

PLANO BRADY DA RETÓRICA À REALIDADE

Petrônio Portella Filho (*)

Resumo

Neste artigo, apresentamos uma avaliação do chamado "Plano Brady", a estratégia americana para o problema da dívida dos países severamente endividados de renda média. Procuramos dar ênfase especial às operações de redução da dívida externa realizadas por países latino-americanos no âmbito desse plano. Durante os primeiros cinco anos, alguns importantes devedores latino-americanos reescalnaram suas dívidas no âmbito do Plano Brady: México, Costa Rica, Venezuela, Uruguai Argentina e Brasil. Após avaliar o alívio financeiro captado por cada um dos pacotes de redução da dívida, procuramos analisar os possíveis efeitos das renegociações na restauração da confiança dos credores.

Palavras-chave

Plano Brady, Plano Baker, FMI, Brasil, Argentina, México, Costa Rica, Venezuela, Uruguai, mercado secundário, moratória

Abstract

In this paper we review the first five years of the so-called "Brady Plan", the American strategy for the debt problem of the severely indebted middle income countries. We have a special interest in the debt-reduction operations that took place in Latin America under the orientation of this plan. During the first five years, some important Latin-American debtors have rescheduled their debts according to the Brady Plan: Mexico, Costa Rica, Venezuela, Uruguay, Argentina and Brazil. After assessing the financial savings provided by the debt-reduction packages, we analyze the impact of the debt renegotiations in restoring the confidence of creditors.

Key words

Brady Plan, Baker Plan, IMF, Brazil, Argentina, Mexico, Costa Rica, Venezuela, Uruguay, secondary market, moratorium

O autor é Consultor do Centro de Análise Macroeconômica (CEMA/FUNDAP) e assessor legislativo.

(*) Este trabalho é resultado de pesquisa financiada pelo CEMA em 1992 e atualizada em maio de 1994. Sou grato a Paulo Nogueira Batista Jr. e a Arno Meyer pelos comentários e a Joana Araújo pelo material bibliográfico. Devo a Maria Cristina o incentivo maior para desenvolver este trabalho.

Introdução

Anunciada em março de 1989 por Nicholas Brady, o Secretário do Tesouro americano, a nova política da dívida externa foi recebida inicialmente com otimismo pelos países devedores. O "Plano Brady", como passou a ser chamado, conclamava os bancos credores a se engajarem em um processo coordenado de redução das dívidas externas dos países superendividados, ao mesmo tempo em que propunha uma mudança nas políticas do FMI e do Banco Mundial.

Embora a nova política tivesse sido divulgada como uma grande mudança em relação à postura americana anterior, o Plano Brady nasceu sem uma definição muito clara de objetivos, metas ou prioridades. Subfinanciado e lento em sua execução, o Plano Brady passou a dar margem a interpretações conflitantes, o que não o impediu de neutralizar ou pelo menos atenuar parte do descontentamento dos países devedores. Hoje, passados cinco anos de seu lançamento, o Plano Brady ainda permanece uma política difícil de qualificar ou definir.

Este artigo tem por tema uma análise da estrutura, objetivos e resultados do Plano Brady na América Latina. Tentaremos contrapor a retórica de redução da dívida externa aos fatos e números das renegociações latino-americanas com os bancos comerciais. Acreditamos ser importante analisar até que ponto o Plano Brady representa, no caso de um país superendividado como o Brasil, a melhor via de saída para a crise da dívida externa.

A primeira seção compreende um levantamento das origens, do lançamento e da implantação do plano. Quando o Presidente George Bush tomou posse, o problema da dívida externa do Terceiro Mundo estava se tornando inadmissível. À insatisfação e resistência dos países endividados vinha se somar a acelerada desvalorização das dívidas externas no mercado secundário. Acreditamos que o lançamento do Plano Brady proporcionou ao governo americano os meios necessários para retomar o controle da situação. Embora tivesse sido interpretado por alguns especialistas como uma grande mudança na política da dívida externa, as evidências factuais indicam que a orientação do novo plano era basicamente conservadora.

Na segunda seção realizamos balanço, dividido em três partes, dos primeiros cinco anos do Plano Brady. De março de 1989 a abril de 1994 sete países latino-americanos - México, Costa Rica, Venezuela, Uruguai, Argentina, Brasil e República Dominicana - assinaram acordos de reescalonamentos no âmbito do Plano Brady. Consta da primeira parte um resumo dos seis primeiros acordos. Na segunda parte, avaliamos o desconto líquido captado por cada um dos países. Por último, analisamos os possíveis efeitos dos reescalonamentos na restauração da confiança dos bancos comerciais.

A terceira seção enfoca a anatomia econômica e política do Plano Brady. Procuramos ali explorar os motivos pelos quais foram quase sempre decepcionantes os descontos concedidos aos devedores. A partir de uma análise dos mecanismos de negociação instituídos pelo Plano Brady chegamos à conclusão de que eles foram elaborados de modo a não permitir grandes abatimentos da dívida. Ao lançar um plano baseado em reduções voluntárias, negociações cartelizadas, garantias de pagamento e tutelamento dos devedores, o governo americano contribuiu, em grande parte, para que os pacotes de abatimento das dívidas ficassem aquém da expectativa.

1. A Gênese do Novo Plano

1.1. Antecedentes

A estratégia para administrar a crise da dívida externa de 1982 foi profundamente influenciada pela situação vulnerável dos bancos americanos. Como os grandes bancos comerciais americanos haviam emprestado a países da América Latina quase 180% do seu capital, o governo americano pressionou o Fundo Monetário Internacional a atuar ao longo da crise não só como executor de programas de ajustamento, mas também (ainda que de forma extra-oficial) como cobrador dos títulos dos bancos privados. Antes de dar seu aval a um programa de ajustamento, o FMI passou a exigir que os países devedores acertassem os juros em atraso com os bancos comerciais. Apesar da situação difícil por que passavam muitas nações devedoras, as dívidas externas passaram a ser cobradas com rigor e açoitamento excessivos.

Essa cobrança intransigente das dívidas representou uma mudança em relação à política adotada nas crises anteriores. Nas crises financeiras

tradicionais eram toleradas negociações de redução das dívidas externas de países subdesenvolvidos. Na grande crise financeira da década de trinta, o governo americano permaneceu neutro e não fez objeção a que o Brasil e alguns países latino-americanos negociassem redução no estoque e no serviço da dívida. Esta política de neutralidade permitia que os sacrifícios da crise financeira fossem repartidos de forma equânime entre devedores e credores.

A crise financeira de 1982 transcorreu sob um cenário político desfavorável aos devedores. Encontrava-se na Casa Branca um governo ultraconservador, que passou a repelir as propostas de redução da dívida. Com o apoio do governo Reagan e do FMI, os bancos credores se juntaram em cartéis liderados pelos grandes bancos americanos. A estratégia de administração da dívida externa resultou em uma violenta exação financeira que afundou na recessão a maioria dos países tutelados, ao mesmo tempo em que permitiu grandes aumentos nos lucros dos bancos credores.⁽¹⁾ Durante a primeira rodada de renegociação, quase todos os devedores insolventes tiveram as taxas de *spread* aumentadas de modo a dobrar ou triplicar as margens de lucros dos bancos. Este tipo de política desencadeou manifestações de protesto e passou a provocar inclusive drama de consciência em alguns banqueiros.⁽²⁾

O descontentamento dos países devedores com a recessão levou a que o Secretário do Tesouro americano, James Baker, lançasse um segundo plano para a dívida externa. Em outubro de 1985, foi lançado o "Programa de Crescimento Sustentado", também conhecido como "Plano Baker". Embora a retórica do plano estivesse voltada para a reativação do crescimento econômico, o Plano Baker coincidiu com uma fase de aceleração na cobrança da dívida externa e de novas reduções nas taxas de crescimento dos países superendividados.

Segundo a proposta original de James Baker, os bancos comerciais teriam que desembolsar US\$ 20 bilhões de empréstimos líquidos a 15 países severamente endividados de renda média (depois, com a inclusão de Filipinas e Costa Rica, o número aumentou para 17) durante o triênio 1986-88. Ao

(1) Ver o tópico "Lucros Bancários e Prejuízos Morais" em PORTELLA (1991, p. 198-201).

(2) "There has been considerable outcry (and even self-doubts among bankers) against the typically high interest rates on rescheduled debt and rescheduling fees". (CLINE, 1973, p. 80).

mesmo tempo, o BIRD e demais instituições multilaterais de desenvolvimento aumentariam em US\$ 9 bilhões seus empréstimos a esses países. Os empréstimos adicionais seriam oferecidos aos países que se submetessem ao tutelamento do FMI e realizassem as reformas propostas pelo BIRD.

Infelizmente as metas sugeridas por Baker não foram levadas a sério pelos credores. Enquanto as instituições multilaterais de desenvolvimento estiveram aquém de cumpri-las, os bancos comerciais nem chegaram a tentar. Os empréstimos líquidos dos bancos comerciais foram negativos em US\$ 2,4 bilhões durante o triênio do Plano Baker.⁽³⁾ A recusa dos bancos em emprestar e a fadiga dos programas de ajustamento levaram a que apenas poucos países se sujeitassem integralmente às exigências do tutelamento conjunto do BIRD e do FMI.

