

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

UNICAMP

BIBLIOTECA CENTRAL

SEÇÃO CIRCULANTE

A RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA  
NOS MOLDES DO PLANO BRADY

**Lorena Hakak Marçal**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz.

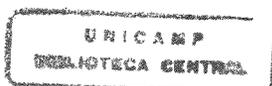
*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendida por Lorena Hakak Marçal em 10/11/2000 e orientada pelo Prof. Dr. Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz.*

CPG, 10/11/2000



Campinas, 2000

000115409



UNIDADE BC  
N.º CHAMADA:  
UNICATIP  
M33r  
V. \_\_\_\_\_ Ex. \_\_\_\_\_  
TOMBO BC/ 45427  
PROC. 16/392/01  
C  D   
PREÇO 11,00  
DATA 28/07/2001  
N.º CPD \_\_\_\_\_

CM00157724-5

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO  
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

M33r Marçal, Lorena Hakak  
A renegociação da dívida externa brasileira nos moldes do  
Plano Brady/ Lorena Hakak Marçal. - Campinas, SP : [s.n.], 2000.

Orientador: Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz.  
Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de  
Campinas. Instituto de Economia.

1. Dívida externa - Brasil. 2. Plano Brady. 3. Bancos –  
Brasil. I. Cruz, Paulo Roberto Davidoff Chagas. II. Universidade  
Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

## Sumário

Agradecimentos.....	vii
Apresentação.....	1
Capítulo 1 .....	5
Introdução.....	5
1.1 Mudanças no Cenário Internacional.....	5
1.1.1 O Mercado de Eurodólares.....	5
1.1.2 Os Choques do Petróleo e dos Juros.....	7
1.2 A Vulnerabilidade dos Bancos Credores.....	10
1.2.1 O Risco dos Bancos.....	10
1.2.2 A Visão dos Bancos.....	12
1.2.3 O Risco de uma Crise Bancária nos anos 80.....	13
1.2.4 Os Bancos Americanos.....	23
1.3 O Mercado Secundário.....	27
1.3.1 Securitização.....	27
1.3.2 A Securitização dos Títulos da Dívida Externa.....	28
Conclusão.....	33
Capítulo 2 .....	35
Introdução.....	35
2.1 A Crise da Dívida na América Latina: um Breve Panorama dos Padrões de Renegociação.....	35
2.2 O Plano <i>Brady</i> .....	40
2.3 Algumas Limitações do Plano na Época do Lançamento.....	43
2.4 As Renegociações do México e Argentina nos Moldes do Plano <i>Brady</i> .....	46
2.4.1 México.....	47
2.4.2) Argentina.....	48
Conclusão.....	51
Capítulo 3 .....	53
Introdução.....	53
3.1 Mudança no Processo de Renegociação da Dívida Externa Brasileira a partir de 1989.....	53
3.2. O Acordo Brasileiro nos Moldes do Plano <i>Brady</i> .....	57
3.2.1 O Acordo finalizado em 1994.....	57
3.2.2 O Impacto dos Descontos e das Garantias.....	60
3.2.3 Os Desembolsos dos Juros e Amortização de 1994 a 1999.....	62
3.3 Os pagamentos futuros dos <i>Bradies</i> .....	65
3.3.1 Os Valores Atuais dos <i>Bradies</i> : a troca dos <i>bradies</i> por <i>global bonds</i> .....	65
3.3.2 A Renegociação Brasileira nos Moldes do Plano <i>Brady</i> : os desembolsos dos juros e das amortizações de 2000 a 2024.....	67
Conclusão.....	69
Conclusão Final.....	71
Apêndice 1.....	75
Apêndice 2.....	79
Apêndice 3.....	81
Apêndice 4.....	83
Apêndice 5.....	89
Índice Remissivo.....	93
Bibliografia Consultada.....	95



Ao Emerson,

## Agradecimentos

À minha família, meus pais em especial, minha avó e meu irmão, que me incentivaram e me apoiaram a fazer o mestrado na UNICAMP. Ao meu marido, Emerson, que me ajudou sempre que precisei e me apoiou nos momentos mais difíceis.

Ao corpo de professores do Mestrado em Teoria Econômica, que abriu portas tanto na minha formação pessoal como no mercado de trabalho. Ao Instituto de Economia na figura do Prof. Mariano Laplane, pelo apoio dado ao projeto. E ao CNPQ pela bolsa concedida.

Ao meu querido orientador Prof. Dr. Paulo R. Davidoff C. Cruz, pelo apoio, incentivo e pelas sugestões feitas ao longo da elaboração deste trabalho. Um professor que aprendi a admirar e respeitar ao longo do nosso convívio no Instituto de Economia na UNICAMP.

Aos professores Francisco Luiz C. Lopreato e José Pedro Macarini pelos comentários realizados no exame de qualificação do projeto. Ao Prof. José Pedro Macarini e ao Prof. Eduardo Pereira Nunes por terem aceito participar da Banca desta dissertação. Ao Prof. Eduardo Pereira Nunes, um carinho especial por todo o apoio e incentivo dado ao longo da minha graduação e do mestrado.

Ao pessoal do Banco Central do Brasil que foi muito gentil fornecendo informações detalhadas sobre a situação atual dos *bradies* e *global bonds*. Em especial ao Marcus Campello, Hélio Celidônio e Afonso Barros.

Gostaria também de lembrar dos amigos que conviveram comigo durante o mestrado e que se tornaram pessoas especiais para mim: Às minhas queridas companheiras de estudo e “farra” Ana Elizabeth Neirão Reymão e Simone Vilela Ferreira; aos meus queridos amigos Marislei Nishijima, Francisco Miguel Lopes e Ana Clara Bellan e aos companheiros e amigos da turma de Mestrado, em especial, Marcelo Miterhof, Simone Pasianotto, Fernando Camargo e Andrey Aurélio Corrêa.

Ao pessoal da secretaria Alberto, Cida e Laís que, sempre que precisei, estiveram prontos a ajudar. Ao pessoal do xerox, pela simpatia e eficiência dispensados no decorrer do curso.

---

## Apresentação

O objetivo desta dissertação consiste em descrever a renegociação brasileira nos moldes do Plano *Brady*, analisar seus efeitos sobre a dívida total, juros, descontos, alongamento dos prazos, carências, bem como seus impactos no balanço de pagamentos, no desembolso futuro de juros e amortizações e na vulnerabilidade do setor externo da economia brasileira. O trabalho centrar-se-á na análise do caso brasileiro.

As mudanças ocorridas no cenário internacional, tais como, o surgimento do mercado de eurodólares, os choques do petróleo e de juros, o mercado secundário de títulos da dívida externa e a crise dos bancos credores repercutiram nos países endividados, durante as décadas de setenta, oitenta e noventa: da euforia à depressão e às tentativas de recuperação.

A crise da dívida ao longo da década de oitenta e os intentos tanto dos países endividados como dos bancos credores de melhorarem suas posições deixou um legado de recessão e inflação nos países devedores. Os maiores benefícios das renegociações ficaram com os bancos. Com o lançamento do Plano *Brady* o governo americano tentou dar um novo direcionamento à questão da dívida, incluindo a possibilidade de reduzir uma parcela da dívida externa. Vários países endividados entraram nesse novo plano, entre eles, o Brasil.

O presente trabalho divide-se em três capítulos. O primeiro traça um panorama das mudanças ocorridas no cenário internacional nas décadas de setenta e oitenta. A abundância de dólares no mercado de Eurodólares e seu direcionamento para os países em desenvolvimento promoveram uma onda de endividamento por parte desses países, ao longo dos anos 70. Com as duas crises do petróleo e o choque dos juros houve uma mudança na situação desses países. Os empréstimos tiveram os prazos diminuídos e os *spreads* cobrados foram aumentados, mas os fluxos voluntários não foram interrompidos até a decretação da Moratória do México, em 1982.

A situação de vários países da América Latina passou a ser difícil: falta de recursos e crise no balanço de pagamentos. Os países precisaram reescalonar suas dívidas sob a supervisão do FMI e desafios políticos de ajuste do setor externo. A situação dos bancos credores também era vulnerável: a exposição dos bancos em relação ao seu capital era alta em 1982. Estava-se à beira de uma crise bancária internacional: bancos americanos, franceses, japoneses, alemães e ingleses tinham emprestado para esses países endividados e estes não conseguiam saldar seus compromissos.

As tentativas frustradas de reestruturação da dívida, como o Plano *Baker*, e o crescimento do mercado secundário de títulos da dívida externa com grandes deságios em relação aos preços de face mostravam que o problema da dívida ainda não estava solucionado para os bancos credores. O primeiro capítulo apresenta, em síntese, as mudanças no cenário internacional, discute a situação dos bancos comerciais e o desenvolvimento do mercado secundário.

O segundo capítulo descreve um breve panorama da crise da dívida na América Latina e apresenta a formulação do Plano *Brady*. Devido à situação de risco em que se encontravam os bancos credores e à falta de perspectiva de pagamento efetivo da dívida por parte dos endividados, o governo americano interveio, lançando o Plano *Brady*. Esse plano baseou-se na reestruturação da dívida dos países envolvidos com os bancos credores e, pela primeira vez, desde a deflagração da crise da dívida, possibilitou a redução de uma parte desta. A montagem do plano esbarrava em questões importantes: Quem financiaria o fundo para as garantias? O fundo seria suficiente? Quem coordenaria o plano? Para auxiliar a análise do plano, no caso brasileiro, descrevem-se as renegociações argentinas e mexicanas.

O último capítulo apresenta a renegociação brasileira nos moldes do Plano *Brady*. Descreve-se a situação político-econômica brasileira antes do início das renegociações em 1992 e os motivos que levaram o

país a renegociar sua dívida tão depois de outros países. Em seguida, apresenta as mudanças ocorridas com os *bradies*, como a troca por *global bonds*. Analisa-se o impacto da dívida e dos descontos e os desembolsos dos juros e amortizações pagas entre 1994 e 1999. Por fim, são mostrados os resultados de um exercício de projeção dos fluxos de pagamentos de juros e amortizações, bem como uma estimativa dos fluxos de amortizações com e sem o Plano.

## Capítulo 1

### **Introdução**

Este capítulo está dividido em três seções. A primeira descreve, de forma sumária, as mudanças no cenário internacional: a criação do mercado de eurodólares e suas conseqüências para os países latino-americanos e, ainda, os dois choques do petróleo e a mudança na política monetária americana. A segunda descreve a situação dos bancos credores, americanos, franceses, ingleses, alemães e japoneses, durante a década de 80 e procura mostrar que o risco de uma crise do sistema financeiro internacional era alto. A última seção descreve o processo de securitização dos títulos da dívida externa.

### **1.1 Mudanças no Cenário Internacional**

As mudanças no cenário internacional, ao longo das décadas de 1970 e 1980, afetaram a maioria dos países no mundo, desencadeando processos recessivos e sérios problemas no balanço de pagamentos.

#### 1.1.1 O Mercado de Eurodólares

Na década de 60, o sistema de Bretton Woods baseado num regime de câmbio fixo já começava a dar sinais de declínio.<sup>1</sup> Havia dúvidas da capacidade de sustentação, pelo governo americano, da troca de US\$ 35 dólares por onça de ouro; a economia americana apresentava déficits em transações correntes; em 1968, surge o primeiro déficit comercial do século e as reservas de ouro em poder dos EUA vinham caindo. Em 1968, numa tentativa de manter o padrão dólar-ouro, criaram-se dois mercados: o oficial, no qual os EUA ainda mantinham a troca de US\$ 35 a onça do ouro para operações entre bancos e outro, flutuante, no qual o governo americano não garantia mais a conversibilidade nesse valor.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Para um estudo mais detalhado sobre o Sistema de Bretton Woods, ver, por exemplo, ROLFE & BURTLE, 1975 e KRUGMAN & OBSTFELD, 1999.

<sup>2</sup> Dados retirados de ROLFE & BURTLE, 1975.

O governo americano tentou melhorar o nível de liquidez da economia implementando medidas que visavam restringir a livre mobilidade de capitais no país. A esperança de melhora no balanço de pagamentos para estancar essa redução residia no controle de capitais a ser promovido pelo governo, um "fechamento das torneiras" pelas quais o dólar escapava para fora das fronteiras do país. A primeira forma foi através do imposto *Interest Equalization Tax*, aprovado em 1964. Em 1965, implantou-se um programa de restrições voluntárias com o intuito de reduzir o nível de investimento fora dos EUA. Como os resultados iniciais não foram suficientes, em 1968, intensificaram-se tais controles em amplitude e severidade.

Com tais impedimentos, os capitais começaram a sair das fronteiras americanas não como investimento direto mas via bancos que tinham filiais fora dos EUA. Essa movimentação de capitais EUA-Europa ficou conhecida como Mercado de Eurodólares. Esse mercado atraiu recursos que deixaram os EUA, piorando ainda mais a situação americana.

Em 1968, apesar de todos os esforços americanos, entra em crise o processo de conversibilidade do ouro em dólar. Os EUA já não conseguiam garantir a troca de dólares em ouro, suas reservas de ouro estavam diminuindo, a inflação estava aumentando, o déficit de seu balanço de pagamentos estava crescendo e os preços dos seus produtos exportáveis estavam ficando mais caros. Os gastos do governo americano estavam altos devido, principalmente, à Guerra do Vietnã. Todos esses fatores geraram uma crise de confiança do dólar e da viabilidade do sistema de Bretton Woods.

A política monetária americana e a compra de dólar lastreado em ouro tornaram-se insustentáveis. Em 1971, o então presidente Nixon suspendeu a conversibilidade do dólar. Este foi o ponto chave de sustentação do acordo de Bretton Woods, decretando, então, seu fim. Em 1973, os países desenvolvidos passam a adotar o regime de taxas de

câmbio flutuantes, tornando impossível um retorno às normas adotadas na criação de Bretton Woods.<sup>3</sup>

Nesse meio tempo, como já foi dito, formara-se um mercado de eurodólares. Esse mercado nada mais era do que os depósitos e circulação de dólares nos bancos fora dos EUA. O dinheiro provinha dos persistentes déficits em conta corrente que ocasionaram grandes saídas de capital dos EUA, além do próprio término do processo de conversibilidade. Os dólares detidos por estrangeiros deveriam ser conduzidos aos bancos centrais onde iriam aumentar as reservas cambiais. Em vez disso, esse dinheiro circulava nos bancos europeus e era liberado nas operações de crédito.

Com o término oficial, em 1971, da conversibilidade do ouro em dólar, o mercado de eurodólares se vê repleto de dólares sem lastro. A partir daí esse mercado passa a buscar clientes que estivessem interessados nesses empréstimos e que estivessem situados fora das fronteiras americanas e européias.

A busca de novos clientes não deixava muitas opções no mercado de eurodólares. Retirando a Europa e os EUA, restariam para receber esses dólares os países da América Latina, da África e do Oriente Médio. Tais países tiveram a oportunidade de conseguir empréstimos estrangeiros com prazos e taxas atraentes. Além da fatura de créditos, os bancos estavam estendendo os prazos médios de maturação dos empréstimos e reduzindo as taxas interbancárias e as margens por eles cobradas. Para os países em desenvolvimento, esta foi uma oportunidade de adquirir empréstimos externos. Foi o que aconteceu à América Latina.

#### 1.1.2 Os Choques do Petróleo e dos Juros

Os dois choques do petróleo afetaram toda a economia mundial com o aumento do preço deste insumo básico. Em 1973, o preço do petróleo passou de US\$ 2,00 o barril para US\$ 12,00 e, com o 2º Choque

---

<sup>3</sup> Uma das disposições básicas de Bretton Woods era a manutenção de taxas de câmbio fixas.

do petróleo, o valor subiu de US\$ 12,4 para US\$ 34,3, em 1981.<sup>4</sup> Houve uma piora na balança comercial de todos os países importadores de petróleo, inclusive os latino-americanos.

De acordo com MACARINI (1997), a economia americana, em 1979, contrariando a expectativa estabelecida pela equipe econômica, prosseguiu num processo inflacionário com tendência de alta, chegando a atingir o patamar de dois dígitos. Este aumento deveu-se à alta do custo de compra de imóveis, às elevadas taxas de juros e ao aumento do preço do petróleo. Um outro fator importante foi a continuação da queda da produtividade com aumento dos salários. O crescimento do PNB real foi de 0,8% a. a.. O governo federal trabalhou com uma política fiscal mais restritiva, reduzindo suas despesas de 21,1% do PNB em 1978 para 20,6% em 1979. Porém, os gastos militares cresceram em 1979. O aumento da inflação fragilizava o dólar.<sup>5</sup>

"A forte turbulência que vinha atingindo a economia num ritmo aparentemente descontrolado — choque do petróleo (...), escalada do custo de vida, queda da atividade econômica (mas ainda sem impactar o nível de emprego), dificuldades no abastecimento de petróleo (...) golpearia sem piedade a popularidade de Carter, pondo em sério risco o projeto de reeleição."<sup>6</sup>

A nomeação de Paul Volcker proporcionou a confiança que Wall Street e a comunidade financeira internacional almejavam e foi o sinal para esses setores de que o presidente Carter não queria uma política monetária equivocada. Volcker aumentou as taxas de juros em agosto e em setembro de 1979.

A situação econômica continuou deteriorando-se no ano de 1980. A inflação chegou a 13,5% e o déficit público pulou de US\$ 16,1 bilhões, em 1979, para US\$ 61,2 bilhões, em 1980. Para tentar conter a piora na inflação, a política monetária restritiva foi reforçada em 1981.

---

<sup>4</sup> Valores retirados de VELLOSO, 1986.

<sup>5</sup> MACARINI, 1997.

<sup>6</sup> MACARINI, 1997, p. 76.

De um lado, o FED continuou sua luta contra a inflação, com uma política monetária austera e, de outro lado, a política fiscal do Governo Reagan foi "frouxa". O governo implementou uma política de redução das alíquotas de impostos para aumentar a renda e a arrecadação. Contando com isso, o governo incrementou suas despesas com gastos militares sem reduzir outros gastos. O aumento das despesas foi maior que a receita, levando ao aumento do déficit orçamentário. O governo Reagan continuou a política econômica do período Carter.

Para evitar que o déficit público gerasse pressão inflacionária, o governo aumentou a venda de títulos, pressionando as taxas de juros para cima. Com a integração dos mercados e para evitar uma fuga de capitais para os EUA e uma excessiva desvalorização de suas moedas frente o dólar, os países europeus também elevaram suas taxas de juros. Estas passaram de 7,75% em 1977 para 15,77% em 1981 (ver tabela 1).

Somente em julho de 1982, "o FED anunciou que abandonaria a rigidez das metas do crescimento da moeda. Seguiu-se uma forte demanda dos títulos públicos com a rápida queda das taxas de juros."<sup>7</sup> A prime-rate caiu para 11,5% em 1982. A redução dos juros veio tarde demais.

Essa política monetária austera, com a elevação dos juros, levou os bancos a reduzir os prazos dos empréstimos oferecidos aos países em desenvolvimento no final dos anos 70 e inviabilizou muitos dos projetos e a capacidade de pagamentos futuros, causando desequilíbrio no balanço de pagamentos. A situação continuou até 1982, quando os bancos cortaram os fluxos de empréstimos e viram-se com um alto grau de vulnerabilidade, como apresentado a seguir.

---

<sup>7</sup> RESENDE, 1983, p. 12.

**Tabela 1**  
**Taxa de Juros:**

Ano	Prime-rate (EUA) (*)	Libor (Reino Unido) (*)
1975	7.25	6.63
1976	6.00	5.38
1977	7.75	7.50
1978	11.75	12.31
1979	12.88	12.27
1980	20.18	18.03
1981	15.77	14.12
1982	11.50	9.83
1983	11.00	10.39
1984	11.24	9.5
1985	9.5	8.11
1986	7.50	6.23
1987	8.75	7.99
1988	10.50	9.44
1989	10.50	8.30
1990	10.00	7.78
1991	7.21	4.55
1992	6.00	3.72
1993	6.00	3.49
1994	8.50	6.87
1995	8.83	6.10
1996	8.27	6.11
1997	8.44	7.06
1998	8.36	7.36
1999	7.99	5.63

(\*) as taxas LIBOR e PRIME-RATE referem-se à média anual.

Fontes: CERQUEIRA, 1997 e Boletim do Banco Central, vários anos.

## 1.2 A Vulnerabilidade dos Bancos Credores

### 1.2.1 O Risco dos Bancos

De acordo com DEMIRGÜÇ-KUNT & DETRAGIACHE (1998), bancos são instituições financeiras nos quais a maioria dos títulos são depósitos de curto prazo e seus ativos, geralmente, empréstimos de curto e longo prazos direcionados à pessoa física ou jurídica, ou a um governo. Quando o valor de seus ativos fica abaixo do valor de seus títulos, os

bancos ficam insolventes, e isso pode ser causado pela inadimplência de seus clientes. Este risco pode ser reduzido na medida em que o banco seja mais cauteloso na escolha de seus clientes, fazendo uma análise rigorosa, diversificando sua carteira, emprestando para pessoas ou instituições sujeitas a diferentes fatores de risco e exigindo garantias.

Uma análise rigorosa pode assegurar que projetos sem sucesso sejam cortados antes do financiamento, mas também é possível que alguns projetos pareçam viáveis e falhem. A carteira diversificada pode diminuir o risco mas não eliminá-lo completamente. A situação é mais complexa para bancos que operam em países pequenos ou que se especializam em empréstimos para determinado setor. Garantias são custosas de estabelecer e monitorar e, normalmente, seus valores flutuam de acordo com o volume e o cliente. Em suma, o risco de inadimplência não pode ser totalmente eliminado sem uma severa limitação do papel dos bancos como instituições financeiras.

Segundo RESENDE (1983), pela classificação de Minsky, unidades econômicas, firmas ou países podem se financiar de forma *hedge* ou especulativa.

Se o fluxo de pagamentos, num dado intervalo de tempo, for inferior ao fluxo de suas receitas então a firma toma um financiamento *hedge*. No caso especulativo, o fluxo de pagamentos é maior que o fluxo de suas receitas. Um outro meio de diferenciar os dois tipos de financiamento seria pelo valor presente do fluxo de caixa. No caso do *hedge*, o valor presente é sempre positivo, independente da flutuação dos juros, e no caso especulativo, o valor presente pode ser positivo ou negativo dependendo do valor da taxa de juros.

As mudanças ocorridas na década de 70, as facilidades associadas ao *boom* do mercado de crédito, os dois choques do petróleo e o aumento dos juros internacionais, levaram vários países a assumir financiamentos especulativos, segundo a classificação de Minsky, nas suas contas externas. O fluxo esperado das receitas das exportações de bens e

serviços, num período de médio prazo, tornou-se inferior ao fluxo de pagamentos de importações e serviços da dívida.

### 1.2.2 A Visão dos Bancos

"O grau de vulnerabilidade de um sistema financeiro aumenta com o maior número de unidades envolvidas em financiamentos especulativos. Medido por tal critério, após o segundo choque do petróleo em 1979, o sistema financeiro internacional era altamente vulnerável."<sup>8</sup> Vários países entraram neste "barco", tomaram empréstimos além da sua capacidade de pagamento e estavam totalmente vulneráveis às alterações dos juros.

Segundo RESENDE (1983), a partir de 1979, os prazos dos créditos diminuíram e a proporção de créditos de curto prazo concedidos aos países em desenvolvimento cresceu. Em 1980, só o Brasil, aumentou sua dívida de curto prazo em US\$ 4,7 bilhões.

Por que os bancos continuaram a emprestar? Precisamos analisar a lógica empresarial do ponto de vista do banco e a regra deve ser: acompanhar o comportamento do mercado.

