma de ativos do setor público, uma parcela dos haveres devidos.

Contudo, é sobretudo do ponto de vista dos efeitos macroeconômicos associados às privatizações que o problema se mostra mais graves. O exemplo proporcionado pelo caso chileno e a proximidade dos objetivos esboçados no PND com as ingestões das instituições multilaterais demonstram haver por parte das autori-



dades a intenção de generalizar o processo, o que poderá trazer ao país consequências semelhantes às ocorridas no Chile. O tamanho, a complexidade e a heterogeneidade da economia brasileira, bem como o montante e a natureza de nossa dívida externa, porém, indicam que as pretensões do governo nesse sentido poderão levar a indústria nacional à uma perda sensível de seu padrão de competitividade internacional. Isto se deve em primeiro lugar à tendência dos investimentos estrangeiros, em segundo lugar, à tendência de acomodação das estratégias intra e interempresas multinacionais e finalmente devido ao importante papel desempenhado pelas grandes empresas estatais na economia nacional.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho tentou, na medida do possível, levantar alguns aspectos relevantes ao estudo da questão da implementação de investimentos, através da conversão dos títulos da dívida externa em "moeda" aceita, no programa de privatização, das empresas estatais no Brasil. As dificuldades encontradas para tratar desse tema foram muitas devido, sobretudo, à ausência de informações e referências bibliográficas específicas e à sua própria atualidade. O exame da experiência chilena permitiu atenuar parte das limitações, dados seu caráter paradigmático e seu estágio avançado de implementação.

Por sua natureza geral e introdutória, nosso trabalho, não procurou fazer previsões ou estimativas a cerca do rumo que o processo discutido tenderá a tomar no futuro. Esta é uma tarefa delicada, que foge à natureza deste estudo, pois pressupõe dificuldades relativas à inconclusão do processo, e ao número de variáveis macro e microeconômicas envolvidas. Além disto, as dificuldades são ainda maiores, se levarmos em consideração que o problema incorpora elementos que dependem, fundamentalmente, de articulações necessariamente políticas.

A análise efetuada, mostrou que as avaliações dos problemas, e das soluções possíveis para a crise do padrão de financiamento do setor público, esboçadas no discurso oficial "desees-

tatizante", são incompatíveis com a utilização dos investimentos, via conversão, nas empresas em processo de privatização. Os objetivos das autoridades de: reduzir a dívida do setor público, recuperar sua capacidade de financiamento e retomar o crescimento econômico através da elevação do volume de investimentos, não conciliáveis com o emprego das chamadas "moedas podres". Isto se deve ao fato de que estes objetivos dependem da entrada de recursos reais para o Estado, o que não ocorre com a mera troca do ativo público pelo passivo em poder dos agentes privados.

Os benefícios oriundos da implementação desse processo limitam-se à redução de uma parcela da dívida contabilizada no BACEN. Na prática, porém, mesmo estes demonstram ser nulos, se considerarmos que um montante significativo dessa dívida possui valor real muito inferior ao nominal, pois era tido como irre recuperável (até a implementação do FND).

Por outro lado as críticas são muitas e vão desde a tendência dos investimentos de se concentrarem fora do Brasil (e da América Latina), passando pelos problemas enfrentados pelo Chile e que podem vir a ocorrer de modo semelhante, também no Brasil (na hipótese dos investidores externos adiarem comprometimento da competitividade dos produtos brasileiros, fornecidos pelos grandes grupos estatais, no exterior, numa tendência que se esboça de modo independente das privatizações, mas que se agrava com elas.

Finalmente, para concluir, é possível afirmar que este mecanismo não contribui para a busca de uma solução duradoura para a questão da dívida externa como um todo. Pelo contrário; sua utilização cria uma alternativa independente aos credores e ao mesmo tempo enfraquece a posição do Brasil nas negociações.

## **Adendo**

As privatizações recentes demonstraram uma reduzida participação do capital estrangeiro e da utilização dos títulos da dívida externa, nos leilões.

Tal participação dos títulos da dívida externa, no conjunto das "moedas" utilizadas durante os leilões de privatização, não se justifica, apenas pela caracterização do quadro geral elaborado no item II do capítulo 3. O risco, oriundo dos condicionantes conjunturais e estruturais, atribuídos pelos agentes privados à este processo, é insuficiente para explicar o desempenho dos títulos da dívida externa.

Tomando-se, como exemplo, o caso da privatização da USIMINAS, é possível afirmar que tal risco foi em grande parte neutralizado, pelo próprio perfil da empresa e pela sua perspectiva de rentabilidade futura, baseada, principalmente, no desempenho dos períodos anteriores. O que explica, então, a irrisória participação externa, e mais que isso, a insignificante participação dos títulos da dívida externa frente aos demais títulos?

Para responder a esta questão é necessário levar em conta dois elementos cruciais. Em primeiro lugar a composição da "cesta de moedas", selecionada pelas autoridades, para pagar as ações das estatais leiloadas. Em segundo lugar, o estágio atual

de negociações com os credores externos.

A opção, do governo federal, de permitir o uso dos títulos da dívida pública, como "moeda" para pagar as ações das empresas estatais leiloadas, equivale a afirmar, que existe uma correlação de valor muito próxima entre eles. Entretanto tal afirmação não se sustenta, devido a existência de deságios diferenciados, por título, no mercado secundário. O governo, na realidade, está igualando, pelo valor nominal (de face) títulos que possuem valor de mercado distintos.

Apesar de fazerem parte da dívida pública total e estarem sendo negociados, todos, com valor real abaixo do nominal, o fato de existir uma diferenciação entre os descontos, implica que há uma certa hierarquia entre eles. Esta hierarquia é respeitada pelos agentes, na escolha das "moedas" necessárias aos leilões de privatização.

Como os lances, nestes leilões, tem por base o valor de face dos diversos títulos, os investidores procuram maximizar sua vantagem relativa, a partir da utilização dos títulos mais desvalorizados. Quanto menos desvalorizada for a carteira de títulos, destes investidores, menor serão suas chances de concorrer com maior volume de recursos, entre si. Outro aspecto importante, é o fato de que a corrida em busca dos títulos "mais podres", determina sua valorização no mercado secundário, isto significa que quanto menor for a elasticidade da oferta destes títulos, maior será sua valorização e menor será sua utilidade para os investidores (e vice-versa).

A participação dos títulos da dívida externa, também obedece a esta lógica. O fato desta participação ter sido muito pequena indica, portanto, que a preferência dos investidores esteve voltada à outros títulos, relativamente, mais vantajosos.

Além disso, como na prática, é possível aos bancos credores com filiais no Brasil, adquirir no mercado secundário, tí-

tulos da dívida pública - sendo, eles mesmos, detentores de títulos da dívida externa - duas possibilidades se colocam. Em primeiro, sua ausência nos leilões poderia ser atribuída à resistência em legitimar a desvalorização da dívida externa, e indiretamente o fracasso da retórica, em torno do esquema convencional de negociação.

Por outro lado, esta ausência poderia ser atribuída à adoção, por parte destes bancos, de uma estratégia de espera. Tal estratégia teria como principal objetivo, estudar o comportamento do mercado secundário, para, a partir dele, estabelecer as metas em relação ao programa de privatização, bem como aos instrumentos a serem utilizados para atingi-las.

O segundo elemento capaz de explicar a participação limitada do capital estrangeiro, através dos títulos da dívida externa é o estágio atual de negociação entre os credores e as autoridades brasileiras. Trata-se de uma etapa preliminar, que antecede as discussões sobre a renegociação da dívida total, e que até o momento não se concluiu.

A reação favorável dos representantes do FMI, à execução de mais um ajuste recessivo na economia, por parte do governo brasileiro, demonstra que ainda há, na comunidade financeira internacional, a intenção de dar continuidade ao padrão convencional de tratamento da dívida. Isto significa, que a conversão está temporariamente descartada, a menos que possa ser incluída nas negociações globais (assumindo, um papel secundário, em relação aos instrumentos tradicionais).

A introdução da conversão nestas negociações dependerá, por outro lado, do poder de barganha das autoridades brasileiras. Nada indica, porém, que a banca credora esteja disposta a abrir mão da estratégia convencional, que tem sido adotada (sem grandes modificações), desde a moratória do México.

Na verdade a reação favorável dos credores, à política econômica recessiva, do governo brasileiro, é antes de tudo, um reflexo da adequação desta política ao receituário proposto pelo FMI.

Em síntese, a limitada participação dos investidores estrangeiros e dos títulos da dívida externa, nos leilões das empresas estatais, deve-se não só aos riscos determinados por fatores conjunturais e estruturais presentes na economia brasileira, como também, à existência de uma hierarquia entre as "moedas" empregadas, que torna os títulos da dívida externa desvantajosos frente aos demais. Além disso, parece haver uma resistência dos credores, a adoção deste mecanismo, uma vez que, não se esgotou a possibilidade de manter o esquema tradicional de renegociação (a conversão estaria, deste modo, condicionada a este padrão).