No final das contas, o Plano Baker coincidiu com um período de aumento da crise de financiamento dos países superendividados e de diminuições adicionais em seu crescimento. A renda *per capita* dos 17 países beneficiados pelo Plano Baker, a qual já tinha diminuído entre 1982 e 1985, permaneceu em declínio durante o período 1986-88, ao mesmo tempo em que se agravaram alguns dos indicadores relativos à dívida externa. (BIRD, 1989, v. 1, p. 13)

Na América Latina e Caribe, região que reúne a maior parte dos países teoricamente beneficiados pelo Plano Baker, houve um agravamento do quadro econômico. No biênio que antecedeu o lançamento do Plano, o PIB *per capita* da Região tinha crescido, em média, 1,2% ao ano. Ironicamente, depois que o "Programa de Crescimento Sustentado" foi lançado, o crescimento econômico foi perdendo sustentação por força da crise de financiamento externo e de vários fatores internos. A taxa de crescimento do PIB *per capita* da América Latina e Caribe se situou em 1,5% em 1986, primeiro ano do Plano Baker, diminuiu para 0,9% no segundo ano, e despencou para -1,2% no terceiro ano. Durante este período, a média ponderada das inflações dos países da Região apresentou comportamento oposto: ela começou em 64,5% no primeiro ano, aumentou para 198,5% no segundo, e disparou para 778,8% no último ano. Foi tão pouco auspiciosa a

(3) "The Baker target was never reached. Between 1966-68, commercial banks provided only US\$ 4 billion net to public sector borrowers; taking private sector borrowers into account, there were, in total, net repayments of US\$ 2,4 billion." (BIRD, 1992, v. 1, p. 87).

contribuição do "Programa de Crescimento Sustentado" à América Latina que, nos dois anos que se seguiram a ele, a inflação continuou a aumentar e o PIB *per capita* a diminuir.(CEPAL, 1990a, p. 26)

O fracasso parcial do Plano Baker⁽⁴⁾ levou a um aumento do descontentamento dos devedores. Países que vinham se comportando como bons pagadores, começaram a atrasar pagamentos. O estoque de juros e amortizações em atraso a credores oficiais e privados aumentou de US\$ 27,3 bilhões em 1985 para US\$ 78,9 bilhões em 1989.(BIRD, 1990a, v. I, p. 22) Durante o ano de 1988, os casos de impasses entre credores e devedores foram aumentando. Nada menos que 49 países, inclusive vários que não haviam sido incluídos no Plano Baker, terminaram 1988 com pagamentos em atraso.(BIRD, 1989, v. I, p. 17)

Ao mesmo tempo em que diminuía as renegociações mediadas pelos comitês, o mercado secundário se expandia dramaticamente. Segundo dados do Banco Mundial, o volume de dívidas transacionadas no mercado secundário saltou de US\$ 2 bilhões para US\$ 50 bilhões entre 1984 e 1988.(BIRD, 1989, v. I, p. 18) O crescimento acelerado do mercado secundário sinalizava a deterioração dos esquemas convencionais de cobrança da dívida externa. Enquanto os comitês bancários insistiam em reescalonar as dívidas pelo valor facial, o mercado secundário trabalhava com descontos crescentes.

Quando o Presidente George Bush tomou posse, em 1989, já eram nítidos os sinais de que a estratégia da dívida externa necessitava de reforma. A média ponderada das cotações das dívidas externas dos 17 países incluídos no Plano Baker havia descido ao nível de 29 centavos por dólar.⁽⁵⁾ O aumento dos atrasos, assim como os elevados deságios praticados voluntariamente no mercado secundário, tornavam difícil ao governo americano insistir na cobrança *in totum* das dívidas externas. Era necessário e urgente estabelecer uma ponte entre a rigidez dos comitês bancários e as

(4) Não se pode falar em um fracasso total do Plano Baker. Se ele esteve longe de conseguir sustentar o crescimento dos devedores, o Plano foi muito bem-sucedido na meta extra-oficial de resgatar os bancos americanos da dívida do Terceiro Mundo. Entre dezembro de 1985 e dezembro de 1988, a exposição relativa dos 9 maiores bancos americanos na América Latina diminuiu de 124% para 89%. Os bancos americanos conseguiram manter, durante o triênio do Plano Baker, taxas expressivas de crescimento do capital primário, ao mesmo tempo em que aumentaram muito as reservas contra os maus empréstimos. Ver: CEPAL (1990b, p. 39-45).

(5) Cotação de março de 1989. (BIRD, 1989, v. I, p. 18).

práticas do mercado secundário. Diante de um cenário crescentemente adverso aos reescalamentos convencionais, o lançamento do Plano Brady devolveu ao governo americano a iniciativa de controlar um processo aparentemente irreversível de abatimento das dívidas externas.

1.2. O Discurso de Lançamento⁽⁶⁾

A nova proposta americana para a dívida externa foi lançada por Nicholas Brady, Secretário do Tesouro dos EUA, em 10 de março de 1989, por ocasião de uma conferência sobre a dívida do Terceiro Mundo patrocinada pela Instituição Brookings e pela Comissão de Bretton Woods. O governo americano reconhecia, pela primeira vez, a necessidade de reduzir a dívida externa dos países superendividados. O otimismo com que foi recebida por segmentos da imprensa brasileira⁽⁷⁾ levanta a suspeita de que o discurso original, apesar de muito citado, foi pouco lido. Embora mencionasse a redução da dívida externa, Nicholas Brady deixava claro que não estava revendo e sim dando continuidade à estratégia anterior da dívida externa.

O tom do discurso de Brady era bem mais apologético da exação da dívida externa do que propriamente revisionista. Constatou-se de seu discurso um balanço elogioso, quase triunfalista, das realizações da estratégia anterior da dívida externa. Chamou a atenção o fato de que, durante o pronunciamento, o novo Secretário do Tesouro não falou uma única vez em "crise da dívida externa" e sim em "problema da dívida externa" (expressão que repetiu por cinco vezes).

O Secretário Brady chegou a citar, como uma das realizações da estratégia da dívida externa, o crescimento econômico positivo observado em muitas nações devedoras. Brady descreveu com entusiasmo as reformas estruturais realizadas por muitos países devedores, as quais conduziram à privatização de indústrias nacionalizadas e a maior abertura para o comércio e o investimento internacional.

A segunda realização da administração da dívida externa, segundo Brady, foi a não interrupção do sistema internacional de pagamentos. Isto

(6) Todas as citações de Nicholas Brady foram obtidas do discurso original. Ver: BRADY (1989).

(7) Na semana do lançamento do Plano, a revista *Veja*, por exemplo, publicou uma reportagem cuja chamada de capa dizia que "A Dívida Externa Já Era". Ver: *VEJA* (1989, capa e p. 82-88).

teria permitido o fortalecimento da situação financeira dos bancos comerciais, o que os colocava em posição de contribuir para uma solução mais rápida do problema da dívida externa.

Ao avaliar os problemas que ainda persistiam em relação à dívida externa, o novo Secretário de Tesouro usou retórica semelhante à de seu antecessor. Se muitos países não estavam apresentando taxas de crescimento expressivas, este problema decorria da não realização das reformas econômicas ou de erros de política econômica interna. A solução do problema dependeria principalmente dos devedores, que deveriam acelerar as reformas econômicas e atrair empréstimos e investimentos internacionais. Outro problema que a nova estratégia deveria tentar corrigir era o aumento da exposição das instituições multilaterais e dos credores do Clube de Paris em relação aos países devedores. Brady reconhece que uma correção de rumo se fazia necessária para impedir que o risco dos bancos comerciais fosse amplamente transferido para essas instituições.

Concluído o diagnóstico das realizações da estratégia anterior e dos problemas pendentes, Nicholas Brady submeteu sua proposta. A comunidade internacional deveria permitir um revigoramento da política da dívida externa sem alterar seus princípios fundamentais. Em primeiro lugar, Brady conclamava os bancos a abrir mão de algumas das regras vigentes em seus contratos de renegociação, por um prazo de 3 anos, de modo a permitir negociações de redução da dívida e de seu serviço. Uma ênfase especial era dada ao fato de que a redução da dívida deveria ser negociada em base voluntária.

No que diz respeito aos devedores, eles continuariam submetidos a um tratamento caso a caso de suas dívidas e teriam que realizar reformas estruturais e ajustes macroeconômicos supervisionados pelo FMI e BIRD. Além disso, deveriam também manter programas exequíveis de conversão da dívida em investimento.

O Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial foram instados a participar do programa criando um fundo para a redução da dívida. A participação dessas instituições deveria incluir o tutelamento dos países devedores e a criação de normas para utilização das verbas de redução da dívida. A negociação da redução da dívida deveria transcorrer no âmbito do

mercado, "incentivada e apoiada, porém não controlada pelas instituições internacionais"

1.3. A Implantação

Se não fosse pelo fato dos países desenvolvidos terem delegado informalmente ao governo americano a tarefa de comandar a administração da crise da dívida externa,⁽⁸⁾ o discurso de Nicholas Brady teria passado despercebido. Além de pouco incisivo, o discurso do Secretário do Tesouro não chegava sequer a ser original. Foram vários os precursores de uma iniciativa do tipo da anunciada por Nicholas Brady.

Desde a eclosão da crise financeira de 1982, foram apresentadas várias propostas de redução da dívida externa dos países subdesenvolvidos. Apesar de muitas das propostas apresentarem viabilidade financeira, elas foram bloqueadas pelo governo dos Estados Unidos, que se posicionou de forma decidida em favor da cobrança *in totum* das dívidas. À medida que os anos foram se passando, a persistência da crise e o aumento do descontentamento dos países devedores levaram a que as propostas de redução da dívida ganhassem lentamente a adesão de autoridades influentes do Primeiro Mundo.

No ano que antecedeu o lançamento do Plano Brady, o governo japonês e o governo francês apresentaram propostas de redução da dívida dos países superendividados de renda média. Em 1988, o Ministro da Economia do Japão, Kiichi Miyazawa, propôs apoio oficial para a redução da dívida e de seu serviço. O Plano Miyazawa combinava o sistema de *menu* com alívio no serviço da dívida. Parte da dívida deveria ser securitizada e o saldo remanescente reescalonado, sendo fixado um período de carência durante o qual os juros seriam diminuídos, suspensos ou perdoados. Os devedores deveriam fazer cauções para garantir parte dos novos títulos. As instituições multilaterais e bilaterais deveriam aumentar os empréstimos para os países que reescalonassem a dívida. Em junho de 1988, o *Japan Overseas Assistance Program* se dispôs a aumentar de US\$ 30 bilhões para

(8) "Um aspecto invulgar da crise da dívida que começou em 1982 ... tem sido a falta de disposição dos governos da Europa Ocidental e do Japão em assumir uma maior - ou alguma - responsabilidade pela sua administração. Houve uma decisão implícita de deixar o processo de administração da crise inteiramente nas mãos dos Estados Unidos."(ROETT, 1987, p. 1).