"O comportamento da maioria por sua vez determina o consenso do mercado, ou o convencionalmente aceito, sobre as oportunidades e os riscos envolvidos, e não vice-versa como seria de supor. Uma vez formado, o consenso ou a convenção só muda abruptamente. O próprio grau de envolvimento efetivo dificulta a mudança de atitude. Os bancos levam a extensão dos créditos até o extremo limite, quando vários tomadores já se encontram com os esperados fluxos de capitais perigosamente baixos ou até negativos."<sup>9</sup>

Os bancos não deixaram de emprestar, num primeiro momento, mas aumentaram os juros e os *spreads* ao mesmo tempo em que reduziram os prazos. Continuaram concedendo empréstimos até o limite de sua capacidade; só deixaram de emprestar com a decretação da Moratória do México.

---

<sup>8</sup> RESENDE, 1983, p. 6.

<sup>9</sup> Op. cit., p. 11

### 1.2.3 O Risco de uma Crise Bancária nos anos 80

Em 1982, o grau de exposição dos bancos americanos era muito alto e qualquer choque poderia deflagrar uma crise de grande intensidade. A capacidade de resistência estava baixa, pois o nível de reservas era insuficiente. O valor total das reservas relacionadas a empréstimos internacionais dos nove maiores bancos americanos era de US\$ 614 milhões, isto é, 1,1% do volume total dos empréstimos tomados pelos 17 maiores devedores.<sup>10</sup> O perigo de uma crise no sistema financeiro americano era real.<sup>11</sup>

Se compararmos essa exposição tomando os dois maiores devedores, México e Brasil, podemos perceber que a situação era mais grave para os bancos. Uma crise, somente nesses dois países, poderia causar danos no sistema financeiro americano. A exposição do conjunto dos bancos americanos em relação a esses dois países era de 63,4%, em 1982, e a exposição dos nove maiores bancos em relação ao México e ao Brasil era de 90,2%. Praticamente, dois países eram responsáveis pela metade da exposição dos bancos americanos.

Segundo CLINE (1995a), a exposição do conjunto dos bancos americanos, em 1982, considerando os cinco maiores devedores — Argentina, Brasil, México, Chile e Venezuela — era de 100,1% e considerando apenas os nove maiores bancos essa exposição era de 148,2%.

Como podemos visualizar nas tabelas 2 e 3, a exposição do conjunto dos bancos americanos em relação aos 17 maiores devedores caiu de 130% de seu capital e reservas em 1982 para 27% em 1992 enquanto que a exposição dos nove maiores bancos americanos passou de 194% para 51% no mesmo período.

---

<sup>10</sup> Segundo CLINE, 1995a, p. 39, em 1985, o Plano Baker identificou os 15 maiores países devedores (mais tarde estendidos para 17) como um grupo base para se medir a estratégia da dívida externa.

<sup>11</sup> Para uma descrição do “exposure” dos bancos ver, por exemplo, BATISTA JR., 1984.

Dadas tais condições, os bancos americanos adotaram, ao longo dos anos 80, diferentes procedimentos visando reduzir o grau de exposição em relação aos países da América Latina. Segundo CLINE (1995a), durante os anos 80 os bancos americanos aumentaram seu capital, incluindo um fundo de reservas destinado a saldar maus pagadores e, adicionalmente, caminharam na redução e conversão da dívida, já no final da década. Como resultado, sua relativa exposição em relação à dívida com os 17 maiores devedores diminuiu.

A situação de fragilidade bancária, associada aos empréstimos concedidos aos países em desenvolvimento, não se restringia aos bancos americanos. Embora com menos intensidade, os bancos europeus, notadamente os bancos franceses e os britânicos, também encontravam-se com elevado grau de exposição na época da eclosão da crise da dívida (tabelas 4, 5 e 6). E, tal como os bancos americanos, promoveram acentuada queda no grau de exposição ao longo do período considerado.

De 1982 a 1991, a exposição dos bancos britânicos em relação aos 17 maiores devedores caiu de 85% do capital para 12%. Em relação aos dois maiores devedores, Brasil e México, essa exposição caiu de 41,3% para 6,3%. O grau de exposição dos bancos franceses caiu de 135%, em 1984, para 23%, em 1992. Levando-se em conta apenas Brasil e México, essa exposição caiu de 75,9% para 10,2%. Se compararmos ao caso americano, podemos perceber que México e Brasil equivaliam à metade da exposição, tanto no início da crise, como no início dos anos 90.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> A taxa de exposição dos bancos alemães em relação aos 17 maiores devedores, de 1982 a 1992, caiu de 31% para 19%.

**Tabela 2**  
**Exposição de todos os bancos americanos em relação ao seu capital**  
**frente aos 17 maiores devedores (percentual)**

Pais	1982	1983	1985	1987	1989	1990	1991	1992
Argentina	11.7	10.7	8.0	6.8	3.1	2.3	2.4	3.2
Bolívia	0.5	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Brasil	28.9	26.0	21.6	16.5	11.2	7.5	4.4	4.0
Chile	8.6	7.8	6.2	4.6	2.7	2.0	1.7	1.7
Colômbia	4.5	4.2	2.5	1.6	1.3	1.2	1.1	1.1
Costa Rica	0.7	0.6	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
Côte d'Ivoire	0.9	0.7	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Equador	2.9	2.6	2.0	1.5	0.7	0.5	0.3	0.3
Jamaica	0.4	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
México	34.5	33.2	23.7	17.6	11.1	9.9	10.6	9.5
Marrocos	1.1	1.1	0.9	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
Nigéria	2.6	2.6	1.1	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2
Peru	3.6	3.1	1.6	0.7	0.1	0.1	0.1	0.1
Filipinas	8.1	7.6	5.1	3.6	2.2	2.1	1.9	1.6
Uruguai	1.3	1.3	0.9	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
Venezuela	16.4	14.2	9.6	6.4	4.9	4.2	4.4	3.7
Iugoslávia	3.3	3.1	2.3	1.5	1.1	0.8	0.6	0.3
Total percentual dos 17 maiores devedores	130.1	119.8	86.6	63.6	40.4	32.0	28.9	26.7
Capital*	71	79	105	129	145	153	156	182
Total dos títulos dos 17 maiores devedores**	91.844	95.034	91.237	82.193	58.698	48.985	45.247	48.560

Fonte: CLINE, 1995a, p. 72-73.

\* Em bilhões de dólares. \*\*Em milhões de dólares.

**Tabela 3**  
**Exposição dos 9 maiores bancos americanos em relação ao seu capital**  
**frente aos 17 maiores devedores (percentual)**

Pais	1982	1983	1985	1987	1989	1990	1991	1992
Argentina	17.7	17.0	13.9	12.2	6.1	4.6	4.8	5.5
Bolívia	0.8	0.6	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Brasil	45.8	42.2	36.8	29.1	23.3	16.9	10.6	7.9
Chile	11.5	10.9	9.6	7.8	5.5	4.1	3.9	3.3
Colômbia	7.7	7.1	4.5	2.7	2.4	2.4	2.5	2.1
Costa Rica	0.8	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Côte d'Ivoire	1.7	1.3	0.6	0.6	0.3	0.1	0.1	0.0
Equador	4.0	3.9	3.2	2.4	1.4	0.9	0.8	0.5
Jamaica	0.8	0.8	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
México	44.4	44.8	33.3	25.9	20.2	19.1	22.3	17.9
Marrocos	2.0	2.4	1.6	1.3	0.9	0.8	0.8	0.5
Nigéria	5.0	4.9	2.1	1.4	1.0	0.7	0.7	0.3
Peru	4.7	4.3	2.3	0.9	0.2	0.1	0.1	0.1
Filipinas	13.4	12.4	9.0	6.4	4.4	4.5	4.3	3.3
Uruguai	2.1	2.4	1.7	1.4	1.1	1.0	1.1	1.0
Venezuela	26.9	24.2	16.9	11.3	10.0	9.5	10.2	7.3
Iugoslávia	5.0	4.9	3.6	2.4	2.1	1.5	1.1	0.5
Total dos 17 maiores devedores	194.2	185.1	140.1	106.6	79.6	66.7	63.5	50.6
Capital*	29	32	42	52	57	59	57	75
Total dos títulos dos 17 maiores devedores**	56.325	58.297	59.281	54.877	45.349	39.539	36.449	37.903

Fonte: CLINE, 1995a, p. 74-75.

\* Em bilhões de dólares. \*\*Em milhões de dólares.

**Tabela 4**  
**Exposição dos bancos ingleses em relação ao seu capital**  
**frente aos 17 maiores devedores (percentual)**

Pais	1982	1983	1985	1987	1989	1990	1991
Argentina	9.2	8.3	7.0	4.9	2.5	1.6	1.5
Bolívia	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Brasil	18.9	20.0	17.5	11.2	5.3	3.2	2.8
Chile	4.6	4.2	4.2	2.0	0.5	0.4	0.3
Colômbia	1.6	1.9	1.4	0.8	0.6	0.4	0.4
Costa Rica	0.5	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0
Côte d'Ivoire	1.0	0.9	0.6	0.4	0.2	0.2	0.1
Equador	2.0	1.8	1.5	1.0	0.6	0.4	0.4
Jamaica	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
México	22.4	20.3	16.6	10.1	5.7	3.4	3.5
Marrocos	0.8	0.8	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2
Nigéria	3.8	5.0	4.8	3.4	1.3	0.7	0.5
Peru	1.9	1.8	1.2	0.8	0.4	0.2	0.2
Filipinas	4.1	4.6	2.9	1.7	0.7	0.5	0.5
Uruguai	0.9	0.9	0.7	0.4	0.2	0.2	0.1
Venezuela	8.1	7.0	5.2	3.0	1.7	1.5	1.4
Iugoslávia	4.6	4.1	3.5	1.6	0.8	0.5	0.4
Total dos 17 maiores devedores	85.0	82.5	68.6	42.4	21.0	13.6	12.2
Capital*	38.103	41.381	52.179	86.486	131.196	145.580	150.949
Total dos títulos*	45.451	46.103	46.353	46.449	36.622	29.168	25.760

Fonte: CLINE, 1995a, p. 78-79.

\* Em milhões de dólares. Esses títulos incluem não só os 17 maiores devedores como também: Malásia, Coreia do Sul, Tailândia, Egito, Alemanha Oriental, Hungria, Polônia e União Soviética.

**Tabela 5**  
**Exposição dos bancos alemães em relação ao seu capital frente aos 17**  
**maiores devedores (percentual)**

País	1982	1983	1985	1987	1989	1990	1991	1992
Argentina	3.6	3.9	6.9	5.2	5.1	4.3	4.0	4.0
Bolívia	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Brasil	6.9	7.4	13.8	10.0	8.7	6.6	6.1	5.7
Chile	1.4	1.5	2.3	1.2	1.1	1.0	0.7	0.9
Colômbia	0.8	0.7	1.0	0.9	1.0	0.7	0.6	0.6
Costa Rica	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0
Côte d'Ivoire	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Equador	0.4	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
Jamaica	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
México	4.7	5.3	8.6	4.8	3.5	2.3	2.4	2.4
Marrocos	0.8	0.8	1.3	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
Nigéria	2.7	3.1	3.6	2.1	1.1	0.9	0.7	0.4
Peru	0.7	0.7	1.0	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
Filipinas	0.7	0.8	1.2	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
Uruguai	0.2	0.2	1.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
Venezuela	4.2	3.6	4.8	2.6	2.4	1.5	1.4	1.4
Iugoslávia	3.7	3.4	4.4	3.0	1.8	1.7	1.3	1.0
Total dos 17 maiores devedores	31.4	32.6	50.7	33.5	28.0	21.8	19.9	18.5
Capital*	40.361	41.176	44.269	86.157	93.803	143.217	162.319	192.463
Total dos Títulos*	19.961	21.376	33.658	45.594	45.545	58.390	76.218	87.368

Fonte: CLINE, 1995a, p.80-81.

\* Em milhões de dólares. Esses títulos incluem não só os 17 maiores devedores como também: Malásia, Coreia do Sul, Tailândia, Egito, Hungria, Polónia e União Soviética.

**Tabela 6**  
**Exposição dos bancos franceses em relação ao seu capital frente aos**  
**17 maiores devedores (percentual)**

País	1982	1984	1985	1987	1989	1990	1991	1992
Argentina	-	8.8	8.5	4.4	4.0	3.2	3.2	2.3
Bolívia	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Brasil	-	39.6	36.7	18.5	15.1	12.5	11.1	7.5
Chile	-	2.2	0.0	0.0	1.0	0.9	0.7	0.5
Colômbia	-	0.0	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7	0.6
Costa Rica	-	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Côte d'Ivoire	-	7.5	7.5	4.7	3.6	3.0	2.5	1.9
Equador	-	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2
Jamaica	-	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
México	-	26.3	24.3	11.5	8.9	3.5	3.4	2.7
Marrocos	-	9.0	9.8	5.2	3.7	3.4	2.8	2.1
Nigéria	-	11.5	11.5	6.2	3.6	2.7	2.3	1.2
Peru	-	3.1	3.0	0.0	1.2	1.0	1.0	0.6
Filipinas	-	6.0	6.1	2.7	2.0	1.7	2.3	0.9
Uruguai	-	0.4	0.4	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2
Venezuela	-	12.3	10.8	5.8	5.0	2.4	2.1	1.3
Iugoslávia	-	8.3	8.0	3.5	2.1	1.5	1.0	0.7
Total	-	135.0	126.6	62.8	51.7	37.1	33.5	22.7
Capital*	18.913	19.590	22.036	48.231	56.128	67.636	69.655	100.363
Total dos títulos*	-	33.425	40.419	45.261	48.182	43.211	38.373	37.794

Fonte: CLINE, 1995a, p.82-83.

\* Em milhões de dólares. Esses títulos incluem não só os 17 maiores devedores como também: Malásia, Coreia do Sul, Tailândia, Egito, Hungria, Polónia e União Soviética.

Com o início da crise da dívida, os bancos credores japoneses procuraram reduzir seus riscos frente ao não pagamento ou atrasos dos países devedores, como fizeram os bancos americanos, franceses, ingleses e alemães.

Segundo HORISAKA (1990), baseando-se em dados oficiais do Ministério da Fazenda do Japão<sup>13</sup>, os fundos de empréstimos dos bancos comerciais japoneses para a América Latina perderam posição relativa. Em 1983, os empréstimos de médio e longo prazos totais dos bancos japoneses eram de US\$ 77,8 bilhões. Desse valor, 31% foram

empréstimos destinados para a América Latina, US\$ 23,9 bilhões. Quase 2.4 vezes mais do que foi destinado a Ásia, US\$ 13 bilhões, no mesmo ano. Em 1987, a situação era diferente.

O volume de empréstimos voltados para os países latino-americanos representava 19% do total dos empréstimos dos bancos japoneses. Os empréstimos somavam US\$ 233 bilhões e foram destinados à América Latina US\$ 43,9 bilhões. O volume destinado aos países asiáticos se manteve constante US\$ 14 bilhões. O peso relativo caiu mas em valores absolutos cresceu de US\$ 23,9 bilhões para US\$ 43,9 bilhões.

Em dezembro de 1984, como apresentado na tabela 7<sup>14</sup>, em relação a três grandes devedores, Brasil, México e Argentina, de um total de US\$ 90,142 bilhões da dívida que os países tinham com os bancos privados japoneses, US\$ 19,684 bilhões correspondiam a suas dívidas, 21,8% do total. De todos os países com dívidas com os bancos privados japoneses, 21,8% correspondiam a esses três países.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Ver tabela 1, p. 98, HORISAKA, 1990.

<sup>14</sup> Os dados da tabela 7 foram obtidos em HORISAKA, 1990. As informações apresentadas por país não foram divulgadas pelo Ministério da Fazenda do Japão. Os dados dessa tabela foram obtidos pelo Instituto de Pesquisa de Títulos do Japão, os quais foram baseados em fontes informais do ministério. Assim, os dados desse parágrafo não são necessariamente iguais ao do parágrafo anterior.

<sup>15</sup> O autor descreveu o impacto da crise da dívida sobre o Japão. Primeiro, ele afirmou que a quantia total devida pelos países em desenvolvimento "já não era grande o suficiente para causar diretamente uma crise internacional de liquidez para os países credores". Porém, mais adiante de seu trabalho, ele afirmou que "o impacto que a crise da dívida do México teve sobre os círculos financeiros japoneses foi tão grave quanto nos EUA e na Europa. A primeira atitude foi parar de emprestar imediatamente." HORISAKA, 1990, p. 97.

**Tabela 7**  
**Empréstimos dos bancos privados japoneses**  
**(em milhões de dólares)**

País	Dez. 1984	Set. 1986	Mar. 1987	Set. 1987
<b>América Latina</b>				
Argentina	2.237	5.043	5.227	4.982
Bolívia	2	2	3	2
Brasil	7.732	8.930	9.241	9.132
Chile	1.260	1.547	1.532	1.570
Colômbia	781	944	1.259	1.189
Costa Rica	155	181	183	180
Equador	736	785	801	791
Jamaica	11	17	17	17
México	9.715	10.768	10.495	11.058
Peru	338	335	337	335
Uruguai	91	91	94	94
Venezuela	2.357	2.334	3.787	3.791
Iugoslávia	673	774	770	772
Panamá	1.893	4.270	4.964	5.246
Cuba	113	180	191	192
Trinidad Tobago	216	340	346	341
Sub-Total	28.310	36.541	39.247	39.692
<b>Ásia</b>				
Filipinas	1.232	2.116	2.340	2.282
China	322	1.730	2.470	3.132
Coréia	3.378	6.006	5.720	4.777
Hong Kong	1.268	2.455	3.092	4.253
Malásia	2.077	2.558	2.949	2.838
Indonésia	1.941	4.402	5.214	5.289
Tailândia	764	2.049	2.187	2.429
Singapura	511	732	1.168	1.482
Índia	181	506	1.409	1.626
Sub-Total	11.674	22.554	26.549	28.108
<b>África</b>				
Argélia	795	2.487	2.695	2.690
Libéria	1.412	2.218	2.231	2.260
Sub-Total	2.207	4.705	4.926	4.950
<b>Leste Europeu</b>				
Alemanha Oriental	675	2.223	2.615	2.912
Polônia	616	664	676	674
Hungria	1.107	2.738	3.228	3.391
Bulgária	27	592	952	1.132
Iugoslávia	673	774	770	772
URSS	554	3.473	4.089	4.609
Sub-Total	3.652	10.464	12.330	13.490
Total de todos os países da tabela	45.843	74.264	83.052	86.240
Total (incluindo outros)	90.142	152.681	181.356	205.830

Fonte: HORISAKA, 1990.

Foi durante a crise da dívida que os bancos japoneses começaram a considerar seriamente o risco de cada país, a desenvolver as abordagens para investigação de risco e a delimitar os empréstimos para cada país devedor. À medida que cada banco independentemente considerava suas próprias medidas, o Centro Japonês de Finanças Internacionais

estabeleceu linhas de conduta, em 1983, para as instituições bancárias privadas. O centro servia para coletar informações referentes ao risco do país e acumular *know-how*.

Depois da crise da dívida da América Latina, o Banco do Japão tomou as medidas de emergência para estender os empréstimos-ponte de curto prazo para os devedores através do BIS, e o governo agiu para aceitar o pagamento progressivo de fundos oficiais através do Clube de Paris. Contudo, o maior problema nessa crise da dívida foi a administração das dívidas com a América Latina junto aos bancos privados japoneses. A atitude dos bancos para reduzir os problemas com a crise baseou-se em medidas, tais como: a) Redução e isenção da dívida eram desconsideradas; b) Os bancos credores caminharam para a negociação em conjunto e c) Seguiram os passos estabelecidos pelos EUA e Europa e apoiaram o esquema de reescalonamento multianual sugerido em 1984, o Plano *Baker* e o Plano *Brady*.<sup>16</sup>

No início dos anos 80, a situação dos bancos americanos, britânicos, franceses e japoneses era frágil em relação a uma possível suspensão do fluxo de pagamentos das dívidas contraídas pelos países latino-americanos. A liderança do processo de renegociação foi efetuada pelos EUA, já que a situação dos bancos americanos era mais preocupante do que os demais. Além do alto grau de exposição dos bancos americanos, o maior volume em termos absolutos de títulos da dívida pertencia aos mesmos e dada a importância relativa dos EUA nas principais instituições internacionais (FMI, Banco Mundial, BID), tornou-se uma consequência quase imediata a liderança americana no processo de renegociação da dívida dos países em desenvolvimento. O governo do Japão, segundo HORISAKA (1990), teve uma participação importante no

---

<sup>16</sup> Op. cit., p. 106. De acordo com HORISAKA, 1990, o Ministro das Finanças, para evitar um choque no sistema financeiro japonês, estabeleceu linhas de conduta para os bancos privados em fevereiro de 1983, incluindo os seguintes itens: a) fortalecer o sistema para investigar o risco do país; b) elevar por etapas a razão do financiamento preparado para fundos operacionais; se diversificar os meios de obtenção de fundos de médio e longo prazos; d) melhorar a liquidez através do fortalecimento dos ativos em moeda estrangeira e da balança da dívida e e) acelerar o gerenciamento dos fundos de reserva para créditos deferidos.

processo de renegociação da dívida aumentando sua contribuição para os fundos dos órgãos multilaterais. Na época da renegociação da dívida, a situação do balanço de pagamentos do Japão era positiva e o país acumulava grandes superávits na balança comercial. O governo japonês aproveitou a oportunidade para expandir sua posição junto à comunidade internacional.<sup>17</sup>

#### 1.2.4 Os Bancos Americanos

Conforme já adiantado, a partir de meados dos anos 80, os bancos americanos começaram um processo de redução do grau de exposição de suas carteiras.

Foram quatro os fatores que conduziram ao declínio dessa exposição:

No lado do denominador:

- Aumento da base do capital: de US\$ 29 bilhões em 1982 passou para US\$ 52 bilhões em 1987 atingindo US\$ 75 bilhões em 1992 (ver tabela 3);
- Fundos voluntários de reserva;

No lado do numerador:

- Reconhecimento da perda de parte da dívida (com a venda dos títulos no mercado secundário por valores abaixo dos de face) e
- Redução da dívida através de descontos ou conversão dos títulos.

De acordo com as tabelas 2 e 3, o capital dos bancos americanos cresceu 158%, de 1982 a 1992. Os fundos voluntários de reserva, entretanto, não reduziram o volume de títulos da dívida dos bancos americanos. Contudo, essas provisões aumentaram seu capital e sua base de reserva, e assim contribuíram para o declínio da taxa de exposição dos bancos.<sup>18</sup> A tabela 8 apresenta os dados de reservas com relação aos

---

<sup>17</sup> HORISAKA, 1990, p. 111-112.

<sup>18</sup> Se as perdas dos bancos com os empréstimos exceder aos valores das suas reservas voluntárias, reservas involuntárias e seu patrimônio, o banco estará insolvente. A exposição

ativos em atraso; e podemos observar o aumento do volume das reservas dos seus bancos em relação aos ativos em atraso entre 1984 e 1986. De imediato isso não significou uma queda nos valores devidos aos bancos americanos, no qual só foi possível a partir de 1987.

Os bancos comerciais americanos foram obrigados pelo FED a separar os títulos passíveis de recebimento dos títulos "em atraso", sob a conta Reserva Alocada de Transferência de Risco. Essa parte dos títulos "em atraso" foi excluída do montante total dos títulos de cada país. Dessa forma, o grau de exposição de alguns países, tais como, Brasil, Argentina, México, Chile e Venezuela, caiu por conta disso.