**ANEXO ESTADÍSTICO**



Concepto	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Producto interno bruto a precios de mercado (índice base 1980=100)	96.4	97.7	107.2	107.0	110.7	111.7	113.0	112.4
Población (millones de habitantes)	381.8	390.3	398.7	407.4	416.1	424.9	433	442.1
Producto interno bruto por habitante (índice base 1980=100)	90.0	91.1	92.2	93.0	94.5	93.3	92.8	90.4
Tasas de crecimiento								
Producto interno bruto	-2.7	3.5	3.5	3.7	3.1	0.9	1.5	-0.5
Producto interno bruto por habitante	-4.8	1.2	1.2	1.5	0.9	-1.2	-0.6	-2.6
Precios al consumidor <sup>a</sup>	130.5	184.7	274.1	64.5	198.5	778.6	1 161.0	1 491.5
Relación de precios del intercambio de bienes	1.3	6.1	-4.4	-10.3	-0.8	-1.1	3.3	-1.2
→ Poder de compra de las exportaciones de bienes	11.1	13.4	-4.6	-11.3	7.9	7.9	5.9	0.7
→ Valor corriente de las exportaciones de bienes	0.1	11.5	-5.9	-15.5	14.5	13.8	10.1	6.8
→ Valor corriente de las importaciones de bienes	-28.5	3.9	-0.2	2.6	12.7	13.7	6.4	13.9
Miles de millones de dólares								
Exportaciones de bienes	87.5	97.7	91.8	77.6	88.9	101.0	111.2	118.8
Importaciones de bienes	56.0	58.2	58.1	59.7	67.2	76.4	81.3	92.6
Saldo del comercio de bienes	31.5	39.5	33.7	17.9	21.7	24.6	29.9	26.2
Pagos netos de utilidades e intereses	34.5	37.3	35.3	32.7	31.4	34.3	37.4	36.8
Saldo de la cuenta corriente	-7.3	-1.0	-3.6	-17.4	-10.8	-11.2	-7.2	-10.2
Movimiento neto de capitales <sup>d</sup>	2.9	10.4	3.0	9.9	15.1	5.5	10.1	17.9
Balance global <sup>e</sup>	-4.4	9.4	-0.6	-7.5	4.3	-5.7	2.9	7.7
Deuda externa global bruta <sup>f</sup>	356.7	373.5	383.5	399.4	426.0	417.9	417.5	422.6
Transferencia neta de recursos <sup>g</sup>	-31.1	-26.9	-32.3	-22.8	-16.3	-28.8	-27.3	-18.9

Fuente: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Las cifras correspondientes a producto interno bruto y a precios al consumidor se refieren al conjunto de países incluidos en los cuadros 2, excepto Cuba (23 países) y 5, respectivamente. Los datos acerca del sector externo corresponden a los 19 países mencionados en el cuadro sobre Balance de Pagos de América Latina y el Caribe. <sup>b</sup> Estimaciones preliminares sujetas a revisión. <sup>c</sup> Para los años 1987 a 1989 la variación se refiere al período diciembre a diciembre, para el año 1990, véase la nota <sup>d</sup> del cuadro. <sup>e</sup> Incluye transferencias unilaterales privadas netas. <sup>f</sup> Incluye capital a largo y corto plazo, transferencias unilaterales oficiales y errores y omisiones. <sup>g</sup> Véanse las notas d del cuadro titulado América Latina y el Caribe. Deuda externa total desembolsada que se incluye en el texto. <sup>h</sup> Corresponde a los ingresos netos de capitales menos los pagos netos de utilidades e intereses.

Cuadro 2  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO TOTAL

	Tasas anuales de crecimiento							Variación acumulada	
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 <sup>a</sup>	1981-1990 <sup>a</sup>	
América Latina y el Caribe <sup>b</sup>	-2.7	3.5	3.5	3.7	3.1	0.9	1.5	-0.5	12.4
Países exportadores de petróleo	-3.7	2.8	2.3	0.1	2.5	2.2	0.3	2.5	14.6
Bolivia	-4.5	-0.6	-1.0	-2.5	2.6	3.0	2.7	2.5	-1.4
Colombia	1.9	3.8	3.8	6.9	5.6	3.7	3.4	3.5	42.4
Ecuador	-1.2	4.8	4.8	3.4	-9.5	15.4	-0.3	1.5	24.3
México	-4.2	3.6	2.6	-3.8	1.7	1.3	3.0	2.5	15.2
Perú	-12.0	4.8	2.2	8.7	8.0	-8.0	-10.9	-5.0	-9.9
Trinidad y Tabago	19.8	-1.4	-1.4	-2.0	-6.4	-3.7	-1.3	0.5	2.2
Venezuela	-5.5	-1.5	-0.1	6.9	5.1	6.1	-7.1	4.5	5.2
Países no exportadores de petróleo	-1.8	4.1	4.5	6.6	3.5	0.0	2.5	-2.8	10.8
Sudamérica	-2.1	4.4	4.9	7.0	3.5	0.0	2.4	-3.0	10.8
Argentina	2.1	2.4	-4.4	6.0	2.1	-2.8	-4.5	-2.0	-13.3
Brasil	-3.4	5.1	8.4	7.5	3.7	0.0	3.6	-4.0	17.2
Chile	-2.4	5.7	2.1	5.5	4.9	7.6	9.3	2.0	29.0
Guyana	-9.9	2.2	1.1	0.2	0.7	-2.9	-5.1	-1.8	-24.6
Paraguay	-3.0	3.2	4.0	-0.3	4.5	6.7	5.9	3.0	36.4
Uruguay	-6.0	-1.3	0.2	7.8	6.4	0.2	1.3	0.5	-0.9
Centroamérica y el Caribe <sup>c</sup>	1.2	1.1	-0.3	2.3	4.2	-0.4	3.1	0.2	10.8
Barbados	0.4	3.6	1.0	5.1	3.2	3.0	4.5	-3.0	10.6
Cuba <sup>d</sup>	4.9	7.2	4.6	1.2	-3.9	2.5	1.0	1.0	44.2
Haití	0.6	0.4	0.4	1.0	-0.3	-0.2	0.5	-2.0	-5.8
Jamaica	1.9	-0.8	-5.4	2.2	6.7	1.1	6.3	2.0	17.2
Panamá	-0.1	-0.4	4.8	3.5	2.0	-16.0	-0.7	1.0	1.0
República Dominicana	5.0	0.3	-1.9	3.1	7.7	1.1	4.6	-4.0	23.1
Mercado Común Centroamericano	0.0	1.9	0.0	1.7	3.3	2.8	2.9	1.8	8.8
Costa Rica	2.7	7.8	0.7	5.3	4.5	3.3	5.5	3.5	25.4
El Salvador	0.6	2.3	1.8	0.5	2.7	1.5	1.1	3.0	-1.7
Guatemala	-2.7	0.0	-0.6	0.3	3.6	4.0	3.8	3.0	9.0
Honduras	-0.1	2.5	2.0	4.7	4.5	4.9	2.3	-1.0	20.4
Nicaragua	4.6	-1.6	-4.1	-1.0	-0.7	-10.9	-2.9	-5.5	-17.3

Fuente: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Estimaciones preliminares sujetas a revisión.

<sup>b</sup> Excluye Cuba.

<sup>c</sup> Se refiere al concepto de producto social global.

Cuadro 3  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS AL CONSUMIDOR**  
*(Variaciones de diciembre a diciembre)*

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>América Latina y el Caribe</b>	84.6	130.5	184.7	274.1	64.5	198.5	778.2	1 161.0	1 491.5
Argentina	209.7	433.7	688.0	385.4	81.9	174.8	387.7	4 923.8	1 832.0
Bahamas	6.9	5.5	5.1	2.4	-0.5	6.3	4.4	6.5	1.9
Bolivia	296.5	328.5	2 177.2	8 170.5	66.0	10.7	21.5	16.0	17.2
Brasil	97.9	179.2	203.3	228.0	58.4	36.9	993.3	1 764.9	2 359.0
Colombia	24.1	16.5	18.3	22.3	21.0	24.0	28.2	26.1	31.0
Costa Rica	81.7	10.7	17.3	11.1	15.4	16.4	25.3	10.0	22.4
Chile	20.7	23.6	23.0	26.4	17.4	21.5	12.7	21.4	29.4
Ecuador	24.3	52.5	25.1	24.4	27.3	32.5	85.7	54.2	48.7
El Salvador	13.8	15.5	9.8	30.6	30.3	19.6	18.2	23.5	19.9
Guatemala	-2.0	15.4	5.2	31.5	25.7	10.1	11.0	20.2	50.1
Haití	4.9	11.2	5.4	17.4	-11.4	-4.1	8.6	10.9	13.0
Honduras	8.8	7.2	3.7	4.2	3.2	2.7	6.7	11.4	25.3
Jamaica	7.0	16.7	31.2	23.9	10.5	8.4	8.8	17.2	
México	98.8	80.8	59.2	63.7	105.7	159.2	51.7	19.7	30.2
Nicaragua	22.2	35.5	47.3	33.3	747.4	1 347.4	33 602.6	1 690.0	8 500.0
Panamá	3.7	2.0	0.9	0.4	0.4	0.9	0.3	-0.2	0.8
Paraguay	4.2	14.1	29.8	23.1	24.1	32.0	16.9	28.5	42.7
Perú	72.9	125.1	111.5	158.3	62.9	114.5	1 722.6	2 776.6	8 291.5
República Dominicana <sup>a</sup>	7.2	7.7	38.1	28.4	6.5	25.0	57.0	41.0	75.0
Trinidad y Tabago	10.8	15.4	14.1	6.6	9.9	8.3	12.1	9.3	10.8
Uruguay	20.5	51.5	66.1	83.0	76.4	57.3	69.0	89.2	129.1
Venezuela	7.3	7.0	18.3	5.7	12.3	40.3	35.5	81.0	32.2

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Estadísticas Financieras Internacionales, noviembre de 1989, e información proporcionada por los países.