US\$ 65 bilhões a oferta de empréstimos concessionais a países em desenvolvimento durante o período 1986-92.(BIRD, 1989, v. I, p. 24)

Na Conferência de Toronto de 1988, François Mitterrand, o Presidente da França, apresentou uma proposta para atacar a crise da dívida dos países subdesenvolvidos. O governo francês sugeriu reduções consideráveis nas condições de pagamento e a criação de um fundo, administrado pelo FMI, para apoiar a redução da dívida dos países de renda média.(BIRD, 1989, v. I, p. 24)

Quando o governo americano finalmente se dispôs a apoiar um plano de redução das dívidas externas, apresentou uma proposta que, do ponto de vista dos devedores, era menos generosa e menos consistente do que muitas das que circulavam pelo meio acadêmico e político. Embora o lançamento de um plano de redução das dívidas normalmente pressuponha uma definição de verbas, o Secretário Brady se esquivou de oferecer qualquer financiamento do governo americano. A Iniciativa Brady, como passou a ser chamada pelo Banco Mundial, nem sequer sugeria aumentos na dotação de recursos do FMI e do BIRD para que eles se capacitassem a financiar programas de abatimento da dívida. Nicholas Brady disse em seu discurso que a exposição das instituições de crédito multilaterais e agências oficiais nos países superendividados já era excessiva e deveria diminuir, em vez de aumentar. A idéia inicial era desviar verbas já existentes que poderiam ser usadas, por exemplo, para financiar projetos econômicos - para garantir os empréstimos dos bancos comerciais.

A implantação do Plano Brady se deu de forma gradual. Em maio de 1989, o Banco Mundial e o FMI adotaram políticas de empréstimos voltadas para a redução da dívida e de seu serviço. As duas instituições se manifestaram dispostas a contribuir com aproximadamente US\$ 20 bilhões. Essa quantia foi posteriormente revista para US\$ 24 bilhões, sendo que US\$ 12 bilhões seriam alocados de programas já existentes do FMI e do BIRD, e apenas a outra metade representaria oferta de recursos novos aos países devedores. O Japão se mostrou disposto a oferecer até US\$ 10 bilhões em cofinanciamentos (uma oferta que seria posteriormente diminuída para US\$ 6 bilhões). Ao final de 1989, foi

formado um fundo da ordem de US\$ 30 bilhões. (CEPAL, 1990b, p. 55-56)

O novo plano americano para a dívida externa nasceu com grave problema de subfinanciamento. O saldo da dívida dos países severamente endividados de renda média chegava a US\$ 517 bilhões em 1989. O fundo inicialmente previsto para a redução da dívida correspondia a menos de 6% do total.

A despeito de suas deficiências, o Plano Brady teve também um lado positivo. Uma das novidades auspiciosas da nova estratégia foi a mudança da política do FMI relativa à concessão de financiamentos. Aprovada pelo Comitê Executivo em 23 de maio de 1989, a nova política liberou parcialmente o Fundo Monetário da função extra-oficial de cobrador da dívida dos bancos comerciais. Até então, antes de dar seu aval, o FMI costumava exigir que os devedores quitassem os juros em atraso aos bancos comerciais ou programassem sua liquidação em prazo determinado. Durante seu primeiro ano de vigência, a nova política permitiu que 10 países (Argentina, Bolívia, Costa Rica, Costa do Marfim, Equador, Guiana, Honduras, Moçambique, Polônia e Venezuela) celebrassem acordo com o Fundo enquanto mantinham grandes atrasos nos pagamentos aos bancos comerciais. (FMI, 1990, p. 23) Infelizmente, a nova política do Fundo nem sempre foi aplicada com coerência ou equidade. As novas diretrizes não impediram o FMI de discriminar alguns países, recusando-se, por exemplo, a aceitar a carta de intenções submetida pela Ministra Zélia Cardoso de Mello em 1990, quando o Brasil mantinha uma moratória parcial da dívida externa.

Outra iniciativa positiva do Plano Brady foi a convocação para que alguns países credores reajustassem suas políticas fiscais e financeiras para remover obstáculos à redução da dívida. Em 1989, as autoridades monetárias de vários países credores, inclusive Estados Unidos, Japão e França, adotaram medidas de apoio aos esquemas de renegociação do Plano Brady. (CEPAL, 1990b, p. 58-59)

Mas, no geral, a orientação da nova estratégia era basicamente conservadora. Estranhamente, as características continuístas do Plano Brady passaram meio despercebidas pelas avaliações técnicas preliminares de alguns especialistas e da imprensa brasileira que, no geral, deram destaque excessivo à proposta de redução das dívidas. Nem todos perceberam que -

colocada em bases voluntárias e entregue à administração dos cartéis bancários - a redução da dívida acabaria se tornando uma meta secundária do Plano.

2. Balanço do Plano Brady

2.1. Os Acordos na América Latina

De março de 1989 a abril de 1994, sete países latino-americanos concluíram acordos de redução da dívida externa no âmbito do Plano Brady: México, Costa Rica, Venezuela, Uruguai, Argentina, Brasil e República Dominicana. Nesta seção apresentamos uma avaliação técnica dos seis primeiros acordos. Embora o acordo da República Dominicana tenha sido concluído antes do acordo brasileiro, não foi possível obter os números da renegociação dominicana. Ficaram também de fora deste estudo os acordos de redução de dívidas celebrados fora do Plano Brady, como os do Chile, Bolívia e Colômbia.

Esta seção está dividida em três partes. Na primeira parte apresentamos um resumo das características de cada um dos seis acordos "Brady" e os números das respectivas dívidas reescaladas. Em seguida, avaliamos o desconto captado por cada país. Por último, discutimos a influência do Plano Brady na restauração da confiança dos credores.

O Acordo Mexicano

O México foi o devedor pioneiro nos reescalamentos do Plano Brady. O governo mexicano concluiu acordo preliminar com os bancos comerciais em julho de 1989 e o *Term Sheet* foi assinado em setembro. Os contratos definitivos foram celebrados em 15 de fevereiro de 1990. O pacote financeiro do México tomou por base um *menu* de três opções.⁽⁹⁾ Os bancos credores que desejassem reescalonar seus ativos mexicanos tinham que escolher uma das seguintes opções:

(9) As estimativas e detalhes técnicos do acordo mexicano, exceto os números referentes às garantias, foram obtidos do Banco Mundial. Ver: BIRD (1990a) e BIRD (1991b).

- (i) A opção do "dinheiro novo" Os bancos que escolhessem esta opção não teriam que conceder redução da dívida nem dos juros. Em compensação, eles ficariam obrigados a emprestar ao México, durante os próximos quatro anos, o equivalente a 25% de seus ativos. O "dinheiro novo" poderia ser desembolsado de várias maneiras: na forma de bônus, de empréstimos ao setor público ou de crédito comercial de médio prazo. Todos esses ativos teriam prazo de 15 anos, com 7 de carência e pagariam juros flutuantes (LIBOR mais *spread* de 13/16 de 1%).
- (ii) A opção de troca dos títulos velhos por bônus com desconto de 35%. Esses bônus teriam 30 anos de prazo, *bullet maturity*,⁽¹⁰⁾ e levariam juros flutuantes (LIBOR mais 13/16 de 1%).
- (iii) A opção de troca da dívida velha ao par por bônus de juros "reduzidos", isto é, com taxa de juros fixa de 6,25% ao ano. Esses bônus teriam também prazo de duração de 30 anos, com *bullet maturity*.

A Tabela 1 apresenta os números da renegociação mexicana de 1990. O acordo de reescalonamento abrangeu uma fatia de US\$ 48.089 milhões da dívida externa mexicana junto aos bancos comerciais, definida como "dívida elegível". A opção do "dinheiro novo" foi aplicada a US\$ 4.387 milhões (9,1% da dívida elegível). A segunda opção - troca por bônus com desconto - foi aplicada a US\$ 20.581 milhões (42,8% da dívida elegível). A terceira opção - troca por bônus de "juros reduzidos" - foi escolhida pela maior parte dos credores (46,6% da dívida elegível) e deve ser aplicada a US\$ 22.427 milhões. Sobrou um resíduo de US\$ 693 milhões, 1,4% da dívida elegível, que não foi enquadrado em nenhuma das três opções. Esse resíduo da "dívida velha" foi reescalonado com 15 anos de prazo, carência de 7 e taxas de juros flutuantes (LIBOR mais *spread* de 13/16 de 1%). O acordo obriga os bancos a desembolsar US\$ 1.091 milhões de "dinheiro novo" durante os quatro anos após sua realização.

(10) *Bullet maturity* é um sistema segundo o qual o empréstimo vence integralmente em parcela única no término de seu período de duração.

TABELA 1
ACORDO DE REDUÇÃO E REESCALONAMENTO DA
DÍVIDA MEXICANA COM BRANCOS COMERCIAIS - 1990
(Em US\$ Milhões)

Ativos ou Componentes da Dívida Externa	Montante	Participação na Dívida Elegível (%)
A. Menu de Opções		
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 Reduzidos"	22.427	46,6
B. Dívida Elegível Cujos Credores não Escolheram Nenhuma das Opções		
	693	1,4
C. Total da Dívida Elegível		
	48.089	100,0
D. Dívida Externa sob Responsabilidade do Setor Público Antes do Acordo^a		
	76.059	158,2
E. Total das Garantias		
	7.182	14,9
F. "Dinheiro Novo" Resultante do Acordo (25% do montante da Opção 1)		
	1.091	2,3

Nota: ^a Estoque da dívida pública de longo prazo, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público, em 31/12/1989.

Fonte: BIRD (1991b) e FMI (1993).

Os bancos que apoiaram o reescalonamento mexicano se credenciaram a participar de um programa de conversão da dívida ligado à privatização de estatais. Os leilões foram realizados em 1990 e converteram US\$ 3,5 bilhões (valor facial).

Os bancos credores exigiram uma caução de US\$ 7 bilhões - valor posteriormente revisto para US\$ 7.182 milhões - (FMI, 1993, p. 8) para garantir o principal dos bônus e 18 meses de juros. Para financiá-la, o México subtraiu US\$ 1.243 milhões de suas reservas, tomou emprestado US\$ 1.697 milhões do FMI, US\$ 2.010 milhões do BIRD e US\$ 2.050 milhões do Japão.