Depois dos bancos terem ampliado suas reservas, em 1987, liderado pelas reservas do Citybank do Brasil para salvaguardar suas posições em relação aos empréstimos das nações em desenvolvimento naquele ano, os bancos estavam cada vez mais firmando-se em posição para absorver as perdas associadas à conversão da dívida e à troca de títulos no mercado secundário. Esse processo de redução nos valores dos títulos, com a troca de títulos no mercado secundário, começou antes da implementação do Plano *Brady*. "O mercado secundário criado para a renegociação desses créditos permitiu aos bancos mobilizar seus ativos, seja para reduzir suas exposições, seja para realizar lucros imediatos."<sup>19</sup> "Por exemplo, no Brasil, apenas em 1988, foram extintos US\$ 6,7 bilhões da dívida externa através da troca "informal" de *buybacks* por firmas públicas e privadas."<sup>20</sup> Nesse processo, o devedor pagaria em moeda local ao credor, com algum desconto. O credor, então, converteria o pagamento em dólar mas com desconto adicional de 30%, no mercado paralelo.

---

de um banco está ligada à razão entre a dívida a ser recolhida e o seu capital. E esta exposição pode diminuir se o banco aumentar sua reserva voluntária. O lançamento da reserva voluntária não entra como despesa, ela entra no banco como uma receita e passa a fazer parte do lucro. No ano seguinte, a reserva agrega valor ao capital do banco, diminuindo a exposição do mesmo, isto é, aumentando seu capital. Com as reservas obrigatórias o nível de exposição ou aumenta ou fica constante. A reserva obrigatória entra como despesa e deduz do lucro do banco. Assim, o capital deixa de crescer e a exposição ou fica constante ou cresce.

<sup>19</sup> CERQUEIRA, 1997, p. 56.

<sup>20</sup> CLINE, 1995a, p. 76.

Em 1982, de acordo com a tabela 2, os bancos americanos detinham cerca de US\$ 92 bilhões em títulos dos 17 maiores devedores, em 1987, US\$ 82 bilhões e, em 1991, US\$ 45 bilhões. Em quatro anos houve uma redução de 45%. O Brasil foi o país onde ocorreu a maior redução nos valores de títulos dos bancos americanos, 68%, de 1987 a 1991.<sup>21</sup>

**Tabela 8**  
**Reservas como percentagem**  
**dos ativos em atraso**

Bancos	1982	1983	1984	1985	1986
Citicorp	32.0	30.0	30.1	40.7	45.9
Bank of America	26.0	28.0	26.0	40.7	48.2
Chase	36.5	29.1	33.7	42.5	52.8
M. Hanover	40.8	44.0	33.7	48.9	44.6
Chemical	39.8	39.3	36.4	44.9	46.4
JP Morgan	66.8	75.9	61.5	103.8	143.8

Fonte: SANTOS, 1991.

O aumento do nível de reservas e a redução da exposição dos bancos americanos proporcionou uma melhora para o sistema financeiro americano. Porém, não trouxe a solução para o problema da dívida externa. E isso num contexto no qual o sistema financeiro americano ainda exigia cuidados, já que aproximadamente 1100 associações de poupança e empréstimos, entre 1980 e 1989, foram fechadas ou sofreram algum tipo de fusão ou aquisição por parte de outra instituição.<sup>22</sup> “Em 1986, 136 bancos faliram ou tiveram que receber ajuda para se incorporarem a outros bancos. Este foi o maior número de falências desde 1936. Em 1987, o FDIC fechou 187 bancos.”<sup>23</sup> “No início de 1989, mais de 600 P&Es (associações de poupança e empréstimos), um quinto do total, estavam insolventes, e o custo da reestruturação foi estimado em aproximadamente US\$ 80 bilhões de dólares. Em 1989, 10% dos bancos

<sup>21</sup> Op. cit.

<sup>22</sup> Ver BIRD, 1989.

<sup>23</sup> Ver SANTOS, 1991.

comerciais constavam da “lista de observação” das autoridades reguladoras.”<sup>24</sup>

No final de 1987, de acordo com a tabela 9, o Citicorp, o Bank of America, o Chase, o M. Hanover e o Chemical tiveram prejuízos. Em 1988, conseguiram se recuperar mas esses prejuízos se repetiram, em 1989, excetuando, o Citicorp e o Chase que conseguiram fechar com lucro. O JP Morgan que em 1987 e 1988 fechou com lucro, em 1989 não conseguiu repetir a façanha.<sup>25</sup>

A situação do sistema financeiro internacional sofreu mudanças ao longo da década de 80. Com o início da crise da dívida, principalmente, os bancos americanos, franceses, japoneses e britânicos, encontravam-se numa situação delicada. O grau de exposição dos seus bancos frente aos países devedores era alto, principalmente, se considerarmos os dois maiores devedores, México e Brasil. A crise era significativa e a política adotada dentro de cada país credor foi voltada para reduzir o grau de exposição de seus bancos, sendo o que começou a acontecer em meados dos anos 80.

---

<sup>24</sup> Ver BIRD, 1989.

<sup>25</sup> SANTOS, 1991, p.143.

**Tabela 9**  
**Resultados em 1987, 1988 e 1989**  
**(em milhões de dólares)**

Bancos	Lucro ou prejuízo Líquido em 1987	Lucro ou prejuízo Líquido em 1988	Lucro ou prejuízo líquido em 1989
Citicorp	-1138	1858	498
Bank of America	-955	726	-665
Chase	-894.8	1058.9	1103
M. Hanover	-1140.2	952	-1275
Chemical	-853.7	753.6	-482
JP Morgan	83.3	1001.8	-518

Fonte: SANTOS, 1991.

### 1.3 O Mercado Secundário

#### 1.3.1 Securitização

Concomitantemente ao processo de renegociação da dívida e à crise no sistema bancário americano, a década de 80 foi marcada por várias transformações: o desenvolvimento do mercado secundário, a criação de novos instrumentos de transferência de risco, *swaps*, opções e futuros, etc.

Segundo BAER (1993), com a retomada dos investimentos produtivos pelos países desenvolvidos, principalmente, a partir da segunda metade da década de 80, cresceu a securitização com a emissão de títulos como forma de captação dos agentes privados. Dada a fragilidade do mercado financeiro, o incentivo à captação direta, sem intermediação financeira, acelerou o processo de securitização. Esse mercado passou a trabalhar com títulos públicos, privados e da dívida externa de vários países.

A securitização propiciou uma maior flexibilidade dos ativos financeiros e possibilitou a criação de novos instrumentos de transferência de risco, tais como, os *swaps*, opções e futuros. Os investidores podiam se precaver contra o risco da variação das taxas de câmbio e juros. Dada a fragilidade do sistema bancário "com a crise e do contexto de maior instabilidade, os poupadores passaram a concentrar suas aplicações em fundos de investimento, que lhes davam acesso a operações de maior

escala, lhes garantiam, em princípio, maior segurança (pela dispersão do risco através de um grande número de ativos) e lhes permitiam ter maior flexibilidade em termos de prazo."<sup>26</sup>

A globalização financeira cresceu com a maior integração dos mercados financeiros, a partir da redução dos controles sobre os movimentos de capitais e as restrições ao acesso dos mercados vigentes. A securitização e os novos instrumentos com cobertura de risco proporcionaram aos investidores a possibilidade de aplicações em vários países e com menores prazos.

Todas essas transformações mudaram a dinâmica dos mercados financeiros. Os bancos comerciais passaram a emprestar para países de primeira linha e perderam espaço para os bancos de investimentos, que passaram a ser os grandes credores das empresas de maior porte, dados os novos tipos de aplicações.

### 1.3.2 A Securitização dos Títulos da Dívida Externa

O processo de securitização dos títulos da dívida externa, nos anos 80, proporcionou uma troca de propriedade dos ativos. Os títulos tiveram seus valores de mercado reduzidos já que não havia expectativa de receber os valores de face.

"Neste processo observam-se basicamente duas fases. Uma primeira, logo na eclosão da dívida externa, quando se constituiu um mercado secundário de títulos da dívida externa, pequeno e informal, no qual os ofertantes eram basicamente bancos internacionais que tinham um envolvimento marginal com países em desenvolvimento. Através da securitização, estes bancos tentaram desfazer-se destes ativos internacionais, que somente lhes exigiam um envolvimento maior nestes países dadas as características que os processos de reestruturação das

---

<sup>26</sup> BAER, 1993, p. 53.

dívidas assumiram, já que naquele momento implicavam a colocação de dinheiro novo.<sup>27</sup>

A segunda e mais importante fase, no entanto, inicia-se em meados da década de 80, com a retomada dos investimentos e dos financiamentos nos países centrais. A partir de então, o estoque de ativos alocados no mundo subdesenvolvido e com problemas de realização foi perdendo importância relativa na carteira dos agentes financeiros, seja pelo acúmulo de reservas de contingências, seja pela expansão de novos negócios nos países industrializados. Isso fez com que mais agentes financeiros começassem a oferecer títulos de dívidas externas no mercado secundário, derrubando os preços destes papéis.<sup>28</sup>

A partir da tabela 10 podemos visualizar o crescimento do mercado secundário de títulos da dívida externa de US\$ 4 bilhões, em 1985, para US\$ 65 bilhões, em 1990, quando a desvalorização dos títulos foi acentuada. Como apresentado na tabela 11, o valor de face dos títulos da dívida da Argentina era de US\$ 33,6 bilhões e de mercado US\$ 6,3 bilhões, estes valiam somente 19% do valor de face. Os títulos do Brasil valiam 34% do valor de face, de US\$ 62,2 bilhões valiam US\$ 21 bilhões.

---

<sup>27</sup> A necessidade de dinheiro novo foi acordada entre o FMI e os bancos, estes foram obrigados a manter um fluxo mínimo para os países devedores. Ver capítulo 2 deste trabalho.

<sup>28</sup> BAER, 1993, p. 58.

**Tabela 10**  
**Volume de transações no mercado secundário**  
**de títulos de dívidas externas dos países em desenvolvimento**

Ano	US\$ bilhões de dólares
1985	4
1986	7
1987	12
1988	50
1989	60
1990	65

Fonte: BAER, 1993, p. 65.

**Tabela 11**  
**Dívida Externa (1989)**

País	Dívida (em bilhões de dólares)	Valor de mercado (em bilhões de dólares)	Preço de Mercado (% do valor de face)
Argentina	33,6	6,3	19
Bolívia	0,9	0,1	10
Brasil	62,2	21,0	34
Chile	11,2	6,6	61
Costa Rica	1,5	0,2	14
Equador	5,5	0,8	14
México	63,8	24,1	38
Nigéria	11,5	2,4	21
Filipinas	10,5	4,8	46
Polônia	12,3	4,9	40
Venezuela	22,6	8,2	37
Total dos 11 países	258.2	87.6	33.7
Total dos 39 países	279.4	96.7	35

Fonte: SACHS, 1989.

Essa desvalorização dos títulos colocava obstáculos à continuidade das negociações da dívida externa tal como era feita, como se os valores dos títulos fossem os valores de face, já que os bancos não contavam mais com o pagamento integral dos valores dos títulos. Os países devedores não tinham como pagar pelo valor de face, ao mesmo tempo que os bancos credores tinham elevado suas reservas, considerando que parte da dívida estava perdida.

Os bancos credores não se encontravam numa posição confortável, ainda existia o risco de alguns bancos falirem, isso levou o

governo americano a intervir e, pela primeira vez, a admitir que havia necessidade de redução do estoque da dívida, lançando o Plano *Brady*.

---

### Conclusão

Neste capítulo procurou-se descrever os principais eventos ocorridos no cenário internacional ao longo das décadas de 70 e 80 e seus efeitos sobre os países latino-americanos.

A grande abundância de crédito proveniente do mercado de Eurodólares contribuiu para o processo de endividamento dos países em desenvolvimento. Os dois choques do petróleo e a política monetária austera implementada pelos EUA (1979-81) na gestão de Paul Volcker à frente do FED, levaram muitos países devedores à insolvência com problemas sérios no balanço de pagamentos para honrar os compromissos assumidos.

Em 1982, ano da decretação da moratória do México, os bancos comerciais americanos, franceses e ingleses estavam com uma alta taxa de exposição em relação à dívida dos países em desenvolvimento e do total da dívida de países endividados com os bancos japoneses 21,8% pertenciam a somente três países: Brasil, México e Argentina. O risco de uma crise bancária era real. O FMI intermediou as negociações nas quais os bancos comerciais se uniram e os países devedores renegociaram suas dívidas caso a caso. Ambas as partes se encontravam em situação delicada porém os bancos foram favorecidos em detrimento dos países devedores.

A avaliação da crise que prevaleceu na época apontava-a como passageira, dificultando uma solução viável tanto para os bancos como para os países endividados. O alívio momentâneo ficou com os bancos e os encargos com os países em desenvolvimento.

Ao longo da década de 80 formou-se um mercado secundário de títulos. Desde a eclosão da crise da dívida, os bancos começaram a lançar os títulos da dívida externa nesse mercado. Como o problema da dívida continuava e a real possibilidade de seu pagamento era pequeno, os valores de mercado destes títulos estavam muito abaixo dos valores de face.

A situação dos bancos comerciais credores estava melhor no final da década de 80 mas não estava resolvida, os títulos da dívida externa estavam com seus valores de mercado abaixo dos valores de face e o problema da dívida continuava. Os bancos precisavam “limpar” suas carteiras trocando títulos da dívida velha por títulos novos. A necessidade de uma solução para a renegociação da dívida levou o governo americano a intervir lançando o Plano *Brady*.

---

## Capítulo 2

### Introdução

Este capítulo está dividido em quatro seções. Na primeira traça-se um breve panorama da situação da dívida externa dos países latino-americanos. Na segunda descreve-se a formulação do Plano *Brady* como alternativa e possível solução. Na terceira discute-se algumas limitações do plano. Na última descreve-se, em linhas gerais, as renegociações do México e da Argentina.

### 2.1 A Crise da Dívida na América Latina: um Breve Panorama dos Padrões de Renegociação

Desde 1982, com a eclosão da crise da dívida externa, os países devedores viram-se obrigados a entrar num processo de ajuste do setor externo com o intuito de gerar recursos para o pagamento do serviço da dívida. Os bancos e os organismos internacionais adotaram uma conduta dura de negociação, dificultando a solvência dos países.

A postura dos bancos credores, ao longo da década de 80, se manteve parecida. Os credores se articularam a fim de evitar uma perda dos seus ativos e uma possível crise financeira internacional. Dessa maneira, mantiveram um fluxo mínimo de recursos aos países devedores, como apresentado por BATISTA JR. (1984). Empréstimos “forçados” ou “involuntários” foram estabelecidos com base em um sistema de alocação de quotas, que tomou como referência a participação de cada instituição na dívida existente.<sup>29</sup> O processo de renegociação tinha como objetivo o pagamento máximo do serviço da dívida por parte do devedores.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> "... o FMI foi virtualmente obrigado a condicionar sua participação não só à aceitação de um programa de ajustamento por parte do país devedor, como também um compromisso do conjunto de credores bancários a fornecer um nível "adequado" de recursos financeiros. Esta nova função do FMI não (refletiu) necessariamente uma iniciativa da própria instituição, mas sim a preocupação dos governos dos países credores, em especial do governo americano, e dos principais bancos internacionais em utilizar todos os instrumentos disponíveis para conter a perigosa contração dos fluxos internacionais de crédito e assegurar, dentro do possível, uma distribuição aproximadamente uniforme do ônus de continuar concedendo empréstimos novos a países inadimplentes". BATISTA JR., 1984, p. 644.

<sup>30</sup> Para uma discussão do sistema de empréstimos “involuntários” ver, por exemplo, CLINE, 1983, p. 73-82 e BATISTA JR., 1984.

Os bancos concederam empréstimos “involuntários” aos países devedores que estavam impossibilitados de garantir o serviço de suas dívidas, para que estes pudessem pagar parte crescente dos juros devidos. Em contrapartida, os países pagariam parte dos juros devidos com recursos gerados internamente. Assim, os países devedores foram obrigados a seguir políticas econômicas que promovessem superávits na sua balança comercial e suas principais armas foram a recessão e a desvalorização cambial o que gerou inflação e estagnação. Como conseqüência desse padrão de renegociação, os países que na década de 70 foram receptores de capitais passaram a ser, na década de 80, remetedores de recursos reais, como podemos perceber na tabela 12.

**Tabela 12**  
**América Latina e Caribe: Influxo Líquido de Capitais e**  
**Transferências Líquidas de Recursos: 1981-1988**  
**(em bilhões de dólares)**

Ano	Influxo Líquido de Capitais (1)	Pagamentos Líquidos de juros e lucros (2)	Transferência Líquida de Recursos (3)*	Balança Comercial	Total Bruto da Dívida Externa
1981	37,3	17,9	19,4	-1,7	277,7
1982	20,2	38,8	-18,6	9,2	326,9
1983	2,9	34,4	-31,5	31,5	351,4
1984	10,0	36,7	-26,7	39,3	367,1
1985	2,5	35,3	-32,8	34,0	377,3
1986	8,7	32,2	-23,5	18,7	393,6
1987	14,9	31,4	-16,5	21,8	416,3
1988	5,3	34,2	-28,9	25,3	413,0

Fonte: RAMIREZ, 1990. \* (3) = (1) - (2)

Em segundo lugar, os países devedores deveriam renegociar suas dívidas em separado o que favoreceu os bancos. Estes se organizaram e formaram um grupo com o qual defendiam seus interesses. Como vimos no tópico 1.2.3, a exposição em relação ao seu capital e reservas dos bancos americanos era de 70% com apenas quatro países latinos, Brasil, México, Argentina e Venezuela. Isso demonstra que os bancos estavam

numa situação delicada e as negociações país a país só beneficiaram os bancos em detrimento dos devedores.

Por último, podemos citar o papel dos bancos centrais dos países credores em relação aos bancos comerciais. Estes procuraram reduzir a exposição dos bancos forçando-os a elevar suas reservas e recapitalizar-se.

De acordo com a CEPAL (1990), podemos dividir o período de negociação da dívida externa em três fases. A primeira fase começou em 1982, com a declaração da moratória do México<sup>31</sup>. Os bancos saíram do mercado. Nesse período inicial observou-se um problema de falta de liquidez nos países devedores. A decisão política foi de acordar os pagamentos para frente, de estabelecer empréstimos mínimos ou "involuntários" e manter um fluxo de pagamento dos juros, a fim de evitar perdas para os bancos comerciais. Treze países, incluindo Brasil, México, Argentina e Venezuela, interromperam ou reescalonaram o pagamento de suas dívidas com os nove maiores bancos americanos, em 1982-83.<sup>32</sup>

Tal processo continuou até 1985, quando o diagnóstico em relação ao problema da dívida mudou, iniciando a segunda fase. A crise não se mostrara passageira e a nova fase da política de renegociação da dívida deveria, em tese, abrandar as exigências de austeridade da primeira fase — período de relativa estagnação para os países devedores.

A situação era delicada e o perigo de falta de liquidez, provocando turbulência nos mercados financeiros internacionais, levou, em 1985, a

---

<sup>31</sup> Segundo RESENDE, 1983, a redução da *prime-rate* de 16,5%, em meados de julho, para 12%, em meados de outubro de 1982, veio tarde. "O dano causado pelo prolongado período de taxas recordes sobre a economia mundial foi profundo. O comércio mundial reduziu-se significativamente e as reações protecionistas agravaram o quadro. Onerado por um endividamento externo superior a US\$ 80 bilhões de dólares, ironicamente contraídos para investir na infra-estrutura que lhe permitiria extrair depressa o petróleo de reservas recém descobertas, o México enfrentou sérios problemas quando os juros altos e a recessão mundial lhe frustraram expectativas de renda. A inexistência de controles de fluxos de capitais, associada a uma política cambial inadequada, gerou movimentos especulativos de capitais, o que tornou impossível a administração da elevada dívida mexicana de curto prazo. O anúncio da moratória do maior país devedor dos bancos privados internacionais provocou um trauma que paralisou o mercado."

uma tentativa por parte do então secretário do tesouro americano, James Baker, de lançar um programa de renegociação para os países endividados que permitisse a volta de crescimento sustentado. De acordo com BAKER (1985), os países devedores deveriam adotar "amplas políticas macroeconômicas e estruturais, apoiadas pelas instituições financeiras internacionais, com a finalidade de promover o crescimento, o ajuste do balanço de pagamentos e reduzir a inflação." Seriam fornecidos maiores empréstimos pelos bancos privados, FMI e organismos multilaterais.<sup>33</sup>

O programa consistiria em ajuda econômica, através de novos créditos, a alguns países devedores, ao longo de 1986-88. De um lado, os bancos iriam oferecer novos empréstimos em torno de US\$ 7 bilhões ao ano, ao longo de três anos, o que proporcionaria US\$ 20 bilhões. Esse crédito seria oferecido aos quinze maiores países devedores em dificuldades (ver tabela 13). Posteriormente, foram incluídas a Costa Rica e a Jamaica. Os bancos multilaterais entraram com créditos da ordem de US\$ 3 bilhões ao ano, o que produziria US\$ 9 bilhões em três anos. Como contrapartida da ajuda oferecida pelo Plano *Baker*, os países deveriam adotar medidas liberalizantes, que incluíam uma reforma do Estado a partir de privatizações, abertura comercial, abertura financeira e liberalização do investimento estrangeiro.

Segundo CLINE (1990), esse plano não proporcionou os resultados esperados. Os empréstimos dos bancos multilaterais foram um pouco mais do que o esperado, enquanto que os bancos comerciais ofereceram, aproximadamente, 2/3 da meta do plano. Apesar do volume de novos empréstimos, o período caracterizou-se pela aceleração na cobrança da dívida e redução nas taxas de crescimento dos países (as menores nos anos do plano), indo de encontro às metas do plano.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> BATISTA JR., 1988, p.254-255. Países que suspenderam ou reescalonaram o serviço de suas dívidas: México, Brasil, Venezuela, Argentina, Filipinas, Chile, Peru, Iugoslávia, Nigéria, Equador, Polônia, Marrocos e Uruguai.

<sup>33</sup> BAKER, 1985, p. 7.

<sup>34</sup> Dados retirados de CLINE, 1995a.

**Tabela 13**  
**Crédito ofertado durante o Plano Baker: 1986-88**  
**(em milhões de dólares)**

País	Bancos Comerciais <sup>a</sup>		Setor Público			Total
		Multilateral	Bilateral	FMI	Sub-Total	
Argentina	2.607	1.680	716	844	3.240	5.847
Bolívia	0	555	230	111	896	896
Brasil	4.000	1.556	-385	-2.032	-861	3.139
Chile	215	1.132	87	-3	1.216	1.431
Colômbia	0 <sup>b</sup>	952	286	0	1.238	1.238
Costa Rica	0	134	-17	-146	-29	-29
Côte d'Ivoire	0	502	357	-226	633	633
Equador	0	858	264	-39	1.083	1.083
Jamaica	0	154	110	-327	-63	-63
México	5.472	2190	2.301	1.166	5.657	11.129
Marrocos	0	949	553	-495	1.007	1.007
Nigéria	0	1.009	704	0	1.713	1.713
Peru	0	314	180	-52	442	442
Filipinas	525	355	928	-185	1.098	1.623
Uruguay	0	174	-9	-113	52	52
Venezuela	0	145	-215	0	-70	-70
Iugoslávia	0	-59	-280	-1.171	-1.510	-1.510
<b>Total</b>	<b>12.819</b>	<b>12.601</b>	<b>5.809</b>	<b>-2.667</b>	<b>15.742</b>	<b>28.562</b>

a. Dispêndio com dinheiro novo.

b. Excluídos US\$ 1,96 bilhões de dólares de empréstimos concedidos usados para cobrir amortização.

Fonte: CLINE, 1990.