<sup>a</sup> Cifras correspondientes a la variación de precios en los últimos 12 meses concluidos en el mes indicado en cada país. <sup>b</sup> Corresponde a la variación entre noviembre de 1989 y noviembre de 1990. <sup>c</sup> Corresponde a la variación entre agosto de 1989 y agosto de 1990.

<sup>d</sup> Corresponde a la variación entre octubre de 1989 y octubre de 1990. <sup>e</sup> Hasta 1982 corresponde a la variación del Índice de Precios al Consumidor en la Ciudad de Quito, desde 1983 en adelante se refiere a la variación del Total Nacional. <sup>f</sup> Corresponde a la variación entre septiembre de 1989 y septiembre de 1990. <sup>g</sup> Hasta 1982 corresponde a la variación del Índice de Precios al Consumidor en la Ciudad de Santo Domingo, desde 1983 en adelante se refiere a la variación del Total Nacional.

Cuadro 4  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PODER DE COMPRA DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES**  
*(Índices 1980=100, tasas de crecimiento y variación potencial)*

	Índices				Tasas de crecimiento					Variación acumulada
	1987	1988	1989	1990 <sup>a</sup>	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>a</sup>	1981-1990 <sup>a</sup>
<b>América Latina y el Caribe</b>	109	118	125	125	-11.3	7.9	7.9	5.9	0.7	25.3
<b>Países exportadores de petróleo</b>	100	93	105	117	-22.5	14.2	-7.2	13.0	11.7	16.2
Bolivia	51	57	74	78	-9.0	-4.4	-2.4	30.4	6.0	-21.8
Colombia	151	138	147	156	59.3	1.4	-9.1	7.1	6.0	50.1
Ecuador	97	98	101	110	-20.5	-10.4	1.3	2.0	8.9	9.9
México	144	134	143	155	-24.4	22.9	-7.3	7.1	9.1	55.0
Perú	79	76	96	84	-14.0	2.3	-3.9	27.2	-13.1	-16.2
Venezuela	60	54	68	88	-41.3	17.6	-8.9	25.3	29.1	-12.0
<b>Países no exportadores de petróleo</b>	119	144	146	135	0.6	2.9	21.3	1.4	-7.9	35.0
Sudamérica	124	157	157	144	-1.9	4.2	25.1	-0.2	-8.5	44.0
Argentina	75	104	103	113	-20.4	-13.3	31.7	-1.0	9.4	12.5
Brasil	143	177	172	143	-0.4	7.3	23.6	-2.9	-17.0	42.1
Chile	124	160	172	168	15.9	10.7	28.0	7.8	-7.4	68.0
Paraguay	217	238	316	343	54.3	25.1	9.8	32.7	8.0	243.1
Uruguay	131	151	161	154	44.4	0.4	15.3	6.7	-4.5	53.5
<b>Centroamérica y el Caribe</b>	90	90	96	97	16.0	-4.2	0.0	6.0	2.5	-2.1
Costa Rica	116	118	127	124	21.6	-0.8	2.3	7.5	-2.3	24.0
El Salvador	51	51	39	42	20.2	27.8	0.0	-23.1	7.3	-58.2
Guatemala	68	71	77	81	6.4	-9.9	5.0	7.9	5.2	-19.3
Haití	89	76	75	62	-17.2	6.8	-15.1	-1.3	-16.9	-37.9
Honduras	92	95	98	94	19.9	-7.3	3.5	2.3	-3.4	-5.7
Nicaragua	67	52	66	65	-13.7	7.4	-21.8	15.4	9.0	-34.6
Panamá	121	112	131	147	28.3	3.3	-7.1	17.1	11.9	46.9
República Dominicana	82	107	98	77	3.8	-6.4	22.0	-1.5	-21.8	-23.1

Fuente: CEPAL.

<sup>a</sup> Estimaciones preliminares.

	Ingresos netos de capitales	Pagos netos de utilidades e intereses	Transferencia de recursos (3) = (1) - (2)	Exportaciones de bienes y servicios	Transferencias de recursos (5) = (3) / (4)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<b>América Latina y el Caribe</b>					
1975	14.3	5.6	8.7		
1976	17.9	6.6	11.3	41.1	21.2
1977	17.2	8.2	9.0	47.3	23.5
1978	26.2	10.2	16.0	55.9	16.1
1979	29.1	13.6	15.5	61.7	26.1
1980	32.0	18.9	13.1	82.0	18.9
1981	39.6	28.5	11.3	104.9	12.5
1982	20.1	38.8	-18.7	113.2	10.6
1983	2.9	34.5	-31.6	103.0	-18.2
1984	10.4	37.3	-26.9	102.4	-30.9
1985	3.0	35.3	-32.3	113.8	-23.6
1986	9.9	32.7	-22.8	109.6	-29.6
1987	15.1	31.4	-16.3	94.7	-24.1
1988	5.5	34.3	-28.8	108.1	-15.1
1989	10.1	37.4	-27.3	122.8	-23.5
1990 <sup>a</sup>	17.9	36.8	-18.9	136.4	-20.6
				147.1	-12.8
<b>Países exportadores de petróleo</b>					
1975	6.4	2.3	4.1		
1976	6.7	2.9	3.8	20.8	19.7
1977	8.2	3.1	5.1	23.1	16.5
1978	9.9	4.1	5.8	25.6	19.8
1979	12.3	5.6	6.5	29.3	19.8
1980	13.4	8.3	5.1	41.9	15.5
1981	17.6	12.2	5.4	54.6	9.3
1982	3.8	17.2	-13.4	59.2	9.2
1983	-4.7	14.9	-19.6	55.7	-24.1
1984	-2.7	16.3	-19.0	54.0	-36.7
1985	-2.7	15.3	-18.0	59.5	-31.9
1986	2.6	13.4	-10.8	55.0	-32.7
1987	4.8	13.0	-8.2	44.5	-24.3
1988	1.1	13.3	-12.2	52.6	-15.6
1989	5.6	15.2	-9.6	53.6	-22.7
1990 <sup>a</sup>	7.3	14.7	-7.4	62.6	-15.3
				73.0	-16.7
<b>Países no exportadores de petróleo</b>					
1975	7.9	3.3	4.6		
1976	11.2	3.9	7.3	20.3	22.7
1977	9.0	5.1	3.9	24.2	30.2
1978	16.3	6.1	10.2	30.1	13.6
1979	16.8	7.6	9.0	32.0	31.9
1980	18.6	10.6	8.0	40.1	22.4
1981	22.2	16.3	5.9	50.3	15.9
1982	16.3	21.6	-5.3	54.0	10.9
1983	7.6	19.6	-12.0	47.3	-11.2
1984	13.1	21.0	-7.9	48.4	-24.8
1985	5.7	20.0	-14.3	54.7	-14.5
1986	7.3	19.3	-12.0	54.0	-26.5
1987	10.3	18.4	-8.1	50.2	-23.9
1988	4.4	21.0	-16.6	55.5	-14.6
1989	4.5	22.2	-17.7	69.0	-24.1
1990 <sup>a</sup>	10.6	22.2	-11.6	73.6	-24.0
				74.1	-15.7

Fuente: 1975-1989: CEPAL sobre la base de datos proporcionados por el Fondo Monetario Internacional; 1990: CEA; sobre la base de cifras nacionales.