Os bônus mexicanos possuem uma cláusula de recaptura que estabelece que, a partir de julho de 1996, 30% da receita das exportações de

petróleo que excederem o preço de US\$ 14 o barril (ajustado segundo a inflação americana) retornam para os bancos desde que não excedam certo limite (ou seja, os pagamentos de recaptura não podem ir além dos termos originais da dívida velha).

O Acordo Costarriquenho

O acordo costarriquenho foi obtido após um processo de negociação distante dos parâmetros convencionais do Plano Brady.⁽¹¹⁾ Ao contrário do México, Venezuela e Uruguai, que aceitaram sem muita resistência os esquemas impostos pelos credores, a Costa Rica optou por sustentar durante vários anos uma moratória parcial da dívida externa junto aos bancos comerciais.

Na verdade, nem sempre a estratégia de negociação da Costa Rica foi agressiva. Antes de tentar forçar uma saída da crise da dívida externa, os costarriquenhos tentaram durante cinco anos os esquemas convencionais de negociação. De meados de 1981 ao início de 1986, a Costa Rica procurou se sujeitar aos parâmetros do Clube de Paris, entidades multilaterais e de seu comitê de bancos credores. As renegociações convencionais resultaram em aumento líquido da dívida e taxas de juros de mercado. (LIZANO & CHARPENTIER, 1990, p. 2-3) De cada reescalonamento, a Costa Rica saía tão sufocada quanto tinha entrado. Finalmente, em maio de 1986, quando o Presidente Costa Arias chegou ao poder, ele se recusou a submeter-se aos esquemas convencionais de renegociação. O governo Arias definiu unilateralmente sua capacidade de pagamento e passou a limitar os pagamentos da dívida externa em função deste conceito.⁽¹²⁾ A diminuição das transferências financeiras líquidas ao exterior permitiu ao país recuperar suas taxas de crescimento e promover a estabilização com menos custos sociais.⁽¹³⁾

(11) As informações sobre a estratégia da Costa Rica foram obtidas dos próprios negociadores. Ver: SABORIO (1990) e LIZANO & CHARPENTIER (1990).

(12) "*La política adoptada fue la acción unilateral. No fue el resultado de negociaciones previas con los acreedores. Hubo aquí un cambio importante de rumbo. ... La decisión básica que se tomó consistió en adecuar el monto de los recursos destinados al servicio de la deuda externa a la capacidad de pago del país.*" (LIZANO & CHARPENTIER, 1990, p. 3).

(13) O PIB *per capita* da Costa Rica cresceu 2,4% em 1986, 1,6% em 1987, 0,4% em 1988, 2,7% em 1989 e 0,6% em 1990. Este desempenho destoa dos demais países latino-americanos, inclusive do México, que teve em vários anos deste período crescimento negativo do PIB *per capita*. Ver: CEPAL (1991, p. 43).

Como normalmente acontece nesses casos, a moratória costarriquenha foi recebida com hostilidade pelos credores. As negociações com os bancos comerciais e com as instituições multilaterais atravessaram longo período de impasse. Enquanto esperava a mudança dos ventos, a Costa Rica ia fazendo recompras informais da dívida externa no mercado secundário. O País chegou a eliminar 20% da dívida bancária com esta política. (LIZANO & CHARPENTIER, 1990, p. 4) Finalmente, em novembro de 1989, a Costa Rica conseguiu um acordo preliminar de reescalonamento que previa pagamentos condizentes com sua capacidade de pagamento. Os contratos definitivos foram assinados em 6 de maio de 1990. O acordo costarriquenho⁽¹⁴⁾ não incluía "dinheiro novo"; era um pacote somente de redução da dívida. O *menu* oferecido aos credores continha as seguintes opções:

- (i) Uma operação de recompra do principal e juros atrasados com desconto de 84%. Esta recompra foi o principal componente do pacote costarriquenho. Os bancos credores que apoiaram devidamente a recompra (isto é, que nela empregaram pelo menos 60% de seus ativos) passaram a ter acesso às trocas por bônus parcialmente garantidos - opções (ii) e (iii), a seguir.
- (ii) Troca do principal da dívida cujos credores tinham apoiado devidamente a recompra por bônus parcialmente garantidos (reforçados por uma caução cobrindo 18 meses de juros). Esses bônus teriam prazo de 20 anos, com 10 de carência, e pagariam taxa de juros fixa de 6,25% ao ano.
- (iii) Troca dos juros atrasados dos credores que apoiaram devidamente a recompra por bônus parcialmente garantidos (reforçados por caução cobrindo 36 meses de juros). Esses bônus teriam 15 anos de prazo, sem carência, e pagariam juros flutuantes (LIBOR mais 13/16 de 1%).
- (iv) Troca do principal dos títulos da dívida cujos credores não apoiaram devidamente a recompra por bônus sem garantia. Esses bônus teriam prazo de maturação de 25 anos, com 15 de carência, e pagariam taxa de juros fixa de 6,25% ao ano.

(14) As estimativas do acordo costarriquenho foram obtidas do Banco Mundial. Ver: BIRD (1990a) e BIRD (1991b).

- (v) Troca dos juros atrasados dos bancos que não apoiaram devidamente a recompra por bônus sem garantia. Esses bônus teriam prazo de 15 anos, sem carência, e pagariam juros flutuantes (LIBOR mais 13/16 de 1%).

TABELA 2
ACORDO DE REDUÇÃO E REESCALONAMENTO DA
DÍVIDA COSTARRIQUENHA COM BANCOS
COMERCIAIS - 1990
(Em US\$ Milhões)

Ativos ou Componentes da Dívida Externa	MONTANTE		Participação na Dívida Elegível (%)
	Subtotal	Total	
A. Menu de Opções			
1. Operação de Recompra (com desconto de 84%):		991	61,5
Principal	768		
Juros Atrasados	223		
2. Bônus com Garantia:		290	18,0
2.1 Trocados por Principal	237		
2.2 Trocados por Juros Atrasados	53		
3. Bônus sem Garantia:		289	17,9
3.1 Trocados por Principal	228		
3.2 Trocados por Juros Atrasados	61		
Pagamento Antecipado (<i>down-payment</i>) dos bônus de juros atrasados		28	1,7
B. Dívida Elegível Cujos Credores não Escolheram Nenhuma das Opções:			
Principal	9		
Juros Atrasados	4		
C. Total da Dívida Elegível		1.611	100,0
D. Dívida Externa sob Responsabilidade do Setor Público Antes do Acordo^a		3.559	220,9
E. Custo Total do Pacote^b		196	12,2
Operação de Recompra	159		9,9
Garantias	36		2,2
F. "Dinheiro Novo" Obtido no Acordo		Nenhum	0,0

Notas: ^a Estoque da dívida pública de longo prazo, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público, em 31/12/1989.

^b Estimativas do FMI. Não inclui *down-payment* dos juros.

Fontes: BIRD (1990a), BIRD (1991b) e FMI (1993).

A Tabela 2 apresenta os números da renegociação. A Costa Rica conseguiu ampliar ao máximo a abrangência do acordo. Foi definida como dívida elegível para redução 100% da dívida registrada junto aos bancos comerciais e mais os juros atrasados. Do saldo de US\$ 369 milhões de juros em atraso, US\$ 223 milhões foram recomprados, US\$ 114 milhões foram trocados por bônus, ficando apenas US\$ 28 milhões (menos de 8% do saldo) para serem pagos de imediato. Ficou de fora do acordo um resíduo de US\$ 4 milhões dos juros atrasados.

A operação de recompra se revelou o principal mecanismo de redução da dívida. Ela liquidou US\$ 991 milhões (61,5% da dívida elegível), dos quais US\$ 223 milhões eram juros atrasados. A Costa Rica conseguiu captar, nesta operação, um desconto de 84% que estava acima inclusive dos praticados na época no mercado secundário.⁽¹⁵⁾

O restante da dívida foi distribuído entre os quatro tipos de bônus, exceto por uma parcela de US\$ 28 milhões, equivalente a 20% dos bônus de juros atrasados, a qual foi quitada de imediato. O principal (US\$ 237 milhões) e 80% do saldo dos juros atrasados (US\$ 53 milhões) dos credores que "cooperaram devidamente com a recompra" foram trocados por bônus reforçados por garantias. As emissões de bônus sem garantia totalizaram US\$ 289 milhões, dos quais US\$ 228 milhões foram trocados pelo principal e US\$ 61 milhões pelo restante dos juros atrasados dos credores que "não apoiaram devidamente a recompra".

Um detalhe surpreendente foi o nível elevado de adesão conseguido pela Costa Rica. Apesar do alto deságio captado, a participação dos credores foi de 99%. Apenas uma fatia de US\$ 13 milhões ficou de fora do reescalonamento, tomando uma carona na redução da dívida costarriquenha.