No decorrer da segunda metade da década de 80, o peso da dívida externa ficou cada vez mais insustentável, provocando a moratória de muitos países. Os atrasos de juros e amortizações a credores oficiais e privados, entre 1984 e 1988, pularam de US\$ 27,3 bilhões para US\$ 78,9 bilhões.<sup>35</sup> Apesar da piora da situação, os bancos credores não promoveram acordos mais viáveis com a realidade econômica dos países devedores. O Brasil decretou moratória em fevereiro de 1987 suspendendo as remessas ao exterior dos juros devidos sobre a dívida de médio e longo prazos e das obrigações decorrentes das linhas de crédito de curto prazo.<sup>36</sup>

<sup>35</sup> Op. cit.

<sup>36</sup> De acordo com PEREIRA (1995), o então ministro, Bresser Pereira, tentou negociar, no segundo semestre de 1987, com os bancos uma proposta "não convencional". Ele entregou uma proposta ao secretário do tesouro americano, James Baker. "A parte convencional implicava em 60% de refinanciamento dos pagamentos junto aos bancos comerciais e 100% de refinanciamento dos pagamentos das instituições multilaterais e o Clube de Paris. A parte

Nesse contexto, e dada a situação ainda preocupante dos bancos envolvidos com os países da América Latina, o governo americano toma a iniciativa de lançar o Plano *Brady*, iniciando a terceira fase do período de renegociação, apresentado a seguir.

## 2.2 O Plano *Brady*

Durante o governo Bush foi sugerida, pelo então secretário do Tesouro, Nicholas Brady, uma nova proposta de negociação a ser seguida pelos bancos comerciais americanos no tocante ao problema da dívida. O chamado Plano *Brady* trouxe uma nova filosofia para o processo de renegociação, incluindo mecanismos de redução da dívida externa. Essa preocupação do governo americano na questão da dívida e seu crescente interesse está ligado a duas crises: a crise dos bancos americanos, que emprestaram demais e a crise dos países devedores, que tomaram empréstimos além da sua capacidade.<sup>37</sup>

Para que o plano funcionasse seria necessária a entrada dos bancos credores nas negociações acordando voluntariamente reduções da dívida, tanto do principal como dos juros, uma troca de ativos e alongamento dos prazos, dos títulos de cada país, caso a caso. Na renegociação, os países devedores deveriam apresentar aos bancos um menu de opções com mecanismos e propostas de redução da dívida. O programa poderia atingir 39 países e seu fundo estaria sendo garantido pelo FMI, Banco Mundial e o governo japonês.<sup>38</sup> Os dois primeiros desembolsaram,

---

menos convencional tinha dois aspectos: primeiro, a securitização de 20% da dívida com os bancos comerciais, com desconto de 50%, e, em seguida, a “desconexão” do FMI com os bancos comerciais. Assim a renegociação poderia continuar com relativa independência.” A proposta foi rejeitada e a “securitização” esquecida. Segundo SACHS (1989), algumas razões pelas quais a redução da dívida não foi considerada:

- a) Os bancos não estavam dispostos a emprestar a quem não pagava.
- b) Para os credores, o alongamento dos prazos dos pagamentos seria suficiente para restaurar a prosperidade.

<sup>37</sup> SACHS, 1989.

<sup>38</sup> Países do Caribe e América Latina incluídos entre os 39 candidatos: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Guiana, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Peru, Trindade, Uruguai e Venezuela.

aproximadamente, US\$ 24 bilhões de dólares e o governo japonês, US\$ 10 bilhões de dólares.<sup>39</sup>

Segundo BRADY (1989b), o Plano *Brady* foi formulado para reestruturar as dívidas dos países endividados e estimular o crescimento econômico, com "um apoio financeiro adequado para alcançar tal crescimento econômico. (...) É preciso que os bancos comerciais trabalhem juntamente com as nações devedoras, a fim de oferecer uma variedade mais ampla de opções para o apoio financeiro, que incluam maiores esforços na busca da redução, tanto da dívida quanto do serviço da dívida, e no sentido de proporcionar novos empréstimos."<sup>40</sup> Evidentemente, o plano tinha como um dos seus objetivos centrais reestruturar — e limpar — a carteira dos bancos credores. O plano trazia algumas inovações para essa reestruturação.<sup>41</sup>

De acordo com a CEPAL (1990), o plano baseou-se na redução do principal e/ou do serviço da dívida dos países devedores, com o suporte de um fundo de recursos públicos e privado. Mais precisamente, o FMI e o Banco Mundial estariam permitindo a utilização de recursos próprios e empréstimos aos devedores. O FMI, que serviu de intermediário durante todo processo de renegociação passado, não o faria mais. O plano teve apoio do governo americano.<sup>42</sup>

Segundo CLINE (1995a), para que o plano fosse bem sucedido alguns pontos deveriam ser seguidos:

- 1) Uma soma de dinheiro público seria comprometida para dar suporte ao programa. O Banco Mundial e o FMI destinaram, cada um, US\$ 12 bilhões de suas contas. Esse montante seria reservado a programas de empréstimos aos países que cumprissem as condições necessárias para receber os recursos. Estes seriam canalizados ao suporte

---

<sup>39</sup> CLINE, 1995a.

<sup>40</sup> BRADY, 1989b.

<sup>41</sup> Como em todos os períodos de negociação, cada país negociou em separado com seus credores. Cada país fez um menu de opções diferente.

<sup>42</sup> Para uma discussão sobre as normas do lançamento do Plano *Brady*, ver, por exemplo, BRADY, 1989b.

de *buybacks*, à redução do principal em *bonds* e ao pagamento de juros. A reestruturação seria securitizar os títulos, convertendo-os em *bonds*, alargando os prazos — que poderiam chegar a trinta anos — utilizando juros fixos ou flutuantes.

2) Os recursos do Fundo (FMI) e do Banco Mundial seriam utilizados para que não houvesse nenhuma interrupção no processo de renegociação.

3) Além do dinheiro dos organismos multilaterais, o governo do Japão forneceu US\$ 10 bilhões. Então, o total de recursos disponíveis para o Plano *Brady* em finais de 1989 era da ordem de US\$ 34 bilhões.<sup>43</sup>

Esse fundo foi utilizado para trocar os títulos “velhos” pelos novos e lastrear parte das cauções incluídas nos menu de opções (ver tabela 14). Este foi composto, basicamente, de:

Bônus de desconto de 30 a 35% de redução na dívida original: LIBOR acrescida de 13/16 de 1%, um pagamento único com maturidade de 30 anos, títulos do tesouro americano como colateral para o principal, garantia de rolagem dos juros de 12 a 18 meses.

Bônus ao par mantendo o valor de face mas passando para juros fixos de 6%. O colateral seria dado pela aquisição de títulos do Tesouro americano.<sup>44</sup>

**Tabela 14**  
**Pacotes do financiamento da redução da dívida**  
**(em bilhões de dólares)**

Países	Custo total de operação	Origem dos fundos		Dinheiro Novo dos bancos comerciais
		Suporte oficial	Reservas próprias	
México	7.12	5.33	1.79	1.09
Costa Rica	0.22	0.18	0.04	-
Venezuela	2.38	1.46	0.92	1.20
Uruguai	0.46	0.06	0.40	0.09
Nigéria	1.70	0.00	1.70	-
Filipinas	1.80	0.88	0.92	0.85
Argentina	3.64	2.53	1.12	-
Total	17.32	10.44	6.89	3.23
Percentual	(100.0)	(60.3)	(39.8)	(18.7)

Fonte: CLARK, 1993-94.

<sup>43</sup> CLINE, 1995a.

<sup>44</sup> CLINE, 1995a, p. 232.

### 2.3 Algumas Limitações do Plano na Época do Lançamento

A expectativa de redução da dívida na América Latina cresceu com o início do Plano *Brady*. Porém, como apresentado pela CEPAL (1990), o plano tinha suas limitações: A- *Underfunding*, B- Falta de coordenação e C- Outros.

#### A- *Underfunding*:

Aproximadamente 39 países foram mencionados e poderiam fazer parte do Plano *Brady*. Como citado anteriormente, o fundo formado para o Plano foi de US\$ 34 bilhões. Esse volume ajudou a reduzir somente uma parte da dívida e dos juros pagos pela América Latina. Para ser mais preciso, esse volume só poderia financiar 13%-14% da dívida líquida dos países latino-americanos e do Caribe.

Os descontos almejados na ordem de 50%-75% pelos países devedores estariam comprometidos, já que esse fundo era insuficiente para tantos países. Somente se alguns países conseguissem uma proporção maior do que outros, a redução de suas dívidas alcançaria o nível desejado.<sup>45</sup> Problemas com relação à falta de um fundo capaz de lastrear um volume maior de títulos atingiram não só os países devedores, mas também os governos dos credores, as instituições multilaterais e os bancos comerciais.

#### A1- Os países devedores

A redução parcial da dívida que foi dada pelo fundo oficial do Plano *Brady* ofereceu benefícios para os países devedores que estavam com um aperto no pagamento da dívida. Os valores de mercado das suas dívidas eram menores dos de face e logo, qualquer oportunidade para renegociar a dívida com desconto — reduzindo o valor de face — representaria um alívio.

O incentivo para usar os fundos oficiais disponíveis para redução da dívida seria forte dado que novos empréstimos bancários seriam

---

<sup>45</sup> CEPAL, 1990, p. 107.

difíceis de serem conseguidos. Os bancos sinalizavam uma falta de habilidade em discriminar entre uma nação devedora e seus vizinhos insolventes. Nessas circunstâncias, a negociação seria a melhor forma de maximizar o fluxo de recursos do plano e captar descontos.

Por um lado, para um país com “aperto” no serviço da dívida, uma troca por títulos fora do plano, securitização, não seria a melhor alternativa por causa da escassez de divisas já que o país precisa dispor de garantias. Por outro lado, a dívida sendo pouco reduzida tem um baixo valor esperado e grandes chances de ser perdoada, dada a baixa probabilidade dos países conseguirem pagá-la na totalidade.

Depois da redução parcial da dívida — durante os acordos do Plano *Brady* — a menos que essa redução fosse substancial, um sério problema ainda persistiria: a falta de credibilidade dos pagamentos futuros, já que os títulos valiam menos no mercado secundário. Essa situação poderia ampliar a incerteza dos investidores a respeito dos pagamentos futuros e da disponibilidade de reservas em moeda estrangeira perpetuando um ajustamento adverso, adiando a volta de novos empréstimos e investimentos estrangeiros.

### **A2- Órgãos Multilaterais**

Os órgãos multilaterais poderiam ter problemas quanto aos empréstimos aos países devedores. Eles poderiam emprestar a países que não viessem a honrar os pagamentos. Assim, estes correram riscos para garantir a redução da dívida dos países devedores junto aos bancos privados. Com a redução parcial da dívida, as instituições multilaterais só estariam aumentando seu risco com sua participação no problema da dívida sem resolvê-lo totalmente.

### **A3- Bancos Comerciais**

Um programa com poucos fundos podia não restaurar a confiança do sistema financeiro internacional na América Latina. Como os títulos das dívidas estavam muito desvalorizadas no mercado secundário, para os bancos, em último caso, seria melhor a renegociação. O fundo dava

garantias dos primeiros anos de pagamentos, diminuindo a incerteza inicial. Porém, para os anos subsequentes não haveria garantias para todos os títulos aumentando o risco de falta de pagamento.

#### **A4- Crédito dos governos**

O financiamento dos órgãos multilaterais seriam feito pelos governos dos bancos credores. O risco da falta de pagamento, então, passaria para estes governos, e o que seria pior, sem resolver, definitivamente, o problema da dívida.

#### **B- Falta de coordenação**

O Plano *Brady* foi formulado para ser um esquema voluntário que, se se mantivesse verdadeiramente voluntário não iria funcionar. Esse programa de redução da dívida para ter sucesso precisaria da coordenação por parte dos governos credores.

De acordo com a CEPAL (1990), para o país devedor receber o benefício de redução do valor da dívida, não somente a dívida deveria ser financiada como seu valor de face deveria ser reduzido, perto do seu valor de mercado. Esse é o papel dos acordos de redução da dívida. De qualquer modo bancos individualmente tem pouco incentivo para “ceder sua dívida” e, se o fizerem, vão ter perdas contábeis ou perder a chance de recuperar esse dinheiro. E os bancos têm medo de negociar uma parte da dívida perdendo títulos, enquanto um banco concorrente talvez consiga receber sua dívida. Para os bancos seria melhor postergar a renegociação da dívida sendo isto o pior para os devedores.

Algumas das renegociações nos moldes do Plano *Brady* tiveram incentivos por parte do FMI e do governo americano.

### C- Outros

Segundo SACHS (1989), os bancos naturalmente não gostaram de reconhecer uma perda de ativos, uma perda contábil, aceitando uma média dos valores de mercado e de face dos títulos. Foi calculado pela administração Bush algo em torno de 20% acima do valor de mercado. Uma redução muito acentuada poderia desestimular a participação dos bancos e “prejudicar” o sucesso do plano. E uma redução muito pequena poderia inviabilizar o pagamento por parte dos devedores. Um ponto importante para ser lembrado, de qualquer modo, é que, para os bancos, sempre haveria a possibilidade de recuperar a dívida com seu valor original e a renegociação com redução seria o último recurso.

#### **2.4 As Renegociações do México e Argentina nos Moldes do Plano *Brady***

Segundo CLINE (1995a), em meados de 1994, cinco anos depois do início do Plano *Brady*, já tinham sido renegociadas as dívidas de 18 países<sup>46</sup> em desenvolvimento, cobrindo US\$ 191 bilhões de dólares em títulos. Os acordos feitos reduziram em, aproximadamente, um terço ou US\$ 50 bilhões de dólares o fluxo de serviço da dívida (trazidos a valor presente) e o custo total despendido em garantias foi de US\$ 18 bilhões, dos quais US\$ 6,5 bilhões vieram de instituições financeiras internacionais. Do fundo original de US\$ 34 bilhões foram utilizados US\$ 25 bilhões em garantias de juros e principal, descontos e *new money*.<sup>47</sup>

O fundo formado pelo Banco Mundial, FMI e o banco do governo japonês (*EximBank*) forneceu US\$ 10,822 bilhões para cobrir as garantias de três países: México, Argentina e Venezuela. A importância desses países latino-americanos na questão da dívida era significativa já que, aproximadamente, um terço do fundo foi destinado a apenas esses três países.<sup>48</sup>

---

<sup>46</sup> México, Filipinas, Costa Rica, Venezuela, Uruguai, Niger, Nigéria, Moçambique, Guiana, Argentina, Brasil, Uganda, República Dominicana, Bolívia, Jordânia, Bulgária, Polónia e Equador.

<sup>47</sup> CLINE, 1995a, p. 232 e 265.

<sup>48</sup> Op. cit., p. 264.

Cada uma das negociações apresentou um menu de opções particular. Serão sumariamente descritos abaixo os acordos mexicano e argentino, ocorridos antes do brasileiro:

#### 2.4.1 México

O acordo feito pelo México, nos moldes do Plano *Brady*, foi organizado a partir de um *menu* de três opções (ver tabela 15):

- 1 A primeira opção não levaria os bancos a conceder redução nem da dívida nem dos juros, em compensação estes teriam de fornecer novos empréstimos. Esse “dinheiro novo” poderia vir de várias maneiras, como bônus, crédito comercial ou empréstimos ao setor público. O prazo seria de 15 anos, com 7 de carência, e juros flutuante (LIBOR mais *spread* de 13/16 de 1%)
- 2 A segunda opção seria a troca de títulos velhos por bônus com desconto de 35%. Os bônus teriam 30 anos de prazo só que a juros flutuantes (LIBOR mais 13/16 de 1%).
- 3 A última opção permitiria a troca de dívida velha ao par por bônus de juros com taxa fixa de 6,25% ao ano. Estes bônus teriam prazo de vencimento no final de 30 anos, *bullet maturity*.<sup>49</sup>

A caução exigida pelos bancos credores ficou em US\$ 7,182 bilhões de dólares, para garantir o principal do bônus e dezoito meses de juros. Essa caução foi financiada pelo FMI em US\$ 1,697, pelo BIRD em US\$ 2,010 e pelo Japão em US\$ 2,050, sendo o restante coberto pelas reservas do país, US\$ 1,243.<sup>50</sup>

Segundo a CEPAL (1990), o FMI e o governo americano foram os maiores incentivadores nos acordos nos moldes do plano. No caso mexicano, o Banco Central americano teria sugerido aos bancos americanos que se eles não “abraçassem” o espírito do Plano *Brady* poderiam ter que aumentar suas reservas. Enquanto isso, autoridades do Tesouro e do Banco Central americano tiveram a iniciativa de procurar os

---

<sup>49</sup> PORTELLA FILHO, 1994, p. 67.

negociadores dos bancos para estes irem até Washington e negociarem a redução da dívida com as autoridades mexicanas. O encontro aconteceu no prédio do Tesouro americano. Neste caso, o FMI esteve presente nas negociações, diferentemente do que foi previsto no lançamento do Plano.

**Tabela 15**  
**Acordo de redução e reescalonamento da dívida mexicana**  
**com bancos comerciais – 1990**  
**(Em US\$ milhões)**

Ativos ou Componentes da Dívida Externa	Montante	Participação na Dívida Elegível (%)
<b>Menu de Opções</b>		
1. Opção “Dinheiro Novo” (aumento de 25% nos empréstimos)	4.387	9.1
2. Bônus com Desconto de 35%	20.581	42.8
3. Bônus ao Par com juros de 6,25%	22.427	46.6
Dívida Elegível cujos credores não escolheram nenhuma das opções	693	1.4
Total da Dívida Externa Elegível	48.089	100.0
Dívida Externa sob Responsabilidade do Setor Público antes do Acordo <sup>a</sup>	76.059	158.2
Total de Garantias	7.182	14.9
“Dinheiro Novo” resultante do acordo (25% do montante da primeira opção)	1.091	2.3

Nota: <sup>a</sup> Estoque da dívida pública de longo prazo, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público, em 31/12/89.

Fonte: FMI, 1993 e PORTELLA FILHO, 1994.

#### 2.4.2) Argentina

O acordo preliminar argentino com os bancos comerciais foi fechado em junho de 1992, e o definitivo foi concluído em abril de 1993 (ver tabela 16). O país negociou sob o regime de moratória parcial, acumulando atrasos nas contas de juros, como US\$ 8,3 bilhões com bancos comerciais. O pacote argentino foi composto por quatro opções:

1 Bônus de desconto: troca do principal por bônus com desconto de 35%. O prazo de amortização seria de trinta anos, com o pagamento de parcela única no final deste prazo, *bullet maturity*. Os juros pagos seriam flutuantes : LIBOR mais 13/16 de 1%. Teria como garantia uma caução cobrindo o principal mais o pagamento renovável de 12 meses de juros.

<sup>50</sup> CLINE, 1995a e PORTELLA FILHO, 1994. Em bilhões de dólares.

- 2 Bônus ao par: troca do principal por bônus com “juros reduzidos” (sem redução do principal), com *bullet maturity*. As taxas de juros seriam fixas e crescentes: 4.00% no ano 1, 4.25% no ano 2, 5.00% no ano 3, 5.25% no ano 4, 5.50% no ano 5, 5.75% no ano 6 e 6.00% do ano 7 em diante. Teria como garantia uma caução cobrindo o principal mais o pagamento renovável de 12 meses de juros.
- 3 O pagamento de parcela dos juros atrasados seria feito através de bônus a taxas de juros flutuantes (LIBOR mais 13/16 de 1%), com doze anos de vigência, três de carência e amortizações crescentes: 7 pagamentos de 1%, 1 pagamento de 5% e 11 pagamentos de 8%. As amortizações seriam pagas em duas parcelas por ano.
- 4 Pagamento à vista de parte dos juros atrasados, *down payment*.<sup>51</sup>

O fundo utilizado pela Argentina contou com reservas próprias na ordem de US\$ 771 milhões de dólares, o FMI desembolsou US\$ 1 bilhão de dólares, o BID US\$ 475 milhões e o Eximbank japonês US\$ 800 milhões.<sup>52</sup>

O volume de *bradies* adquiridos na época da renegociação de cada um desses países foi modificado. Uma parte já foi paga e outra trocada por outros títulos.<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup> PORTELLA FILHO, 1994.

<sup>52</sup> Op. cit., p. 80, FMI, 1993, p. 56 e EUROMONEY, 1993.

<sup>53</sup> Ver a operação de recompra dos *bradies* argentinos em CELIDÔNIO, 1999.

**Tabela 16**  
**Acordo de redução e reescalonamento da dívida argentina**  
**com bancos comerciais – 1992**  
**(Em US\$ milhões)**

Ativos ou Componentes da Dívida Externa	Montante	Participação na Dívida Elegível (%)
• Menu de Opções		
1. Bônus ao par com redução de juros	12.662	65.6
2. Bônus com desconto de 35%	6.624	34.3
Acerto sobre juros atrasados		
Pagamento em dinheiro (a vista)	700	3.6
Pagamento em bônus de juros atrasados	7.600	39.4
• Dívida Elegível cujos credores não escolheram nenhuma das opções	n.d.	
• Total da dívida elegível	19.286	100.0
• Dívida externa sob responsabilidade do setor público antes do acordo <sup>a</sup>	46.835	242.7
• Custo total do pacote	3.059	14.9
Garantias		
• “Dinheiro Novo” resultante do acordo	Nenhum	0

Notas: <sup>a</sup> Estoque da dívida pública de longo prazo, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público, no final de 1992.

Fonte: FMI, 1993 e PORTELLA FILHO, 1994.

### Conclusão

O capítulo discutiu os principais motivos que levaram o governo americano a propor e implementar uma nova abordagem da renegociação da dívida externa para os países em desenvolvimento, adotando uma postura mais agressiva e intervencionista na resolução do problema. Discutimos as principais inovações do Plano *Brady*, troca de ativos, alongamentos dos prazos e redução da dívida, com seus pontos positivos e negativos, tal como vistos na época. Apresentamos os principais itens das renegociações efetuadas pelo México e Argentina.

Com o passar do tempo, consolidou-se a visão de que o problema da dívida não era passageiro e seu valor alto, exigindo alongamento de prazos e descontos do principal. O Plano *Baker* foi uma tentativa de se solucionar o problema, só que não funcionou. Não houve uma tentativa de mudar o perfil da dívida ou seu modo de pagamento, isto é, o peso da dívida continuou; além disso, os empréstimos foram menores do que os acordados e a cobrança da dívida foi maior impondo restrições aos países endividados e levando-os à redução das taxas de crescimento.

Os incentivos para uma redução da dívida que beneficiasse o devedor não interessavam em nada o credor. Nem metas de política internacional nem patriotismo fariam com que os bancos reduzissem dívidas. O interesse principal na renegociação do plano foi a troca de ativos: títulos da dívida “podre” por novos títulos. Esses títulos teriam muito mais chance de serem quitados, ao contrário dos títulos antigos. Os bancos limparam suas carteiras de ativos com o plano e eliminaram o risco de uma crise por conta desses títulos velhos.

Um resultado positivo foi que, por conta da necessidade dos bancos em limpar suas carteiras, os governos credores e os órgãos multilaterais se colocaram a favor do alongamento dos prazos e da redução das dívidas.

Se compararmos o Plano *Brady* ao Plano *Baker* podemos observar que os recursos destinados a cada um dos planos, US\$ 25 bilhões e US\$

28,5 bilhões, respectivamente, são próximos. Então, por que o Plano *Baker* é considerado um fracasso? Não foi falta de recursos mas a falta de coordenação (por parte do governo americano, por exemplo) que incentivasse e pressionasse os bancos a renegociarem as dívidas dos países endividados, alargando os prazos, diminuindo os *spreads* cobrados e aceitando reduzir um percentual da dívida. A entrada de novos fluxos de capitais internacionais nos países envolvidos na renegociação também é um fator importante para o sucesso do Plano *Brady* diferentemente do que aconteceu durante o Plano *Baker* (sem esses fluxos de capitais). Foram esses pontos básicos que promoveram o Plano *Brady* e, talvez por isso, o plano é tido como um sucesso. Para os bancos credores representou um alívio.