<sup>a</sup> Porcentajes      <sup>b</sup> Estimaciones preliminares

## AMERICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA EXTERNA TOTAL DESEMBOGADA\*

(Salidas a fin de año, en millones de dólares y tasas de crecimiento)

	Salida a fines del año en millones de dólares					Tasas anuales de crecimiento					
	1987	1988	1989	1990	1991	1979 1981	1980 1981	1982 1983	1984 1985	1986 1987	
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>383 543</b>	<b>399 429</b>	<b>426 024</b>	<b>417 924</b>	<b>417 525</b>	<b>422 645</b>	<b>23.0</b>	<b>11.1</b>	<b>3.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>3.4</b>
<b>Países exportadores de petróleo</b>	<b>172 113</b>	<b>177 343</b>	<b>184 061</b>	<b>184 389</b>	<b>176 703</b>	<b>177 200</b>	<b>24.8</b>	<b>10.7</b>	<b>2.3</b>	<b>-4.2</b>	<b>1.7</b>
Bolivia	3 294	3 534	4 162	4 064	3 490	3 707	13.3	9.4	5.1	-14.2	6.6
Colombia	14 063	14 987	15 663	16 434	16 249	17 200	28.0	16.0	7.5	-1.1	5.9
Ecuador	8 110	9 071	10 217	10 574	11 039	11 700	21.0	18.3	7.5	4.4	6.0
México	97 800	100 500	102 400	100 400	95 100	95 900 <sup>b</sup>	30.2	11.9	1.4	-5.3	0.8
Perú	13 721	14 477	15 373	16 493	16 720	17 700	1.0	13.8	5.8	1.4	5.9
Trinidad y Tobago	1 763	1 870	2 048	2 150	2 098	...	29.3	16.3	8.6	-2.4	...
Venezuela	33 362	32 897	34 198	34 271	32 007	31 000	25.1	4.0	-0.3	-6.6	-3.1
<b>Países no exportadores de petróleo</b>	<b>211 430</b>	<b>222 086</b>	<b>241 963</b>	<b>233 536</b>	<b>240 822</b>	<b>245 445</b>	<b>21.5</b>	<b>11.5</b>	<b>4.1</b>	<b>3.1</b>	<b>4.3</b>
<b>Sudamérica</b>	<b>182 835</b>	<b>191 751</b>	<b>209 825</b>	<b>200 303</b>	<b>206 254</b>	<b>214 365</b>	<b>21.9</b>	<b>10.9</b>	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>	<b>5.2</b>
Argentina	49 326	51 422	58 324	58 473	63 314	67 500	41.9	12.4	5.3	8.3	6.4
Brasil	105 126	111 045	121 174	113 469	115 096	121 000	14.4	10.1	3.1	1.4	5.1
Chile	20 403	20 716	20 660	17 638	16 252	16 865	30.5	7.6	1.0	-7.9	3.8
Guyana	1 308	1 477	1 734	2 391	2 570	...	28.1	17.8	19.9	7.5	...
Paraguay	1 772	1 853	2 043	2 002	2 027	2 100	12.3	24.5	6.4	1.2	3.4
Uruguay	4 900	5 238	5 888	6 330	6 995	6 900	35.9	21.2	6.7	10.5	-1.4
<b>Centroamérica y el Caribe</b>	<b>28 595</b>	<b>30 335</b>	<b>32 138</b>	<b>33 233</b>	<b>34 568</b>	<b>31 080</b>	<b>18.7</b>	<b>16.1</b>	<b>6.1</b>	<b>4.0</b>	<b>1.9</b>
Costa Rica	3 742	3 922	4 194	4 100	3 800	2 985	12.8	14.7	3.0	-7.3	-21.4
El Salvador	1 980	1 928	1 880	1 913	2 169	2 210	17.7	8.4	0.7	13.4	1.0
Guatemala	2 694	2 674	2 700	2 599	2 732	2 835	19.0	24.8	3.8	5.1	3.8
Haití	600	696	752	778	811	840	21.0	21.7	7.1	4.2	3.1
Honduras	2 794	3 018	3 105	3 336	3 351	3 566	17.5	16.7	9.1	0.4	6.2
Jamaica	3 355	3 590	4 014	4 002	4 035	...	22.6	14.9	6.5	0.8	...
Nicaragua	4 936	5 760	6 270	7 220	8 080	8 550	27.1	21.5	13.8	11.9	5.8
Panamá <sup>c</sup>	4 774	4 935	5 324	5 400	5 500	5 800	13.3	14.2	4.2	1.9	5.5
República Dominicana	3 720	3 812	3 899	3 883	4 090	4 300	24.2	14.0	3.2	5.3	5.1

Fuente: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

\* Incluye la deuda con el Fondo Monetario Internacional. <sup>b</sup> Cifras preliminares. Los totales para 1990 no incluyen la deuda de Trinidad y Tobago, Guyana y Jamaica; las tasas anuales de crecimiento fueron calculadas excluyendo los mismos países de los totales de 1989.<sup>c</sup> Deuda pública. Esta cifra no contempla alrededor de tres mil trecientos millones de dólares en bonos Cupón Cero del Tesoro Estadounidense comprados por el Gobierno Mexicano para garantizar el pago del principal de bonos emitidos por él y que constituyen un activo. Si este monto se descontara del principal de la deuda exterior, el monto neto de esa aljuzaría a 92 600 millones de dólares.<sup>d</sup> Deuda total de acuerdo con cifras oficiales y de organismos financieros internacionales. No incluye el rescate de la deuda entre vinculada a la privatización de Aerolíneas Argentinas y de la Empresa Nacional de Teléfonos (ENTEL) por no haberse registrado contablemente hasta la fecha. Esto implicaría una reducción de alrededor de 7 000 millones de dólares, incluyendo alivios relacionados con ese monto. <sup>e</sup> Según cifras del Banco Mundial.Cuadro 7  
AMERICA LATINA Y EL CARIBE: RELACION ENTRE LOS INTERESES TOTALES DEVENGADOS Y LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS

(Porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>a</sup>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>21.7</b>	<b>30.0</b>	<b>41.1</b>	<b>36.2</b>	<b>36.6</b>	<b>35.8</b>	<b>36.7</b>	<b>30.3</b>	<b>29.1</b>	<b>28.6</b>	<b>26.4</b>
<b>Países exportadores de petróleo</b>	<b>18.6</b>	<b>25.8</b>	<b>34.9</b>	<b>31.2</b>	<b>33.0</b>	<b>32.6</b>	<b>33.9</b>	<b>27.8</b>	<b>29.1</b>	<b>27.5</b>	<b>22.8</b>
Bolivia	25.0	34.6	43.4	39.8	49.8	46.8	42.1	38.4	41.0	30.2	26.3
Colombia	11.8	21.8	25.9	26.7	22.8	28.9	20.5	20.5	20.9	21.7	19.5
Ecuador	18.1	22.7	30.3	29.9	33.3	25.7	29.7	32.2	33.1	33.9	29.5
México	30.2	37.2	47.6	37.5	37.2	37.2	38.3	29.7	29.9	28.6	24.3
Perú	18.5	24.2	25.1	29.8	34.8	31.4	31.7	29.0	33.2	29.4	31.7
Venezuela	8.1	12.7	21.0	21.6	23.9	26.4	34.2	25.9	29.0	25.8	18.0
<b>Países no exportadores de petróleo</b>	<b>25.3</b>	<b>34.8</b>	<b>48.9</b>	<b>42.1</b>	<b>40.8</b>	<b>39.3</b>	<b>39.4</b>	<b>32.7</b>	<b>29.1</b>	<b>29.7</b>	<b>30.2</b>
<b>Sudamérica</b>	<b>27.7</b>	<b>37.6</b>	<b>53.2</b>	<b>45.4</b>	<b>43.8</b>	<b>41.9</b>	<b>42.5</b>	<b>34.7</b>	<b>30.2</b>	<b>31.3</b>	<b>31.9</b>
Argentina	22.0	35.5	53.6	58.4	57.6	51.1	50.9	51.0	42.3	51.2	42.4
Brasil	34.1	40.4	57.1	43.5	39.6	40.0	42.4	33.1	29.4	29.2	33.3
Chile	19.3	38.8	49.5	38.9	50.1	43.5	37.9	26.4	21.7	19.0	17.6
Paraguay	13.6	14.8	13.6	14.4	10.2	8.3	18.5	12.4	12.3	8.6	7.5
Uruguay	11.0	12.9	22.4	24.8	34.8	34.2	24.7	24.8	23.8	27.7	25.2
<b>Centroamérica y el Caribe</b>	<b>12.0</b>	<b>16.9</b>	<b>21.0</b>	<b>20.6</b>	<b>19.8</b>	<b>20.3</b>	<b>20.4</b>	<b>19.8</b>	<b>20.0</b>	<b>16.3</b>	<b>16.7</b>
Costa Rica	18.0	28.0	36.1	33.1	26.6	24.9	21.8	21.3	22.0	19.4	15.6
El Salvador	5.9	7.8	12.0	11.9	12.3	11.1	10.1	10.9	9.5	15.8	14.3
Guatemala	5.3	7.6	7.9	8.7	12.3	14.9	17.4	13.6	13.9	8.5	9.9
Haití	2.1	2.6	2.4	2.4	5.2	5.4	5.1	6.0	8.2	8.4	8.0
Honduras	10.6	14.4	22.4	16.3	15.9	16.1	19.5	18.3	19.6	18.5	18.7
Nicaragua	24.3	37.4	41.8	43.5	57.9	78.3	88.5	75.6	96.7	60.8	61.8
República Dominicana	19.9	19.1	22.7	24.5	18.0	18.7	18.9	20.4	18.7	11.3	15.0

Fuente: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Estimaciones preliminares.

