

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA, CONTABILIDADE E
SECRETARIADO
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA

JOANA D'ARC SOUSA CORDEIRO

FORTALEZA, JULHO, 2001

FOLHA DE APROVAÇÃO

Esta monografia foi submetida à Coordenação do Curso de Ciências Econômicas, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, outorgado pela Universidade Federal do Ceará – UFC e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho desta monografia é permitida, desde que feita de acordo com as normas de ética científica.

<u>JOANA DARC SOUSA CORDEIRO</u> Nome do Aluno	Média <u>9.0</u>
<u>JACQUELINE FRANCO CAVÁLCANTE</u> Profa. Orientadora	Nota <u>9.0</u>
<u>Profa. ANA MARIA FONTENELE</u> Membro da Banca Examinadora	Nota <u>9.0</u>
<u>Prof. JOSÉ ALÍPIO FROTA LEITÃO NETO</u> Membro da Banca Examinadora	Nota <u>9.0</u>

Monografia aprovada em 03 de julho de 2001.

Aos meus pais,
Aloisio e Rosa,
e minha irmã,
Elizabeth

“O homem não nasceu para resolver o problema do universo, mas para descobrir o coração do problema e então confinar-se ao que está ao seu alcance do conhecimento. A questão a perguntar não é se estamos todos de acordo, mas se partimos de uma mesma base comum de sentimento.”

GOETHE

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela minha vida.

À Professora Jacqueline Franco Cavalcante por toda sua contribuição para realização deste trabalho, que sem sua importante ajuda não teria se concretizado.

Aos meus pais, Aloisio e Rosa, por todo amor e dedicação.

À minha irmã, Elizabeth, pela amizade e companheirismo.

Aos professores Ana Maria Fontenele e José Alípio Frota Leitão Neto, que me concedem a honra de fazer parte da banca examinadora.

Ao meu amigo, Álber Oliveira Teixeira, pelas importantes observações realizadas durante a elaboração do trabalho.

E aos demais, que de alguma forma contribuíram na elaboração desta monografia.

RESUMO

Este trabalho apresenta um histórico sobre os fatores que levaram à securitização da dívida externa brasileira, ocorrida em 1994, resultante do projeto de reestruturação da dívida dos países do terceiro mundo, lançado durante o Governo Bush pelo então Secretário do Tesouro Norte-Americano, Nicholas Brady. O Plano Brady reconhecia que a estagnação econômica e incapacidade de pagamento dos países endividados era resultado dos elevados encargos da dívida junto aos credores externos. Admitiu-se pela primeira vez, desde a eclosão da crise financeira mundial, em 1982, que a redução dos saldos devedores dos países em desenvolvimento era fundamental para reestabelecer o crescimento econômico e, conseqüentemente, a capacidade de pagamento das obrigações desses países. As negociações nos moldes do Plano Brady iniciaram-se em 1988. O Brasil reestruturou sua dívida em 1994 e, no entanto, os encargos com o pagamento de serviços da dívida ainda causam forte impacto negativo no balanço de pagamentos brasileiro. Conclui-se que, apesar do Plano representar uma proposta inovadora de reestruturação da dívida externa, a forma com que as negociações foram conduzidas não proporcionaram os resultados esperados: equilíbrio das contas externas e retomada do crescimento.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	VIII
LISTA DE QUADROS	IX
LISTA DE GRÁFICOS	X
INTRODUÇÃO	11
CAPÍTULO I – O BALANÇO DE PAGAMENTOS E A CRISE ECONÔMICA MUNDIAL.....	11
1.1. Introdução	11
1.2. Balanço de pagamentos: conceito e estruturação	11
1.3. Dívida externa: o primeiro choque do petróleo e o processo de endividamento nos anos 70.....	17
1.4. Dívida externa: A crise dos anos 80 e a moratória.....	19
1.5. Inflação: Tese da Inflação Inercial	21
1.6. Conclusão	23
CAPÍTULO II – PROPOSTAS DE NEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA: PLANO BAKER E PLANO BRADY	24
2.1. Introdução	24
2.2. Securitização: definição e modalidades	24
2.3. Plano Baker	25
2.4. Plano Brady.....	26
2.5. México: Um Caso Particular	28
2.6. Dívida Externa Brasileira: Processo de Renegociação.....	29
2.7. Conclusão:	37
CAPÍTULO III – A DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA APÓS A SECURITIZAÇÃO: COMPORTAMENTO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS.....	25
3.1. Introdução	25
3.2. Comportamento do Balanço de Pagamentos Brasileiro: 1994 – 2000.....	25
3.3. Perfil da Dívida Externa Brasileira	41
3.4. Indicadores de Endividamento	42
3.4. Conclusão	45
CONCLUSÃO.....	46
BIBLIOGRAFIA	48

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Balanço de Pagamentos	39
TABELA 2 – Conta Capital	40
TABELA 3 – Dívida Externa.....	42
TABELA 4 – Indicadores de Endividamento.....	43

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Estrutura Geral do Balanço de Pagamentos Brasileiro.....	14
QUADRO 2 – Opções de Reestruturação da Dívida Externa Brasileira.....	30
QUADRO 3 – Plano Brasileiro de Financiamento de 1992.....	35

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Opção dos Credores no Plano de Reestruturação da Dívida Externa	36
GRÁFICO 2 – Balanço de Transações Correntes.....	39
GRÁFICO 3 – Reservas Internacionais.....	40
GRÁFICO 4 – Indicadores de Endividamento: Relação Dívida/PIB.....	43
GRÁFICO 5 – Indicadores de Endividamento: Relação Serviço da Dívida/PIB.....	44
GRÁFICO 6 – Indicadores de Endividamento: Relação Dívida/Exportações	44
GRÁFICO 7 – Indicadores de Endividamento: Relação Serviço da Dívida/Exportações.	45

INTRODUÇÃO

A sociedade brasileira vem, ao longo dos anos, assistindo a uma série de mudanças na condução da política econômica, na expectativa que o país possa reverter o quadro de concentração de riqueza e desigualdade social. Em 1994, entrou em vigor o Plano Real, que coincidiu, em aspecto de tempo, com a securitização da dívida externa brasileira, realizada nos moldes do plano elaborado pelo governo Norte-Americano para reestruturação da dívida externa dos países em desenvolvimento, denominado Plano Brady. Os dois planos, um no âmbito interno o outro no âmbito externo, buscavam o mesmo objetivo, criar condições favoráveis a retomada do crescimento econômico.

No momento de implantação do Plano Real não havia a euforia registrada por ocasião do Plano Cruzado ou o pânico causado pelo bloqueio de contas do Plano Collor, podendo-se inclusive afirmar que havia uma certa apatia da população quanto as suas consequências, afinal tratava-se do quinto plano de estabilização em menos de uma década. Alguns meses depois, o aumento do poder aquisitivo e a manutenção da estabilidade geraram expectativas positivas quanto a reorganização da economia, apesar de problemas como o adiamento da reforma fiscal e do aumento da dívida interna. O crescente ingresso de capitais estrangeiros, fruto da economia sem fronteiras do mundo globalizado, mascarava os constantes déficits em transações correntes, equilibrando as contas externas.

A eclosão da crise asiática, em 1997, e posteriormente, da crise russa evidenciou a fragilidade do equilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro obrigando o Governo a usar a combinação desvalorização cambial e aumento das taxas de juros na tentativa de equilibrar as contas externas. A eficiência do Plano Real e do Plano Brady foram colocadas à prova após a série de eventos externos e internos que abalaram a economia.

Este trabalho surgiu a partir do contexto apresentado, com o objetivo de realizar uma análise do comportamento das variáveis macroeconômicas, verificando o alcance dos objetivos do Plano Real e Plano Brady para a economia brasileira. Reconhecendo a densidade e abrangência do estudo e sua dependência de fatores relacionados a prazo e disponibilidade de dados, optou-se por limitar o estudo ao processo de securitização da dívida externa

brasileira e do comportamento do balanço de pagamentos nos anos que sucederam a reestruturação da dívida externa.

O primeiro capítulo traz o conceito e a estrutura básica do balanço de pagamentos e o processo de endividamento brasileiro desde o primeiro choque do petróleo, em 1973. A origem da dívida externa de países em desenvolvimento, como o Brasil, é anterior à década de 70 e fundamenta-se em questões históricas e estruturais bem mais complexas que a elevação do preço do petróleo. Apesar disso, a opção pelo ano da crise deve-se a um referencial histórico do fim de um dos períodos mais promissores da economia brasileira, o fim do “milagre econômico”.

O segundo capítulo apresenta uma síntese das soluções propostas para sanar a crise financeira internacional da década de 80. Primeiro, o Plano Baker, em seguida, o Plano Brady, além dos aspectos relativos à negociação da dívida externa brasileira. Na sequência, o terceiro capítulo apresenta números do comportamento do balanço de pagamentos nos anos que sucederam a securitização da dívida. O trabalho é concluído com observações a cerca da situação de endividamento externo a partir dos indicadores apresentados no terceiro capítulo.

Como já foi observado anteriormente, face limitações de prazo e disponibilidade de dados, alguns aspectos relacionados ao tema não foram abordados, tais como a dívida interna, indicadores sociais de desenvolvimento e o comportamento dos títulos da dívida no mercado secundário. A ausência desses aspectos não reduz a relevância dos mesmos no processo de discussão da dívida brasileira, porém, não trouxe prejuízos ao desenvolvimento do tema .

CAPÍTULO I – O BALANÇO DE PAGAMENTOS E A CRISE ECONÔMICA MUNDIAL

1.1. Introdução

Neste primeiro capítulo são apresentados alguns conceitos relacionados às contas nacionais, mais especificamente sobre o Balanço de Pagamentos. Também é efetuado um breve histórico sobre a situação macroeconômica internacional e o processo de endividamento brasileiro, passando pela crise do petróleo nos anos 70, a moratória decretada durante o governo Sarney (1987), a problemática da inflação e os planos de estabilização dos anos 80. Apesar do caráter sintético e histórico da abordagem, ela apresenta-se de forma essencial para melhor compreensão dos motivos que conduziram à renegociação e securitização da dívida externa brasileira.

1.2. Balanço de pagamentos: conceito e estruturação

O Balanço de Pagamentos registra as transações econômicas ocorridas num determinado período de tempo entre os residentes de um país e o estrangeiro. O conceito de residentes incorpora todos os agentes econômicos situados, permanentemente, no território de um país e aqueles que, mesmo no exterior, exercem atividades financiadas pelo país de origem, como as embaixadas ou forças militares, por exemplo. Tratam-se como não residentes os agentes econômicos situados no exterior ou aqueles que estejam em trânsito pelo país ou localizados no território nacional, mas que representem órgãos diplomáticos de países estrangeiros (SIMONSEN; CYSNE, 1995).

As transações econômicas registradas no balanço de pagamentos enquadram-se em dois grandes grupos: o de Transações Correntes e o de Movimento de Capitais. O Quadro I apresenta a estrutura básica de um balanço de pagamentos com cada uma das categorias que o compõe. O primeiro grupo de contas do balanço de pagamentos está subdividido em três categorias onde são registrados o comércio de bens e serviços assim como as transferências de pagamentos. A categoria balança comercial registra os valores alusivos às exportações e

importações de mercadorias (bens tangíveis), enquanto na categoria balança de serviços ficam contabilizadas todas as atividades relacionadas ao setor de serviço (bens intangíveis), tais como os gastos de turistas e de profissionais a serviço temporariamente fora de seus países, fretes pagos pela utilização de infra-estrutura e meios de transporte para embarque e desembarque de mercadorias, prêmios e indenizações recebidos ou pagos por seguradoras, serviços governamentais referentes à manutenção de atividades diplomáticas e militares no exterior.