## Capítulo 3

### Introdução

Este capítulo está dividido em três seções. A primeira apresenta a situação político-econômica do Brasil entre 1989 e 1994. A segunda descreve o acordo brasileiro nos moldes do Plano *Brady*, desde os valores renegociados em 1994 até a recente troca dos *bradies* no mercado, o impacto dos descontos e das garantias dadas, os desembolsos dos juros e amortizações de 1994 a 1999 e o peso sobre o total das despesas de juros efetuados pelo Brasil. A terceira apresenta a troca dos *bradies* por *global bonds* e os resultados obtidos pelas projeções feitas para o caso brasileiro sobre os pagamentos dos fluxos das amortizações e dos juros.

### 3.1 Mudança no Processo de Renegociação da Dívida Externa Brasileira a partir de 1989

Segundo CERQUEIRA (1997) & BAER (1993) podemos dividir a renegociação da dívida externa brasileira em cinco fases. A fase I correspondeu ao ano de 1983, a segunda ao ano de 1984, a fase III aos anos de 1985 e 1986, a fase IV aos anos de 1987 e 1988 e a última correspondeu ao período entre 1989 e 1994.<sup>54</sup> As bases da renegociação da dívida na década de 80 caracterizaram-se por juros altos, prazos curtos de carência e amortização e baixa liquidez de “dinheiro novo” destinado a esses países.<sup>55</sup>

Segundo CERQUEIRA (1997), em 1987, início da fase IV, foi fechado um empréstimo-ponte entre o governo brasileiro e 114 bancos credores, *IFA (Interim Financing Agreement)*, no valor de US\$ 3 bilhões para o pagamento de juros devidos durante o período da moratória (US\$ 4,5 bilhões). O restante, US\$ 1,5 bilhões, seria pago com reservas

---

<sup>54</sup> A renegociação da dívida brasileira é dividida em cinco fases por BAER (1993) e CERQUEIRA (1997) diferentemente da divisão de três fases apresentadas pela CEPAL (1990) para os países latino-americanos. As três primeiras fases estão apresentadas no apêndice 1 no final do trabalho. As quarta e quinta fases estão apresentadas neste tópico.

<sup>55</sup> A evolução da balança comercial, saldo em conta corrente, saldo da conta de capital e amortizações do Brasil, entre 1970 e 1999, estão apresentadas na tabela A no apêndice 2.

brasileiras. Em 1988, o Brasil fechou o acordo MYDFA<sup>56</sup>, que reescalou US\$ 61 bilhões das dívidas de médio e longo prazos com um *spread* menor do que vinha sendo praticado LIBOR + 13/16 de 1%, maior prazo, novos empréstimos em moeda no valor de US\$ 5,2 bilhões, troca de títulos no mercado secundário, *exit-bonds*, no valor de US\$ 1,05 bilhões e créditos de curto prazo no valor de US\$ 14,4 bilhões (ver tabela 17).

**Tabela 17**  
**Evolução dos prazos e custos entre as fases 1 e 4**

Prazos/Custos	Fase 1	Fase 2	Fase 3	Fase 4
<b>Prazos</b>				
Total	8 anos	9 anos	7 anos	20 anos
Carência	2,5 anos	5 anos	5 anos	7 anos
<b>Spread</b>				
Libor (6 meses) +	2 1/8 % a. a.	2 % a. a.	1 1/8 % a. a.	13/16 % a. a.
Prime +	1 7/8 % a. a.	1 3/4 % a. a.	-	-

Fonte: CELIDÔNIO, 1999 e CERQUEIRA, 1997.

No início de 1989 foi anunciado o Plano Verão, dando continuidade a mais uma tentativa do Governo Sarney em promover a queda da inflação. O plano fracassou e, já em abril, a inflação voltava a crescer. No setor externo, em 1989, tivemos o fechamento da balança comercial com saldo positivo de US\$ 16 bilhões e tivemos um aumento do repatriamento de investimentos estrangeiros e na remessa de lucros e dividendos que levou à suspensão de parte dos pagamentos para o exterior para a manutenção de um nível adequado de reservas. Em julho de 1989, o país voltou a atrasar seus pagamentos com os bancos comerciais, de acordo com CLINE (1995a), mais por falta de alternativa do que para tentar resolver a situação. O acordo com o FMI falhou e o país não pôde receber a última parcela referente ao *new money* acordado em 1988. Além

<sup>56</sup> “Foram reescaladas as parcelas do principal dos compromissos (.....) com vencimentos no período de 01.01.1987 a 31.12.1993, inclusive aquelas relacionadas aos contratos de “dinheiro novo” de 1983 e 1984 e, ainda, os recursos já reestruturados relativos às fases 1 (1983), fase 2 (1984) e fase 3 (1985).” CERQUEIRA, 1997.

disso, o desarranjo doméstico e o medo de que o candidato da esquerda ganhasse a eleição levou o preço do título, no mercado secundário, abaixo de US\$ 25 centavos.

O então candidato Collor ganha as eleições e a ministra Zélia Cardoso de Mello assume a pasta da economia dando uma nova diretriz para a economia. O Governo Collor, pode ser dividido em dois períodos no que tange à política econômica: 1º) Com a ministra Zélia Cardoso de Mello foi iniciado um processo de liberalização comercial, privatizações, tentativas frustradas de estabilização da moeda e, no campo externo, o governo fez uma proposta para tentar resolver a renegociação da dívida externa. 2º) Com a entrada de Marcílio Marques Moreira, foi adotada uma política de redução gradual da inflação<sup>57</sup>, associando juros altos e controle fiscal. No campo externo caracterizou-se por uma reaproximação com os credores internacionais. O país voltou a pagar parte dos juros atrasados e iniciou as negociações nos moldes do Plano *Brady*. A liberalização comercial e as privatizações continuaram.<sup>58</sup> A liberalização de capitais se intensificou: "... uma das mais importantes frentes de ação dos governos brasileiros ao longo da primeira metade da década de 90 para incentivar o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros tem sido ... a liberalização e a desregulamentação das "transações cambiais" e dos fluxos de capitais entre a economia brasileira e o exterior." Com a liberalização, novos capitais entraram no país: os investimentos diretos cresceram de US\$ 2,2 bilhões, em 1994, para US\$ 26,5 bilhões, em 1998, a conta de transferências unilaterais, por exemplo, cresceu de US\$ 244 milhões em 1989 para US\$ 2,9 bilhões em 1996 etc. Apesar da melhora de algumas contas, os riscos com a entrada e saída dos capitais de curto prazo aumentaram, principalmente, na iminência de crises, tais como, a

---

<sup>57</sup> Segundo FRANCO (1995), "o modelo gradualista parece ter funcionado de forma surpreendentemente eficaz até o mês de abril (1992)", p. 82.

<sup>58</sup> A média simples das tarifas caiu de 32,2%, em 1990, para 21,2%, em 1992. Em 1993, estavam em 13,2%, em 1994, chegaram a 11,2%. Dados retirados de MOREIRA & CORREA, 1996.

do México, em 1994, da Rússia, em 1998, e da desvalorização do Real em janeiro de 1999.<sup>59</sup>

Segundo CLINE (1995a), o novo governo de Fernando Collor, em março de 1990, procurou reaproximar-se dos bancos mas continuou a reter pagamentos dos juros, até que um acordo abrangente da dívida pudesse ser alcançado. Segundo CERQUEIRA (1997), a proposta apresentada pelo negociador-chefe, o embaixador Jório Dauster Magalhães e Silva, em outubro de 1990, teve como principais elementos: a) tentativa de renegociar a dívida externa com base na capacidade fiscal do país, b) normalizar a relação credor-devedor e, c) troca da dívida velha por bônus de até 45 anos sem garantia. Durante o resto do ano houve tentativas fracassadas de negociação com o programa de ajuste do FMI, junto com constante tensão com os bancos a respeito de atrasos crescentes de juros devidos. A dinâmica básica em 1990, contudo, era de que o novo governo Collor não estava em posição política para propor um acordo com os bancos que pareceriam dar-lhes conforto uma vez que o presidente havia imposto tamanho sacrifício à população brasileira na forma do Plano Collor I.<sup>60</sup>

Por volta de maio de 1991, com a troca da ministra da Economia e a entrada de Marcílio Marques Moreira para a pasta, mudou a postura do governo frente a seus credores. O governo concordou em iniciar o pagamento parcial dos juros em atraso, através da consolidação de um acordo eventual extensivo do pagamento da dívida e o país iniciou conversações sobre a renegociação da dívida externa nos moldes do Plano *Brady*. Em julho de 1992, o Brasil chegou a um acordo preliminar com os bancos nos moldes do Plano. O pacote continha seis opções de bônus e contemplou US\$ 43,5 bilhões.<sup>61</sup> Em março de 1993, 95% dos bancos tinham aderido ao acordo, embora ainda fosse necessário o fechamento do

---

<sup>59</sup> MARGARIDO, 1997, p. 53.

<sup>60</sup> Para um estudo mais aprofundado do período Collor ver, por exemplo, TEIXEIRA, 1994, CLINE, 1995a, MARGARIDO, 1997 e MOREIRA & CORREA, 1996.

<sup>61</sup> O menu de opções está apresentado no tópico 3.2.1 deste capítulo.

acordo entre os valores dos bônus ao par e de desconto. Além disso, o Brasil ainda não tinha confirmado se poderia assegurar o valor da garantia, se iria tomar o valor de US\$ 3,821 milhões das reservas internacionais. Em parte devido à dificuldade na negociação de um acordo com o FMI, o acordo do Plano *Brady* não foi finalizado até abril de 1994, e mesmo assim só foi possível com o Brasil se comprometendo a desembolsar o pagamento das garantias com o uso das reservas brasileiras em vez de fundos oficiais estrangeiros. Apesar de, teoricamente, o Plano *Brady* incluir um fundo para custear as garantias para os países que participassem deste programa, o Brasil foi excluído. O FMI não deu seu aval.<sup>62</sup>

Para os bancos era interessante o fechamento do acordo na medida em que o último grande devedor saíria do limbo e, para eles, o problema da crise da dívida da América Latina estaria resolvido. Para o Brasil que, em 1994, tinha acabado de anunciar o Plano Real e adotado uma nova moeda, *o real*, o colapso do acordo não ajudaria nem o plano de estabilização, nem as chances eleitorais do candidato à presidência da República, Fernando Henrique Cardoso.

Dentro deste novo contexto político-econômico foi possível para o Brasil entrar e finalizar um acordo nos moldes do Plano *Brady*, como está descrito no tópico a seguir.

### **3.2. O Acordo Brasileiro nos Moldes do Plano *Brady***

#### **3.2.1 O Acordo finalizado em 1994**

O Brasil fechou um acordo sobre a renegociação da dívida externa (fase V) nos moldes do Plano *Brady* apenas em 1994. O México, por exemplo, finalizou o seu em 1990.<sup>63</sup> Podemos observar a evolução da

---

<sup>62</sup> CLINE, 1995a, p. 326, AMARAL, 1993, BARROS, 1994 e PATU, 1993. Para o FMI a implementação do acordo (1992) sem a contrapartida de um plano de estabilização e rigoroso controle das contas públicas não era viável, por isso não deram seu aval. Mesmo em 1994, início do Plano Real, o FMI não deu seu aval. Eles não achavam que o Plano Real era sustentável.

<sup>63</sup> Podemos observar os casos do Brasil, México e Argentina pela tabela C (ver apêndice 3). O percentual renegociado por cada um desses países em relação ao total da dívida do setor

dívida externa total do país na tabela B desde 1981, apresentada no apêndice 2 ao final do trabalho. A renegociação da dívida nos moldes do plano começou em 1992 e foi finalizada em 15.04.1994, e de um total da dívida registrada de US\$ 114,270 bilhões de dólares em 1993, US\$ 83,515 bilhões de dólares eram dívida de responsabilidade do governo. Porém, como apresentado na tabela 18, a dívida total reestruturada foi de US\$ 43,5 bilhões, o referente à dívida com os bancos comerciais. O menu de opções “contemplou a troca da dívida (...) por uma combinação de sete bônus de emissão da República” conforme descrito abaixo:

1. Bônus de Desconto: concede um desconto de 35% sobre o valor de face, realizando a troca por um bônus de trinta anos, com o pagamento da amortização numa única parcela ao final desse período, com taxa de juros LIBOR de seis meses, acrescida de 13/16 de 1% ao ano e “com garantia de 100 por cento do montante principal, e de doze meses de pagamentos de juros, sob o sistema de rolagem.” Seu valor antes do desconto era de US\$ 11,2 bilhões e foi emitido, depois do desconto, no valor de US\$ 7,288 bilhões, com vencimento em 15.04.2024.

---

público oscilou em torno de 50%. A maior parte da dívida elegível para redução em relação ao total da dívida pública foi a do México com 63%, seguido pelo Brasil, com 52% e, por último a Argentina, com 41%.

O menu de opções não foi tão diferente. O México renegociou suas dívidas a partir de um menu com três títulos, a Argentina com dois títulos e dois referente a juros em atraso e o Brasil com sete. O primeiro menu de opções que foi o do México foi pequeno se comparado ao Brasil, não só pelo número de títulos mas pela variedade dos mesmos. Todos os menus tinham bônus de desconto e ao par. Como observado na tabela D (apêndice 3), apesar da maior variedade de títulos no menu do Brasil, se somarmos os valores dos títulos com juros fixos e com juros flutuantes, o país renegociou 42% a juros fixo e 58% a juros flutuante. Esse percentual, se compararmos com o México e a Argentina, ficaria com 47% e 52% e 66% e 34%, respectivamente, para cada um desses países. O Brasil e o México tiveram percentuais próximos entre o que foi renegociado a juros fixos e o que ficou renegociado a juros flutuante. A Argentina que renegociou a maior parte de seus títulos a juros fixos, 66%.

Em relação às garantias dadas por cada país, o Brasil com um fundo de US\$ 3.821 milhões, em relação ao total renegociado ficou em 8,869%, a caução exigida pelos bancos para o México foi de US\$ 7.182 milhões, em relação ao total renegociado ficou em 14,935%. O fundo feito para a renegociação Argentina foi de US\$ 2.726 milhões, em relação ao total renegociado ficou em 14,135%. O Brasil precisou dar menos garantias que o México e a Argentina, proporcionalmente ao total da dívida externa elegível de cada um mas o fundo brasileiro foi pago com dinheiro das reservas enquanto que o México e a Argentina tiveram participações do Fundo do Plano *Brady* formado pelo FMI, Banco Mundial e o governo japonês.

2. Bônus ao Par: O valor emitido foi de US\$ 10,491 bilhões, com vencimento em 15.04.2024. Concede um desconto nos juros dos novos bônus emitidos, do primeiro ao sexto ano a taxa de juros é crescente e, a partir de então, tem seu valor fixado em 6% ao ano, do sétimo ao trigésimo ano. O bônus é de trinta anos com amortização única no final dos trinta anos e tem “garantia total do principal e de doze meses de juros, sob sistema de rolagem.”
3. Bônus de Redução Temporária dos Juros (FLIRB): tem um prazo de amortização de quinze anos, com nove de carência. Seu valor emitido foi de US\$ 1,738 bilhões. O pagamento será em 13 parcelas semestrais iguais, vencimento em 15.04.2009. Nos primeiros seis anos a taxa fixa é crescente, variando de 4% a 5%, a partir do sétimo ano sua taxa passa a ser LIBOR de seis meses mais 13/16 de 1% ao ano.
4. Bônus de Capitalização (C-Bond): seu prazo de amortização é de vinte anos, incluindo dez de carência. O pagamento será feito em 21 parcelas semestrais iguais, seu vencimento será em 15.04.2014. O valor emitido foi de US\$ 7,407 bilhões. Nos primeiros seis anos os juros fixos variam, ano a ano, entre 4 e 5%, a partir do sétimo ficam em 8%. Ficou prevista ainda a capitalização da diferença entre o valor pago com base nas taxas indicadas para os anos 1 a 6 e 8%.
5. Bônus de Conversão da Dívida: o valor de emissão foi de US\$ 8,490 bilhões, com prazo de amortização de 18 anos e dez de carência. O pagamento será feito em 17 parcelas semestrais iguais, com vencimento em 15.04.2012. A taxa de juros será a LIBOR de seis meses mais 7/8 de 1% ao ano.
6. Bônus de Dinheiro Novo: 15 anos de amortização, com sete de carência. Seu valor emitido foi de US\$ 2,239 bilhões. Seu prazo de pagamento será em 17 parcelas semestrais iguais, com vencimento em 15.04.2009, taxa de juros LIBOR de seis meses mais 7/8 de 1% ao ano.

7. Bônus de Juros Elegível (EI Bond): Valor emitido: US\$ 5,431 bilhões. "Este ativo envolve troca ao par pela parcela remanescente dos juros não pagos em 1991, 1992 e 1993 ..." Este bônus pagaria taxa de juros LIBOR mais 13/16 de 1% ao ano e as amortizações teriam prazo de 12 anos, incluindo três de carência, pagas em 19 parcelas semestrais: 1ª a 7ª no valor de 1%, 8ª de 5% e da 9ª até a 19ª no valor de 8%. O vencimento será em 15.04.2006.<sup>64</sup>

**Tabela 18**  
**Acordo de redução e reescalonamento da dívida brasileira**  
**com bancos comerciais – 1994**

Ativos ou componentes da Dívida Externa	Montante*	Valores dos Bônus**	Participação na Dívida Reestruturada (%)
• Menu de opções			
1. Bônus com Desconto de 35%	11,20	7.288.288	16.92
2. Bônus ao Par	10,50	10.491.104	24.35
3. Bônus com Redução Temporária de Juros (Flirb)	1,70	1.737.706	4.03
4. C-Bond	7,40	7.407.002	17.19
5. Bônus de "Dinheiro Novo"	2,25	2.239.055	5.20
6. Bônus de Conversão da Dívida	8,50	8.489.929	19.71
7. EI Bond	5,60 <sup>b</sup>	5.431.319	12.61
• Total da Dívida reestruturada		43.084.403	100
• Dívida Externa sob Responsabilidade do Setor Público Antes do Acordo <sup>a</sup>	83,5	83.515.000	193.84
• Total das Garantias	3,8	3.821.000	8.87

Notas: <sup>a</sup> Estoque da dívida de longo prazo pública, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público ao final de 1992 (projeção do BIRD). <sup>b</sup> Foram cancelados US\$ 200 milhões dos títulos do EI Bond.

\* em US\$ bilhões \*\* em milhares de dólares. Os valores acertados em 1994 não são os valores atuais dos títulos já que parte dos *bradies* foi trocada por outros títulos apresentados na tabela E (apêndice 4).

Fontes: BIRD, 1993, PORTELLA FILHO, 1994, CERQUEIRA, 1997, Banco Central do Brasil, 1998 e Boletim do Banco Central, 1999.

### 3.2.2 O Impacto dos Descontos e das Garantias

O objetivo principal do governo americano ao lançar o Plano *Brady* era promover uma renegociação da dívida externa dos países em desenvolvimento com os bancos comerciais. Nesse sentido, no caso do Brasil, o plano foi um sucesso na medida em que, em 1993, o saldo de dívida registrada com os bancos comerciais era de US\$ 44,016 bilhões e em 1994 passa a ser de US\$ 6,212 bilhões e a dívida não-registrada com

<sup>64</sup> Dados retirados de PORTELLA FILHO, 1994 e CERQUEIRA, 1997, p. 81.

os bancos era de US\$ 6,379 bilhões e passa a ser de US\$ 386 milhões em 1994. A maior parte da dívida com os bancos credores foi renegociada. A situação para os bancos credores com o Brasil tornou-se muito mais confortável com essa troca de ativos. Os bancos trocaram ativos de baixa liquidez e de valor de mercado por títulos de maior liquidez e valor de mercado.<sup>65</sup>

O Plano *Brady* renegociou 52% da dívida total elegível que era de US\$ 83,515 bilhões em 1993, antes do acordo. Segundo apresentado por CERQUEIRA (1997), o desconto dado foi de US\$ 3,821 bilhões. De acordo com SACHS (1989), o deságio dos títulos da dívida externa brasileira no mercado era alto. Em 1989, o valor de mercado equivalia a 34% do valor de face. Se colocássemos todo esse deságio para a dívida renegociada o valor de desconto deveria ter sido maior e não de apenas US\$ 3,8 bilhões. Esse valor equivaleu a 8,87% do total da dívida renegociada (US\$ 43,084 bilhões). O desconto só foi dado ao bônus de desconto. Como apresentado no tópico 2.3, SACHS (1989) apresentou um cálculo feito durante o governo Bush, de que uma redução dos valores de face, algo em torno de 20% acima do valor de mercado seria aceita pelos bancos (menos do que isso poderia inviabilizar o plano). Percebe-se que o desconto dado não alcançou esse cálculo feito pela administração Bush.

O mesmo valor dado como desconto foi o mesmo requisitado como garantias ao Brasil. Uma parte das garantias foi utilizada para comprar "zero coupon" do Tesouro americano, adquiridos no mercado secundário para cobrir o principal do bônus ao par e do bônus de desconto. Conforme foram sendo recomprados os bônus ao par e os bônus de desconto, as garantias foram liberadas. O restante desses títulos do Tesouro americano serão vendidos na época do vencimento das amortizações desses dois títulos, em 2024, para cobrir essas parcelas.

---

<sup>65</sup> Dados retirados do Boletim do Banco Central, fev/1999, p. 211.

As garantias dos doze meses de juros dos bônus de desconto e ao par e a garantia de doze meses de juros durante seis anos do Flirb foram feitas a partir de um depósito em uma conta vinculada gerida pelo BIS, como *collateral agent*. Depois de seis anos a garantia do Flirb seria liberada. No caso dos bônus ao par e desconto, essa garantia só será liberada no final do prazo dos títulos, em 2024. A partir da tabela 19 podemos acompanhar os valores e os prazos de pagamentos das garantias.

O valor das garantias exigidas foi igual ao volume dado de descontos o que significou um desconto nos pagamentos de juros e amortizações futuros sobre o montante de US\$ 3,821 bilhões e que não foi dado desconto à vista sem garantias. Os valores das garantias foram pagos em várias parcelas, tanto do principal como dos juros, no início do plano. Os valores dos títulos no mercado secundário, como apresentado no capítulo 1, estavam muito abaixo dos seus valores de face e poderiam ter tido descontos mesmo sem garantias.

As garantias dadas para os juros seriam liberadas à medida que o pagamento fosse efetuado. Já as garantias do principal seriam liberadas na quitação dos títulos ou no resgate desses títulos no mercado pelo Brasil.

**Tabela 19**  
**Garantias entregues:**  
**(US\$ milhões)**

Data da entrega	P/principal	P/juros	Total
Abril/94	2427	373	2800
Outubro/94	118	134	252
Abril/95	110	128	237
Outubro/95	34	497	532
Total Geral	2.689	1.132	3.821

Fonte: CERQUEIRA, 1997, p. 80.

### 3.2.3 Os Desembolsos dos Juros e Amortização de 1994 a 1999

Na tabela 20, estão apresentados os valores pagos de juros e amortização, de 1994 a 1999. A partir de 1998 o fluxo de juros diminuiu porque o saldo dos *bradies* ficou menor, devido ao início da troca de *bradies* (ver item 3.3.1).