Cuadro 8  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: RELACION ENTRE LA DEUDA EXTERNA TOTAL DESEMBOISADA  
 Y LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS<sup>a</sup>**

(Porcentaje)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
<b>América Latina y el Caribe</b>	222	257	325	349	328	352	426	396	339	304	292
<b>Países exportadores de petróleo</b>	189	225	269	302	281	310	395	346	339	279	243
Colombia	227	262	327	370	392	458	530	640	606	403	389
Ecuador	128	199	232	303	239	314	233	230	244	221	205
México	144	180	198	277	261	246	345	416	399	386	363
Perú	244	288	337	346	322	357	459	371	346	289	258
Venezuela	207	239	281	334	349	362	429	428	447	370	416
<b>Países no exportadores de petróleo</b>	148	153	183	219	202	218	347	299	310	227	161
<b>Sudamérica</b>	260	295	396	405	382	398	455	446	338	327	344
Argentina	281	311	417	423	394	407	476	461	339	327	348
Brasil	275	329	475	485	481	491	610	717	528	538	499
Chile	323	315	418	413	363	379	460	431	314	306	351
Paraguay	188	311	370	390	456	457	405	327	213	171	167
Uruguay	152	171	195	316	214	163	234	213	179	145	143
<b>Centroamérica y el Caribe</b>	140	183	276	324	362	391	349	381	359	351	336
Costa Rica	141	189	261	288	299	330	331	342	334	323	313
El Salvador	184	229	285	312	294	307	281	289	253	207	155
Guatemala	97	174	209	211	218	219	188	207	203	276	253
Haití	61	96	144	184	203	232	229	238	205	212	201
Honduras	95	154	149	190	190	178	238	235	283	303	336
Nicaragua	147	180	259	270	282	309	299	320	326	307	316
República Dominicana	369	464	703	761	947	1 433	2 005	1 932	2 642	2 342	2 256
Cuba	171	169	260	267	258	261	271	250	222	191	205

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Relación calculada entre los datos de la deuda externa del cuadro 6 y las exportaciones de bienes y servicios.

<sup>b</sup> Estimaciones.

(Porcentaje de su valor nominal)

	1986			1989			1990		
	Enero	Junio	Diciem- bre	Enero	Junio	Diciem- bre	Enero	Junio	No- viembre
Argentina	32	25	21	20	13	13	12	13	17
Bolivia	11	14	10	10	11	11	11	..	..
Brazil	46	51	41	37	31	22	25	24	26.7
Colombia	65	65	57	56	57	64	60	64	65
Costa Rica	15	11	12	13	14	17	16	..	..
Chile	61	60	56	60	61	59	62	65	73
Ecuador	35	27	13	13	12	14	14	16	20
Honduras	22	22	22	22	17	20	21	..	..
Jamaica	33	36	40	40	41	40	40	44	..
México	50	51	43	40	40	36	37	45	43
Nicaragua	4	2	2	2	1	1	1	..	..
Panamá	39	24	21	19	10	12	19	12	12
Perú	7	6	5	5	3	6	6	4	4
República Dominicana	23	20	22	22	22	13	13	17	..
Uruguay	59	60	60	60	57	50	50	49	55
Venezuela	55	55	41	36	37	34	35	46	49
Promedio <sup>a</sup>	45.1	45.4	37.7	35.2	31.9	28.0	29.5	33.3	34.7

Fuente: Naciones Unidas, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales Internacionales (DIESA), sobre la base de los precios de oferta compilados por Salomon Brothers, High Yield Department

<sup>a</sup> Ponderado por el monto de la deuda bancaria

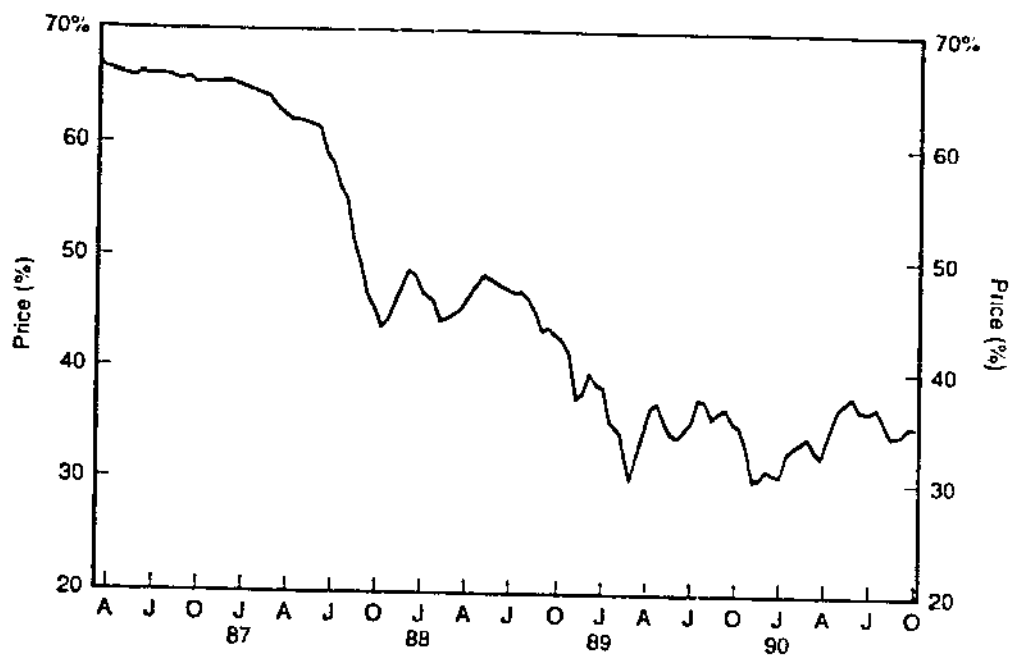
LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN: PRICES ON SECONDARY  
MARKETS OF EXTERNAL DEBT PAPER

(As a percentage of face value)

	1985		1986		1987			1988		
	July	January	June	De- cember	January	June	De- cember	January	June	De- cember
Argentina	60	62	63	62	62	58	35	36	27	21
Bolivia	..	..	7	..	..	11	..	11	11	10
Brazil	75	75	73	74	74	61	45	45	53	40
Costa Rica	..	..	..	40	..	..	..	15	11	11
Chile	65	65	64	65	65	68	60	56	59	55
Colombia	81	82	80	..	..	85	67	65	62	57
Ecuador	65	68	63	63	63	51	34	32	26	13
Honduras	..	..	..	..	..	..	..	22	22	22
Jamaica	..	..	..	..	..	..	..	33	27	40
Mexico	80	69	55	54	54	57	51	53	53	44
Nicaragua	..	..	..	..	..	..	..	3	2	2
Panamá	..	..	..	..	..	..	..	39	24	21
Perú	45	25	17	16	16	14	7	6	6	5
Dominican Republic	..	..	..	..	..	..	..	23	20	21
Uruguay	..	..	64	..	..	..	..	59	60	59
Venezuela	81	80	75	72	72	71	49	55	56	40

Source: International Financial Review, various issues, and LIBRA Bank.

COTAÇÃO DOS TÍTULOS DA DÍVIDA EXTERNA DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO (Média ponderada, em % do valor de face)



Fonte: SALOMON BROTHERS, Indicative prices for developing country credits, Nov 1, 1990, Nova Iorque.

## OCHO PAISES LATINOAMERICANOS CARACTERÍSTICAS DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSIÓN DE LA DEUDA EXTERNA

	Argentina	Brasil	Costa Rica	Chile	Ecuador	Filipinas	México	Venezuela
<b>ASPECTOS GENERALES</b>								
Fecha de inicio del programa	Mayo 1987	Diciembre 1982 Junio 1984	Agosto 1986	Mayo 1985	Diciembre 1986	Agosto 1986	Abril 1986	Abril 1987
Tipo de deuda convertible	Pública	Pública, privada	Pública, privada	Pública, privada	Privada	Pública, privada	Pública	Pública, privada
Usos aceptados de los fondos en moneda local	Inversión, pago de deuda local	Inversión	Inversión	Inversión, pago de deuda local, otros	Inversión	Inversión	Inversión, pago de deuda local	Inversión, pago de deuda local
Quiénes pueden operar con el programa	Bancos, empresas transnacionales, empresas	Bancos, empresas transnacionales	Bancos, empresas transnacionales, empresas y personas	Bancos, empresas transnacionales, personas jurídicas y naturales Nacionales en el Capítulo XVIII	Bancos, empresas transnacionales, empresas y personas	Bancos, empresas transnacionales, empresas y personas	Bancos, empresas transnacionales y personas	Bancos, empresas transnacionales y empresas
Tope máximo del programa	2 000 millones de dólares en 5 años	No hay	No hay	2 000-4 000 millones de dólares	1 346 millones de dólares	6 000 millones de dólares	8 500 millones de dólares	No hay
<b>ASPECTOS OPERATIVOS</b>								
Cupos temporales	Si	No	No	Si	No	No	Si	No
Tipo de cambio utilizado	Cierre comprador, Banco Central	Oficial	Oficial	Dólar Observado	Oficial	Oficial	Oficial	Bx 14 S
Medio de pago Banco Central	Australes	Cruzados	Bonos	Pesos o bonos	Sucres	..	Pesos	Bolívares o bonos
Precio de cambio	100%	100%	Hasta 70%	100%	100%	100%	70% - 100%	100%
<b>CONDICIONES</b>								
Existencia de secciones prioritarias de inversión	Si	No	Si	No	No	Si	Si	Si
Posibilidad de comprar activos	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si
Aplicación de las normas de la inversión extranjera	Si	Si	..	No	Si	..	No	Si
Necesidad de allegar nuevos fondos	Si	No	No	No	No	No	No	No
Condiciones especiales de remisión de utilidades	No por 4 años	Si límites	Sin limitaciones	No por 4 años	No por 4 años	Sin restricciones en sectores prioritarios. No por 4 años en los demás	Por 5 años debe ser inferior a intereses	No más de 10% por 3 años
Condiciones de repatriación del capital	No por 10 años	No puede ser inferior a la deuda original	No puede ser periodo inferior a la deuda original	No por 10 años	No por 12 años	No por 3 años en prioritarios y 5 años en no prioritarios	No por 12 años	No por 5 años. Los 6 subsiguientes no más de 12.5%
Posibilidad de operar en el mercado accionario	No	No	No	En estudio	No	..	No	..