QUADRO 1 – Estrutura Geral do Balanço de Pagamentos Brasileiro

Balança comercial – FOB
Exportações
Importações
Serviços (líquido)
Juros
Outros serviços ¹
Transferências unilaterais
Receita
Despesa
Transações correntes
Capital
Investimento (líquido)
Reinvestimentos
Financiamentos
Estrangeiros
Novos ingressos
Refinanciamento
Brasileiros
Amortizações
Pagas
Refinanciadas (inclui Clube de Paris)
Empréstimos a médio e longo prazos
Bancos brasileiros
Novos ingressos
Refinanciamento
Bancos comerciais estrangeiros
Novos ingressos
Refinanciamento
Intercompanhias
Demais ²
Capitais a curto prazo
Outros capitais
Erros e omissões
Superávit ou déficit (-)
Financiamento
Haveres (- = aumento)
Obrigações – FMI
Obrigações de curto prazo
Atrasados
Outras
Operações de regularização

Fonte: Boletim do Banco Central, abril/2001, Volume 37 N.º 4 Edição Internet

Notas: (1) Inclui lucros reinvestidos; (2) Inclui bônus, *commercial papers*, *fixed/floating rate notes*, securitizações e outros refinanciamentos;

A balança de serviços agrega ainda o registro de juros, lucros e dividendos provenientes de empréstimos e investimentos internacionais. Para países com alto grau de endividamento essa rubrica representa um peso relevante no saldo final de um balanço. No item denominado Outros Serviços, enquadram-se pagamentos e recebimentos de atividades de consultoria, corretagens, direitos autorais, patentes, *royalties*, lucros reinvestidos e serviços que não possuem uma rubrica especifica. Na categoria Transferencias Unilaterais são registrados todos os tipos de donativos, sejam voluntários ou compulsórios, de caráter oficial ou privado, que não possuem qualquer contra-partida prévia ou futura. As remessas particulares realizadas por imigrantes ou residentes estrangeiros também são registradas nessa categoria (SIMONSEN;CYSNE, 1995).

O segundo grupo de contas, denominado Movimento de Capitais, também pode ser subdivido em categorias: movimento de capitais autônomos e movimento de capitais compensatórios. A primeira categoria engloba as entradas e saídas de capitais voluntários sob forma de investimentos, empréstimos junto às instituições privadas ou oficiais de crédito, amortizações de empréstimos anteriores. O registro de diferenças observadas na apuração dos saldos é efetuado na rubrica Erros e Omissões. Como trata-se de um item que serve para ajustar divergências estatísticas, saldo elevado nessa rubrica indica falhas no processo de registro e apuração dos dados. A outra categoria, denominada de Movimento de Capitais compensatórios registra as reservas internacionais¹, os empréstimos de regularização, obtidos principalmente junto a organismos financeiros internacionais para financiar os deficits do balanço de pagamentos (SIMONSEN;CYSNE, 1995).

Os registros efetuados no balanço de pagamentos seguem a regra das partidas dobradas da Contabilidade o que significa que uma operação internacional gera um movimento a débito e outro a crédito. Essa regra contábil gera uma identidade de saldos no balanço onde:

$$\text{Saldo da Conta Corrente} + \text{Saldo da Conta Capital} = 0 \text{ (zero)}$$

As transações resultantes de pagamentos ao estrangeiro são registradas como débito e as resultantes de recebimentos como crédito, de forma tal que um superávit em conta corrente é compensado pelo déficit na conta de capital ou vice versa (Krugman, 1999). A

¹ De acordo com Paul Krugman (1999, p.326) as “reservas internacionais oficiais são ativos estrangeiros mantidos pelos bancos centrais como um amparo contra o infortúnio econômico nacional”.

padronização dos sistemas de contas nacionais é posterior a Segunda Guerra Mundial quando observou-se uma crescente preocupação dos organismos externos com o aperfeiçoamento qualitativo das informações usadas para estabelecer as diretrizes e políticas econômicas de um governo. Em 1952, a Organização das Nações Unidas publicou um trabalho contendo a metodologia e estruturação das contas nacionais. Saldos positivos na balança comercial podem incentivar o poder público a reduzir as taxas de importação, saldos negativos na balança de serviços podem significar um aumento na remessa de valores para o exterior, assim como a redução do saldo nas contas de capital estimulam o governo ao aumento das taxas de juros para evitar a fuga dos investimentos estrangeiros. Esses são apenas alguns exemplos das mudanças que podem ocorrer na economia de um país em função dos movimentos registrados no seu balanço de pagamentos.

Ao serem analisadas de forma isolada, as situações de déficits e superávites apresentadas nas diversas categorias podem, eventualmente, gerar interpretações equivocadas acerca da real situação macroeconômica do país.

Os governos têm demonstrado grande preocupação em alcançar o equilíbrio das contas nacionais, sendo fundamental a reversão dos saldos deficitários para o aumento das reservas. Nas últimas décadas, alguns fatores têm dificultado a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos, como por exemplo: a elevação da dívida externa proporcionada pelo aumento das taxas de juros internacionais, o surgimento de uma legislação flexível com relação aos fluxos de capitais estrangeiros, reestruturação do sistema financeiro internacional e o avanço da tecnologia da informação.

No Brasil, o agente financeiro responsável pela formulação, execução e acompanhamento das relações financeiras com o mercado externo é o Banco Central (BACEN), sendo de sua competência a busca do equilíbrio no Balanço de Pagamentos. Para alcançar esse objetivo o BACEN administra as reservas cambiais e possui autonomia para comprar e vender ouro ou moeda estrangeira, realizar operações de crédito no exterior (contratação de empréstimo e emissão de títulos) e atividades de regulação e controle dos movimentos de capitais, negociar prazos junto às instituições e organismos financeiros internacionais (www.bcb.gov.br).

1.3. Dívida externa: o primeiro choque do petróleo e o processo de endividamento nos anos 70

Em outubro de 1973, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decretou uma sucessão de aumentos no preço do produto, deflagrando uma crise de proporção internacional. O choque do petróleo ocasionou grande déficit na balança comercial dos países importadores. O desajuste nas contas externas obrigou esses países a promoverem mudanças na condução de suas políticas econômicas.

As nações industrialmente desenvolvidas optaram por medidas de caráter ortodoxo que implicavam na rigidez fiscal, no protecionismo, na redução das importações e na desaceleração do crescimento. Mesmo reconhecendo o impacto recessivo de tais medidas, os países desenvolvidos seguiram o caminho clássico rumo ao equilíbrio de seu balanço de pagamentos.

O Brasil optou por uma política distinta dos países avançados industrialmente. Do ponto de vista político, a adoção de medidas recessivas causariam impactos negativos na área social desestabilizando o regime militar, vigente desde 1964. Desta forma, o governo planejou a execução de programas nas áreas de energia, transportes, insumos básicos e bens de capital com o objetivo de dotar o país de uma estrutura econômica sustentável e menos suscetível aos fatores externos. A implantação dessa política de crescimento somente foi possível pela combinação de alguns fatores como o alto grau de liquidez e baixas taxas de juros no mercado externo:

“Do lado dos emprestadores, a demanda de crédito começa a diminuir nos países capitalistas desenvolvidos, no início dos anos 70, em virtude da insuficiência de oportunidades de investimentos rentáveis e das já elevadas taxas de endividamento das famílias. Portanto, nesse mesmo momento, a situação financeira internacional se caracteriza pela superliquidez (...). Do lado dos tomadores de empréstimos, desfrutando de um ambiente internacional favorável – existência de liquidez abundante, mas também de taxas de juros reais mais baixas, ou até mesmo negativas, e de um dólar cuja cotação se situava em um nível mais baixo (...). Esses empréstimos vão permitir o financiamento de uma emergente acumulação de capital devoradora de divisas, isto é, induzindo um forte aumento das importações de bens de equipamentos e de produtos intermediários como é o caso – o mais conhecido – do Brasil” (SALAMA,P; VALIER, J, 1990, p.27).

Adotando a estratégia de crescimento com endividamento, o país recuperava-se do primeiro choque quando, no final dos anos 70, a guerra civil do Irã e conflitos político-religiosos no Oriente Médio provocaram novos aumentos no preço do petróleo. O novo choque aliado à queda de preço dos produtos pertencentes a pauta brasileira de exportação e à elevação da taxa internacional de juros funcionaram como obstáculo à manutenção da estratégia brasileira de ajustamento de longo prazo.

Ao contrário do que ocorreu na sua primeira versão, a crise do petróleo, na sua nova reedição estava circunscrita em um ambiente de baixo nível de liquidez no mercado externo, o que dificultou a obtenção de novos recursos para a cobertura dos déficits no balanço de pagamentos brasileiro. No início dos anos 80, a explosão inflacionária, a recessão e a saída de US\$ 3 bilhões² em reservas internacionais eram reflexo do agravamento da crise econômica do país.

Impossibilitado de manter a estratégia de ajustamento no longo prazo, o governo brasileiro adotou uma nova política macroeconômica cujo foco era a redução das necessidades de divisas: reduzir o volume de importações e aumentar as exportações com o objetivo de acumular superávites na balança comercial. Para atingir a meta recorreu-se a uma estratégia mais recessiva com a contenção dos salários, aumento da arrecadação e elevação das taxas de juros internas (ABREU, 1996).

Se por um lado a nova estratégia favoreceu e possibilitou o ajuste das contas externas, do outro, o país mergulhou numa grave recessão. A necessidade de redução das importações impossibilitando a modernização do parque industrial brasileiro e o aumento das taxas de juros internas, reduzindo o volume de investimentos, contribuíram para o sucateamento da indústria nacional. Conseqüentemente, os produtos brasileiros perderam em competitividade.

Assim como o Brasil, outros países devedores assistiram suas economias entrarem em depressão. A dívida externa desses países atingiu um patamar tão elevado que tornou-se impossível conciliar o pagamento dos serviços com a manutenção de um nível de investimentos capaz de propiciar crescimento e estabilidade econômica.

² Dados estatísticos do Balanço de Pagamentos Brasileiro registrados no livro Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira de autoria de Paulo Nogueira Batista Júnior.

1.4. Dívida externa: A crise dos anos 80 e a moratória

Em 1982, o México suspendeu, temporariamente, os pagamentos de suas obrigações, deflagrando a crise da dívida dos países menos desenvolvidos. Os grandes bancos estrangeiros, receosos de novos pedidos de moratória, passaram a ser mais rígidos com relação a liberação de novos empréstimos. Os bancos europeus criaram reservas contra o risco soberano, isto é, passaram a contabilizar em seus passivos obrigações relacionadas ao risco do não pagamento dos empréstimos por seus tomadores. Essa atitude demonstrava o reconhecimento por parte dos credores da incapacidade de pagamento dos países do terceiro mundo. Os empréstimos voluntários para o Brasil foram suspensos. No mesmo ano, o governo brasileiro só não realizou um pedido formal de auxílio ao Fundo Monetário Internacional face a repercussão negativa dessa atitude junto à sociedade num período de transição política (após o governo de João Baptista Figueiredo seria empossado o primeiro presidente civil, após 20 anos de regime militar). De qualquer forma, a política adotada pelo Brasil era uma sinalização ao Fundo Monetário Internacional da disposição brasileira em seguir suas diretrizes.