A partir da tabela 21 pode-se observar a trajetória do PIB, exportações, despesa total dos juros e juros pagos pelos *bradies* e seu peso em relações a essas variáveis. Os *bradies*, em 1995, equivaliam a 23,185% da despesa total de juros e, em 1999, caíram para 11,691%, isso foi causado pela troca dos *bradies*.<sup>66</sup> A variação do peso dos juros dos *bradies* no volume do PIB e das exportações não se alterou muito; em 1995, eram de 0,350% e 5,306% e, em 1999, 0,341% e 4,237%, respectivamente.<sup>67</sup>

A tabela 22, a seguir, apresenta os resultados de um exercício que visa avaliar o significado da redução dos juros envolvida na renegociação brasileira. Ano a ano foi montado um esquema para comparar os juros pagos sobre o valor do montante dos *bradies* e os juros que seriam pagos na ausência do plano. Assim, pode-se visualizar se a renegociação proporcionou descontos vantajosos ou não.<sup>68</sup> A partir do esquema montado podemos concluir que a renegociação foi benéfica nos anos de 1994, 1995, 1998 e 1999. Nos anos de 1996 e 1997 o custo dos juros dos *bradies* foi maior que o custo médio da dívida. Isso se deu pelo valor baixo da LIBOR e o valor "alto" dos juros fixos cobrados em alguns títulos. Com a troca ou cancelamento de uma parte dos títulos diminuiu o impacto dos juros fixos e, com a LIBOR mais barata, o custo dos *bradies* voltou a ser mais vantajoso (ver tabela 23). A renegociação trouxe um benefício extremamente baixo em termos de pagamentos de juros, como pode-se observar na tabela 22. A soma dos valores pagos de juros com o Plano *Brady*, entre 1994 e 1999, foi de US\$ 12,776 bilhões. Sem a renegociação, esses valores somariam US\$ 13,206 bilhões, computando

---

<sup>66</sup> O peso dos *bradies* sobre o total das despesas de juros pagas pelo país diminuiu de 23,185%, em 1995, para 11,691%, em 1999, devido, principalmente, a troca dos títulos pelos *global bonds* ou pelos títulos NTN-A3 e por uma queda da LIBOR.

<sup>67</sup> Os juros pagos no ano de 1994 só correspondem a uma parcela já que o acordo foi fechado em abril e a 1ª parcela paga foi em outubro deste ano. Para o restante dos anos estão computados os duas parcelas semestrais efetuadas em abril e outubro de cada ano.

<sup>68</sup> Como está apresentado no apêndice 4, foi suposto um custo médio (custo do MYDFA) para o cálculo dos juros da dívida de LIBOR + 0,8125%, e ano a ano foi calculado o montante que teria sido pago de juros sobre os valores dos títulos dos *bradies* se não tivesse havido a renegociação.

uma economia de US\$ 430 milhões. Além disso, se compararmos esse total economizado dos juros com o Plano *Brady* US\$ 430 milhões, entre 1994 e 1999, em relação ao total pago de juros neste período US\$ 79,3 bilhões, chegamos ao valor de 0,54%, ou seja, economizou-se de juros menos de 1% do total pago.

O plano, inicialmente, propunha uma redução acentuada dos fluxos de pagamentos e um alívio para os países endividados. No caso brasileiro, isso não ocorreu. E mais, sem uma redução no total da dívida externa, não só a dívida com os bancos comerciais, os descontos nos juros foram muito pequenos. O alívio sentido foi pelo alongamento nos prazos. Os pagamentos das amortizações do montante renegociado no Plano *Brady* começariam a ser feitos em 1995 e os pagamentos dos juros atrasados, entre 1991 e 1994, incluídos no pacote, foram postergados por causa da renegociação.

**Tabela 20**  
**Fluxo de pagamentos de juros e amortização dos *bradies***  
**de 1994 a 1999**  
**(em milhões de dólares)**

BRADIES/ ANO	1994		1995		1996		1997		1998		1999	
	P	J	P	J	P	J	P	J	P	J	P	J
C-Bond	-	148,14	-	305,24	-	337,54	-	371,03	-	399,45	-	434,59
Bônus de Conversão da Dívida	-	229,06	-	603,46	-	578,33	-	581,14	-	578,33	-	522,12
Bônus de desconto	-	195,16	-	514,47	-	491,81	-	448,19	-	365,06	-	331,85
EI Bond	-	147,45	-	383,01	-	366,48	108,61	366,35	108,61	357,36	98,16	285,86
FLIRB	-	34,75	-	69,51	-	73,85	-	78,20	-	82,54	-	86,89
New Money	-	60,41	-	159,15	-	152,52	-	153,26	-	152,52	-	137,61
Bônus ao Par	-	209,82	-	432,76	-	485,17	-	601,57	-	229,43	-	235,31
<b>TOTAL</b>	-	1.024,79	-	2.467,60	-	2.485,70	108,61	2.599,74	108,61	2.164,69	98,16	2.034,23

Fonte: Banco Central do Brasil/Derin, jan/2000.

**Tabela 21**  
**Dados macroeconômicos e indicadores de 1994 a 1999**

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB*	543.100.000	705.450.000	775.480.000	801.660.000	775.500.000	595.776.934
Exportações*	43.545.000	46.506.000	47.747.000	52.990.000	51.120.000	48.011.000
Juros pagos bradies*	1.024.790	2.467.600	2.485.700	2.599.740	2.164.690	2.034.230
Despesa Total de Juros*	8.140.000	10.643.000	12.764.000	14.410.000	15.931.000	17.400.000
Juros bradies/ Juros Pagos	12,590%	23,185%	19,474%	18,041%	13,588%	11,691%
Juros/PIB	0,189%	0,350%	0,321%	0,324%	0,279%	0,341%
Juros/Exportações	2,353%	5,306%	5,206%	4,906%	4,235%	4,237%

Fonte: Banco Central do Brasil/Derin, 1999 e Boletim do Banco Central do Brasil, vários anos. \*  
Em milhares de dólares.

**Tabela 22**  
**Juros relativos aos *bradies* entre 1994 e 1999**  
**(em milhares de dólares)**

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Total
Juros bradies	1.024.790	2.467.600	2.485.700	2.599.740	2.164.690	2.034.230	12.776.750
Juros sem bradies	1.109.693	2.663.155	2.439.116	2.551.135	2.391.035	2.052.625	13.206.759
Diferença nos Juros	(84.903)	(195.555)	46.584	48.605	(226.345)	(18.395)	430.009

Fonte: Banco Central do Brasil/Derin, 1999.

**Tabela 23**  
**LIBOR (dólar americano)<sup>69</sup>**

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999
LIBOR	5.07	6.10	5.58	5.84	5.54	5.52

Fonte: Boletim do Banco Central, vários anos e Notas para imprensa, 2000.

### 3.3 Os pagamentos futuros dos *Bradies*

#### 3.3.1 Os Valores Atuais dos *Bradies*: a troca dos *bradies* por *global bonds*

A troca de *bradies* no mercado ocorreu de várias formas: *bradies* por *global bonds*, bônus ao par na mão de bancos nacionais foram quitados em troca de Notas do Tesouro Nacional, série especial A3 (NTN-A3) e países como Angola, Gana e Moçambique compraram

<sup>69</sup> Os cálculos para os pagamentos de juros e amortizações referentes à dívida externa são feitos com a LIBOR americana.

*bradies* no mercado e entregaram ao governo brasileiro para abatimento de dívida.<sup>70</sup>

A troca de *bradies* por *global bonds* permitiu um maior alongamento da dívida renegociada, possibilitou a liberação de garantias colaterais exigidas sobre o bônus de desconto e o bônus ao par, sob a forma de títulos do Tesouro Americano.<sup>71</sup> Segundo CELIDÔNIO (1999), "a operação resultou em um valor presente líquido positivo de US\$ 210 milhões, referente ao valor presente da economia com pagamentos futuros dos *bradies* recomprados e as garantias liberadas menos os valores dos compromissos futuros dos *global* emitidos e das despesas incorridas. Tal resultado deveu-se, principalmente, ao deságio dos *bradies* e ao custo da nova emissão."<sup>72</sup> Além disso, a troca desses papéis representou uma oportunidade dos países com *ratings* considerados baixos de realizar emissões de longo prazo, racionalizando sua curva de rendimentos (*yield curve*).<sup>73</sup>

De acordo com GLEIZER (2000), a troca de *bradies* por *global bonds* ocorreu pelas seguintes razões: a) A precificação dos *bradies* é mais difícil do que papéis como os *global bonds*. Os *bradies* têm juros flutuantes, amortizações variáveis e capitalização e b) "os novos papéis passarão a representar melhor o risco Brasil — hoje, os *bradies*, dada a sua elevada liquidez no mercado mundial, são muito voláteis e afetam

<sup>70</sup> Para um estudo mais detalhado ver CELIDÔNIO, 1999 e Notas para Imprensa do Banco Central, 1999.

<sup>71</sup> Dados retirados do Boletim do Banco Central – Relatório Anual, 1997.

<sup>72</sup> CELIDÔNIO, 1999, p. 66.

<sup>73</sup> Para um estudo sobre a troca de *bradies* por *global bonds* ver, por exemplo, CELIDÔNIO, 1999. O bônus de desconto tinha um valor inicial de US\$ 7.288.288.000, passando agora para US\$ 3.947.188.000. Foram trocados por *global bonds*, *Global 2027* no valor de US\$ 1.879.220.000 e *Global 2009* no valor de US\$ 1.461.880.000. O Bônus ao Par, de um total de US\$ 10.491.104.000, foram trocados US\$ 716 milhões por *Global 2027* e US\$ 299.209.000 por *Global 2009*, US\$ 5.300.000.000 foi trocado por NTN-A3 e o restante foi entregue para o Tesouro brasileiro abatendo dívidas de países como Angola e Moçambique com o país.<sup>73</sup> O *EI Bond*, trocou US\$ 1.045.000.000 em *Global 2004* e seu saldo atual está em US\$ 4.122.181.000.<sup>73</sup> O *C-Bond* está com um saldo de US\$ 8.072.478.000, sendo que esse acréscimo do seu valor inicial, que era de US\$ 7.407.002.000, deveu-se à capitalização da diferença de juros pagos nos primeiros seis anos. Esse aumento não foi maior porque foram trocados por *Global 2027* US\$ 88 milhões e por *Global 2009* US\$ 653 milhões. Os valores do Flirb, do bônus de dinheiro novo e do bônus de conversão da dívida não foram alterados.

negativamente a percepção de risco do país”, eles acabam representando o risco dos emergentes e não somente o risco Brasil, o *spread* é maior.

### 3.3.2 A Renegociação Brasileira nos Moldes do Plano *Brady*: os desembolsos dos juros e das amortizações de 2000 a 2024

Para finalizar o exame da renegociação da dívida externa brasileira nos moldes do Plano *Brady*, fez-se um exercício visando apreender a trajetória temporal dos desembolsos com juros e amortizações. Os critérios utilizados em tal exercício são apresentados no apêndice 4.

Como pode ser visto nos gráficos de 2, 3, 5, 6 e 7, no Apêndice 5, o fluxo de pagamentos envolvido na renegociação concretizada em 1994 apresenta um período crítico que compreende, aproximadamente, os anos de 2001 a 2007. Mais especificamente, há uma importante concentração de pagamentos em torno de 2004, ano em que tem início as amortizações dos bônus de capitalização (C-Bond) e dos bônus de conversão da dívida. O relativo desafogo a partir de 2007, deve-se à conclusão dos pagamentos das parcelas do *El bonds*.

O fluxo de juros do Plano *Brady* e do MYDFA são similares em termos de condições, tanto que as diferenças entre o que foi pago de juros com o Plano *Brady* entre 1994 e 1999 e o que teria sido pago sem a renegociação são praticamente iguais, uma diferença de US\$430 milhões (como apresentado no tópico 3.2.3). O fluxo de juros apresentado para o período entre 2000 e 2024 considera o custo médio de juros o valor cobrado pelo MYDFA então não há praticamente nenhuma diferença entre o que havia sido renegociado no MYDFA e com a renegociação do Plano *Brady* (ver gráficos 1 e 4, Apêndice 5).

Se compararmos a trajetória do pagamento das amortizações do Plano *Brady* e do MYDFA, elas são diferentes (ver gráfico 7, Apêndice 5). No caso do fluxo de amortizações do MYDFA, as amortizações deveriam ter sido pagas entre os anos de 1995 e 2007, enquanto que no Plano *Brady* o tempo de amortização podia chegar a trinta anos. A aquisição de títulos do governo americano no período inicial do plano

garantirá o pagamento em 2024 das amortizações dos títulos *Par bond* e Bônus de Desconto, não acarretando em desembolso para o país.

No Plano *Brady*, as amortizações são crescentes atingindo um pico em 2006, e a partir daí começam a decrescer. Entre o período de 2003 a 2006, haverá uma intensificação dos pagamentos das amortizações, equivalendo a 30,21% do total da dívida dos *bradies*. No caso do MYDFA, os pagamentos seriam crescentes mas não havendo um agrupamento dos pagamentos como no caso do *Brady*.

### Conclusão

O Brasil começou seu processo de renegociação nos moldes do Plano *Brady* quatro anos depois do lançamento inicial. O último ano do governo Sarney, enfraquecido politicamente, com várias tentativas fracassadas de estabilização e com a suspensão de parte dos pagamentos para o exterior, não teve condições de iniciar uma discussão sobre um novo acordo. Com o início do novo governo, em 1990, a situação não mudou muito. O Plano Collor I fracassou e as tentativas de renegociação apresentadas pelo governo brasileiro não foram aceitas. O governo Collor, inicialmente, não buscou um acordo nos moldes do Plano *Brady*.

Em 1991, com a entrada de Marcílio Marques Moreira para a pasta de economia, o país recomeçou a pagar seus atrasados e iniciou as renegociações sobre a dívida nos moldes do Plano Brady. Em 1992, o país fechou um acordo preliminar e, apenas em 1994 concluiu a renegociação. Esse atraso teve duas razões: dificuldade na negociação de um acordo com o FMI e sobre o pagamento das garantias — no caso brasileiro foi pago com as reservas do país. O México teve incentivo do Tesouro americano e aval do FMI para concluir seu acordo e utilizou o fundo criado pelo plano para cobrir grande parte das garantias.

Os descontos dados ao país foram pequenos se comparados ao valor do deságio que havia entre os valores dos títulos de mercado e de face. Esse desconto foi o montante dado como garantia e só seria liberado conforme o pagamento dos juros e amortizações dos títulos.

Os valores desembolsados pelo país de 1994 a 1999 diminuíram devido à redução da LIBOR e da troca de uma parte dos *bradies*. Os títulos com juros flutuantes ficaram mais baratos do que com juros fixos. Os descontos dados nos juros se mostraram insignificantes, menos de 1% do total pago da conta de juros. As amortizações tiveram seus prazos alongados se compararmos à renegociação anterior ao *Brady*, o MYDFA, mas haverá um período de intensificação dos pagamentos, equivalendo a

30% do total da dívida. Pode-se concluir que a renegociação dos *bradies* não trouxe as vantagens prometidas no seu discurso de lançamento.

O maior problema do Plano *Brady* não foi somente a falta de uma verdadeira melhora nas contas externas mas também a inclusão da dívida externa total como um todo (não somente a dívida com os bancos credores internacionais) em um plano que realmente aliviasse os países endividados, como o Brasil.

---

### Conclusão Final

Esta dissertação analisou a renegociação da dívida externa brasileira nos moldes do Plano *Brady*. Descreveu-se o processo de renegociação e os aspectos gerais do acordo obtido pelo governo brasileiro. Procurou-se destacar as peculiaridades da negociação brasileira. Ao contrário de outros países, México e Argentina, por exemplo, o Brasil não teve acesso a recursos do fundo destinado ao Plano *Brady*, na medida em que o acordo foi fechado sem o aval do FMI. Os bancos comerciais e o governo brasileiro que acertaram e fecharam o acordo. O governo tinha interesse de fechar o acordo tendo em vista o lançamento do Plano Real e, por outro lado, os bancos credores queriam resolver a questão da dívida, limpando sua carteira de ativos, com um dos maiores devedores.

As mudanças ocorridas no cenário internacional, Choques do Petróleo e dos Juros, tiveram efeitos graves nas economias dos países latino-americanos. A Decretação da Moratória do México marcou o início da Crise da Dívida, em que a maior parte dos países endividados não teve como honrar seus compromissos, passando a década de 80 entre o envio de parte dos recursos devidos e moratórias.

A situação dos bancos na época da eclosão da crise também era insatisfatória, já que havia uma alta taxa de exposição dos bancos em relação aos países endividados, e muito concentrada em relação a dois países: México e Brasil. As tentativas de renegociação ao longo da década de 80 foram muito duras com os países devedores e mais favoráveis com os bancos credores — estes passaram a década diminuindo a sua taxa de exposição.

Com a formação do mercado secundário e a intensificação do volume transacionado dos títulos de dívida externa nesse mercado, durante a década de 80, com os valores de mercado muito abaixo dos de face, cresceu a necessidade de se solucionar a questão da dívida externa. Para os bancos credores existia uma necessidade de limpar suas carteiras

trocando títulos de valor de mercado baixo por títulos novos, com maior probabilidade de pagamento. Assim, o governo americano interferiu diretamente na questão da dívida lançando o Plano *Brady*.

Este plano começou a funcionar em 1989, com a renegociação do México. A renegociação brasileira nos moldes do Plano começou tardiamente, em 1992, e só foi encerrada em 1994. Uma das razões fundamentais para a viabilização do processo de renegociação do plano foi uma melhoria no cenário internacional com pronunciada queda das taxas de juros praticadas no final da década de 80. Esse cenário de baixa taxa de juros estimulou um maior fluxo de recursos para os países emergentes, entre eles o Brasil. Dentro desse contexto foi possível aos países devedores participarem do processo de renegociação de suas dívidas com os bancos comerciais estrangeiros.

A participação do FMI e do Tesouro americano foi pequena. As garantias dadas pelo país foram supridas pelas reservas brasileiras sem a utilização do fundo criado pelo plano para esse fim, já que o FMI não deu seu aval. Os descontos foram pequenos e o peso nos desembolsos de juros e amortizações diminuiu graças à redução da LIBOR, no período entre 1994 e 1999, e da troca dos *bradies* por outros títulos. Os descontos nos juros foram de pouca importância mas houve o alívio nos pagamentos das amortizações na medida em que os prazos foram alongados, isto é, as amortizações do plano anterior (MYDFA) ao *Brady* iriam começar a vencer em 1995, com o Plano estes prazos foram alongados.

A renegociação da dívida teve algum papel na reinserção brasileira nos fluxos de capitais ocorridos nos anos 90, já que o Brasil renegociou a parcela da dívida referente aos bancos credores e não atrasou seus pagamentos juntamente com o sucesso do Plano Real. Esse cumprimento dos prazos também se deve ao fato de que as reservas internacionais estão maiores do que estiveram durante a década de oitenta e houve um aumento na entrada investimentos de portfólio e de investimentos diretos estrangeiros de longo prazo. A abundância dos

fluxos de capitais proporcionou essa melhoria. Esses novos fluxos começaram a entrar no país no início da década de noventa, em decorrência da abertura financeira promovida pelo governo Collor.

Na ótica dos bancos, o plano foi um sucesso porque proporcionou um alívio de uma possível crise no sistema bancário já que vários países renegociaram suas dívidas, trocando títulos de “dívida podre” por títulos novos. Para os países devedores os efeitos do plano não foram tão significantes. Apesar dos fluxos de capitais estrangeiros que voltaram a esses países (não se pode associar diretamente às renegociações) e os bancos acordarem na redução de uma parte da dívida e alongarem os prazos de pagamentos, o volume total de descontos foi pequeno. O fundo de US\$ 34 bilhões que garantiu o programa foi formado pelo FMI, Banco Mundial e o governo japonês, que representavam os países dos bancos credores. O fundo foi insuficiente para reduzir um montante mais significativo da dívida, o que realmente aliviaria as contas externas dos países devedores.

Os pagamentos dos juros e amortizações dos *bradies* a serem efetuados até 2024 deverão ser honrados, a não ser que haja uma interrupção dos fluxos de capitais e/ou um aumento significativo dos juros internacionais. Segundo as simulações realizadas no trabalho, o peso dos pagamentos dos juros e amortizações dos *bradies* como proporção do PIB e das exportações demonstra que os compromissos poderão ser honrados dentro dos cenários apresentados. Um eventual choque externo pode reverter esse quadro.

O Plano *Brady* propiciou uma renegociação parcial para os países em desenvolvimento na medida em que os valores incorporados no plano não solucionaram o problema. Os grandes beneficiados foram os bancos credores que tiveram suas carteiras “limpas”. O sucesso dos pagamentos efetuados ao longo da década de 90 deveu-se, em grande parte, aos juros baixos e os fluxos de capitais que voltaram a ingressar nesses países

também contribuíram para diminuir os problemas no balanço de pagamentos e a pressão que houve durante a década de oitenta.

Apesar da mudança de enfoque dada à questão da dívida externa que passou a ser tratada como um problema de longo prazo, a renegociação dos *bradies* foi insuficiente para "aniquilar" a ameaça de uma nova crise nos países endividados, à medida que os descontos alcançados com o Plano *Brady* foram menores do que o esperado e o restante da dívida externa não foi renegociada. Se a LIBOR continuar baixa e os fluxos de capitais continuarem a entrar nos países endividados a situação se manterá como foi na década de 90, estável, mas se o contexto internacional mudar, podemos sofrer com uma nova crise nas contas externas, com a suspensão dos pagamentos de juros e amortizações por falta de recursos, como na década de 80.

## Apêndice 1

### **A renegociação brasileira de 1982 a 1988**

O período entre 1982 e 1985 foi de relativa estagnação para países devedores. Esses países tiveram que adotar políticas econômicas austeras para conseguir honrar os pagamentos de juros/amortizações aos bancos credores. O Brasil, entre 1982 e 1983, teve um corte de 60% nos créditos novos dos bancos privados.

Com a moratória do México, os bancos pararam de emprestar dinheiro aos países endividados, inclusive ao Brasil e, no final de 1982, o país precisou de uma operação de salvamento que foi da ordem de US\$ 4,3 bilhões. O Tesouro americano emprestou 900 milhões de dólares, os bancos comerciais US\$ 2,3 bilhões, o FMI e o BIS emprestaram, cada um, 500 milhões de dólares. Porém, o déficit no balanço de pagamentos do país foi de US\$ 8,868 bilhões. O restante do déficit foi pago com as reservas.

No final de 1982, iniciou-se a primeira fase de renegociação da dívida externa. O nível de reservas era baixo e não poderia contar com novas perdas. O setor público reduziu seu déficit de 6% para 3,5% do PIB cortando gastos como, por exemplo, 21% dos investimentos nas empresas estatais. O governo, no final de 1982, negociou com os credores estrangeiros o comprometimento com o financiamento voluntário para o Brasil, abrangendo US\$ 25,3 bilhões na forma de quatro projetos:

Projeto 1 – Novos empréstimos em moeda

Totalizava US\$ 4,4 bilhões e foi solicitado aos bancos credores que representavam quase 90% da dívida de médio prazo, 173 bancos no total.

O acordo *Credit and Guaranty Agreement* foi fechado em 25.02.1983. O dinheiro seria liberado em quatro parcelas, de três em três meses. Os desembolsos acabaram sendo efetuados em duas parcelas, a primeira em 10.03.1983 no valor de 2,5 bilhões de dólares e, a segunda, em 12.12.1983 no valor de 1,7 bilhões de dólares.