Distribución sectorial de las operaciones de capitalización de la deuda  
mediante el Capítulo XIX (acumuladas a partir de mediados de 1985)

(millones de US\$)

Sector (a)	a octubre 1986		a mayo 1987	
	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje
Fondos de previsión y Cías. de Seguro	81,0	43,0	99,6	20,6
Industria	30,9	16,4	83,5	17,3
Comercio	15,8	8,4	23,8	4,9
Peña	11,0	5,8	11,0	2,3
Transporte y comunicaciones	9,3	4,9	14,8	3,1
Servicio agropecuario	7,3	3,9	44,3	9,2
Minería	2,9	1,5	3,9	0,8
Misceláneos	30,3	16,1	202,7	41,9
Total	188,3	100,0	483,6	100,0

fuente: Lahera, op. cit., y El Mercurio (24/7/87), en base a cifras del Banco Central.

) Los aumentos de capital de trabajo se han incluido en la clasificación del giro respectivo de las firmas.

## QUADRO 2.4

Conversão da Dívida Externa em Capital de Risco  
 Valores Autorizados e Monetizados até Dez/88  
 (US\$ mil)

Modalidade	Autorizado			Monetizado
	Líquido	Bruto	Desconto medio (%)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Resolucao 1.460	2.112.696	2.746.626	23.08	978.200
Leiloes	1.461.834	1.953.449	25.17	933.100
Circular 1.303	650.862	793.177	17.94	45.100
Com fila	269.819	361.227	25.30	45.100
Sem fila	381.043	431.950	11.79	0
Carta-Circular 1.125	845.011	845.011	0.00	844.273
TOTAL	2.975.707	3.591.637	17.65	1.822.473

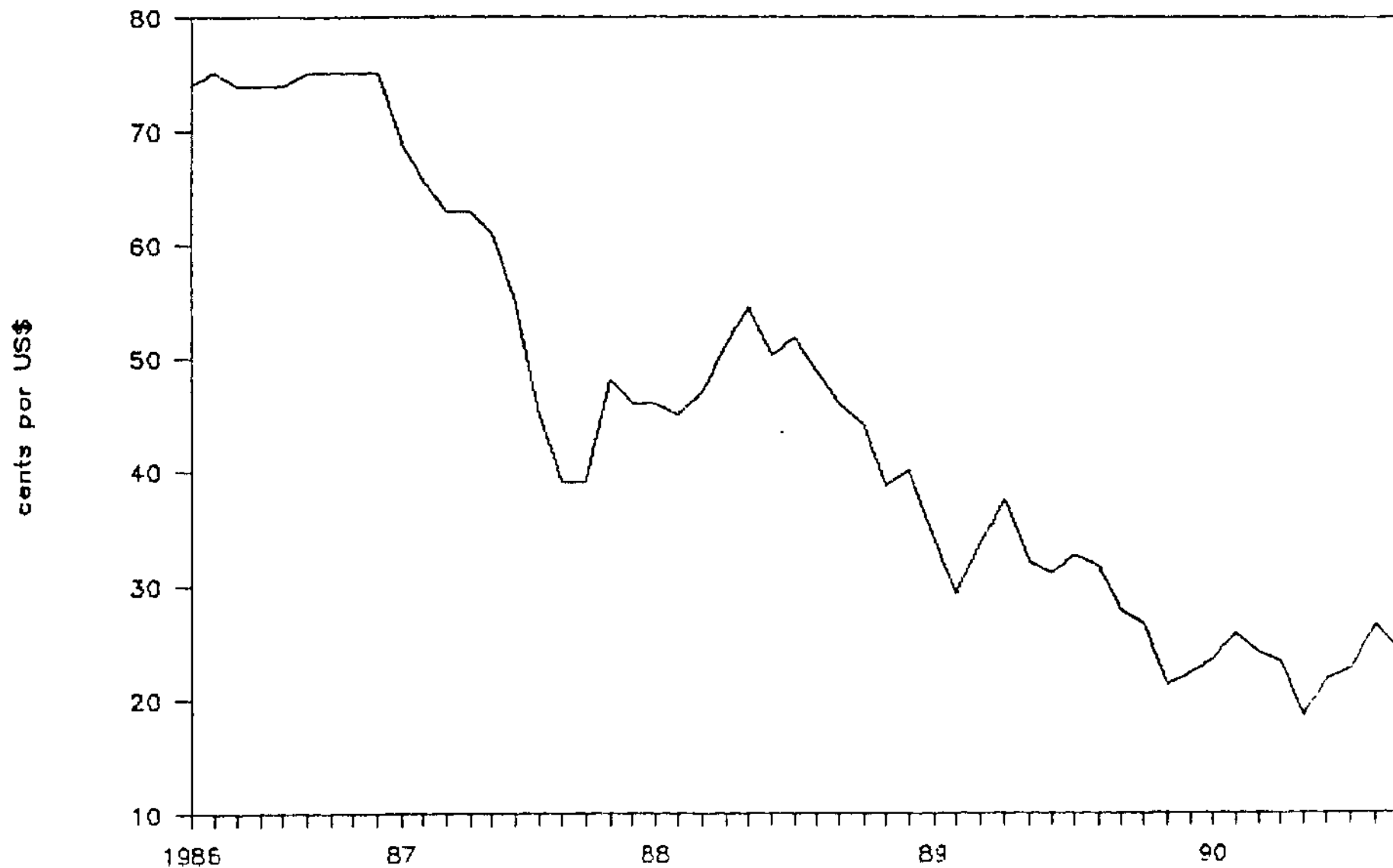
Fonte: BACEN, Conversão da dívida em capital de risco, dez/89.

COTACAO DOS TITULOS DA  
DIVIDA EXTERNA BRASILEIRA  
NO MERCADO SECUNDARIO  
(cents por US\$)

=====		
1986	Mar	74.00
	Mai	75.00
	Jun	74.00
	Jul	74.00
	Ago	74.00
	Set	75.00
	Out	75.00
	Nov	75.00
	Dez	75.00
1987	Fev	69.00
	Mar	65.50
	Abr	63.00
	Mai	63.00
	Jun	61.00
	Jul	55.00
	Ago	45.00
	Set	39.00
	Out	39.00
	Nov	48.00
	Dez	46.00
1988	Jan	46.00
	Fev	45.00
	Mar	47.00
	Abr	51.00
	Mai	54.50
	Jun	50.25
	Jul	51.75
	Ago	48.75
	Set	46.00
	Out	44.00
	Nov	38.75
	Dez	40.00
1989	Jan	34.00
	Fev	29.25
	Mar	33.50
	Abr	37.50
	Mai	32.00
	Jun	31.00
	Jul	32.50
	Ago	31.50
	Set	27.75
	Out	26.50
	Nov	21.25
	Dez	22.25
1990	Mar	23.50
	Abr	25.75
	Jun	24.00
	Jul	23.25
	Ago	18.50
	Set	21.75
	Out	22.75
	Nov	26.50
	Dez	24.12
=====		

Fonte: SALOMON BROTHERS,  
Developing contry second-  
ary loan market prices,  
1989  
Indicative prices for  
developing country  
credits, varios numeros

# Cotacao dos titulos brasileiros no mercado secundario



## QUADRO 2.5

Impactos sobre a Base Monetária  
(Variáveis fluxos, em NCz\$ mil)

Meses	Base Mo- netaria (saldo)	Contas Cambiais	Deficit do Tesouro no BACEN	Depositos vincul. ao SBPE	Conver- são da dívida	Impactos (% saldo do mês anterior)			
						(2)/(1)	(3)/(1)	(4)/(1)	(5)/(1)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
1987 Dez	503521								
1988 Jan	505379	12933	37511	93786	4928	2.6	7.4	18.6	1.0
Fev	469509	27090	77673	-164671	8309	5.4	15.4	-32.6	1.6
Mar	675373	27559	151674	-83857	4134	5.9	32.3	-17.9	0.9
Abr	726125	34576	124797	161452	7120	5.1	18.5	23.9	1.1
Mai	837455	212445	145402	129656	61451	29.3	20.0	17.9	8.5
Jun	911031	60403	253980	727948	23876	7.2	30.3	86.9	2.9
Jul	1003891	51291	-58638	-5829	65592	5.6	-6.4	-0.6	7.2
Ago	1083191	349848	355010	-2404	53316	34.8	35.4	-0.2	5.3
Set	1426396	276232	346845	-21824	32650	25.5	32.0	-2.0	3.0
Out	1850104	211360	164985	-40331	105177	14.0	11.6	-2.8	7.4
Nov	2197172	2805955	-101927	40236	122331	151.7	-5.5	2.2	6.6
Dez	3637152	203096	2000089	17670	118517	9.2	91.4	0.8	5.4
IMPACTO MEDIO MENSAL						20.5	21.4	4.7	5.4

Fonte: BACEN, Conversão da dívida em capital de risco, dez/89.