A liberação de créditos pelo Fundo Monetário Internacional ocorria mediante o monitoramento da política econômica dos países que solicitavam ajuda financeira. Os países tomadores de empréstimo obrigavam-se a executar estratégia de ajustamento definida pelo Tesouro Norte Americano e o FMI denominada de “*muddling through approach*”, traduzida em português como “empurrar com a barriga”.

Essa estratégia consistia na adoção, pelos países devedores, de uma conduta mais austera com relação aos gastos públicos. Os países em desenvolvimento deveriam, ainda, aumentar o superávit comercial gerando divisas para o pagamento dos juros. Os países credores não liberariam novos aportes, porém financiariam, quando necessário, a cobertura do déficit no balanço de pagamentos desses países através dos *bridge-loan* (empréstimo-ponte).

O *bridge-loan* caracteriza-se como um empréstimo internacional de curto prazo efetuado quando um país necessita cobrir, de forma imediata, algum tipo de pagamento, sendo uma espécie de adiantamento da liberação de um crédito contratado a um prazo maior (SANDRONI, 1999).

Os esforços empreendidos pelo governo e os empréstimos do Fundo Monetário Internacional, a partir de 1983, quando o Brasil enviou sua primeira carta de intenções, proporcionaram o ajustamento dos saldos do Balanço de Pagamentos, mas não conseguiram conter a escalada inflacionária, o que veio a reforçar a tese de inflação inercial³ na economia brasileira.

Além das elevadas taxas de inflação, o regime militar que chegou ao fim em 1985 com a eleição de Tancredo Neves, deixou como herança um elevado déficit público e uma dívida trinta vezes superior ao saldo existente em 1964.⁴ Os problemas sociais também faziam-se presentes refletidos nos mais diversos indicadores tais como as altas taxas de analfabetismo, de desemprego, de mortalidade infantil e má distribuição de renda.

Sendo a Inflação o cerne do problema sócio-econômico brasileiro, acreditava-se que sua eliminação daria ao país condições para voltar a crescer, atraindo investimentos, gerando emprego, aumentando a renda e o bem-estar social. Combater o “dragão da inflação” passou a ser o foco principal das políticas de estabilização econômica⁵.

As medidas adotadas nesses planos de estabilização mostraram-se insuficientes ou por vezes inadequadas, fracassando no objetivo central e na criação das condições necessárias para o crescimento e desenvolvimento econômico. Vale ressaltar que, no mesmo período, a instabilidade macroeconômica não se apresentava como uma característica particular da sociedade brasileira. De uma forma geral, todos os países em desenvolvimento enfrentavam problemas similares, tornando evidente que os custos relacionados ao processo de endividamento externo atingiam patamares superiores à capacidade de pagamento dos países endividados, como pode depreender da afirmação de Bresser Pereira (1988, p.242) “*O pagamento integral dos juros é incompatível com o crescimento sustentado, o controle das finanças públicas e a estabilidade dos preços*”.

Em 1987, em função do reduzido nível de reservas, o Brasil decretou moratória. Foram suspensos o pagamento dos juros relativos às dívidas de médio e longo prazo para

³ Sobre o assunto, seção 1.5 deste capítulo.

⁴ CARNEIRO, Fernando G. p.21,

⁵ Em apenas uma década o país assistiu a cinco planos de estabilização econômica: o Plano Cruzado (1986), o Plano Bresser (1987), o Plano Verão (1989), o Plano Collor (1990) e finalmente o Plano Real (1994).

credores bancários privados, e retidos depósitos comerciais e interbancários em agências de bancos brasileiros no exterior. Decidiu-se manter o pagamento dos juros alusivos à dívida de curto prazo (ANDIMA, 1995).

No ano seguinte, 1988, foram assinados vários acordos de reescalonamento e refinanciamento da dívida, com destaque especial para o acordo plurianual, que tratava da dívida vencida e a vencer no período de 1/1/1987 e 31/12/1993. Em 1989, novamente ameaçado pela redução no nível das reservas, o Brasil suspendeu a remessa de pagamentos para o exterior, retomando, de maneira formal, as negociações com os credores internacionais apenas em setembro de 1990. Iniciava-se um longo processo de discussões até o fechamento, em 1994, de um acordo de reestruturação da dívida nos moldes do Plano Brady, que será abordado no próximo capítulo.

1.5. Inflação: Tese da Inflação Inercial

Durante as décadas de 70 e 80, a economia brasileira apresentou elevados índices de inflação, o que contribuiu para o desenvolvimento de vários estudos sobre o tema. Entre os vários trabalhos apresentados mereceu um destaque especial a tese de inflação inercial defendida por Lopes, Modiano, Bacha, Rezende, entre outros. Essa seção traz aspectos gerais sobre essa tese que exerceu enorme influência nas políticas estabilizadoras implantadas a partir dos anos 80.

Conceitualmente, inflação é o fenômeno de aumento no nível de preços de uma economia. Pode decorrer de fatores de ordem estrutural ou monetária, denominados choques inflacionários. A diferença residual entre o índice de preços real da economia e o índice de preços calculado a partir dos choques inflacionários recebe a denominação de tendência inflacionária (LOPES, 1986).

Existem duas hipóteses que tratam da origem da tendência inflacionária. Através da hipótese convencional explica-se a tendência com base nas expectativas sendo consequência dos choques; de forma alternativa, a explicação fundamenta-se na questão da inércia inflacionária.

A reprodução da inflação de um período anterior para o período corrente, motivada pela ação dos agentes econômicos que procuram recompor o nível de renda real ao

mesmo patamar do período anterior, mesmo diante da inexistência de choques inflacionários, representa a essência da tese inercialista.

A tese mostra que, embora os choques inflacionários sejam responsáveis pela alta inicial dos preços, são os grupos sociais que, na tentativa de restabelecer o nível de renda real anterior, criam mecanismos de propagação/reprodução da inflação (SALAMA, P; VALIER.J, 1990, p.100).

A princípio, se pode supor que eliminar os mecanismos formais de indexação soluciona a questão da inércia inflacionária. Para Lopes (1986, p. 126), um dos autores do plano de estabilização econômica de 1986 (Plano Cruzado), não há dependência entre inflação inercial e sistema formal de indexação:

“Qual a relação entre a inflação inercial e os mecanismos de indexação de salários e outros rendimentos? Minha conjectura é que estes são fenômenos logicamente independentes e que a inércia inflacionária surge em economias cronicamente inflacionadas independentemente da existência ou não de mecanismos formais de indexação (...). De fato, a experiência brasileira com política salarial sugere que freqüentemente os mecanismos formais de indexação atuam no sentido de impedir a redução do intervalo de tempo entre os reajustes quando o processo inflacionário acelera-se. Dessa forma, a indexação formal pode atuar como um elemento estabilizador da inflação inercial, reduzindo a intensidade com que o sistema multiplica o impacto de choques reais sobre a inflação. Pode-se concluir, portanto, que a simples eliminação do aparato legal de indexação está longe de se constituir numa boa tática de combate à inflação (...). Isto seria apenas uma desindexação ilusória já que a mecânica fundamental da inflação inercial não seria eliminada.

Ainda segundo Lopes (1986, p.134), tendo em vista que o modelo de inflação inercial aplica-se a casos de inflação crônica, inclusive hiperinflação, os esforços devem concentrar-se na elaboração de mecanismos que provoquem a ruptura da tendência inercial da inflação.

1.6. Conclusão

O receituário proposto pelo FMI quando da eclosão da crise financeira internacional, em 1982, mostrou-se ineficaz. No momento em que foi proposto, acreditava-se na existência de uma crise de liquidez a ser resolvida tão logo os países desenvolvidos superassem seu período de recessão e voltassem a comprar produtos dos países em desenvolvimento.

Em 1985, os países desenvolvidos já haviam retomado o nível normal de crescimento enquanto os problemas dos países em desenvolvimento multiplicavam-se. O então Secretário do Tesouro Americano, James Baker, apresentou um programa contendo sugestões para renegociação das dívidas. Admitiu-se, então, que a estratégia de financiamento e ajustamento não gerou os resultados esperados. Ainda que o Plano Baker não representasse uma mudança radical nos processos de negociações da dívida, como poderá ser verificado no próximo capítulo, a sua revisão, em 1987, e posteriormente, o Plano Brady, em 1989, acenavam com a possibilidade de redução das dívidas dos países devedores através do processo de securitização.

CAPÍTULO II – PROPOSTAS DE NEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA: PLANO BAKER E PLANO BRADY

2.1. Introdução

No capítulo anterior, foram apresentados conceitos relacionados à estrutura do balanço de pagamentos e um breve histórico do processo de endividamento brasileiro. Com a crise financeira internacional o pagamento de juros e amortizações tornou-se mais oneroso para os países em desenvolvimento, transformando-se num grande obstáculo ao crescimento desses países. Exatamente na busca de soluções para o problema da dívida, surgiram nos meados dos anos 80, algumas propostas apontando para o caminho da securitização, como é o caso do *Program for Sustained Growth* (Programa para o crescimento sustentado), apresentado pelo então secretário do Tesouro norte-americano, James A. Baker e, posteriormente, do Plano Brady, assim denominado por ter sido lançado pelo sucessor de Baker no Tesouro Americano, Nicholas Brady. Neste capítulo serão abordados o conceito e as modalidades de securitização, além das características de cada uma das referidas propostas .

2.2. Securitização: definição e modalidades

O termo securitização (SANDRONI, 1999) deriva-se basicamente de duas palavras de origem inglesa: *Securities* (no plural) e *Security*. *Securities* significa, de uma forma geral, uma referência a ações ou títulos de dívida de médio e longo prazo. *Security* é a designação do processo de conversão de empréstimos ou outros ativos bancários em títulos para que estes possam ser negociados no mercado, transferindo os saldos devedores desses empréstimos para um novo credor. Portanto, a securitização da dívida externa trata-se de um processo de conversão dos empréstimos junto aos bancos estrangeiros em títulos de dívida que podem ser negociados internacionalmente, transferindo dessa forma o direito de recebimento da dívida.

Basicamente, considera-se duas modalidades de securitização. Na primeira, o débito existente é securitizado abaixo de seu valor líquido, ou seja, com desconto. Os títulos

serão resgatados num prazo razoável de anos, de acordo com as taxas de juros praticadas no mercado. Na segunda modalidade o valor líquido da dívida se mantém; contudo, a dívida é reestruturada através de taxas fixas de mercado, considerando-se a capacidade de pagamento de cada país.

2.3. Plano Baker

Em 1985, durante a reunião anual do Fundo Monetário Internacional – FMI e Banco Mundial, em Seul, o secretário do Tesouro norte-americano, James A. Baker, apresentou o *Program for Sustained Growth* (Programa para o crescimento sustentado), também denominado Plano Baker. Basicamente, o plano fundamentou-se em três pontos⁶:

- a) Os bancos comerciais aumentariam em US\$ 20 bilhões o desembolso para os países beneficiários do plano, num período de três anos (1986/1987/1988);
- b) O Fundo Monetário Internacional - FMI mantinha-se como principal articulador das negociações com os Bancos de Desenvolvimento, oferecendo maiores empréstimos para ajustes estruturais. No caso do Banco Mundial e Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID deveriam liberar recursos da ordem de US\$ 27 bilhões, em três anos (1986/1987/1988);
- c) Os países integrantes do programa⁷ comprometiam-se em realizar reformas estruturais e seguir políticas econômicas pautadas na austeridade no curto prazo;

Como se pode perceber, apesar de admitir o crescimento dos países devedores como condição fundamental para manter o pagamento dos serviços da dívida, o programa reforçava a estratégia “*muddling through approach*” já adotada pelo Fundo Monetário. Não ficara clara a forma de concessão dos financiamentos previstos e tampouco existiam estimativas das necessidades dos países beneficiados pelo plano. Ofereciam-se mais recursos, expandindo o endividamento, em vez de reduzi-lo.