O acordo teve também seu lado negativo. O País teve que fazer uma caução para garantir parte dos bônus. Outra concessão desvantajosa foi o compromisso de converter US\$ 100 milhões da dívida bancária, mediante leilões, durante um período de 5 anos.⁽¹⁶⁾ Uma terceira desvantagem foi a inclusão da controvertida cláusula de recaptura: a partir do momento em que o PIB costarriquenho exceder em 20% o valor real verificado em 1989, o país terá que acelerar os pagamentos dos bônus de juros atrasados e pagar

(15) *Sin embargo, en el caso de Costa Rica, el precio acordado de 16 centavos por dólar fue inferior al del mercado, el cual, durante las negociaciones, oscilaba entre 18 y 19 centavos.* (CEPAL, 1990a, p. 19). Text of Footnote

(16) Segundo Saborio, a Costa Rica só aceitou a cláusula referente ao programa de conversão da dívida para fazer uma concessão aos bancos. *"This clause was clearly a concession on our part: debt-equity swaps are not a cost-effective way of debt reduction, but the banks love it!"* (Saborio, 1990, p. 7).

taxas de juros mais elevadas pelos bônus de taxa reduzida (opções ii e iv). Mas as desvantagens do acordo são relativamente pequenas. As cauções não cobrem o principal dos bônus e representaram uma despesa de apenas US\$ 36 milhões, o equivalente a 2,2% da dívida elegível. O programa de conversão da dívida é modesto e tem prazo relativamente longo de implantação. Pelo fato da maior fatia dos descontos ter sido captada nas operações de recompra, e não nos bônus, a cláusula de recaptura tem alcance limitado.⁽¹⁷⁾

Iremos ver na próxima seção que a Costa Rica foi o único país latino-americano que, até a data de conclusão deste trabalho, tinha conseguido captar um grande desconto da dívida externa no âmbito do Plano Brady. A boa negociação do governo Arias não se deveu à cooperação dos países credores (que passaram mais de três anos tentando boicotá-lo) nem tampouco ao poder de barganha daquele pequeno país. Na verdade, antes da moratória parcial a Costa Rica era tratada com extremo rigor pelos credores internacionais, tendo que pagar *spreads* bem mais elevados do que a média. Em seu último acordo com os bancos comerciais antes da moratória parcial, a Costa Rica teve que pagar *spread* de 1,625% numa época em que o México, por exemplo, conseguira *spread* de 1,25%. (BIRD, 1990a, v. I, p. 77-78)

Aparentemente, os resultados atípicos da renegociação costarriquenha se deveram em grande parte à sua estratégia de negociação. Embora tenha sido respaldada pelo Plano Brady, a negociação costarriquenha apresentou pouco em comum com as negociações tuteladas de México, Venezuela e Uruguai. Mas a Costa Rica teve que pagar um preço por sua independência. Os países credores se esquivaram de oferecer apoio financeiro ao pacote de redução da dívida. O governo Arias não contou, por exemplo, com financiamentos do FMI e do BIRD, que se retraíram na última hora, alegando que o país não tinha realizado esforço suficiente de ajustamento. (LIZANO & CHARPENTIER, 1990, p. 17) O Presidente Arias teve que recorrer a empréstimos bilaterais de emergência (US\$ 183 milhões) e recursos próprios (US\$ 43 milhões) para financiar as operações de recompra e as cauções.

O Acordo Venezuelano

O acordo venezuelano foi acertado com os bancos credores em junho de 1990⁽¹⁸⁾ e concluído em 17/12/1990. O *menu* elaborado pelo comitê venezuelano continha basicamente cinco opções:

(17) Para uma avaliação dos descontos, ver a Tabela 7. Para maiores detalhes sobre a cláusula de recaptura, consultar: COSTA RICA (1989, p. C-7 e C-8).

(18) Todas as estimativas do acordo venezuelano cuja fonte não estiver indicada em nota de rodapé

- (i) Troca da dívida com deságio por títulos de curtíssimo prazo (91 dias) totalmente garantidos. Em termos de valor presente, este esquema significava uma recompra da dívida velha em dólares com desconto de 55%.
- (ii) Troca da dívida velha com desconto de 30% por bônus garantidos (reforçados por caução cobrindo o principal e mais o pagamento renovável de 14 meses de juros). Eles teriam 30 anos de prazo, com *bullet maturity*, e pagariam juros flutuantes (LIBOR mais 13/16 de 1%).
- (iii) Troca ao par por bônus de "juros reduzidos" (taxa fixa de 6,75%) reforçados por caução cobrindo o principal e o pagamento renovável de 14 meses de juros. Esses bônus também teriam 30 anos de prazo, com *bullet maturity*.
- (iv) Troca ao par por bônus de juros temporariamente reduzidos (taxa fixa de 5% nos dois primeiros anos, 6% no terceiro e quarto ano, 7% no quinto ano e LIBOR mais 7/8 de 1% do sexto ano em diante). Período total de 17 anos, com 7 de carência. Garantidos por caução cobrindo 12 meses de juros, válida para os primeiros cinco anos.
- (v) Um aumento de 20% na exposição dos bancos através da emissão de bônus de "dinheiro novo". Essa opção não previa deságio nem redução nos juros. Os novos ativos teriam 15 anos de duração, com 5 de carência, e poderiam ser trocados por bônus de conversão da dívida, ao par, em uma proporção de 1 bônus de "dinheiro novo" para 5 de conversão. Os bônus de conversão da dívida (que, na prática, eram uma sexta opção) teriam prazo de maturação de 17 anos, com carência de 7. Eles seriam emitidos pelo Banco Central da Venezuela (60% do total, pagando LIBOR mais 7/8 de 1%) ou pelo Governo da Venezuela (os 40% restantes, pagando LIBOR mais 1%).

A Tabela 3 apresenta os números do acordo de reescalonamento venezuelano. A dívida elegível para redução abrangeu uma fatia de US\$ 19.598 milhões da dívida externa registrada junto aos bancos comerciais. O acordo contou com 100% de adesão dos bancos comerciais. Os ativos que tiveram maior procura foram os bônus de "juros reduzidos", cuja emissão se situou

foram obtidas do Banco Mundial. Ver: BIRD (1990a) e BIRD (1991b).

em US\$ 7.415 milhões (37,8% da dívida elegível). Bancos responsáveis por 30,9% da dívida elegível (US\$ 6.060 milhões) optaram por bônus de "dinheiro novo", o que deve proporcionar empréstimos brutos de US\$ 1.212 milhões durante três anos. Foram trocados US\$ 2.918 milhões (14,9% da dívida elegível) por bônus de juros temporariamente reduzidos e US\$ 1.794 milhões (uma fatia de 9,2%) por bônus descontados com juros flutuantes. As operações de recompra abrangeram apenas 7,2% da dívida elegível (US\$ 1.411 milhões), captando desconto de aproximadamente 55%.

TABELA 3
ACORDO DE REDUÇÃO E REESCALONAMENTO DA
DÍVIDA BANCÁRIA VENEZUELANA 1990
(Em US\$ Milhões)

Ativos ou Componentes da Dívida Externa	Montante	Participação na Dívida Elegível (%)
<i>A. Menu de Opções</i>		
1. Opção "Recompra" com desconto de 55%	1.411	7,2
2. Bônus com Desconto de 30%	1.794	9,2
3. Bônus de Juros "Reduzidos" (6,75% a.a.)	7.415	37,8
4. Bônus de Juros Temporariamente Reduzidos	2.918	14,9
5. Bônus de "Dinheiro Novo" e Bônus de Conversão da Dívida	6.060	30,9
<i>B. Dívida Elegível Cujos Credores não Escolheram Nenhuma das Opções</i>		
<i>C. Total da Dívida Elegível</i>		
	19.598	100,0
<i>D. Dívida Externa sob Responsabilidade do Setor Público Antes do Acordo^a</i>		
	25.280	129,0
<i>E. Custo Total do Pacote</i>		
Despesa com Garantias	1.739	8,9
<i>F. "Dinheiro Novo" Resultante do Acordo</i>		
	1.212	6,2

Nota: a Estoque da dívida pública de longo prazo, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público, em 31/12/1989.

Fonte: BIRD (1991b) e FMI(1993).

Os aspectos desfavoráveis do acordo para a Venezuela foram as cláusulas de recaptura, as cauções e os dois programas de conversão. A cláusula de recaptura abrange tanto os bônus ao par quanto os bônus descontados e deve entrar em efeito a partir de 1996 se o preço do petróleo exceder US\$ 26 por barril. O custo total do pacote, segundo estimativa do FMI, atingiu US\$ 2.585 milhões, dos quais US\$ 1.739 milhões foram usados para financiar as garantias. A operação foi financiada com empréstimos do BIRD (US\$ 500 milhões), do FMI (US\$ 880 milhões), do Japão (US\$ 600 milhões) e com recursos próprios (US\$ 400 milhões). O acordo prevê dois programas de conversão. O primeiro, aberto a todos os credores, estipula o limite mínimo de US\$ 600 milhões (valor descontado) ao ano por meio de leilões durante o período 1991-93. O segundo é restrito aos bônus de dinheiro novo emitidos pelo Banco Central da Venezuela, os quais podem ser convertidos ao par durante um período de 3 anos após sua emissão.(EMBAIXADA, 1990, p. 9-10)

O Acordo Uruguaio

O Uruguai acertou um acordo de princípios com seus credores em novembro de 1990.⁽¹⁹⁾ O acordo foi assinado em 31 de janeiro de 1991 e as trocas tiveram lugar no dia 19 de fevereiro. O pacote da dívida uruguaia continha basicamente três opções:

- (i) Operação de recompra da dívida com desconto de 44% do valor nominal.
- (ii) Troca da dívida ao par por bônus de "juros reduzidos" (taxa fixa de 6,75% ao ano). Esse ativo teria 30 anos de duração, com *bullet maturity*, e seria garantido por uma caução cobrindo o principal mais 18 meses de juros.
- (iii) Opção de "dinheiro novo" combinado com a emissão de títulos de conversão da dívida (*debt conversion notes*). Esta opção envolvia um aumento de 20% na exposição dos bancos: para cada 5 dólares de dívida trocada por títulos de conversão da dívida os bancos deveriam emprestar 1 dólar de "dinheiro novo". Os títulos de conversão teriam

(19) Todas as estatísticas e detalhes técnicos do acordo uruguaio foram obtidos do BIRD (1991b) exceto os números referentes ao custo total do pacote e às garantias, que são estimativas do FMI (1993).

16 anos de prazo, 7 de carência e pagariam juros de mercado (LIBOR mais 7/8 de 1%). Os títulos de "dinheiro novo" teriam 15 anos de duração, 7 de carência e levariam taxas flutuantes (LIBOR mais 1%).

A Tabela 4 apresenta os números do pacote uruguaio. A renegociação abrangeu US\$ 1.611 milhões. Estimativas do BIRD sobre as escolhas dos bancos indicam que 39,3% dos credores optaram pela recompra (US\$ 633 milhões); 32,9% pela troca por bônus de juros reduzidos (US\$ 530 milhões) e 27,8% pela opção de bônus de conversão (US\$ 448 milhões). O acordo proporcionou ao Uruguai um desembolso de US\$ 89 milhões de "dinheiro novo".