## QUADRO 3.1

Tabela A29 - DIVIDA EXTERNA REGISTRADA, SEGUNDO O AVALISTA  
(US\$ milhoes, em dezembro)

Ano	Total	Publica				Privada
		Total	Governo Federal	Estados e Muni- cipios	Autarq, Emp Publ e Soc de Ec Mista	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1971	6621.6					
72	9521.0					
73	12571.5	6496.5				6075.0
74	17166.0	8533.1				8632.9
1975	21171.4	11461.3				9710.1
76	25985.4	14852.1				11133.3
77	32037.2	19308.7				12728.5
78	43510.7	27556.4				15954.3
79	49904.1	34035.4	23404.9	516.1	10114.4	15868.7
1980	53847.5	37270.5	25542.8	429.7	11298.0	16577.0
81	61410.8	41788.5	28229.5	374.2	13184.8	19622.3
82	70197.5	47402.5	32302.3	444.2	14656.0	22795.0
83	81319.2	60291.8	41831.0	460.0	18000.8	21027.4
84	91091.0	71755.9	58853.2	409.3	12493.4	19335.1
1985	95856.6	78680.0	66397.3	329.3	11953.4	17176.6
86	101758.7	87117.5	76786.2	258.5	10072.8	14641.2
87	107514.2	93079.9	84072.7	227.4	8779.7	14434.3
88	102555.0	91040.9	84614.4	160.6	6265.9	11514.1
89	99284.9	89477.4	83087.1	105.4	6285.0	9807.5

Fonte: BACEN, Boletim Mensal, varios numeros

## QUADRO 3.2

Tabela A30 - PARTICIPACAO DOS AVALISTAS NA DIVIDA EXTERNA REGISTRADA  
(%, em dezembro)

Ano	Total	Publica				Privada (a)
		(a)	Governo Federal (b)	Estados e Muni- cipios (b)	Autarqu, Emp Publ e Soc de Ec Mista (b)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1973	100.0	51.7				
74	100.0	49.7				48.3
1975	100.0	54.1				50.3
76	100.0	57.2				45.9
77	100.0	60.3				42.8
78	100.0	63.3				39.7
79	100.0	66.2				36.7
1980	100.0	69.2	68.8	1.5	29.7	31.8
81	100.0	68.0	68.5	1.2	30.3	30.8
82	100.0	67.5	67.6	0.9	31.6	32.0
83	100.0	67.5	68.1	0.9	30.9	32.5
84	100.0	74.1	69.4	0.8	29.9	25.9
84	100.0	78.8	82.0	0.6	17.4	21.2
1985	100.0	82.1	84.4	0.4	15.2	17.9
86	100.0	85.6	88.1	0.3	11.6	14.4
87	100.0	86.6	90.3	0.2	9.4	13.4
88	100.0	88.8	92.9	0.2	6.9	11.2
89	100.0	90.1	92.9	0.1	7.0	9.9

(a) Participacao na divida externa registrada total

(b) Participacao no total da divida publica

Fonte de dados: BACEN, Boletim Mensal, varios numeros

## QUADRO 3.3

Tabela A31 - DIVIDA EXTERNA REGISTRADA, POR DEVEDOR FINAL  
(US\$ milhoes, em dezembro)

Ano	Total	Publica				Privada (b)
		(a)	Governo Federal	Estados e Muni- cipios	Autarq, Emp Publ e Soc de Ec Mista	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1971	6621.6					
72	9521.0					
73	12571.5	6496.5				
74	17166.0	8533.1				6075.0
1975	21171.4	11461.3				8632.9
76	25985.4	14852.1				9710.1
77	32037.2	19308.7				11133.3
78	43510.7	27556.4				12728.5
79	49904.1	32363.9	5471.0	1785.1	25107.8	15954.3
1980	53847.5	35632.1	5702.2	2290.2	27639.7	17540.2
81	61410.8	40575.1	5454.1	2680.2	32440.8	18215.4
82	70197.5	46047.1	6054.4	3058.8	36933.9	20835.7
83	81319.2	58975.1	9014.8	3213.1	46747.2	24150.4
84	91091.0	70569.0	13468.1	3786.8	53314.1	22344.1
1985	95856.6	77444.4	16795.1	5151.7	55497.6	20522.0
86	101758.7	86139.8	20343.6	5228.4	60567.8	18412.2
87	107514.2	92221.5	22632.2	4925.8	64663.4	15618.9
88	102555.0	90436.7	22265.9	4605.8	63565.0	15292.7
89	99284.9	88831.2	21439.1	4013.6	63378.6	12118.3
						10453.7

(a) A partir de 1979, exclui a divida do setor privado garantida pelo setor publico

(b) A partir de 1979, inclui a divida do setor privado garantida pelo setor publico

Fonte: BACEN, Boletim Mensal, varios numeros



## QUADRO 3.4

Tabela A32 - PARTICIPACAO DOS DEVEDORES FINAIS NA DIVIDA  
EXTERNA REGISTRADA  
(%, em dezembro)

Ano	Total	Publica				Privada (c)
		(a)	Governo Federal (b)	Estados e Muni- cipios (b)	Autarq. Emp Publ e Soc de Ec Mista (b)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1973	100.0	51.7				48.3
74	100.0	49.7				50.3
1975	100.0	54.1				45.9
76	100.0	57.2				42.8
77	100.0	60.3				39.7
78	100.0	63.3				36.7
79	100.0	64.9	16.9	5.5	77.6	35.1
1980	100.0	66.2	16.0	6.4	77.6	33.8
81	100.0	66.1	13.4	6.6	80.0	33.9
82	100.0	65.6	13.1	6.6	80.2	34.4
83	100.0	72.5	15.3	5.4	79.3	27.5
84	100.0	77.5	19.1	5.4	75.5	22.5
1985	100.0	80.8	21.7	6.7	71.7	19.2
86	100.0	84.7	23.6	6.1	70.3	15.3
87	100.0	85.8	24.5	5.3	70.1	14.2
88	100.0	88.2	24.6	5.1	70.3	11.8
89	100.0	89.5	24.1	4.5	71.3	10.5

(a) A partir de 1979, exclui a divida do setor privado garantida pelo setor publico

(b) Participacao no total da divida publica

(c) A partir de 1979, inclui a divida do setor privado garantida pelo setor publico

Fonte de dados: BACEN, Boletim Mensal, varios numeros

AMÉRICA LATINA: RESCHEDULEMENT OF EXTERNAL DEBT  
 WITH PRIVATE BANKS<sup>a</sup>

(Millions of dollars)

	Third round 1984/1985			Fourth round 1986/1988		
	Maturities rescheduled <sup>b</sup>		Fresh credits <sup>c</sup>	Maturities rescheduled <sup>b</sup>		Fresh credits <sup>c</sup>
	Amount	Years	Amount	Amount	Years	Amount
Argentina	16 500	82-85	3 700	29 500	86-90	1 550
Brazil	16 300	85-86	-	62 100	87-93	5 200
Bolivia	...	...	...	- <sup>d</sup>	-	-
Costa Rica	440	85-86	75	...	...	...
Cuba	82	85	-	...	...	...
Chile	5 700	85-87	714, 371 <sup>e</sup>	12 490	88-91	- <sup>f</sup>
Ecuador	4 800	85-89	-	...	...	...
Honduras	220	85-86	-	...	...	...
Mexico	48 700	85-90	-	43 700 <sup>g</sup>	85-90	6 000 <sup>h</sup> ; 1 700 <sup>i</sup>
Panama	603	85-86	60	...	...	...
Dominican Republic	790	82-85	-	...	...	...
Uruguay	1 700	85-89	45 <sup>j</sup>	1 780	86-91	-
Venezuela	21 200	83-88	-	26 450	86-88	-

Source: ECLAC, on the basis of official figures and data from various national and international sources.

<sup>a</sup> For each round, the first column refers to the amount of amortization reprogrammed, the second to the period over which these amortization payments were rescheduled, and the third to additional credits granted by private banks as an integral part of the debt restructuring arrangements. The table does not provide information about the maintenance of lines of short-term credit or bridging credits authorized by the United States Treasury Department, the Bank for International Settlements, etc.

<sup>b</sup> Previously rescheduled maturities and involuntary loans from earlier rounds are incorporated in the data in almost all cases.