Em 1987, o quadro de estagnação econômica dos países endividados assustou os investidores. Enquanto o Fundo Monetário recebia o pagamento dos serviços das dívidas, os

⁶ Em Sandroni (1999, p.463) constam dados referentes aos montantes desembolsados pelas instituições financeiras para execução do Plano Baker.

⁷ Integraram o Plano Baker 17 países: Brasil, Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Costa do Marfim, México, Marrocos, Nigéria, Peru, Filipinas, Uruguai, Venezuela, Iugoslávia, Costa Rica e Jamaica.

bancos recebiam liberar os créditos previstos no programa para países que não apresentavam perspectivas de crescimento. Uma amostra do temor das instituições financeiras internacionais pôde ser observada na decisão do Citibank, uma das maiores corporações financeiras do mundo, que seguindo o exemplo dos bancos europeus, formou uma reserva de US\$ 3 bilhões (BRESSER PEREIRA, 1989, p.223) para reduzir seu *exposure*⁸ em relação aos países devedores. Em setembro de 1987, Baker e sua equipe revisaram o plano através da elaboração de um conjunto de alternativas (“menu de opções”) possibilitando aos bancos credores permanecerem fora de pacotes que demandassem dinheiro novo e criando os chamados *exit bonds*⁹ (bônus de saída). Menos de três meses após a revisão do Plano Baker, um dos principais credores do México, o Morgan Guaranty Trust Co, concorda em leiloar parte da dívida mexicana com desconto. É o fim do Plano Baker e o primeiro passo rumo à securitização proposta no ano seguinte pelo novo secretário do Tesouro norte-americano, Nicholas Brady.

2.4. Plano Brady

Em 1989, o secretário do Tesouro norte-americano, Nicholas Brady, afirmou em discurso que a redução da dívida externa é uma premissa para que os países devedores possam retornar ao mercado e suas dívidas possam ser efetivamente pagas. Seu antecessor, James Baker, chegou a cogitar, durante a revisão de seu *Program for Sustained Growth*, a possibilidade de redução das dívidas dos países em desenvolvimento. Era uma das alternativas propostas em seu “menu de opções”, e não a solução.

O mercado financeiro internacional já se fazia sensível à questão da incapacidade de pagamento dos países devedores. O valor de mercado das dívidas era, em alguns casos, até 50% inferior ao valor do débito (BRESSER PEREIRA, 1989). Transformar a dívida existente em títulos para serem negociados no mercado secundário, com desconto, parecia a melhor alternativa uma vez que não existiam perspectivas de recuperação dos débitos pelo valor total.

⁸ Palavra de origem inglesa que significa grau de exposição, é determinado pelo quociente entre empréstimos e financiamentos que um banco tem com um determinado país e o total de empréstimos de sua carteira (SANDRONI, 1999, p. 231)

⁹ São títulos emitidos e negociados para que credores com pequena participação no montante da dívida possam ser pagos (SANDRONI, 1999, p.229)

O processo funciona da seguinte forma: os bancos emitem os títulos da dívida e os vende a preço de mercado e assim recuperam parte do saldo devedor melhorando o seu grau de liquidez e sua exposição ao risco em vista do recebimento de recursos dos novos credores. Essa emissão de títulos permite aos países em desenvolvimento alongarem seus prazos de pagamento, fazendo com que os recursos normalmente direcionados ao pagamento de serviços, relacionados aos empréstimos/financiamentos convencionais da dívida, possam ser alocados em novos investimentos. Os títulos são valorizados na medida em que os países devedores recuperam a capacidade de crescimento. Os novos credores são recompensados pela valorização dos títulos comprados com deságio no início do processo. Com a recuperação econômica, os países endividados podem resgatar no mercado, antes do vencimento, os títulos referentes às suas dívidas, conseguindo, inclusive, algum deságio pela antecipação. Outra vantagem para os detentores dos títulos da dívida é que os papéis são lastreados por títulos do Tesouro dos Estados Unidos, o que representa no mercado internacional, risco zero.

Deve-se atentar para três aspectos fundamentais nesse esquema: primeiro, os bancos credores precisam estar dispostos a oferecer descontos atrativos para os novos investidores; segundo, os novos credores devem estar dispostos a esperar o longo prazo para obter maiores rendimentos; e, por último, os países endividados precisam assumir um compromisso de reformas estruturais, capazes de viabilizar a retomada do crescimento.

Para garantir que o programa se tornasse exequível, o Plano Brady continha as seguintes indicações (ANDIMA, 1995):

- a) Os países endividados comprometiam-se com a adoção de medidas voltadas para o crescimento, tais como: estímulo ao comércio e ao fluxo de investimentos estrangeiros com a abertura de mercados e uma legislação mais flexível ao movimento de capitais, além de medidas visando ao fortalecimento do nível de poupança interna. As políticas adotadas nesses países seriam orientadas pelo Fundo Monetário Internacional;
- b) A redução da dívida deveria ocorrer mediante mecanismos voluntários do mercado;
- c) A conversão dos empréstimos e/ou financiamentos em títulos, com desconto no valor principal e redução das taxas de juros, seria financiada pelo Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial;

- d) Os bancos comerciais liberariam novos créditos aos países devedores, fazendo uma separação entre a dívida reduzida e o dinheiro novo;
- e) Regulamentação do processo de redução da dívida eliminando as barreiras contábeis e tributárias; Os governos credores comprometiam-se a manter os mercados abertos aos países devedores;
- f) As negociações transcorreriam individualmente, não existindo um patamar fixo de redução da dívida, variando para cada nação.

O primeiro país a aderir ao Plano foi o México, em 1989. Em 1990, durante o governo Collor, o Brasil apresentou um plano incluindo a alternativa de securitização da dívida, mas apenas em 1994, foram emitidos títulos convertendo a dívida antiga.

Até 1996, dos trinta e nove países devedores, dezoito tinham aderido ao processo de securitização: Brasil, Argentina, Costa Rica, República Dominicana, Equador, México, Panamá, Peru, Uruguai, Venezuela, Bulgária, Croácia, Polônia, Rússia, Eslovênia, Marrocos, Nigéria e Filipinas.

2.5. México: Um Caso Particular

Como citado anteriormente, o México foi o primeiro país a renegociar sua dívida nos moldes do Plano Brady, obtendo junto aos credores externos uma redução de aproximadamente 35% de sua dívida externa. A opção pelo México não aconteceu ao acaso. As considerações abaixo tornarão claros os motivos de tal escolha.

Assim como outros países em desenvolvimento, o México tentou, inutilmente, alcançar a estabilidade econômica, via ampliação de gastos governamentais e sobrevalorização de sua taxa de câmbio. Em 1982, quando decretou moratória, o governo mexicano procurou seguir a estratégia do Fundo Monetário Internacional, implantando políticas de contenção de despesas. O abalo sísmico de 1985 e oscilações no preço do petróleo inviabilizaram qualquer tentativa de controle dos gastos.

Com a eleição do conservador Carlos Salinas para Presidência da República, foi lançado um plano de caráter ortodoxo de combate à inflação denominado Pacto para a Estabilidade e Crescimento Econômico – PECE.

O plano baseava-se, fundamentalmente, na reestruturação das empresas públicas através de um programa de privatização, na liberalização financeira e comercial, com redução de taxas alfandegárias e número de licenças para importação, abertura ao capital estrangeiro e reforma tributária. Além disso, houve desvalorização da moeda mexicana, reajuste das tarifas públicas e redução dos salários reais. Apesar de impopulares, as medidas surtiram alguns efeitos positivos, tais como, a redução do índice de preços, crescimento da produção manufatureira, formação de superávit para a balança comercial e significativa redução das necessidades de crédito do setor público.

Todos os esforços empreendidos pelo governo mexicano para estabilizar sua economia, mediante aplicação de políticas liberais, funcionou como atrativo para que os credores, especialmente os americanos, concedessem algumas vantagens na negociação da dívida, não sendo porém o fator determinante. A citação de Ib Teixeira enfatiza o principal trunfo mexicano na mesa de negociações:

“...o impacto de uma hiperinflação e do subsequente caos social repercutira imediatamente nas fronteiras comuns (...) o fato dos mexicanos contarem com uma fronteira comum de 3.700 km com os Estados Unidos ou a existência de uns 3 a 4 milhões de mexicanos em território norte-americano parece ter condoído o Fundo Monetário e aberto o cofre dos bancos credores (...). TEIXEIRA (1989, p.359)

A renegociação da dívida mexicana foi consumada em fevereiro de 1990, quando ocorreu a emissão de bônus para substituição da dívida antiga.

2.6. Dívida Externa Brasileira: Processo de Renegociação

Em 1990, durante o governo Collor, o Brasil fez sua primeira proposta de securitização da dívida, mas como não foi apresentado lastro para a operação, esta não foi efetivada. No ano seguinte, as dívidas dos setores privado e financeiro, da Petrobrás, Companhia Vale do Rio Doce e subsidiárias foram negociadas segundo critérios estabelecidos na Resolução n.º1838/91 do Conselho Monetário Nacional.

Apesar do ano de 1992 ter sido marcado pela indefinição do panorama político brasileiro, face às denúncias de corrupção e forte pressão popular, que levaram o Congresso Nacional a aprovar o processo de *impeachment* do presidente Fernando Collor, o processo de negociação da dívida teve continuidade com a ascensão de Marcílio Marques Moreira ao Ministério da Economia e nomeação de um novo negociador para a dívida externa, Pedro Malan. As reuniões com Comitê Assessor dos Bancos Credores resultaram num acordo contendo as premissas do Plano Brady. Esse acordo foi formalizado através de um documento denominado “*Term Sheet*”, e se trata de um sumário de princípios jurídicos e operacionais, levado à apreciação do Senado Federal. Depois de sua aprovação, o Sumário de Princípios serviu de base para a assinatura dos contratos definitivos que previam a reestruturação da dívida até 31 de julho de 1993, podendo ser esse prazo prorrogado por mais quatro meses – até 30 de novembro de 1993 (ANDIMA, 1995).

O acordo previu a renegociação das obrigações do setor público brasileiro elencadas abaixo¹⁰:

1 – obrigações com o exterior referentes a contratos de médio e longo prazo, que já haviam sido objeto do acordo plurianual de 1988¹¹, excetuando-se, como citado anteriormente, as dívidas dos setores privado e financeiro, da Petrobrás, da Companhia Vale do Rio Doce e subsidiárias, já acordadas mediante Resolução n.º 1838/91, do Conselho Monetário Nacional, e incluindo-se os vencimentos posteriores a 31 de dezembro de 1993 (o acordo anterior compreendia apenas os vencimentos de 01/01/1987 a 31/12/1993) além das parcelas de principal, denominadas *Downpayment Amounts*, referentes aos anos de 1991, 1992 e 1993;

2 – as obrigações objetos dos contratos assinados em 1988 que representaram ingresso de novos recursos (dinheiro novo), com exceção dos montantes relativos aos *New Money Bonds*, títulos emitidos pelo Banco Central do Brasil;

3 – juros referentes aos contratos de dinheiro novo assinados em 1988 e que não foram pagos no período 1991/1992, além dos encargos compreendidos entre os anos de 1993 e o momento do acordo, atualizados até a data de reestruturação da dívida. Esses juros acumularam-se em função da Resolução n.1564/89 do Conselho Monetário Nacional que determinava sua retenção junto ao Banco Central.