TABELA 4
ACORDO DE REDUÇÃO E REESCALONAMENTO DA
DÍVIDA BANCÁRIA URUGUAIA - 1991
(Em US\$ Milhões)

Ativos ou Componentes da Dívida Externa	Montante	Participação na Dívida Elegível (%)
A. Menu de Opções		
1. Recompra com Desconto de 44% do Valor Facial	633	39,3
2. Troca ao par por Bônus de "Juros Reduzidos" (Taxa Fixa de 6,75%)	530	32,9
3. "Dinheiro Novo" Combinado com Títulos de Conversão da Dívida	448	27,8
B. Dívida Elegível Cujos Credores Não Escolheram Nenhuma das Opções		
C. Total da Dívida Elegível	1.611	100,0
D. Dívida Externa sob Responsabilidade do Setor Público Antes do Acordo		
E. Custo Total do Pacote	463	28,7
Total das Garantias	95	5,9
F. "Dinheiro Novo" Resultante do Acordo (20% do Montante da Opção 3)		
	89	5,5

Nota: a Estoque da dívida pública de longo prazo, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público, em 31/12/1990.

Fonte: BIRD (1991b) e FMI(1993).

O valor do pacote uruguaio foi estimado em US\$ 463 milhões, quase 29% da dívida afetada. Deste total, US\$ 95 milhões foram aplicados nas garantias. Para financiá-lo, o Uruguai tomou emprestado US\$ 65 milhões do BIRD, US\$ 35 milhões do FMI, US\$ 30 milhões do BID e entrou com recursos próprios de US\$ 331 milhões, incluindo os US\$ 89 milhões de "dinheiro novo" obtidos no acordo.

Os bancos que aderiram ao acordo até 7 de dezembro de 1990 receberam comissão de 1/8 de 1%. Os bônus de taxa fixa teriam uma cláusula de recaptura que poderia elevar a taxa de juros para 7,5% ao ano, dependendo da evolução favorável de um índice parcial dos termos de troca do Uruguai (composto dos preços da lã, carne, arroz e óleo).

O Acordo Argentino

O governo argentino negociou sob regime de moratória parcial, acumulando enormes atrasos. A conta de juros em atrasos aos bancos comerciais chegou a US\$ 8,3 bilhões. A Argentina obteve um acordo preliminar com os bancos comerciais em junho de 1992.⁽²⁰⁾ O acordo definitivo foi fechado em abril de 1993. O pacote da dívida argentina pode ser resumido da seguinte forma:

- (i) Troca do principal, com desconto de 35%, por bônus garantidos que pagam juros flutuantes (LIBOR mais 13/16 de 1%). Esse ativo teria 30 anos de duração, com *bullet maturity*, e seria garantido por uma caução cobrindo o principal mais o pagamento renovável de 12 meses de juros.
- (ii) Troca do principal, ao par, por bônus de "juros reduzidos". A exemplo da opção anterior, os bônus teriam 30 anos de duração, com *bullet maturity*, e a garantia de uma caução cobrindo o principal mais o pagamento renovável de 12 meses de juros. Os bônus levariam taxas de juros fixas e crescentes, segundo o seguinte esquema: 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.

(20) Todas as estimativas e detalhes técnicos do acordo argentino foram obtidos do FMI (1993).

- (iii) Pagamento de parte dos juros atrasados com bônus que levam juros flutuantes (LIBOR mais 13/16 de 1%) e teriam 12 anos de duração com 3 de carência e amortizações crescentes.
- (iv) Pagamento imediato de parte dos juros atrasados em dinheiro (*down-payment*).

A Tabela 5 apresenta os números do pacote argentino. As trocas, realizadas em abril de 1993, abrangeram US\$ 19,3 bilhões, um valor aquém da previsão inicial de US\$ 21 bilhões. Estimativas do FMI sobre as escolhas dos bancos indicam que 66% da dívida foi trocada por bônus ao par (US\$ 12,7 bilhões) e 34% por bônus com desconto (US\$ 6,6 bilhões).

TABELA 5
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 (%)
A. 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 (<i>down-payment</i>)	700	3,6
Pagamento em Bônus de Juros Atrasados	7.600	39,4
B. Dívida Elegível Cujos Credores Não		
Escolheram Nenhuma das Opções	n.d.	
C. Total da Dívida Elegível		
	19.286	100,0
D. Dívida Externa sob Responsabilidade		
do Setor Público Antes do Acordo ^a	46.835	242,7
E. Custo Total do Pacote		
Garantias	2.726	14,1
F. "Dinheiro Novo" Resultante do Acordo		
	Nenhum	0

Nota: ^a Estoque da dívida pública de longo prazo, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público, no final de 1992.

Fonte: BIRD (1993) e FMI (1993).

O acordo incluiu um acerto relativamente favorável sobre os juros em atraso. Da vultosa conta de juros atrasados, apenas uma parcela de 0,7 bilhão teve que ser paga de imediato. O dinheiro foi depositado em uma *escrow account* até que sejam finalizados os cálculos sobre os juros em atraso (estimados em 8,3 bilhões). (FMI, 1993, p. 7)

O pacote argentino contou com amplo financiamento externo. O Banco Mundial entrou com US\$ 710 milhões, o FMI com US\$ 1 bilhão, o BID com US\$ 475 milhões e o Eximbank japonês com US\$ 800 milhões. A Argentina teve que sacar US\$ 771 de suas reservas. O financiamento deu para pagar com sobra as cauções dos bônus argentinos que, segundo estimativas do FMI, ficaram em apenas US\$ 2.726 milhões. (FMI, Table 3, p. 8)

O Acordo Brasileiro

A renegociação brasileira foi realizada sob regime de moratória parcial da dívida externa. Nos termos da Resolução nº 1.838 do Conselho Monetário Nacional, o Brasil remeteu apenas 30% dos juros devidos sobre a dívida afetada durante a fase inicial da negociação. O Brasil obteve um acordo preliminar com os bancos comerciais em 9 de julho de 1992.⁽²¹⁾ As trocas foram realizadas em abril de 1994. O pacote da dívida brasileira contém as seguintes opções:

- (i) Bônus de desconto. Envolve a troca, com desconto de 35% (trinta e cinco por cento), por bônus com trinta anos de prazo, amortização em parcela única ao final do prazo (*bullet*) e taxa de juros de mercado (LIBOR de 6 meses mais *spread* de 13/16 de 1%). Esse ativo contará com garantia de cem por cento do montante de principal, bem como de 12 meses de pagamento de juros.
- (ii) Bônus ao par. Envolve a troca ao par da dívida antiga por bônus de "juros reduzidos". Do primeiro ao sexto ano a taxa de juros obedece a uma escala crescente: 4% no primeiro ano, 4,25% no segundo, 5% no terceiro ano, 5,25% no quarto ano, 5,5% no quinto ano, 5,75% no sexto ano. Do sétimo ao trigésimo ano a taxa de juros será fixada em 6%. Esse ativo tem trinta anos de prazo, com amortização em parcela

(21) A maior parte das informações e detalhes técnicos do acordo brasileiro foram obtidos a partir da documentação enviada ao Senado Federal pelo governo brasileiro, incluindo a minuta do acordo. Ver a íntegra da Mensagem Presidencial Nº 357, de 16/11/92 (Mensagem Nº 707 de 13/11/92 na origem).

- única ao final do prazo (*bullet*), e é garantido por caução cobrindo 100% do principal, bem como 12 meses de pagamento de juros.
- (iii) Bônus de redução temporária dos juros ou "FLIRB". Esse bônus tem prazo de quinze anos, incluindo nove anos de carência, e amortizações semestrais iguais. A taxa de juros obedece a uma escala crescente nos seis primeiros anos - de 4% nos dois primeiros anos, 4,5% no terceiro e quarto anos, e 5% no quinto e sexto anos. A partir do sétimo ano passa a ser flutuante: LIBOR de seis meses mais *spread* de 13/16 de 1%. Esse ativo conta com garantia de pagamento de doze meses de juros, válida somente até o sexto ano, sem garantia do principal.
- (iv) Bônus de capitalização. Esse ativo tem prazo de vinte anos, incluindo dez de carência. A taxa de juros durante os primeiros seis anos obedece a uma escala crescente: 4% nos dois primeiros anos, 4,5% no terceiro e quarto anos, 5% no quinto e sexto ano, fixos sem *spread*, e passa a render 8% ao ano, também sem *spread* a partir do sétimo ano, havendo uma capitalização da diferença entre as taxas iniciais e essa taxa fixa. Esse instrumento não leva nenhuma garantia.
- (v) Bônus de conversão da dívida. Essa opção está amarrada aos bônus de dinheiro novo. O ativo tem prazo de 18 anos, incluindo dez anos de carência e leva taxa de juros flutuante (LIBOR de seis meses mais 7/8 de 1% ao ano).
- (vi) Bônus de dinheiro novo. Esse ativo tem prazo de quinze anos, incluindo sete de carência, e rende juros flutuantes (LIBOR de seis meses mais 7/8 de 1% de *spread* ao ano). Para cada 5,5 dólar de dívida antiga transformada em bônus de conversão, o credor externo obriga-se a emprestar 1 dólar de dinheiro novo mediante aquisição desses bônus.
- (vii) Opção de reestruturação. Um contrato de empréstimo de vinte anos de prazo, sendo dez de carência, com amortizações a partir do décimo ano em escala crescente. As taxas de juros são crescentes nos primeiros seis anos - 4% nos primeiros dois anos, 4,5% nos anos três e quatro, e 5% no quinto e sexto ano. Está previsto que a diferença nos juros até o sexto ano com relação à LIBOR de seis meses seja capi-

talizada, caso positiva, ou utilizada na amortização de principal, caso negativa.

- (viii) Bônus de "*Phase-In*". São bônus temporários que serão emitidos durante o período em que o governo brasileiro estiver alocando recursos para as cauções, para serem posteriormente substituídos por bônus ao par ou bônus de desconto. Este ativo terá prazo de dez anos, com dois e meio de carência. Serão pagos em 16 parcelas semestrais iguais. A taxa de juros será flutuante: LIBOR mais *spread* de 13/16 de 1%.
- (ix) Bônus de Juros Atrasados. Este ativo envolve troca ao par pela parcela remanescente dos juros não pagos em 1991, 1992 e 1993 (até a data de emissão dos novos títulos). Este bônus terá prazo de 12 anos, com 3 de carência. Os juros serão flutuantes: LIBOR semestral mais *spread* de 13/16 de 1%.