<sup>c</sup> Medium- and long-term credits. <sup>d</sup> In March 1988 Bolivia announced a buy-back of US\$334 million of bank debt at an 89% discount. In addition, creditors also forgave US\$150 million of interest and penalties on overdue payments which began to accumulate in 1984.

<sup>e</sup> These figures correspond to 1985 and 1986, respectively, and include US\$150 million guaranteed by the World Bank under a co-financing agreement.

<sup>f</sup> A retiming arrangement as from 1 January 1988 was agreed upon which will save the country an estimated US\$450 million in 1988.

<sup>g</sup> A preliminary agreement was also reached concerning the restructuring of US\$11 200 million of private-sector debt which had previously been refinanced under the FICORCA (exchange risk coverage trust fund) mechanism.

<sup>h</sup> The financing package included US\$750 million guaranteed by the World Bank in the form of a co-financing arrangement with international banks.

<sup>i</sup> A standby credit granted by private banks.

<sup>j</sup> A voluntary loan, but one which forms part of a co-financing arrangement with the World Bank.

CUADRO 3.6

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: QUINTA RONDA DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA, CLUB DE PARÍS  
(1990/1990)

País	Fecha	Vencimientos reestructurados		Porcentaje del servicio reestructurado		Condiciones <sup>a</sup>	
		Meses	Monto (millones de dólares)	Intereses	Principal	Amortización	Gracia
Trinidad y Tobago	1/87	14	200	-	100	9.4	4.9
Guyana	5/87	14	195	100	100	10.4	9.9
Costa Rica	5/87	14	182	100	100	9.4	4.9
México	5/87	10	2 412	100	100	9.6	6.1
Ecuador	10/87	14	327	100	100	9.4	5.9
Argentina	12/89	15	2 450	100	100	9.7	5.8
Bolivia	3/90	24	276	100	100	Términos de Houston <sup>b</sup>	
Jamaica	4/90	18	179	100	100	9.3	4.8
Trinidad y Tobago	4/90	13	110	-	100	9.5	5
Guyana	9/90	35	...	100	100	Términos de Houston <sup>b</sup>	
Honduras	9/90	11	...	100	100	14.6	8
El Salvador	9/90	13	...	100	100	14.4	7.9
Panamá	11/90	17	...	100	100	9.25	4.8

Fuente: 1989 CIPAL, sobre la base de otras cifras; 1990 UNCTAD, Division de Money, Finance and Banking.

<sup>a</sup> Las tasas de interés se negocian bilateralmente.

<sup>b</sup> Según un acuerdo logrado entre los países acreedores durante la Reunión Cumbre de Toronto de junio de 1988, se otorgaron condiciones especiales a países en dificultades financieras. A tal fin, se acordó elegir entre 3 opciones: (i) condonar una tercera parte de la deuda sujeta a la reestructuración y reprogramar el saldo remanente sobre un período de 14 años con 8 años de gracia; (ii) reprogramar la deuda elegible sobre un período de 24 años con 14 años de gracia y (iii) reducir la tasa de interés por 35 puntos a 50%, eligiendo el menor de los dos, y reprogramar la deuda sobre un período de 14 años con 8 años de gracia. Para más información al respecto, véase UNCTAD, *Trade & Development Report*, 1989, Ginebra, 1989. Las plazos más largos reflejan el nuevo tratamiento para países de ingreso mediano bajo acordado en la Reunión Cumbre de Houston de 1990. Estas condiciones se denominan "los términos de Houston".

QUADRO 3.7  
 LATIN AMERICA: TERMS OF RESCHEDULINGS OF EXTERNAL DEBT  
 OWED TO PRIVATE BANKS<sup>a</sup>

	Third round 1984/1985			Fourth round 1986/1988		
	Spread over LIBOR (%)	Period (years)	Commissions <sup>b</sup>	Spread over LIBOR (%)	Period (years)	Commissions <sup>b</sup>
Argentina	1.44	11.5	0.15	0.81	17.6	<sup>c</sup>
Brazil	1.13	12.0	-	0.81	19.3	<sup>d</sup>
Costa Rica	1.66	9.4	1.00	...	...	...
Cuba	1.50	10.0	0.38	...	...	...
Chile	1.42	12.0	0.08	0.81	15.0	-
Ecuador	1.38	12.0	-	...	...	...
Honduras	1.58	11.0	0.88	...	...	...
Mexico	1.13	14.0	-	0.81	19.0	-
Panama	1.40	11.7	0.05	...	...	...
Dominican Republic	1.38	13.0	-	...	...	...
Uruguay	1.38	12.0	-	0.88	17.0	-
Venezuela	1.13	12.5	-	0.88	14.0	-

Source: ECLAC, on the basis of official figures from the countries and data from various national and international sources

<sup>a</sup> Each column refers to the terms agreed upon with private banks for rescheduled maturities and/or fresh credits. In cases where the country negotiated both a rescheduling of maturities and new loans, the figure represents a weighted average of the two.

<sup>b</sup> Calculated as a percentage of the total amount involved in the transaction and paid once only upon the signing of the loan contracts.

<sup>c</sup> No commissions were charged on the rescheduled debt. With respect to new loans, the banks were to be paid a fee of 0.38% if the process of granting the loans was completed before 17 June 1987.

<sup>d</sup> No commissions were charged on the rescheduled debt. With respect to new loans, the banks were to be paid a fee of 0.38% if the process of granting the loans was completed before 5 August 1988 and a fee of 0.13% if the process was completed before 3 September.

**BIBLIOGRAFIA**

BATISTA Jr., Paulo Nogueira. A conversão de empréstimos externos em investimentos diretos. In: Mito e realidade na dívida na externa brasileira. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.

----- . A transformação da dívida externa em títulos de longo prazo: a moratória como instrumento de negociação. In: Da crise internacional à moratória brasileira. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988.

CONSELHO FEDERAL DE DESESTATIZAÇÃO - Relatório 1985-1989. Brasília, 1990, p. 7.

CORRÊA DO LAGO, Luiz Aranha. Investimentos diretos no Brasil e a conversão de empréstimos em capital de risco. In: Batista Jr., Paulo Nogueira. org. Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1988.

CRUZ, Paulo Davidoff, Dívida Externa e Política Econômica. A Experiência Brasileira nos Anos Setenta. São Paulo, Brasiliense, 1984.

ERRAZURIZ, Enrique. Capitalización de la Deuda Externa y Desnacionalización de la Economía Chilena, Santiago-Chile, ago/1987, p. 10.

LAHERA, Eugenio. La Conversion de la Deuda Externa vista desde América Latina, Revista de La Cepal nº 32, ago/87, p. 110.

LIMA, Bethânia Sampaio de Oliveira "Conversão da Dívida: Benefícios ambíguos e estreitos" Informe Conjuntural - CECON, outubro de 1988. Universidade Estadual de Campinas.

MARÍN, Gustavo. Trayectoria de las Privatizaciones en Chile Durante el Regime Dictatorial 1973-1989, Documentos de Trabajo, nº 35, out/1989, p. 27.

MEYER, Arno. Dívida externa: presença de uma solução. Conjuntura Econômica. Rio de Janeiro, FGV, v. 42, no. 3, p. 154-56, mar. 1988.

MEYER, A. e MARQUES, Maria S.B. Implicações Macroeconômicas da Conversão da Dívida Externa, em Revista Brasileira de Economia, vol. 43, nº 4, out/dez de 1989, p. 519.

MIRANDA, José Carlos da Rocha. Dinâmica da Economia Brasileira na Década de 70 e 80. Pesquisa: São Paulo no Limiar do Século XXI: Perspectivas dos Setores Produtivos 1980-2000. Campinas, julho de 1990.

MONTEIRO, Antonio Carlos. A conversão da dívida externa como instrumento de capitalização das empresas. Conjuntura Econômica, v. 42, no. 3, p. 60-4, mar. 1988.

----- . Conversão de créditos em investimentos - o caso brasileiro. Conjuntura Econômica, v. 42, no. 4, p. 91-100, abr. 1988.

PAIVA, Stella Maria & MALAN, L.S. Conversão de créditos externos em investimentos: processo ocorrido recentemente no Brasil e comentário sobre algumas novas alternativas (versão preliminar). DEPEC/Banco Central do Brasil, maio 1987, mimeogr.

ROZAS, Patricio e MARÍN, Gustavo. Privatizaciones en Chile: de la Normalización del "Area Rara" a la Ley Del Estado Empresario, Documentos de Trabajo, nº 24, set/1989, p. 18.

SERRA, José. Conversão da Dívida: Realidade e Alternativas, Revista de Economia Política, vol. 8, nº 1, jan/mar de 1988, p. 126.

SIMÕES, Solange. Conversão da dívida externa em investimentos: a solução ou problema? Campinas, 1990. Monografia, Instituto de Economia-UNICAMP.

TEIXEIRA, Aloísio. Vinte Anos de Política Econômica (evolução e desempenho da economia brasileira de 1970 à 1989). Idem.

TEIXEIRA, Aloísio e MIRANDA, José Carlos da Rocha. "A Economia Mundial no Limiar do Século XXI: O Cenário mais Provável", setembro de 1990, idem.