¹⁰ O Relatório Econômico da Andima de 1995 registra os principais termos do acordo.

¹¹ Seção 1.4 do capítulo I dessa Monografia.

O Brasil ofereceu aos credores externos uma espécie de menu de opções para reestruturação da dívida antiga. O *menu* contendo seis diferentes tipos de bônus (caracterizando o processo de securitização da dívida externa brasileira) e uma opção de contrato de reestruturação cujas características são citadas a seguir estão sintetizadas no Quadro 2:

Bônus de Desconto – O bônus é emitido para credores dispostos a trocar sua dívida antiga com desconto 35%. O prazo do título é de trinta anos com uma única amortização no final do período, pagando-se taxa de juros de mercado - Libor (London Interbank Offered Rate) semestral e juros no intervalo de 13% a 16%, além da garantia de 100% do montante principal e de doze meses de pagamentos de juros. A garantia foi composta pelos títulos do tesouro americano que no mercado externo é considerado um ativo de risco zero.

Bônus ao Par – Apenas difere do bônus de desconto em duas características. O credor que optou por este ativo não precisou oferecer desconto para a dívida antiga mas a taxa de juros é fixa, obedecendo uma escala nos seis primeiros anos que varia de 4% a 5,75%. Do sétimo ao trigésimo anos a taxa de juros foi fixada em 6%

Bônus de Redução Temporária de Juros (*Front-Loaded Interest Reduction Bond* – **FLIRB)** – O prazo do bônus é de quinze anos com uma carência de nove anos a partir do qual são realizadas amortizações semestrais. Nos seis primeiros anos paga-se uma taxa de juros fixa obedecendo uma escala de 4% a 5% a.a., do sétimo ano em diante admite-se o uso taxa de juros praticada pelo mercado – Libor semestral e juros no intervalo de 13% a 16%.

Bônus de Dinheiro Novo – O prazo de vencimento do bônus é de quinze anos com sete de carência e juros equivalentes a taxa de Mercado – Libor semestral – adicionada a taxas de juros fixas no intervalo de 7% a 8%.

Bônus de Conversão da Dívida – Bônus com vencimento em dezoito anos sendo os dez primeiros de carência. Utiliza-se a taxa de juros de mercado – a Libor semestral - adicionada a uma taxa fixa no intervalo de 7% e 8%. O credor que optou por este título obrigou-se a emprestar US\$ 1,00 para cada US\$ 5,5 de dívida antiga convertida.

Bônus de Capitalização (*Front-Loaded Interest Reduction with Capitalization Option – C-Bond*) – Prazo de vinte anos com dez de carência. Um título sem garantias cujo pagamento de juros nos seis primeiros anos é similar ao FLIRB, porém a partir do sétimo ano a taxa de juros mantém-se fixa em 8% até o final do período.

Opção de Reestruturação – Contrato de empréstimo cujo mutuário trata-se da República Federativa do Brasil. O novo prazo contratado é de vinte anos sendo os dez primeiros de carência. O pagamento de juros é similar ao FLIRB: Nos seis primeiros anos taxa de juros fixa obedecendo uma escala de 4% a 5% a.a., do sétimo ano em diante é usada a taxa de juros praticada pelo mercado – Libor semestral e juros no intervalo de 13% a 16%.

QUADRO 2 – Opções de Reestruturação da Dívida Externa Brasileira

Opção	Prazo	Carência	Garantia do Principal	Garantia de Juros	Forma de Pagamento
Bônus de Desconto	30 anos	30 anos	100	12 meses	<i>Bullet</i>
Bônus ao Par	30 anos	30 anos	100	12 meses	<i>Bullet</i>
Flirb	16 anos	9 anos	-	12 meses	13 parcelas semestrais iguais
Bônus de Dinheiro Novo	16 anos	7 anos	-	-	17 parcelas semestrais iguais
Bônus de Conversão	18 anos	10 anos	-	-	17 parcelas semestrais iguais
Bônus de Capitalização	20 anos	10 anos	-	-	21 parcelas semestrais iguais
Opção de Reestruturação	20 anos	10 anos	-	-	1-4:1,00% 5-8:4,00% 9-12:5,00% 13:6,00% 13-21:6,75%

Fonte: Relatório Econômico da ANDIMA: Dívida Externa e Plano Brady, 1995.

Ao elaborar o programa de reestruturação da dívida, a equipe econômica procurou preservar a capacidade de pagamento do país diante das oscilações do mercado financeiro internacional. O Relatório Econômico Dívida Externa e Plano Brady, elaborado pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto – ANDIMA, cita como exemplo a emissão do Bônus ao Par:

“...busca-se através das taxas de juros fixas, contidas em alguns dos instrumentos, neutralizar eventuais elevações bruscas nas taxas de juros internacionais. Dentre esses instrumentos destaca-se o bônus ao Par, que contém taxas de juros fixas de 4% e 6% até o trigésimo ano – baixas não só em relação aos níveis históricos como também às projeções hoje disponíveis no mercado futuro para taxas de juros de longo prazo. Nesse sentido, outros importantes instrumentos são a opção de reestruturação e o bônus de capitalização, os quais contém mecanismos de capitalização de juros, possibilitando, assim, uma previsão de fluxo de caixa.” (ANDIMA, 1995, p.41)

O acordo assinado estabeleceu o prazo de dois anos para que o Brasil depositasse as garantias do principal e juros do Bônus ao Par (*Par Bond*), Bônus de Desconto (*Discount Bond*), e do Bônus de Redução Temporária de Juros (*Flirb*). No caso, a garantia do principal oferecida pelo Brasil foi Obrigações do Tesouro dos Estados Unidos da América (*US Treasury Zero Coupon Bonds*), em caução junto ao BIS (Banco para Compensações Internacionais).

Para garantia dos juros, o acordo previa um depósito em conta de titularidade da República Federativa do Brasil, onde o saldo referente à garantia de juros dos Bônus ao Par e Bônus de Desconto deveriam permanecer depositados até o vencimento dos títulos, ou seja, por um período de trinta anos. Quanto ao saldo relativo à garantia de juros do Bônus de Redução Temporária de Juros (*Flirb*), este poderia ser liberado após seis anos da emissão do título.

O acordo de princípios também permitiu ao governo brasileiro aportar suas garantias de forma escalonada, durante o período de dois anos, caso o Brasil não possuísse recursos suficientes no momento da reestruturação. Esse fato representou significativo avanço, uma vez que os acordos anteriores exigiam o aporte imediato das garantias.

Para compor as garantias estabelecidas nos contratos seriam usados recursos provenientes tanto da emissão do *New Money Option*, além das reservas internacionais brasileiras bem como os principais organismos internacionais: Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial (BIRD) e Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). Segundo

o Relatório Econômico publicado pela ANDIMA (1995), o Fundo Monetário Internacional adiou as liberações de aportes para depois da implantação do Plano Real. Desta forma, coube ao Governo Brasileiro financiar sozinho os bônus de garantia, dependendo, nesse caso de, que os credores privados suspendessem a cláusula contratual que previa um acordo formal com o FMI. Os credores privados apresentaram-se favoráveis ao pedido, no entanto, a ausência do acordo com o FMI levou o Tesouro norte-americano a não emitir os títulos que serviriam de garantia para parte dos bônus lançados por ocasião da reestruturação. A compra das Obrigações do Tesouro dos Estados Unidos ocorreu no mercado secundário representando um desembolso imediato para o país de US\$ 2,8 bilhões, de forma imediata, e US\$ 1 bilhão parcelado em quatro pagamentos semestrais iguais, sujeito flutuações da taxa de juros do *zero coupon*.

Observa-se que os títulos que apresentam garantias de principal e juros são mais onerosos, do ponto de vista financeiro, face à necessidade do depósito dessas garantias. Por isso, o acordo estabeleceu que o país poderia não realizar a emissão dos títulos e, conseqüentemente, não reestruturar a dívida. No caso dos credores concentrarem suas escolhas nos títulos com garantia. No primeiro momento, essa preferência dos credores pelo Bônus ao Par e o Bônus de Desconto ocorreu efetivamente, representando 79% do total da dívida negociada e inviabilizando a emissão dos títulos (ANDIMA, 1995).

Para resolver a questão, o Governo Brasileiro e o Comitê Assessor dos Bancos Credores implantaram medidas compulsórias visando a melhor distribuir a emissão dos bônus. O governo também estabeleceu que os títulos emitidos através do referido acordo poderiam ser usados como moeda no Programa Nacional de Desestatização – PND. A distribuição final foi aprovada pelo Senado Federal através da Resolução n.º 90, de 4/11/1993.

Torna-se necessário destacar que cada mudança nos prazos de reestruturação da dívida implicava numa nova negociação para pagamentos dos juros. Assim, os juros devidos pelo setor público, no período de 1/1/1994 e 15/4/1994 (data de conversão da dívida) teve seu pagamento realizado nas seguintes condições:

- a) Em dinheiro: 50% dos juros do período mais um adicional referente aos juros não pagos em 1991;
- b) Em bônus (EI Bonds): a diferença entre o valor devido no período e o pagamento realizado em dinheiro.

Ressalta-se que o acordo brasileiro apresentou uma inovação comparado aos outros acordos assinados pelos países devedores. Não foram estabelecidas cláusulas de recaptura, ou seja, pagamentos de adicionais em função de ganhos futuros da economia.

QUADRO 3 – Plano Brasileiro de Financiamento de 1992

PAPEL	VALOR EMISSÃO US\$ bilhões	PRAZO	GARANTIAS/OBSERVAÇÕES	TAXA JUROS ¹
Discount Bonds ²	7,294	30 anos	Garantia do principal e 12 meses de juros, sob o sistema de rolagem. Troca ocorrida com 35% de desconto.	Libor semestral + Intervalo de 13% a 16%
Par Bonds ³	10,490	30 anos	Garantia do principal e 12 meses de juros, sob o sistema de rolagem.	Intervalo de 4% a 5,75% até o 6º ano. 6% a partir do 7º ano.
Front Loaded Interest Reduction Bonds-Furbs ⁴	1,738	15 anos (9 anos de carência)	Garantia de 12 meses de juros, sob o sistema de rolagem, por 6 anos.	Intervalo de 4% a 6% até o 6º ano. Libor semestral + Intervalo de 13% a 16% a partir do 7º ano
Front Loaded Interest Reduction Bonds with Capitalization Bond ⁵	7,408	20 anos (10 anos de carência)	Capitalização da diferença entre os juros pagos nos primeiros 6 anos e 8%.	Intervalo de 4% a 5% até o 6º ano. 8% a partir do 7º ano
New Money Bonds ⁶	2,238	15 anos (7 anos de carência)	Pagamento em 17 parcelas semestrais	Intervalo de 7% a 8%+ Libor semestral
Debt. Conversion Bonds ⁷	8,490	18 anos (10 anos de carência)	Pagamento em 17 parcelas semestrais	Intervalo de 7% a 8%+ Libor semestral
Eligible Interest Bonds ⁸	5,489	12 anos (3 anos de carência)	Pagamento em 19 parcelas semestrais	Intervalo de 13% a 16%+ Libor semestral
I.F. Investment Future ⁹	0,428	15 anos (7 anos de carência)		Intervalo de 7% a 8%+ Libor semestral

Fonte: Relatório Econômico da ANDIMA: Dívida Externa e Plano Brady, 1995 e FORTUNA (1999, p.373)

Notas: (1) taxa de juros ao ano.