Já no início de fevereiro ocorreram atrasos nos pagamentos externos e as metas acordadas com o FMI não foram cumpridas, o que postergou o início da primeira parcela prejudicando a situação externa do país. Com o pagamento da primeira parcela foi possível regularizar os atrasos já existentes até então, US\$ 900 milhões.

#### Projeto 2 – Amortização da dívida de 1983

Acordo realizado em 25.02.1983, denominado de *Deposit Facility Agreement*, no valor de US\$ 4,3 bilhões, com o objetivo de reescalonar as obrigações de médio e longo prazos devidas por mutuários brasileiros, contratadas até o final de 1982 e com vencimentos em 1983.

#### Projeto 3 – Linhas de Crédito de curto prazo relacionados ao comércio

Esse acordo visava o financiamento de exportações e importações do país pelo período de até um ano. O mutuário, no dia do vencimento, pagava o valor devido e o credor tinha a obrigação de reemprestar esses recursos ao país, em novas operações. O valor do projeto foi de US\$ 10,4 bilhões com a participação de 174 bancos.

#### Projeto 4 – Linhas de Crédito para bancos brasileiros no exterior

O valor do projeto foi de US\$ 6 bilhões com a participação de 260 bancos. Como no projeto 3, não houve acordo formal nesse projeto e os bancos brasileiros no exterior pagavam compromissos no vencimento e os bancos credores tinham a obrigação de reemprestar esse dinheiro a qualquer tomador desse projeto.

Os bancos credores criaram um comitê, denominado *Bank Advisory Committee for Brazil*, unindo os mais de 650 credores e o governo brasileiro a fim de facilitar as negociações. A primeira reunião do grupo deu início à segunda fase de negociações, em 16.03.1983, em Nova York.

O objetivo dessas negociações seria de firmar empréstimos de curto prazo a fim de solucionar a crise de liquidez brasileira.

A previsão de entrada de capitais, para o ano de 1983, era de US\$ 14,1 bilhões e o pagamento de amortizações ficou em torno de US\$ 10

bilhões. O restante, US\$ 4,1 bilhões seria o valor máximo de déficit permitido em transações correntes. O valor do déficit em transações correntes foi de US\$ 6,8 bilhões e o superávit na balança comercial foi de 6,5 bilhões de dólares.

Para conseguir honrar os compromissos foi feito um grande esforço para a geração de divisas, incentivando as exportações e restringindo as importações.

Em meados de 1983, foram iniciadas as negociações para o ano de 1984 — seria o início da segunda fase de renegociação. A segunda fase foi composta de quatro projetos, semelhantes aos da fase 1, num valor total de US\$ 26,9 bilhões.

*Projeto A: Credit and Guaranty Agreement*

Esse projeto foi firmado entre o Bacen e instituições financeiras do exterior. Estaria disponível US\$ 6,5 bilhões de “dinheiro novo”, acordo firmado em 27.01.84.

*Projeto B:*

O projeto B consistiu no reescalonamento do principal da dívida de médio e longo prazo que venciam em 1984.

O projeto foi firmado entre o BACEN e os credores privados internacionais em 27.01.84 no valor de US\$ 5,2 bilhões.

*Projeto C: Trade Commitment Letter*

Esse projeto garantiu a manutenção das linhas de crédito comercial de curto prazo, para o ano de 1984, no valor de US\$ 9,8 bilhões. Esse contrato, diferente do ocorrido na fase 1, foi formalizado.

*Projeto D: Interbank Commitment Letter*

O projeto D, 27.01.1984, possibilitou a manutenção das linhas de crédito interbancário no valor de US\$ 5,4 bilhões às agências de bancos brasileiros no exterior.

A situação externa brasileira melhorou no ano de 1984. O país apresentou um superávit comercial maior do que o esperado, no valor de

US\$ 13,1 bilhões e as reservas passaram de US\$ 3,1 bilhões em 01/1983 para US\$ 11,9 bilhões em 12/1984.

Em 1985, os juros externos começaram a cair e a postura do país no processo de renegociação da fase 3 mudou. O governo pretendeu reestruturar a dívida não ao longo de um ano mas para os anos de 1985 a 1991 e com prazo maior, solicitando dezesseis anos com sete de carência. O valor seria de US\$ 45,3 bilhões vencendo dentro do período estabelecido.

As negociações foram concluídas mas não foram sancionadas pelo FMI, o que impossibilitou a formalização dos contratos. Os bancos preferiram adiar o fechamento das negociações até a posse do novo presidente.

No ano de 1985, alguns governos de países endividados tiveram mudanças de postura em relação ao problema da dívida externa. Muitos países saíam de ditaduras e não queriam mais aceitar acordos com os bancos comerciais e o FMI que implementassem políticas recessivas. O Brasil foi um desses países e, tendo em vista essa postura adotada, o acordo não foi finalizado com os credores. O Brasil, durante o ano de 1985 até setembro de 1986, foi obrigado a adotar um período de interinidade, o que significou acertos transitórios tentando garantir o capital de giro do país. O acordo concluído com os credores no valor de US\$ 24,8 bilhões, relativo à fase 3, consolidou-se em julho de 1986.<sup>74</sup>

---

<sup>74</sup> Dados retirados de CERQUEIRA, 1997 e BAER, 1993.

## Apêndice 2

**Tabela A**  
**Entrada e saída de capitais:**  
**(em milhões de dólares)**

Ano	Balança Comercial	Saldo em Conta Corrente	Amortizações	Saldo da Conta de Capital
1970	232	-562	-672.0	1015.0
1971	-341	-1037	-850.0	1846.0
1972	-244	-1489	-1202.0	3492.0
1973	7.0	-1688	-1672.5	3512.1
1974	-4690.3	-7122.4	-1920.2	6253.9
1975	-3540.4	-6700.2	-2172.1	6188.9
1976	-2254.7	-6017.1	-2986.9	6593.8
1977	97.1	-4037.3	-4060.4	5278.0
1978	-1024.2	-6990.4	-5323.5	11891.4
1979	-2838.7	-10741.6	-6384.7	7656.9
1980	-2822.8	-12807.0	-5010.3	9678.7
1981	1202.4	-11734.3	-6241.6	12772.7
1982	780.1	-16310.5	-6951.6	7850.9
1983	6470.4	-6837.4	-6862.9	2102.8
1984	13089.5	44.8	-6468.2	252.9
1985	1248.5	-241.5	-8490.9	-2553.9
1986	8304.3	-5304.1	-11546.5	-7108.3
1987	11171.1	-1428.5	-13503.0	-8330.1
1988	19184.1	4174.8	-15226.0	-8684.8
1989	16119.6	1032.8	-33985.0	-11431.8
1990	10753.0	-3782.3	-8665.0	-3854.9
1991	10579.0	-1406.8	-7830.0	-4342.9
1992	15239.0	6143.7	-8572.0	5918.8
1993	13299.0	-591.7	-9978.0	8612.4
1994	10466.0	-1688.1	-50411.0	14294
1995	-3466.0	-17972.0	-11023.0	29359.0
1996	-5554.0	-23137.0	-14419.0	34263.0
1997	-8357.0	-30833.0	-28714.0	26087.0
1998	-6611.0	-33631.0	-33587.0	16006.0
1999	-1198.0	-24375.0	-51905.0	13578.0

Fonte: ABREU, 1992 e Boletim do Banco Central, vários anos.

**Tabela B**  
**Dívida Externa Total**  
**(em milhões de dólares)**

Ano	Dívida Externa Total
1981	61410.8
1982	70197.5
1983	81319.2
1984	91091.0
1985	95856.7
1986	101758.7
1987	107512.7
1988	102555.0
1989	99284.0
1990	123439.0
1991	123910.0
1992	135949.0
1993	145660.0
1994	148295.0
1995	159256.0
1996	179935.0
1997	199998.0
1998	243165.0
1999	243165.0

Fonte: ABREU, 1992 e Boletim do Banco Central, 1990, 1997, 1998, 1999 e 2000.

## Apêndice 3

**Tabela C**  
**Montante Renegociado e descontos captados no Plano *Brady***  
**(em bilhões de dólares)**

País	Dívida Externa Pública antes do acordo <sup>a</sup> (A)	Dívida Elegível Para Redução (B)	Percentual de B/A (%)	Descontos Captados nas recompras e bônus (C)	Impacto Financiamento das Cauções (E)
Brasil	83.5*	43.5	52	3.9	-3.9
México	76.1	48.1	63	7.2	-7.2
Argentina	46.8	19.3	41	2.3	-2.7

Nota: <sup>a</sup> Dívida Pública de longo prazo, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público. \* Dado referente ao ano de 1993.

Fonte: PORTELLA FILHO, 1994, Boletim do Banco Central, 1999 e CERQUEIRA, 1997.

**Tabela D**  
**Montante renegociado no Plano *Brady* divididos entre juros fixo e juros flutuante**

Países	Títulos a Juros Fixo	Títulos a Juros Flutuante	Total dos Títulos
Brasil	17.9 (42%)	25.1 (58%)	43 (100%)
México	22.4 (47%)	25 (52%)	47.4 (100%)
Argentina	12.7 (66%)	6.6 (34%)	12.3 (100%)

## Apêndice 4

Para o exercício são utilizados os dados atuais dos títulos conforme apresentado na tabela E e a dívida externa registrada de dezembro de 1999.

**Tabela E**  
**Valores dos *bradies* em 1999<sup>(1)</sup>**  
**(em milhares de dólares)**

Títulos	Valores
Bônus com Desconto de 35%	3.947.188
Bônus ao Par	3.869.338
Bônus com Redução Temporária de Juros (Flirb)	1.737.706
Bônus de Capitalização	8.072.478
Bônus de "Dinheiro Novo"	2.239.055
Bônus de Conversão da Dívida	8.489.929
Bônus EI Bonds	4.122.181
<b>Total</b>	<b>32.477.875</b>

Fonte: DERIN/Banco Central do Brasil, dezembro/1999.

(1) Tais valores são líquidos dos *bradies* trocados no mercado.

I)	Dívida externa renegociação nos moldes do plano .....	32,478
II)	Outras dívidas registradas.....	189,391
		<b>Total 221,869<sup>75</sup></b>

Para fins do exercício supões-se que no caso do item II, o valor de US\$ 189,391, o custo médio dos juros dos empréstimos seja igual à LIBOR mais um *spread* de 0,8125% e foi feito um fluxo de pagamentos das amortizações do MYDFA como se não tivesse havido o Plano *Brady*. O valor calculado desse fluxo leva em conta o montante renegociado com o Plano, US\$ 43 bilhões, e não o seu valor original de US\$ 61 bilhões.<sup>76</sup> O custo médio dos juros pagos da dívida foi estimado a partir da taxa cobrada pelo acordo MYDFA (1988). O valor deste acordo foi de US\$ 61,0 bilhões e contemplou a redução do valor do *spread* cobrado anteriormente de 1,66% ao ano por um *spread* de 13/16 de 1%. Assim, os

<sup>75</sup> Em bilhões de dólares. Dados retirados do Boletim do Banco Central, 1999.

<sup>76</sup> Ver gráfico 7, apêndice 5.

juros cobrados seriam esse *spread* de 0,8125% mais a LIBOR de 6 meses.<sup>77</sup>

As hipóteses gerais assumidas estão apresentadas na tabela F. Supomos que a inflação internacional seja de 3.15% ao ano e vai afetar o valor do PIB em dólares. A inflação internacional foi estimada a partir da média da variação da inflação americana nos últimos 10 anos. "A *libor* define o custo da parcela de dívida (US\$ 189,391 bilhões) acima mencionada e das alternativas do menu de opções para o restante da dívida vinculada às taxas de mercado. Por último, a taxa de crescimento do PIB afeta o coeficiente dívida externa/PIB."<sup>78</sup>

**Tabela F**  
**Hipóteses do modelo**

Variáveis	Taxa (%)
Inflação Internacional	3.15
Taxa de crescimento do PIB (a. a.)	2 ou 4
LIBOR	5, 6 ou 7

Foram estipulados três valores para a LIBOR, duas taxas de crescimento para o PIB e para as exportações e um valor para a inflação internacional. Vamos apresentar três cenários A, B e C, com os valores da LIBOR 5, 6 e 7, respectivamente. Dentro de cada um desses cenários vamos variar as taxas de crescimento do PIB e das exportações em 2% e 4%, um valor mais próximo do crescimento da população brasileira e outro mais otimista. O valor do PIB de 1999, em dólares, ficou em US\$ 556,837 bilhões. O valor das exportações de US\$ 48,011 bilhões refere-se ao acumulado de janeiro a dezembro de 1999.<sup>79</sup>

<sup>77</sup> Dados retirados de CERQUEIRA, 1997.

<sup>78</sup> GIAMBIAGI & SIMAS, 1993.

<sup>79</sup> Retirado das Notas para Imprensa do Banco Central de janeiro de 2000 e Boletim do Banco Central, 03/2000.

**Tabela G**  
**Estimativas do PIB e das Exportações brasileiras**  
**(em milhares de dólares)**

Ano	PIB (2%)	PIB (4%)	Exportações (2%)	Exportações (4%)
1999	556.837.000	556.837.000	48.011.000	48.011.000
2000	567.973.740	579.110.480	48.971.220	49.931.440
2001	579.333.215	602.274.899	49.950.644	51.928.698
2002	590.919.879	626.365.895	50.949.657	54.005.846
2003	602.738.277	651.420.531	51.968.650	56.166.079
2004	614.793.042	677.477.352	53.008.023	58.412.722
2005	627.088.903	704.576.446	54.068.184	60.749.231
2006	639.630.681	732.759.504	55.149.548	63.179.201
2007	652.423.295	762.069.884	56.252.539	65.706.369
2008	665.471.761	792.552.680	57.377.589	68.334.623
2009	678.781.196	824.254.787	58.525.141	71.068.008
2010	692.356.820	857.224.978	59.695.644	73.910.729
2011	706.203.956	891.513.977	60.889.557	76.867.158
2012	720.328.035	927.174.537	62.107.348	79.941.844
2013	734.734.596	964.261.518	63.349.495	83.139.518
2014	749.429.288	1.002.831.979	64.616.485	86.465.099
2015	764.417.874	1.042.945.258	65.908.814	89.923.703
2016	779.706.231	1.084.663.068	67.226.991	93.520.651
2017	795.300.356	1.128.049.591	68.571.531	97.261.477
2018	811.206.363	1.173.171.575	69.942.961	101.151.936
2019	827.430.490	1.220.098.438	71.341.820	105.198.013
2020	843.979.100	1.268.902.375	72.768.657	109.405.934
2021	860.858.682	1.319.658.470	74.224.030	113.782.171
2022	878.075.856	1.372.444.809	75.708.511	118.333.458
2023	895.637.373	1.427.342.601	77.222.681	123.066.796
2024	913.550.120	1.484.436.305	78.767.134	127.989.468

Fonte: Os dados de 1999 foram retirados do Boletim do Banco Central, 2000.

O fluxo de pagamento de juros em relação ao PIB e às exportações, gráfico 3<sup>80</sup>, tem uma queda até 2015, ficando constante a partir daí. Se observarmos os gráficos 1 e 4, a curva que representa o PIB crescendo a 4% com a LIBOR a 5%, em 2000 o peso do pagamento de juros será de, aproximadamente, 0,30% do PIB e 4% das exportações, em

<sup>80</sup> Os gráficos estão apresentados no Apêndice 5.

2006 esse percentual cairá para 0,15% do PIB e 2% das exportações. Nesse ano, serão finalizados os pagamentos com o EI *bonds* e os juros pagos dos bônus Flirb, capitalização, “dinheiro novo” e conversão da dívida já estarão decrescentes. Depois do fim dos pagamentos dos juros desses títulos em 2014, só restando o bônus de desconto e ao par, as curvas mantêm uma trajetória constante, diferenciando-se apenas pela taxa de crescimento escolhida do PIB de 2% ou 4% e pela LIBOR, no caso do bônus de desconto. O bônus ao par, como apresentado no menu de opções, têm juros fixos.

O fluxo de amortizações, tanto em relação ao PIB, apresentado no gráfico 2, como em relação às exportações, apresentado no gráfico 5, caminham ascendentes até o ano de 2004, quando entrarão os pagamentos de amortizações dos bônus, excluindo os dois que trabalham com *bullet maturity*. O fluxo de pagamentos das amortizações é constante até 2007, quando acabarão as parcelas do EI *bonds*. Apesar do fluxo ser constante a curva decresce e isto será causado pelo crescimento do PIB, a 2% ou a 4%. O peso dos pagamentos em 2001 será de, aproximadamente, 0,14% do PIB tanto com crescimento a 2% ou 4% e perto dos 2% em relação às exportações. Em 2004, será próximo de 0,35% do PIB (4%) e de 0,37% (2%) e 5% das exportações com crescimento de 4% ao ano e 5,5% a 2% ao ano. A partir daí o peso dos pagamentos das amortizações cairá. O salto no último ano, 2024, será causado pelo pagamento das amortizações dos bônus de desconto e bônus ao par (*bullet maturity*), só que o pagamento desses valores estão garantidos pela venda dos “*zero coupon*” do Tesouro americano que foram dados como garantia no fechamento do plano.

O fluxo total dos pagamentos crescerá em 2001 devido ao aumento dos pagamentos de amortizações. Haverá uma ligeira queda até 2003, causada pela queda dos valores dos juros de alguns títulos. Volta a crescer em 2004 pelo aumento no volume pago de amortizações. A partir daí, o volume a ser pago fica constante e, com o crescimento do PIB e das

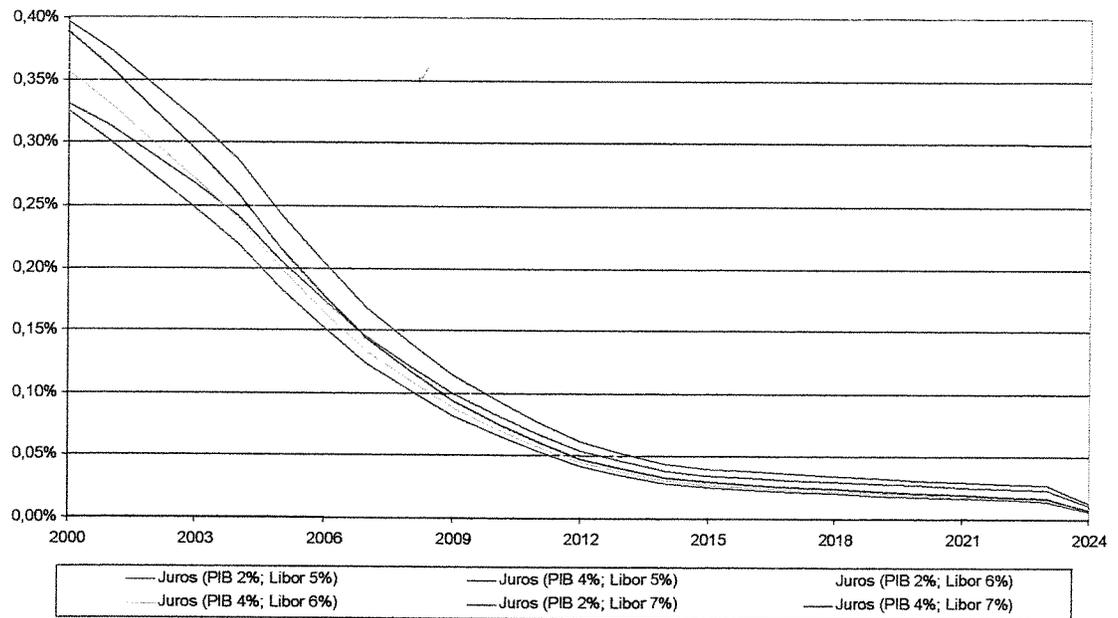
exportações, as curvas decrescem, isto é, o peso dos pagamentos começará a cair. A partir de 2015 os valores mantêm um fluxo constante já que os valores pagos das amortizações é nulo e dos juros dependem somente de dois títulos, sendo que um é fixo. Em 2024, o salto se refere ao volume a ser pago de amortizações dos bônus ao par e o desconto será, aproximadamente, de 0,20% do PIB se o crescimento for a 4% ao ano e a 0,40% com crescimento a 2% e em relação às exportações esses valores serão de quase 6% e 10%, respectivamente.