Estimativas do Banco Central divulgadas em 15 de abril de 1994 indicavam que a dívida total afetada pelo acordo estava em US\$ 49 bilhões, com a seguinte composição: US\$ 32,5 bilhões de créditos de bancos estrangeiros, US\$ 7 bilhões de créditos de bancos brasileiros, US\$ 3,8 bilhões de "dinheiro novo" e US\$ 5,7 bilhões de juros atrasados.

A Tabela 6 apresenta os números do pacote brasileiro. A dívida elegível para redução ficou em apenas US\$ 32,48 bilhões. Foram excluídas das operações de redução três componentes da dívida afetada: os créditos de bancos comerciais brasileiros, a dívida referente ao "dinheiro novo" do acordo de 1988 e uma parcela de US\$ 1,3 bilhões de títulos em poder de credores recalcitrantes da família Dart. Dos US\$ 32,48 bilhões da dívida elegível para redução, 34,6% foram alocados para bônus de desconto, 32,3% para bônus ao par, 5,4% para bônus com redução temporária de juros, 21,7% para bônus de capitalização e 6% para bônus de capitalização. O acordo proporcionou ao Brasil US\$ 353 milhões de "dinheiro novo"

TABELA 6
ACORDO DE REDUÇÃO E REESCALONAMENTO DA
DÍVIDA BRASILEIRA COM BANCOS COMERCIAIS - 1994
(Estimativas Preliminares)
Em US\$ Bilhões

Ativos ou Componentes da Dívida Externa	Montante	Participação na Dívida Elegível (%)
A. Menu de Opções		
1. Bônus com Desconto de 35%	11,24	34,6
2. Bônus ao Par de Juros Reduzidos	10,50	32,3
3. Bônus com Redução Temporária de Juros	1,74	5,4
4. Bônus de Capitalização	7,06	21,7
5. Bônus de Conversão com Compromisso de Aporte de "Dinheiro Novo"	1,94	6,0
6. Opção de Reestruturação	0,00	0,0
B. Dívida Afetada Excluída da Redução		
1. Dívida junto a Bancos Brasileiros	7,00 ^a	21,5
2. Dinheiro Novo do Acordo de 1988	3,80 ^b	11,7
3. Dívida Elegível em Poder de Credores Recalcitrantes (família Dart)	1,30	4,0
4. Juros Atrasados de 1991 a 1994	5,70	17,5
C. Total da Dívida Elegível para Redução		
	32,48	100,0
D. Dívida Externa sob Responsabilidade do Setor Público Antes do Acordo^c		
	86,25	265,5
E. Total das Garantias		
	3,88	11,9
F. "Dinheiro Novo" Resultante do Acordo (18,2% do Montante da Opção 5)		
	0,35	1,08

Notas: ^a Deste total, US\$ 5,3 devem ser trocados por bônus de conversão sem compromisso de aporte de dinheiro novo, ficando de fora US\$ 1,7 bilhão de créditos MYDFA do Banco do Brasil.

^b Essa dívida deve ser submetida a tratamento diferenciado, sendo trocada por bônus de conversão da dívida ou bônus de dinheiro novo.

^c Estoque da dívida de longo prazo pública, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público ao final de 1992 (projeção do BIRD).

Fontes: BACEN (1994a) e BIRD (1993).

Após a aprovação do acordo preliminar pelo Senado Federal, o Brasil passou a pagar 50% dos juros devidos e quitou 20% dos juros atrasados em

quatro parcelas. Os vinte por cento adicionais foram pagos em quatro remessas realizadas em momentos distintos, sendo as duas últimas remessas condicionadas à adesão ao acordo de bancos credores responsáveis por pelo menos 95% da dívida. Os juros atrasados na época do fechamento do acordo, correspondentes a 70% dos juros devidos em 1991 e 50% dos juros devidos de 1992 a 1994, foram estimados preliminarmente em US\$ 5,7 bilhões. Tão logo sejam obtidos os números definitivos, eles serão pagos com bônus de juros atrasados.

As garantias do acordo ficaram em US\$ 3.883 milhões. O Brasil entregou em 15 de abril a primeira parcela de US\$ 2.800 milhões em títulos "*Zero Coupon*" do Tesouro americano adquiridos no mercado secundário. O saldo de US\$ 1.083 milhões será pago em quatro prestações ao longo de dois anos. O governo brasileiro, até maio de 1994, ainda não tinha conseguido obter empréstimos externos para financiar as cauções. O acordo brasileiro foi fechado em circunstâncias adversas (inflação em torno de 40% ao mês e clima de incerteza de um ano eleitoral) e não recebeu a chancela de um acordo de monitoramento do FMI.

2.2. Descontos Captados Pelos Devedores

Existem diversos critérios de medição do alívio financeiro conseguido pelos devedores que recorrem ao Plano Brady. Embora os países superendividados necessitem tanto de redução da dívida externa quanto de prolongamento do prazo de pagamento, alguns dos esquemas de redução da dívida criados pelos comitês (e adotados pelo Plano Brady) se traduzem, no curto prazo, em aceleração da cobrança da dívida.

Num típico acordo de reescalonamento do Plano Brady coexistem bons e maus mecanismos de redução da dívida. Ao lado de instrumentos financeiros que podem proporcionar alívio financeiro ao devedor (como as trocas por bônus com desconto e as recompras) são introduzidos mecanismos de orientação oposta, que tendem a acelerar a exação da dívida. As conversões de dívida em investimento, por exemplo, são pagamentos antecipados da dívida externa em moeda nacional e, como tal, exercem pressão sobre as fontes de financiamento internas. As cauções sobre os bônus são também, de certa maneira, uma antecipação do pagamento em dólares da dívida externa. O que se percebe é que os credores conseguiram tomar a bandeira da redução da dívida externa da mão dos devedores e adaptá-la a suas conveniências.

Acreditamos que um bom indicador do alívio financeiro conseguido pelo devedor não deveria tomar por base a redução da dívida e sim o **desconto** sobre a dívida velha captado no curto e médio prazo pelo devedor (no caso, estamos procurando focalizar o intervalo de tempo necessário à estabilização da economia). Julgamos conveniente definir esse desconto em função do conceito de **dívida líquida**, entendida como a diferença entre a dívida bruta e as reservas disponíveis (isto é, as reservas que não foram imobilizadas nas cauções).

A partir de uma perspectiva de curto e médio prazo, o desconto sobre a dívida líquida deve ser igual ao desconto captado nas recompras e trocas por bônus mais a redução do valor presente da dívida conseguida mediante redução das taxas de juros mais o impacto (negativo) das cauções. O efeito negativo das cauções se deve ao fato de seu financiamento - seja ele feito mediante a imobilização de reservas ou de empréstimos externos - ter o efeito de aumentar o serviço da dívida externa ou de diminuir a receita das reservas internacionais. Em ambos os casos, o financiamento das cauções provoca, no curto e médio prazo, aumentos do serviço da dívida líquida e conseqüente redução do desconto.

Neste ponto é importante fazer uma ressalva. Alguns dos especialistas que comentaram versões preliminares deste trabalho observaram que as cauções têm também um efeito positivo, à medida que proporcionam, no longo prazo, uma redução da dívida líquida (pois antecipam o pagamento do principal e de parte dos juros). Embora considerando a crítica tecnicamente correta, devemos ressaltar que o objetivo primordial de um acordo de reescalamento do Plano Brady é diminuir o fardo da dívida num horizonte de tempo não muito distante, gerando condições propícias para a estabilização e a retomada do crescimento. Do ponto de vista do devedor superendividado, é mau negócio reduzir ativos de curto prazo (reservas) e contrair dívidas para garantir, 30 anos no futuro, o pagamento de uma dívida securitizada. Mesmo aceitando que o desconto bruto efetivo de **longo prazo** deva contabilizar o financiamento das garantias (bem como o efeito das cláusulas de recaptura), insistimos em que, do ponto de vista da estabilização econômica - que é a perspectiva mais de acordo com as metas do Plano Brady -, o desconto deva ser líquido de endividamento adicional e de imobilização de reservas. Esta opção metodológica, embora controversa, já foi adotada pelo FMI e pelo Banco Mundial em avaliações técnicas do Plano Brady. (FMI, 1991, p. 76; BIRD, 1991a, p. 21)

A Tabela 7 apresenta estimativas dos descontos líquidos de curto e médio prazo captados nas seis renegociações latino-americanas chanceladas pelo Plano Brady. A coluna "A" apresenta estimativas do estoque da dívida externa pública de longo prazo antes do acordo. Comparando os números da coluna "A" com os números da coluna "B" - Dívida Elegível Para Redução - é possível constatar que uma das deficiências das renegociações do Plano Brady está em sua abrangência. A Dívida Elegível não engloba componentes significativos do estoque da dívida pública dos países latino-americanos. No caso da renegociação da dívida mexicana, foi excluída da definição de dívida elegível uma porção substancial da dívida bancária do setor público. Segundo estimativa do FMI, a dívida mexicana do setor público com os bancos comerciais na época do acordo era de US\$ 66,2 bilhões. (FMI, 1991, p. 76)

TABELA 7
ESTIMATIVAS DOS DESCONTOS DE CURTO E MÉDIO
PRAZO CAPTADOS POR DEVEDORES
LATINO-AMERICANOS NAS RENEGOCIAÇÕES
DO PLANO BRADY
(Em bilhões de dólares)

	Dívida Externa Pública Antes do Acordo ^a (A)	Dívida Elegível Para Redução (B)	Desconto Captado nas Recompras e Bônus (C)	Valor Presente da Redução dos Juros ^b (D)	Impacto Financeiro das Cauções (E)	Desconto Total da Dívida Líquida (DTL) (F=C+D-E)	DTL em Relação à Dívida Elegível (%) (G=F/B)	DTL em Relação à Dívida Pública (%) (H=F/A)
Argentina	46,8	19,3	2,3	4,0	-2,7	3,6	18,6	7,7
Brasil	86,3	32,5	3,9	4,7	-3,9	4,7	14,5	5,5
Costa Rica	3,6	1,6	0,8	0,1	-0,04	0,9	53,3	24,1
México	76,1	48,1	7,2	4,2	-7,2	4,3	8,9	5,6
Uruguai	3,0	1,6	0,3	0,1	-0,1	0,3	15,7	8,3
Venezuela	25,3	19,6	1,3	1,1	-1,7	0,6	3,2	2,5
TOTAL	241,0	122,7	15,9	14,1	-15,7	14,3	11,7	5,9

Nota: ^a Dívida pública de longo prazo, incluindo a dívida privada garantida pelo setor público.