(2) Discount Bonds – Bônus de Desconto

(3) Par Bonds – Bônus ao Par

(4) Front Loaded Interest Reduction Bonds-Furbs (Flirb) – Bônus de Redução Temporária de Juros

(5) Front Loaded Interest Reduction Bonds with Capitalization Bond (C-Bond) – Bônus de Capitalização

(6) New Money Bonds (NBM) – Bônus de Dinheiro Novo

(7) Debt. Conversion Bonds – Bônus de Conversão da Dívida

(8) Eligible Interest Bonds (EI-Bonds) – Bônus de Qualificação: originado pelos juros atrasados do período 1991 a 1994, motivo pelo qual não encontra-se no menu de opções original

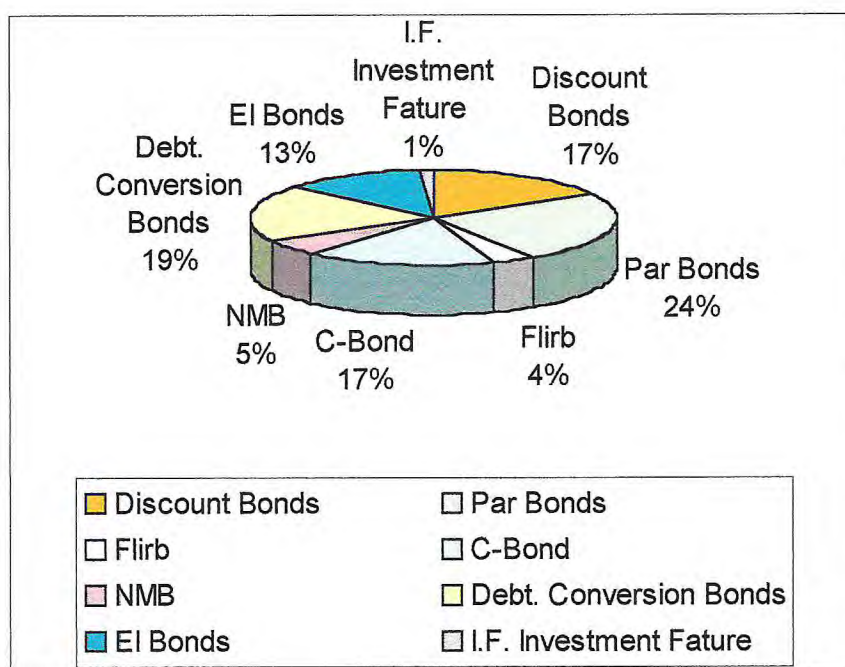
(9) I.F. Investment Future – Opção de reestruturação

O plano brasileiro de financiamento permitiu a redução imediata de US\$ 4 bilhões no estoque da dívida. O débito antigo (US\$ 47,5 bilhões) foi convertido em US\$ 43,6 bilhões.

O Quadro 3 mostra as características dos títulos emitidos, enquanto o Gráfico 1 esboça a predominância na opção de compra dos credores internacionais.

Os Bônus ao Par (*Par Bonds*) e o Bônus de Desconto (*Discount Bonds*) representaram 41% da opção dos credores. A existência de garantias determinou a forte demanda pelos títulos. Poucos optaram pela opção de reestruturação, ou seja, pela assinatura de um novo contrato de empréstimo. O valor dos contratos reestruturados representou apenas 1% do total da dívida negociada. A preferência dos credores pelas outras opções de bônus seguiu a seguinte ordem: 19% optaram pelo Bônus de Conversão da Dívida (*Debt Conversion Bonds*) 17% pelo Bônus de Capitalização (*C-Bond*), 13% pelo Bônus de Qualificação (*EI-Bonds*), 5% pelo Bônus de dinheiro Novo (*New Money Bonds – NMB*) e 4% pelo Bônus de Redução Temporária de Juros (*Flirb*).

GRÁFICO 1 – Opção dos Credores no Plano de Reestruturação da Dívida Externa.



Fonte: Relatório Econômico da ANDIMA: Dívida Externa e Plano Brady, 1995 e FORTUNA (1999, p.373)

Após o Plano Brady, o mercado financeiro internacional passou a denominar os títulos da dívida dos países devedores de *brady bonds* (bônus brady), ou simplesmente de *bradies*. Tais ativos são negociados no mercado secundário, o que não reduz sua importância, uma vez que esses papéis servem como parâmetro de avaliação de risco dos países

emergentes. Grandes instituições financeiras mantêm equipes de profissionais dedicadas à análise das oscilações desses papéis.

2.7. Conclusão:

Como pode se depreender das considerações efetuadas neste capítulo, o Plano Brady representou um avanço no conceito de negociação da dívida, a partir do momento que reconhece a redução da dívida não como alternativa, mas como ponto de partida de renegociação dos débitos dos países em desenvolvimento. Admitiu-se a impossibilidade de crescimento dos países devedores diante do alto volume de encargos junto às instituições credoras. Porém, a eficiência e alcance do plano é colocada à prova diante das peculiaridades existentes no processo de negociação da dívida por país, como o caso mexicano. No próximo capítulo serão apresentados dados sobre o perfil do endividamento brasileiro após a adesão brasileira ao processo de securitização da dívida. Será apresentado o comportamento da balança de serviços e seu respectivo impacto no saldo final do balanço de pagamento.

CAPÍTULO III – A DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA APÓS A SECURITIZAÇÃO: COMPORTAMENTO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS.

3.1. Introdução

Este capítulo tem como objetivo apresentar o comportamento do balanço de pagamentos brasileiro, especialmente no que se refere ao pagamento de juros, amortizações e evolução da dívida externa, após a adesão brasileira ao Plano Brady, em abril de 1994, quando o país trocou sua dívida antiga por títulos de até trinta anos de maturidade, garantidos por papéis do tesouro norte-americano. Para desenvolvimento do estudo, utilizou-se dados extraídos do Boletim do Banco Central do Brasil e dos relatórios anuais da Instituição.

3.2. Comportamento do Balanço de Pagamentos Brasileiro: 1994 – 2000

Desde 1995, a balança comercial apresenta-se deficitária, uma situação decorrente do processo de liberalização comercial iniciado no final da década de 80 e da valorização da moeda brasileira nos primeiros anos do Plano Real. Em 1999, com o fim do regime de bandas cambiais, o setor exportador obteve algum ganho em competitividade, intensificando, por outro lado, as disputas comerciais com a Argentina, parceiro do Brasil no Mercosul (BACEN, 1999). A alteração no regime de câmbio contribuiu para redução do déficit comercial, não sendo, contudo, suficiente para revertê-lo. Questões de ordem estrutural, relacionadas ao Custo Brasil, vêm impedindo um melhor comportamento das exportações nacionais.

Quanto à balança de serviços brasileira, esta é tradicionalmente deficitária em função do pagamento de juros da dívida externa. Em 1994, ano de reestruturação da dívida, as despesas líquidas com juros foi da ordem de US\$ 6 bilhões, correspondendo a 43% do déficit da balança de serviços. Em dezembro de 2000, cerca de US\$ 15 bilhões, 58,7% do saldo registrado. Com referência as receitas de transferências unilaterais no ano passado, foram totalizados US\$ 2,133 bilhões e as despesas US\$ 337 milhões, representando um saldo líquido de US\$ 1,796 bilhões. Os ingressos líquidos na conta foram 30,6% inferiores as

receitas registradas em 1994. A Tabela 1 e o Gráfico 2 contêm dados relativos às contas que compõem o grupo de transações correntes nos últimos seis anos.

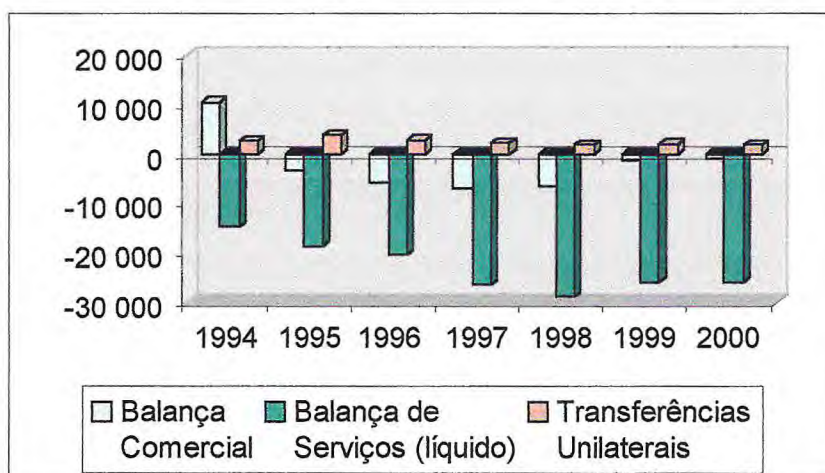
TABELA 1 – Balanço de Pagamentos: Transações Correntes, Conta Capital e Saldo Final

Descrição	Em US\$ milhões						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Balança Comercial	10 466	-3 352	-5 599	-6 748	-6 604	-1 260	- 698
Balança de Serviços (líquido)	-14 743	-18 594	-20 443	-26 278	-28 800	-25 829	-25 706
Juros (líquido) ¹	-6 338	-8 158	-9 173	-10 388	-11 947	-15 237	-15 088
Transferências Unilaterais	2 588	3 974	2 900	2 216	1 778	2 027	1 796
Saldo de Transações Correntes	-1 689	-17 972	-23 142	-30 811	-33 625	-25 062	-24 608
Capital	14 294	29 359	33 959	25 877	20 596	14 165	30 215
Erros e Omissões	334	2 093	-1 800	-2 912	-4 256	157	2 454
Superávit/Déficit	12 939	13 480	9 017	-7 845	-17 285	-10 740	8 061

Fonte: Boletim do Banco Central de Abr/2001, Volume 37, n.º 4 e Dez/1997, Volume 33, n.º12.

Notas: (1) os valores referentes aos juros já estão computados no saldo do Balanço de Serviços

GRÁFICO 2 – Balanço de Transações Correntes no período de 1994 – 2000, em US\$ milhões



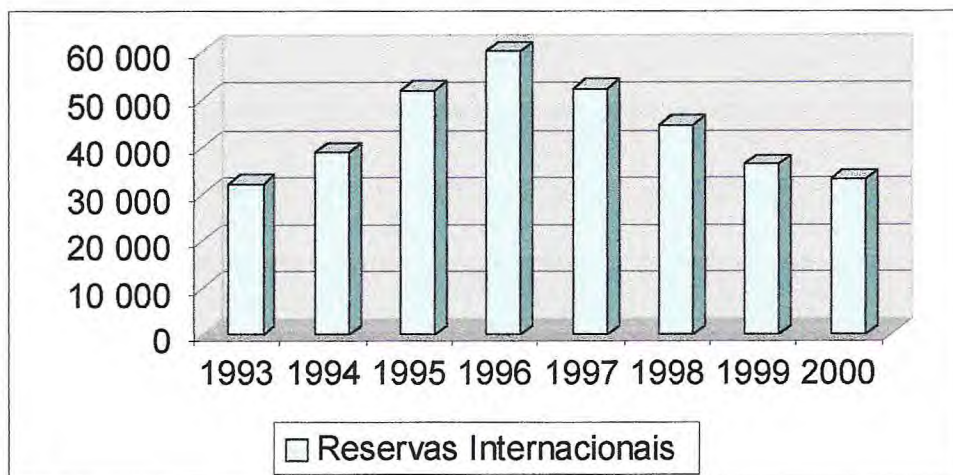
Fonte: Boletim do Banco Central de Abr/2001, Volume 37, n.º 4 e Dez/1997, Volume 33, n.º12.