## Apêndice 5

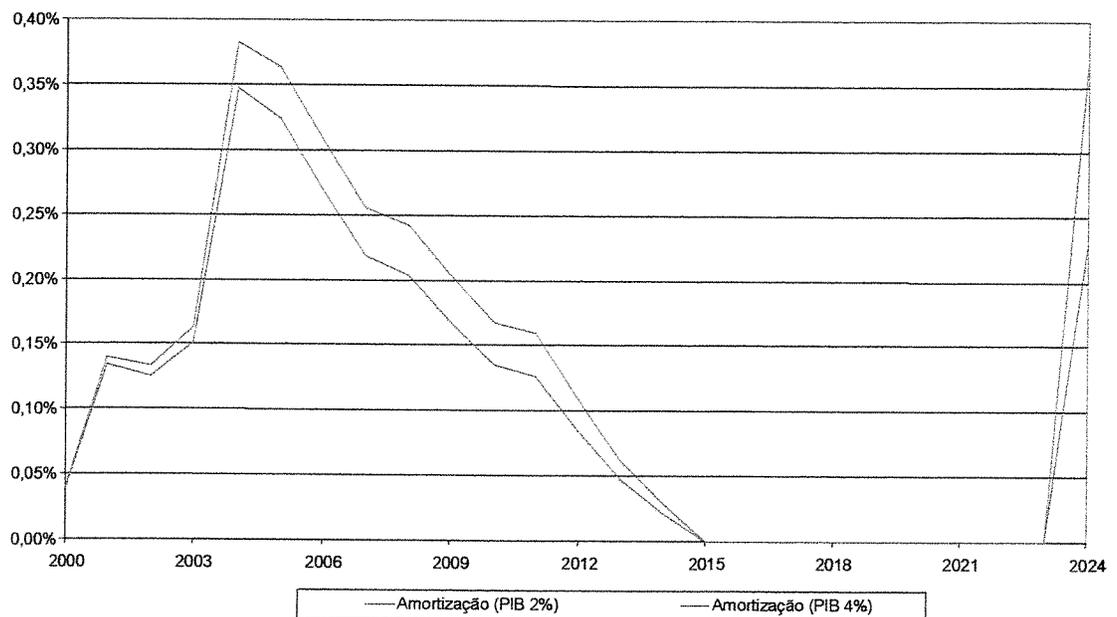
## Gráfico 1

Fluxo de Pagamentos dos Juros - Brasil



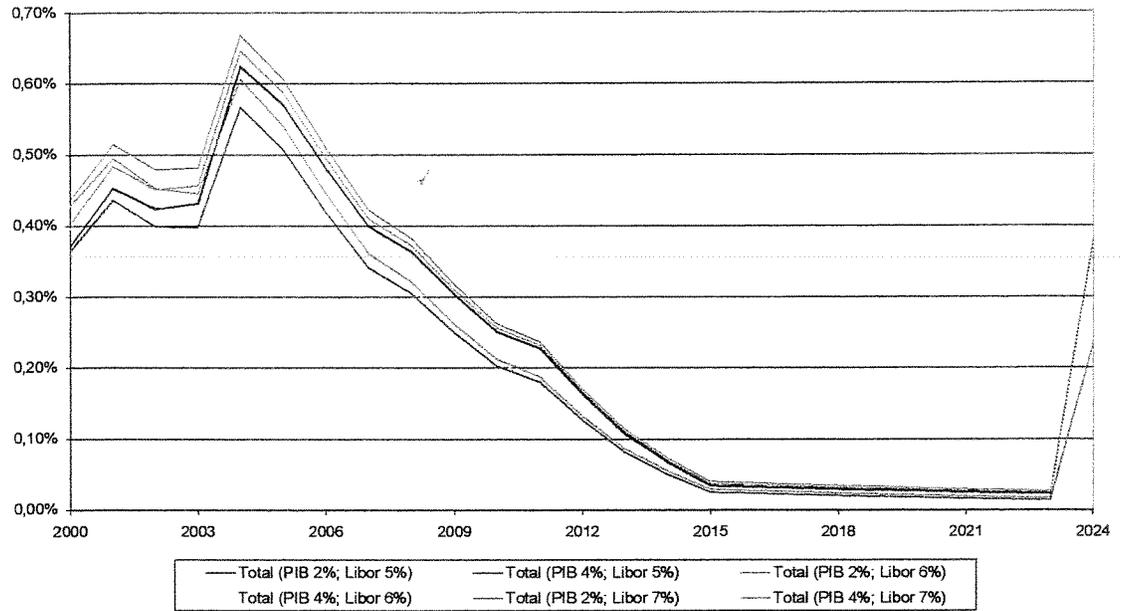
## Gráfico 2

Fluxo de Pagamentos de Amortizações - Brasil



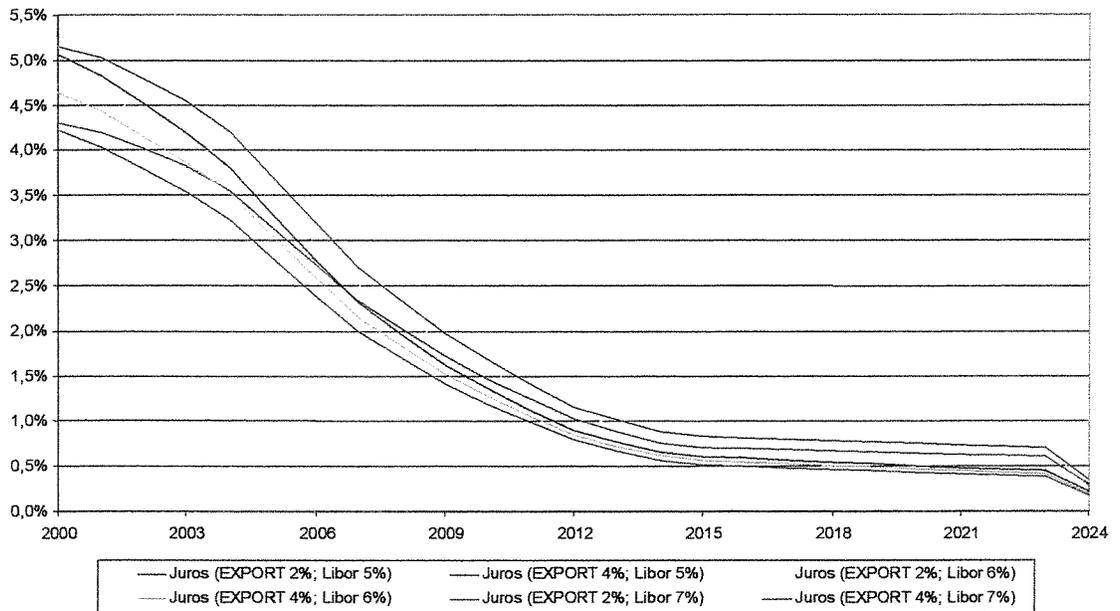
### Gráfico 3

Fluxo de Pagamentos/PIB - Brasil



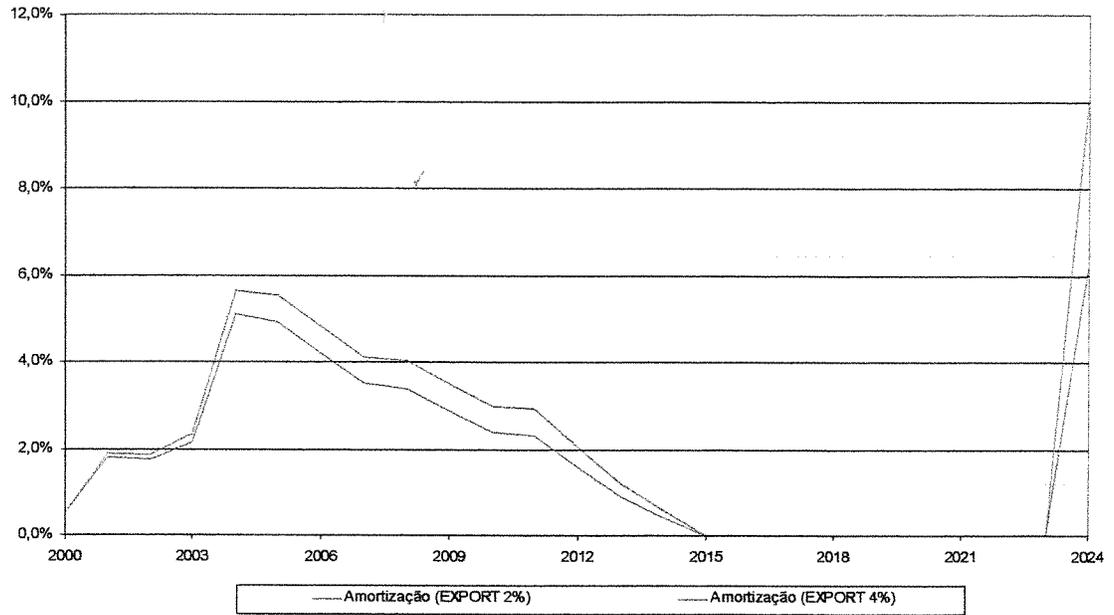
### Gráfico 4

Fluxo de Pagamentos de Juros/Exportações - Brasil



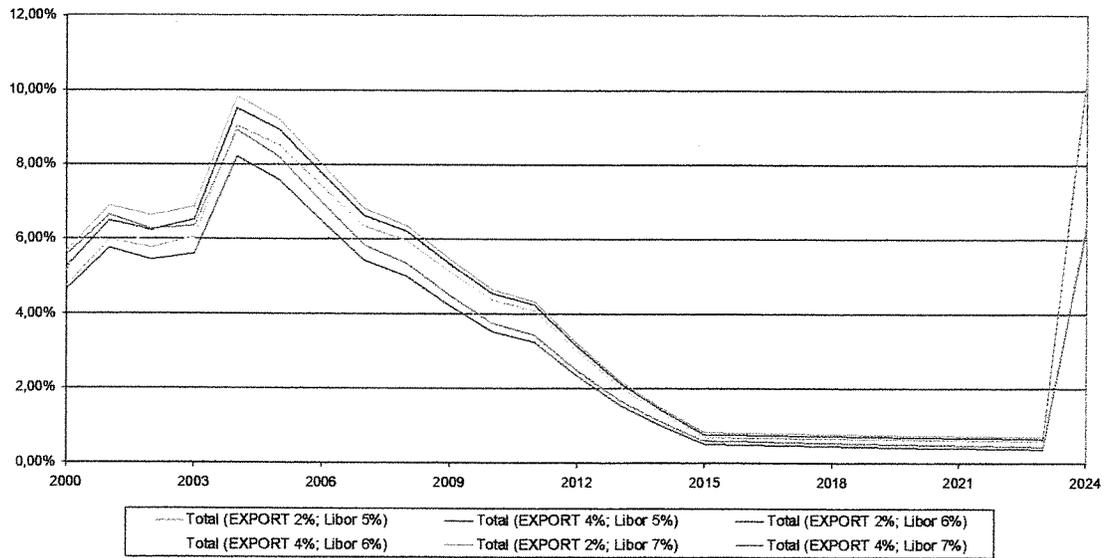
### Gráfico 5

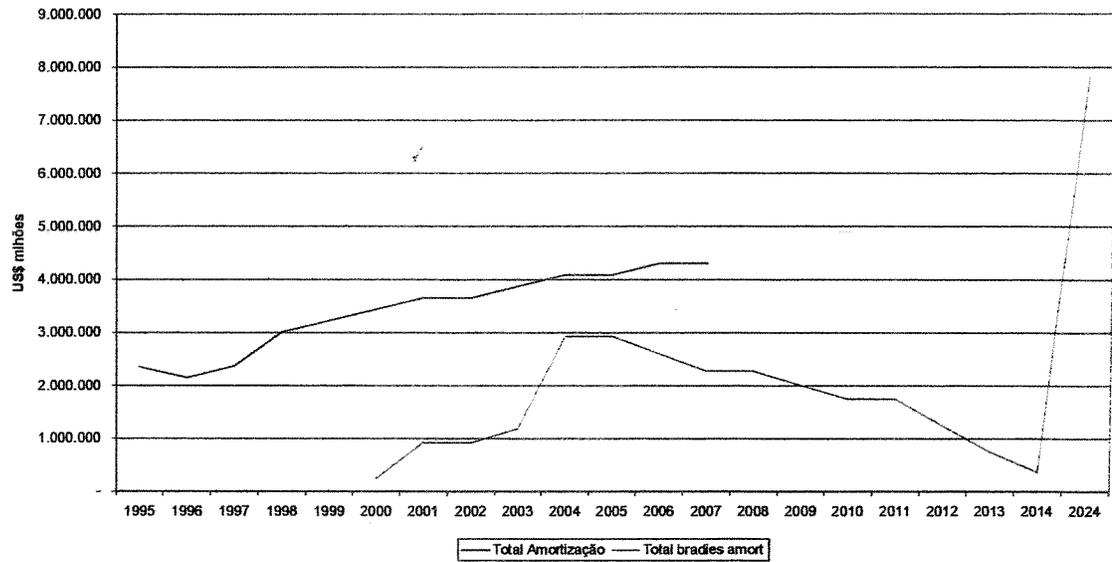
Fluxo de Pagamentos de Amortizações/Exportações - Brasil



### Gráfico 6

Fluxo de Pagamentos/Exportações - Brasil



**Gráfico 7****Fluxo de Amortização (MYDFA)**

## Índice Remissivo

**A**

América Latina, 10, 15, 27, 30, 44, 48, 51, 52, 65, 107  
 Argentina, 21, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 37, 38, 41, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 50, 54, 56, 65, 66, 89, 106

**B**

Banco Mundial, 33, 34, 48, 49, 50, 66, 81  
 Bancos, 33, 35, 47, 52, 104, 108  
 Bird, 55  
 Bônus ao par, 57, 58  
 Bônus de desconto, 50, 56, 72  
 bradies, 11, 61, 70, 71, 72, 73, 74, 81, 82  
 Brasil, 9, 20, 21, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 32, 33, 37, 38, 41, 44, 45, 46, 47, 48, 61, 62, 64, 65, 66, 68, 69, 72, 73, 74, 78, 83, 86, 89, 91, 103, 105, 106  
 Bretton Woods, 13, 14, 15

**C**

C-Bond, 67, 68  
 Collor, 63, 64

**D**

Dívida Externa, 44, 56, 58, 68, 88, 89, 103, 105, 106, 107

**F**

Fernando Henrique Cardoso, 65  
 Flirb, 68, 70, 74, 91, 94  
 FMI, 37, 41, 44, 47, 48, 49, 50, 55, 56, 57, 58, 62, 64, 65, 66, 77, 80, 81, 83, 84, 86, 106

**G**

global bonds, 11, 70, 71, 73, 74

**I**

Inflação, 92

**J**

Japão, 28, 30, 50, 55

**L**

LIBOR, 55, 56, 57, 62, 66, 67, 68, 71, 73, 82, 92, 93

**M**

Marcílio Marques Moreira, 64  
 Mercado de Eurodólares, 14  
 México, 9, 20, 21, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 38, 41, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 50, 54, 55, 65, 66, 83, 89, 108

**P**

Plano Brady, i, 9, 10, 32, 39, 42, 43, 48, 49, 50, 51, 53, 54, 55, 59, 61, 63, 64, 65, 68, 69, 77, 78, 79, 81, 82, 89, 91, 107, 108  
 Plano Collor I, 64, 77  
 Plano Verão, 62

**R**

Redução da dívida, 31

**S**

Samuelson, 62, 77, 109

**T**

Tesouro americano, 56, 69, 77, 80, 83, 94

## Bibliografia Consultada

- ABUD, J. *La Deuda externa mexicana y el plan Brady: resultado y retórica*, Investigación Económica, v. 57, p. 222, 1997.
- ABREU, Marcelo de Paiva, org., CARNEIRO, Dionísio Dias *et al.* *A ordem do progresso: cem anos de política republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1992.
- AMARAL, Alcides S. Na reta final. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 07 outubro 1993. Dinheiro, 2-2.
- BACHA, E. *The Brady speech and debt facility: an evaluation of policy alternative for Latin America*. Texto para Discussão n.224. Rio de Janeiro: Department of Economics, Catholic University of Rio de Janeiro, maio, 1989.
- \_\_\_\_\_. *The Brady Plan and beyond: new best management options for Latin America*. Texto para Discussão n. 257. Rio de Janeiro: Department of Economics, Catholic University of Rio de Janeiro, Maio, 1991.
- BAER, Mônica. *O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- BAKER, James. *EUA promovem nova estratégia para a dívida internacional*, Washington: Ponto de Vista de Washington, 1985.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (vários). *Boletim do Banco Central*, Brasília: Banco Central do Brasil.
- \_\_\_\_\_. *Relatório Anual. 1997*.
- \_\_\_\_\_. *Notas para a imprensa – vários anos*.
- \_\_\_\_\_. *DERIN/CONEP – 1998*.
- \_\_\_\_\_. *DERIN/CONEP – 1999*.
- BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. O final feliz de uma novela. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 27 março 1994. Dinheiro, 2-4.
- BATISTA Jr., Paulo Nogueira. *Mito e realidade na dívida externa brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983.

\_\_\_\_\_. *Países devedores e bancos comerciais em face da crise financeira internacional*. Estudos Econômicos, v. 14, n. 3, p. 641-684, set./dez. 1984.

\_\_\_\_\_. *Da crise internacional à moratória brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de. A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, BATISTA JR, Paulo Nogueira, ed., *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992. p. 25-50.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. *O senhor e o unicórnio: a Economia dos anos 80*. São Paulo: Brasiliense, 1984.

BIRD. *World debt tables 1989-90*. Washington, 1989.

\_\_\_\_\_. *World Debt Tables 1990-91*. Washington, 1990.

\_\_\_\_\_. *World Debt Tables 1991-92*. Washington, 1991.

\_\_\_\_\_. *World Debt Tables 1992-93*. Washington, 1992.

\_\_\_\_\_. *World Debt Tables 1993-94*. Washington, 1993.

\_\_\_\_\_. *World Debt Tables 1994-95*. Washington, 1994.

\_\_\_\_\_. *World Debt Tables 1995-96*. Washington, 1995.

\_\_\_\_\_. *World Debt Tables 1996-97*. Washington, 1996.

\_\_\_\_\_. *World Debt Tables 1997-98*. Washington, 1997.

\_\_\_\_\_. *World Debt Tables 1998-99*. Washington, 1998.

BOUCHET, Michel, HAY, Jonathan. *The rise of the market-based "menu" approach and its limitations*. In: ISHRAT, Husain, DIWAN, Ishac, ed.. *Dealing with the debt crisis*, Washington: BIRD, 1990. p. 146-160.

BRADY, Nicholas. *Remarks by the Secretary of Treasury to the Brookings Institution*. In: Treasury News, March 10, p. 1-8. Washington, 1989a.

- BRADY, Nicholas. *Secretário do Tesouro dos EUA propõe redução da dívida internacional*. Ponto de Vista de Washington, 1989b.
- CARDOSO, Eliana, HELWEGE, Ann. *Latin's America economy: diversity, trends and conflicts*. London: The MIT Press, 1992.
- CARDOSO, Eliana, GOLDFAJN, Ilan. *Fluxos de capitais no Brasil: razões internas para seu controle (parte I)*. Conjuntura Econômica, v. 52, n. 1, p. 20-23, jan. 1998.
- CELIDÔNIO, Hélio F. S. *Exchange Offer: um estudo de caso*. Dissertação de mestrado, PUC/RJ, Departamento de Administração/Finanças, julho. 1999.
- CEPAL. *Latin America and the Caribbean: options to reduce the debt burden*. Santiago do Chile, 1990.
- \_\_\_\_\_. *Balance Preliminar de la economía de America Latina y el Caribe 1995*. Santiago do Chile, 1995.
- CERQUEIRA, Ceres Aires. *Dívida externa brasileira: processo negocial 1983-1996*. Brasília: Banco Central, 1997.
- CLAESSENS, Stijn, WIJNBERGEN, Sweder van. *Secondary market prices and Mexico's Brady deal*. The Quarterly Journal of Economics, v. 108, n. 435, p. 965-982, Nov. 1993.
- CLARK, John. *Debt Reduction and Market Reentry under the Brady Plan*. FRBNY Quartely Review/Winter 1993-94, p. 38-62.
- CLINE, William. *International debt and stability of the world economy*. Institute for International Economics. Washington, Sept.1983.
- \_\_\_\_\_. *The Baker Plan and Brady Reformulation*. In: ISHRAT, Husain, DIWAN, Ishac, ed., *Dealing with the debt crisis*, p. 176-193. Washington: BIRD, 1990.
- \_\_\_\_\_. *International debt reexamined*. Institute for International Economics. Washington, Feb. 1995a.
- \_\_\_\_\_. *How one big battle was won*. The Economist, v. 334, p. 23-25. Iss: 7902, 18 fevereiro 1995b.

- CRUZ, Paulo R. Davidoff C. *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos 80*. São Paulo : Brasiliense, 1984.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, DETRAGIACHE, Enrica. *The determinants of banking crises in developing and developed countries*. International Monetary Fund: Staff Papers. v. 45, n. 1, p. 81-109. March 1998.
- DEVLIN, Robert. *From Baker to Brady: can the new plan work?* Rev.de Economia Política, v. 10, n. 2 (38), p. 82-94, abril-junho/1990.
- EUROMONEY, *Argentina. A reputation for integrity*. Supplement. p. 8-20. Feb. 1992.
- \_\_\_\_\_. *Argentina. A special report written by Banco General de Negocios*. p. 68-72. Set.1993
- FRANCO, Gustavo H. B. *O Plano Real e outros ensaios*. 1995
- FMI. *Private Market Financing for Developing Countries*. Washington, Dec. 1993.
- GIAMBIAGI, Fábio, SIMAS, Carlos G. P. *Renegociação da dívida externa e cashflow dos serviços financeiros do Brasil: Projeções para o período de 1993/2022*. Texto para discussão n. 293. Rio de Janeiro: Departamento de Economia, PUC/RJ, 1993.
- GLEIZER, Daniel. *Uma faxina na dívida externa*. Entrevista ao Jornal do Brasil em 02 de janeiro de 2000.
- HEYMAN, Timothy. *Foreign investment in the mexican stock market*. Business Mexico, 1992, p. 32-35. Special Edition.
- HORISAKA, Kotaro. *Japanese banks and the Latin American debt problems*. Revista de Economia Política, v. 10, n. 3 (39), jul.- set. 1990.
- INTERNATIONAL TRADE FINANCE. *UK insurers boost Latin America payment security*. p. 9-12. 16 Dezembro 1994 – 227.
- INTERNATIONAL Financial Statistics. FMI, March, 1997. CD-ROM.

- KENEN, Peter B. *Organizing debt relief: The need for a new institution*. The Journal of Economic Perspectives, v. 4, n. 1, p. 7-18, Winter, 1990.
- KRELLING, Christian T. *A Reestruturação da Dívida Externa Brasileira nos Moldes do Plano Brady*. Monografia, FEA-USP, 1995.
- KRUGMAN, Paul, OBSTFELD, Maurice. *Economia internacional: teoria e política*. 4. ed. Makron Books, 1999.
- LOMAX, David. *Third World Debt – hopes for a complete solution*. Journal of Banking World, v. 7, p. 26-28. Issue: 11, Nov., 1989.
- MACARINI, José Pedro. *Crise e política econômica nos Estados Unidos: 1977-1984*. Tese de Doutorado em Economia. UNICAMP/IE, Campinas, 1997.
- MARGARIDO, Sérgio P. *Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de 90: construção de novos vínculos financeiros externos e emergência de novos riscos*. Dissertação de Mestrado, UNICAMP/IE, Campinas, 1997.
- MARRAY, Michael. *Ten months good, two months bad*. Euromoney, p.129-136, Dec.1997.
- MEYER, Arno, MARQUES, Maria Silvia Bastos. *Implicações macroeconômicas da conversão da dívida externa*. RBE, v. 43. n. 4, p. 517-548. Rio de Janeiro, out/dez. 1989.
- \_\_\_\_\_. *Perspectivas para o financiamento externo da América Latina e do Caribe no início da década de 90*. RBE, v. 46, n. 3, p. 339-376, Rio de Janeiro, jul/set. 1992.
- MEYER, Arno. *As negociações da dívida externa brasileira no âmbito do clube de Paris*. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, BATISTA Jr, Paulo Nogueira, ed, *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*, p. 51-90, Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992.

- MOREIRA, Maurício Mesquita, CORREA, Paulo Guilherme. *Abertura Comercial e Indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo*. Texto para Discussão nº 49. Rio de Janeiro, outubro/1996.
- MULFORD, David. *Mulford explica proposta para a dívida*. Ponto de Vista de Washington, 1989.
- PATU, Gustavo. Acerto com o FMI beneficia o Brasil, diz Lara Resende. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 29 novembro 1993. Dinheiro, 2-4.
- PEREIRA, Luiz C. Bresser. *A turning point in the debt crisis and the bank: A brazilian memoir*; Texto para Discussão, n. 48, EASP/FGV, 1995.
- PORTELLA FILHO, Petrônio. *Plano Brady: da retórica à realidade*. Estudos Econômicos, v. 24, n. 1, p. 55-105, jan/abr, 1994, São Paulo: IPE/USP.
- RAMIREZ, Miguel D. *The impact of austerity in Latin America, 1983-89: A critical assessment*. 1990.
- RESENDE, André Lara. A crise no mercado internacional de crédito e o endividamento externo do Brasil: uma avaliação da situação atual. Texto para Discussão n. 40. PUC/RJ, 1983.
- RIVEIRA, Miguel A. *Comentario crítico al artículo: La crisis de la balanza de pagos de México – Crónica de una muerte anunciada*, Investigación Económica, v. 57, n. 222, 1997.
- ROBINSON, Danielle. *Brazil – Back to the Brink*. Euromoney, p. 125-140. Sept. 1992, Special Issue.
- \_\_\_\_\_. *Pedro Malan's \$1.5 billion shock*. Euromoney, p. 307-312. Iss: 293, Sept. 1993.
- ROLFE, Sidney, BURTLE, James. *O sistema monetário internacional*. Rio de Janeiro: Zahar, 1975.
- SACHS, Jeffrey D. *Making the Brady plan work*. Foreign Affairs, v. 68 (3), Summer, 1989.
- SANTOS, Gilson. C. *Os bancos credores e a dívida brasileira*, v. 11, n. 2 (42), 1991.

- TEIXEIRA, Aloísio. *O ajuste impossível: um estudo sobre a desestruturação da ordem econômica mundial e seu impacto sobre o Brasil*. Rio de Janeiro: Ed. UFRJ, 1994.
- THE BANKER. *Mexico fires the starting gun*. Dec.1994, p.58.
- THE ECONOMIST. Market Focus: The Brady gamblers win, for now. v. 326, p. 79-80. Iss: 7798, 13 February 1993.
- VELLOSO, João Paulo dos Reis. *O último trem para Paris, de Getúlio a Sarney: "milagres, choques e crises do Brasil moderno*. Rio de Janeiro : Nova Fronteira,1986.
- WORLD BANK, Relatório sobre desenvolvimento mundial, 1989.