O déficit em transações correntes vem sendo financiado pelos superávites observados na conta de capitais. Ressalte-se que, no período compreendido entre 1997 e 1999, o balanço de pagamentos brasileiro apresentou-se deficitário em decorrência da crise do Sudeste Asiático e, posteriormente, de problemas de liquidez na Rússia e Argentina. Nesse período, o saldo deficitário foi financiado às custas da redução no nível de reservas, como pode ser observado no Gráfico 3.

Sempre que detectam problemas de liquidez ou solvência em um dos países em desenvolvimento, os investidores estrangeiros, com base na similaridade de variáveis

macroeconômicas, projetam o comportamento dos outros países emergentes, provocando a saída dos capitais de curto prazo numa reação em cadeia. Apenas em 2000, o balanço de pagamentos brasileiro voltou a apresentar superávit na apuração do saldo final.

GRÁFICO 3 – Reservas Internacionais Líquidas no período de 1993 – 2000.



Fonte: Dados originários do Boletim do Banco Central, de Abr/2001, Volume 37, n.º 4
Notas: (1) Reservas Internacionais líquidas em US\$ milhões

Atualmente, o capital de curto prazo não aparece como fonte relevante para financiamento do saldo de transações correntes brasileiro. Desde 1997, o Brasil apresenta sucessivos déficits na rubrica capitais de curto prazo. As contas que têm apresentado peso relevante para o financiamento do saldo em conta corrente são empréstimos de médio e longo prazo e investimento líquido.

TABELA 2 – Conta Capital

Descrição	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1.Capital	14 294	29 359	33 959	25 877	20 596	14 165	30 215
1.1.Curto Prazo	909	18 834	5 403	-19 025	-31 591	-8 452	-6 384
1.2.Investimento (líquido)	8 131	4 663	15 540	20 662	20 498	30 042	29 559
1.3.Reinvestimentos	83	384	531	151	124	0	0
1.4.Financiamentos	1 939	2 834	4 307	19 616	22 156	15 948	11 295
1.5.Amortizações	-50 411	-11 023	-14 419	-28 714	-31 381	-49 120	-34 690
1.6.Empréstimos a Médio e Longo Prazo	52 893	14 736	22 886	28 964	42 648	28 316	31 199
1.7.Outros Capitais	750	-1 069	- 290	4 224	-1 859	-2 569	- 764

Fonte: Boletim do Banco Central de Abr/2001, Volume 37, n.º 4 e Dez/1997, Volume 33, n.º12.

A Tabela 2 contém a movimentação da conta capital. Em termos nominais, o saldo da conta praticamente duplicou nos últimos seis anos, elevando-se de US\$ 14 bilhões para US\$ 30 bilhões em 2000. O investimento líquido obteve um crescimento nominal de 263,5%. As amortizações representam o maior ônus na composição de despesas relativas à conta de capital. No acumulado dos últimos seis anos, o Brasil pagou em amortizações US\$ 245 bilhões e recebeu em empréstimos, no mesmo período US\$ 221 bilhões, caracterizando a rolagem da dívida externa brasileira.

3.3. Perfil da Dívida Externa Brasileira

Os números finais do Balanço de Pagamentos, no ano de 2000, indicam que a dívida externa brasileira representa 40,16% do Produto Interno Bruto, cerca de 236 bilhões de dólares. A dívida externa total compreende todas as obrigações do setor público e privado contraídas junto a organismos financeiros internacionais.

No que se refere à composição da dívida, registros do Banco Central apresentam expressivas modificações a partir de 1994, com redução do saldo devedor do setor público não-financeiro de 58,89% para 39,15% em 2000. Note-se que a tabela não reflete o montante da dívida de responsabilidade governamental, já que, os débitos referentes ao setor público financeiro encontram-se registrados na rubrica setor privado.

Historicamente, o setor público sempre deteve a maior parcela da dívida externa. No modelo brasileiro de desenvolvimento, o estado funcionou como provedor de infraestrutura e fomentador da iniciativa privada, através de instituições como o Banco do Brasil e o BNDES ou pelo aval do Tesouro brasileiro nos contratos de empréstimos da iniciativa privada. O governo também utilizou-se, em várias situações, das empresas estatais para obtenção de empréstimos junto ao mercado financeiro internacional, com o objetivo de fechar o balanço de pagamentos. Em função da escassez de reservas, o setor privado passou a depositar no Banco Central, em moeda brasileira, o valor correspondente aos seus débitos no exterior, transferindo para a Instituição a responsabilidade da dívida. O BACEN não possuía, em moeda estrangeira, recursos suficientes para pagamento dos credores internacionais, elevando com isso, a dívida governamental (ANDIMA, 1995, p.20).

Pode-se perceber, a partir das observações efetuadas, que vários fatores concorreram para a estatização da dívida externa. No início da década, o governo procurou reduzir a situação de endividamento do setor público, e para isso retirou o aval de todos os empréstimos da iniciativa privada contratados junto ao mercado externo.

TABELA 3 – Dívida Externa

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida registrada	119,668	129,313	144,092	167,760	220,350	219,197	215,415
Setor público não-financeiro ²	86,864	87,168	84,229	76,205	92,021	97,448	89,883
Setor privado ³	32,804	42,145	59,863	91,555	128,329	121,749	125,531
Dívida não-registrada	28,627	29,943	34,039	32,238	21,294	22,272	20,736
Setor público não-financeiro ²	0,466	0,287	0,070	5,737	3,383	3,318	2,572
Setor privado ³	28,161	29,656	33,969	26,501	17,911	18,954	18,164
Dívida externa total	148,295	159,256	178,131	199,998	241,644	241,469	236,151
Setor público não-financeiro ²	87,330	87,455	84,299	81,942	95,404	100,766	92,455
Setor privado ³	60,965	71,801	93,832	118,056	146,240	140,703	143,696
Reservas internacionais	38,806	51,840	60,110	52,173	44,556	36,342	33,011
Créditos Brasileiros no Exterior	0	0	0	6,886	6,856	6,652	6,801
Haveres dos bancos comerciais	15,035	8,930	10,440	9,639	7,380	7,534	6,028
Dívida externa total líquida	94,454	98,486	107,581	131,300	182,852	190,940	190,311

Fonte: Boletim do Banco Central de Abr/2001, Volume 37, n.º 4 e Dez/1997, Volume 33, n.º 12.

Notas: (1) valores em US\$ bilhões

(2) Em 1997, exclui Petrobrás e Cia. Vale do Rio Doce

(3) Inclui setor público financeiro

3.4. Indicadores de Endividamento

A partir de variáveis macroeconômicas, como PIB e exportações, as instituições financeiras e órgãos do governo calculam os indicadores de endividamento do país. Esses índices são resultantes da relação existente entre as variáveis e apontam o grau de comprometimento dos ativos de cada país com relação à dívida.

Ressalta-se que um único indicador não revela a situação de endividamento de um governo. A interpretação dos índices ocorre mediante conhecimento qualitativo e quantitativo da economia de cada país (REZENDE, 1994).

Basicamente, os indicadores de endividamento calculados são os seguintes: dívida total e dívida total líquida com relação ao PIB. Despesas com serviços (juros e amortizações

da dívida) com relação ao PIB e as exportações e ainda a razão entre dívida total, dívida total líquida e exportações. O uso da variável exportação no cálculo desses indicadores ocorre por que a variável é fonte geradora de divisas.

TABELA 4 – Indicadores de Endividamento

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida Externa Total	159,256	178,131	199,998	241,644	241,468	236,151
Dívida Externa Líquida(2)	98,582	107,581	131,300	182,852	190,939	190,311
Serviços (3)	21,666	27,183	43,124	47,223	66,588	52,232
PIB	705,449	775,475	807,814	787,499	529,398	587,971
Exportações	46,506	47,747	52,994	51,140	48,011	55,086

Fonte: Boletim do Banco Central de Abr/2001, Volume 37, n.º 4 e Dez/1997, Volume 33, n.º 12.

Notas: (1) valores em US\$ bilhões

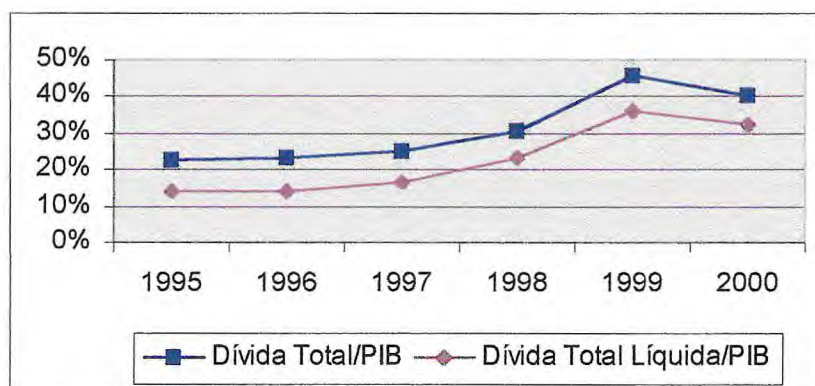
(2) a Dívida Externa Líquida é igual à Dívida Externa Total menos as reservas internacionais, os haveres dos bancos comerciais e os créditos brasileiros no exterior.

(3) a rubrica é igual à soma das despesas com juros e amortizações.

Conforme observa-se do Gráfico 4, a relação entre dívida total e PIB manteve-se no intervalo de 20% a 30% entre os anos de 1995 e 1998, enquanto vigorava na economia brasileira mantinha o regime de bandas cambiais. Com a desvalorização do Real, em janeiro de 1999, essa relação sofreu uma abrupta elevação atingindo 45,61% do PIB.

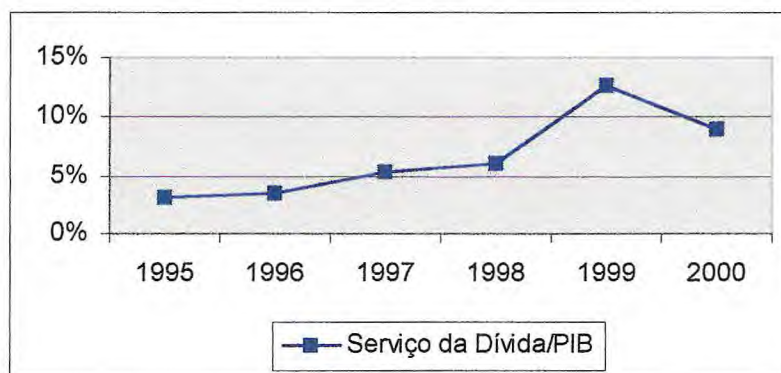
Conforme mostrado no Gráfico 5, a relação entre o pagamento de juros da dívida e o PIB. Em 1995, era inferior a 5%, em janeiro de 1999 ultrapassou 10% situando-se, atualmente, no patamar de 8,9%.

GRÁFICO 4 – Indicadores de Endividamento no período de 1995 – 2000, em percentuais.



Fonte: Boletim do Banco Central de Abr/2001, Volume 37, n.º 4 e Dez/1997, Volume 33, n.º 12.

GRÁFICO 5 – Indicador de Endividamento no período de 1995 – 2000, em percentual.

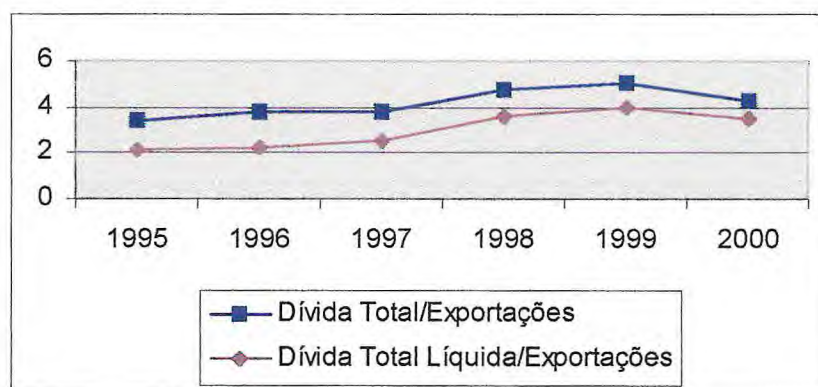


Fonte: Boletim do Banco Central de Abr/2001, Volume 37, n.º 4 e Dez/1997, Volume 33, n.º 12.

Os Gráficos 6 e 7 apresentam o tamanho e a carga da dívida externa em relação às exportações. Entre os anos de 1995 e 2000, as exportações apresentaram um crescimento nominal de 18,45%. O crescimento nominal da dívida externa e das despesas líquidas com juros e amortizações, no mesmo período foi de 48,28% e 141,08%, respectivamente.

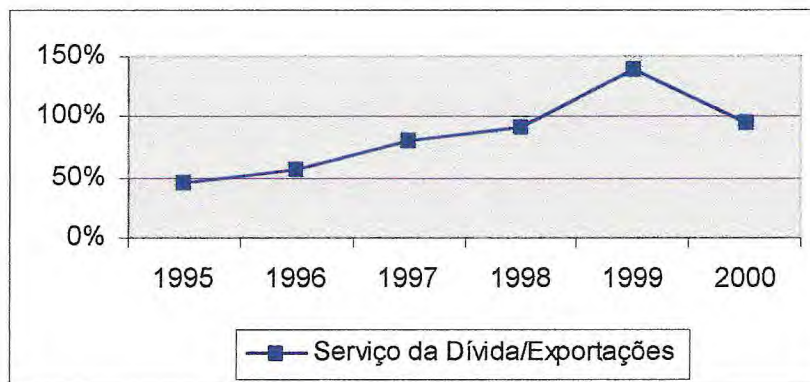
No gráfico 6, a relação serviço da dívida e exportações não reflete a real necessidade de financiamento dos juros e amortizações. Vale ressaltar que parte das divisas geradas pelo setor exportador financiam as importações. Nesse caso o saldo da balança comercial indica, de forma mais adequada, o volume de recursos disponível para cobertura dos déficits existentes nas outras categorias do balanço de pagamentos.

GRÁFICO 6 – Indicador de Endividamento no período de 1995 – 2000, em percentual.



Fonte: Boletim do Banco Central de Abr/2001, Volume 37, n.º 4 e Dez/1997, Volume 33, n.º 12.

GRÁFICO 7 – Indicador de Endividamento no período de 1995 – 2000, em percentual.



Fonte: Boletim do Banco Central de Abr/2001, Volume 37, n.º 4 e Dez/1997, Volume 33, n.º 12.

3.4. Conclusão

Mesmo com a adesão brasileira ao Plano Brady, em 1994, observa-se um ônus crescente com relação ao pagamento de juros e amortizações da dívida externa. O lançamento de títulos no mercado externo, registrado na rubrica de empréstimos a médio e longo prazo, tem sido usado para pagamento das amortizações da dívida, funcionando como mero mecanismo de alongamento de prazos, com pequeno impacto na redução efetiva da dívida. Ressalta-se que as avaliações referentes ao grau de endividamento basearam-se nas relações econômicas do Brasil com o estrangeiro, não medindo o grau de comprometimento dos ativos nacionais com relação a dívida interna. Os números apresentados também evidenciaram a fragilidade da balança comercial brasileira que mesmo após a mudança no regime de câmbio manteve-se deficitária. As observações efetuadas neste capítulo, a partir do comportamento do Balanço de Pagamentos, foram essenciais para compreender os efeitos da reestruturação da dívida externa no modelo proposto pelo Plano Brady, apresentados na conclusão final desta Monografia.

CONCLUSÃO

O Plano Brady surgiu com um receituário inovador para a negociação das dívidas dos países em desenvolvimento. Ao propor a conversão dos empréstimos em títulos, adaptou a dívida a um formato adequado às mudanças do mundo globalizado, especialmente no que se refere a abertura de mercados, a mobilidade de capitais e formação de grandes blocos econômicos. Inserindo os países em desenvolvimento na lógica do capital financeiro mediante à negociação dos títulos da dívida, cumpria-se a primeira etapa do plano e acreditava-se que a segunda etapa, a retomada do crescimento e restauração da capacidade de pagamento dos países endividados, seria uma consequência da captação de recursos e investimentos no mercado global.

O volume de negócios com *brady bonds* no mercado financeiro não deixou dúvidas quanto ao cumprimento da meta da primeira parte do plano, contudo, não se pode afirmar que os acordos assinados nos moldes do Plano Brady tenham alcançado os objetivos traçados para a segunda etapa. No segundo capítulo foram ressaltadas as condições necessárias ao sucesso do Plano, entre elas, os descontos significativos dos saldos devedores e as reformas estruturais nos países em desenvolvimento. De acordo com dados do Banco Central, quando ocorreu a securitização da dívida externa, em abril de 1994, o total de débitos ultrapassava US\$ 145 bilhões. Entraram em processo de negociação 32,75% desse valor, cerca de US\$ 47,5 bilhões que ao serem convertidos sofreram uma redução de US\$ 4 bilhões, ou seja, apenas 2,75% do montante de débitos brasileiros no exterior.

Quando foi apresentado, o Plano Brady não estabeleceu um patamar fixo para redução da dívida, propondo negociações individualizadas para cada país. A redução da dívida do México em US\$ 30 bilhões gerou a expectativa, para os países devedores, que os acordos privilegiariam a capacidade de pagamento de cada país. As negociações evidenciaram que a redução da dívida de cada país dependia do grau de relacionamento de sua economia com a Norte-Americana. No caso brasileiro, se por um lado a redução da dívida externa foi irrelevante face ao seu total, o Governo obteve o alongamento de prazos para o pagamento e conseqüentemente queda do comprometimento das reservas brasileiras no curto prazo.

Quanto as reformas, elas acontecem morosamente e o texto final das leis complementares, emendas constitucionais, decretos e resoluções muitas vezes não estabelecem ou não esclarecem as medidas necessárias à condução das políticas econômicas. Mesmo com a redução de gastos com amortizações, o pagamento de juros permaneceu comprometendo o comportamento do balanço de transações correntes, num período onde a balança comercial vem constantemente se apresentando deficitária, o que obriga o Governo brasileiro a recorrer ao Fundo Monetário Internacional quando a fuga de capitais externos reduz o nível de reservas internacionais.

Conclui-se que o Plano Brady apenas incorporou aos saldos devedores dos países em desenvolvimento as condições necessárias a sua negociação no âmbito do mercado financeiro internacional, permitindo a transferência de titularidade dos credores, não sendo capaz de gerar as condições necessárias a retomada de crescimento desses países. O Brasil permanece vulnerável aos movimentos financeiros internacionais o que dificulta o financiamento do saldo de seu Balanço de Pagamentos, elevando o ônus da dívida com o setor externo.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Marcelo de Paiva et al. **A Ordem do Progresso – Cem anos de Política Econômica Republicana**, Rio de Janeiro: Editora Campus, 1992.

ANDIMA. **Relatório Econômico**, Dívida Externa e Plano Brady, Rio de Janeiro, Andima, 1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL-BCB, **Relatório Econômico 1996-1999**, Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 23 abr.2001.

_____, **Boletim do Banco Central**, Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 30 abr.2001.

BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira. **Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira**, 2ª edição, Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1983.

BRESSER PEREIRA, Luiz et al. **Dívida Externa: Crises e Soluções**, 1ª edição, São Paulo: Editora Brasiliense, 1989.

CARNEIRO, Fernando G. **Revista Conjuntura Econômica**, Dívida Externa: do Império aos Brady Bonds, N.º 9, setembro, FGV-IBRE, Rio de Janeiro, 1996.

CAVALCANTI, Carlos Brandão. **Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna**, Rio de Janeiro: BNDES, 1988

COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES-CNBV, **Mercado de Capitais**, Belo Horizonte: CNBV, 1998.

DORNBUSCH, R; FISCHER,S. **Macroeconomia**, 2ª edição, São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Ltda, 1991.

FORTUNA, Eduardo; **Mercado Financeiro – Produtos e Serviços**, 13ª edição, Rio de Janeiro: Qualitymark Editora Ltda., 1999.

GALVÊAS, Ernani; **A Crise Mundial e a Estratégia Brasileira de Ajustamento do Balanço de Pagamentos**, Brasília: Banco Central do Brasil, 1983.

KRUGMAN, P. R; OBSTFELD, M. **Economia Internacional – Teoria e Política**, 4ª edição, São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Ltda, 1999.

LOPES, Francisco; **O Choque Heterodoxo – Combate à Inflação e Reforma Monetária**, 10ª edição, Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.

LOPES, J.C; ROSSETTI, J.P. **Economia Monetária**, 7ª edição, São Paulo: Editora Atlas, 1998.

PINA, Mário. **Revista Conjuntura Econômica**, Dívida Externa: uma nova proposta, N.º 3, março, FGV-IBRE, Rio de Janeiro, 1990.

REZENDE, Fernando. **Finanças Públicas**, 1ª edição, São Paulo: Editora Atlas S.A, 1979.

ROSSETTI, José Paschoal. **Contabilidade Social**, 4ª edição, São Paulo: Editora Atlas S.A., 1988.

SALAMA, P; VALIER, J. **A Economia em Decomposição – Ensaio sobre a Hiperinflação**, São Paulo: Livraria Nobel S.A., 1992.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**, 2ª edição, São Paulo: Editora Best Seller, 1999.

SIMONSEN, M.H; CYSNE, R.P. **Macroeconomia**, 2ª edição, São Paulo: Editora Atlas S/A, 1995.

TREUHERZ, Rolf Mário. **Administração da Dívida Pública**, São Paulo: Livraria Pioneira Editora, 1979.

TEIXEIRA, Ib. **Revista Conjuntura Econômica**, Perspectivas Internacionais, N.º 8, agosto, FGV-IBRE, Rio de Janeiro, 1989.

ZAGURY, Isac R. **Revista Conjuntura Econômica**, Perspectivas Internacionais, N.º 3, março, FGV-IBRE, Rio de Janeiro, 1990.