^b Considera a redução nos juros verificada entre 1990 e 1993 e a redução esperada de 1994 em diante.

Fonte dos Dados Primários: BIRD (1991b), BIRD (1993), FMI (1991), FMI (1993), BACEN (1994a).

Na coluna "F" da Tabela 7 apresentamos estimativas do Desconto Total da Dívida Líquida (DTL). O DTL é igual ao Desconto Captado nas Recompras e Bônus (coluna "C") mais o Valor Presente da Redução dos Juros (coluna "D") mais o Impacto (negativo) do Financiamento das Cauções

(coluna "E"). Esse indicador permite observar que parte substancial do desconto captado pelos devedores no curto e médio prazo foi neutralizado pelo aumento do endividamento líquido decorrente do financiamento das cauções.

Ao efetuar os cálculos do Valor Presente da Redução dos Juros, procuramos simular um cenário realista. Decidimos abstrair o impacto das cláusulas de recaptura (um efeito de longo prazo) e admitimos a hipótese de que a taxa de juros flutuante cobrada pelos bancos comerciais (LIBOR mais *spread*) a esses países se mantenha em 9% ao ano de 1994 em diante. Trata-se de uma hipótese favorável aos descontos, considerando que a média da LIBOR mais *spread* de 13/16 esteve abaixo dos 5% durante o biênio 1992-93.

É importante ressaltar que os descontos captados pelos bônus de "juros reduzidos" do México, Costa Rica, Uruguai e Venezuela foram baixíssimos em 1991 e muito negativos durante o biênio 1992-93. Considerando a soma dos valores presentes das reduções dos juros verificadas no período compreendido entre a data de securitização e o final de 1993, os quatro países tiveram prejuízo em relação à alternativa de pagar as taxas flutuantes que incidiam sobre a dívida velha. Na nossa metodologia, consideramos a redução dos juros verificada no período 1990-94 e a redução dos juros esperada de 1994 em diante (na hipótese de a taxa de juros flutuante ficar em 9% ao ano).

É possível que os bônus de juros fixos do México, Costa Rica, Venezuela e Uruguai continuem dando prejuízo durante mais algum tempo. A inflação dos países desenvolvidos está baixa e, segundo previsões do Banco Mundial, as taxas de juros reais dos anos noventa devem ser bem inferiores às dos anos oitenta.⁽²²⁾

Na coluna "G" da Tabela 7 apresentamos estimativas do desconto relativo captado pelos devedores, definido como a razão entre o DTL e a Dívida Elegível Para Redução. A coluna "G" nos mostra que o único país que obteve grande desconto foi a Costa Rica (53,3% da Dívida Elegível). Os demais devedores obtiveram descontos pequenos ou insuficientes (entre 3,2% e 18,6%). Os DTL captados pelos seis países totalizaram US\$ 14,3

(22) "Real interest rates should ease to between 3 and 4 percent over the decade, as against an average of 5.5 percent in the 1980s." (BIRD, 1990b, p. 16).

bilhões, o equivalente a um desconto médio de 11,7% sobre a soma das dívidas elegíveis.

Em virtude da pequena abrangência das renegociações, o alívio financeiro captado pelos países representou uma pequena fração das dívidas sob responsabilidade do setor público. A coluna "H" apresenta a relação entre o DTL e a Dívida Externa Pública Antes do Acordo. Este indicador nos mostra que as desgastantes negociações do Plano Brady proporcionaram aos seis governos latino-americanos um desconto líquido médio equivalente a apenas 5,9% das dívidas sob responsabilidade do setor público.

2.3. A Restauração da Confiança

Em trabalho sobre o Plano Brady, Edmar Bacha constatou que o alívio financeiro normalmente concedido pelos credores era pequeno demais para justificar o interesse dos devedores. (BACHA, 1991, p. 10-15) Segundo ele, o verdadeiro atrativo do Plano Brady não estaria na redução da dívida, e sim em seu efeito secundário na restauração da confiança dos credores. Esse efeito secundário poderia ser percebido nas cotações das dívidas externas latino-americanos no mercado secundário cuja recuperação, segundo Bacha, se devia em grande parte a um aumento da confiança dos credores resultante dos reescalamentos do Plano Brady.⁽²³⁾

A Tabela 8 apresenta as cotações médias das dívidas de 16 países da América Latina e Caribe no mercado secundário entre junho de 1985 e outubro de 1993. Observa-se que as cotações da maior parte dos países estavam em declínio desde 1985 (quando começaram os levantamentos estatísticos) até meados de 1990, depois entraram em fase de recuperação. Mas é importante observar que o ponto de inflexão não coincidiu com a implantação do Plano Brady. O período compreendido entre janeiro e dezembro de 1989 - que abrange o lançamento do Plano Brady e o anúncio dos dois primeiros acordos - foi marcado por uma redução nas cotações da maioria dos devedores latino-americanos.

(23) *"An index of investor's confidence is the secondary market price of foreign debt: the higher it is, the more confident investors must be on a country's solvency. Judged by this yardstick, the Brady plan has been quite successful..."* (BACHA, 1991, p. 12).

TABELA 8
AMÉRICA LATINA E CARIBE; PREÇOS MÉDIOS PAGOS
POR TÍTULOS DE 16 PAÍSES NO MERCADO
SECUNDÁRIO, 1985-1993
(Como Porcentagem do Valor Facial)

	1985	1988		1989			1990		1991		1992		1993	
	Jul	Jan	Dez	Jan	Jun	Dez	Jan	Dez	Jan	Jun	Jan	Jun	Jan	Out
Argentina	60	32	21	20	13	13	12	20	19	25	39	50	45	64
Bolívia		11	10	10	11	11	11				13	12	16	
Brasil	75	46	41	37	31	22	25	25	23	33	32	37	30	46
Chile	65	61	56	60	61	59	62	74	75	88	89	90	91	92
Colômbia	81	65	57	56	57	64	60	63	64	73	75	75	75	77
Costa Rica		15	12	13	14	17	18	34	34	46	51	57	60	75
Dominicana		23	22	22	22	13						33	31	50
Equador	65	35	13	13	12	14	14	20	20	22	24	32	28	38
Honduras		22	22	22	17	20	21				26	27	33	31
Jamaica	33	40	40	41	40	40	75	74	69	76				
México	80	50	43	40	40	36	37	46	45	55	62	65	66	79
Nicarágua		4	2	2	1	1	1				6	9	8	10
Panamá		39	21	19	10	12	19	13	11	13	23	33	29	43
Peru	45	7	5	5	3	6	6	4	3	7	14	17	19	47
Uruguai	59	60	60	57	50	50	55				70	70	75	80
Venezuela	81	55	41	38	37	34	35	50	50	60	67	61	58	73
MÉDIA GERAL														
PONDERADA ^a	nd	45	38	35	32	28	30	35	33	42	48	52	49	63

Nota: ^a Média ponderada pelo montante da dívida bancária.

Fonte dos Dados Primários: CEPAL (1988, 1990a e 1991a).

No caso do acordo do México, o mercado reagiu de forma negativa quando ele foi anunciado (em julho de 1989). A cotação da dívida mexicana caiu de 40% para 36% do valor facial entre junho e dezembro de 1989. A Média Geral Ponderada, um indicador mais amplo do preço da dívida latino-americana no mercado secundário, permaneceu em queda durante o ano de 1989, e só em junho de 1991, mais de dois anos após o lançamento do Plano Brady, ultrapassou o valor registrado na véspera do Plano (janeiro de 1989).

Na verdade, excetuando o caso da Costa Rica (que realizou uma negociação atípica), a recuperação das cotações dos países que recorreram ao Plano Brady tem sido menor do que seria razoável esperar. México e Vene-

zuela - países que anteciparam pagamentos da dívida por meio de cauções e ampliaram muito os programas de conversão (os quais geram pressão de demanda, elevando os preços dos títulos) - ainda não haviam recuperado em outubro de 1993 os preços registrados em julho de 1985. As cotações do mercado secundário, apesar da recuperação, indicam a persistência de alto grau de desconfiança por parte dos credores.

Um segundo indicador do ceticismo dos credores vem sendo a modesta contribuição de "dinheiro novo" Os bancos comerciais optaram por desembolsar, nos seis acordos do Plano Brady, apenas US\$ 2.745 milhões. A falta de confiança se deu inclusive em relação ao México, um devedor tido como exemplar. Os bancos comerciais ofereceram ao México tão-somente US\$ 1.091 milhões de "dinheiro novo" durante quatro anos. No entanto, o último acordo de reescalonamento antes do Plano Brady proporcionou ao México US\$ 5.472 milhões de "dinheiro novo" durante o biênio 1987-1988.(FMI, 1991, p. 97)

O problema das renegociações convencionais do Plano Brady (categoria que não inclui a Costa Rica) é que, embora elas indiquem que o devedor tem vontade de pagar a dívida, elas pouco têm feito para restaurar a capacidade de pagamento dos países latino-americanos. Como as dívidas são normalmente reescaladas com baixo desconto e cláusulas de recaptura, permanece elevado o risco de que o devedor volte a ter no futuro dificuldades de pagamento.

A Tabela 9 apresenta a relação entre a dívida externa e as exportações de bens e serviços dos países latino-americanos. Ao final de 1993, essa relação estava em 293%, o que indicava um nível de endividamento maior do que os 257% registrados em 1981, véspera da crise de 1982. Dentre os países que recorreram ao Plano Brady, apenas Costa Rica e Brasil dois devedores réprobos tinham conseguido baixar a relação entre dívida e exportações de bens e serviços a um nível inferior ao de 1980. Doze anos após a eclosão da crise da dívida externa e passados cinco anos do lançamento do Plano Brady, a América Latina ainda permanece, salvo raras exceções, severamente endividada e com grande vulnerabilidade a choques externos.

TABELA 9
AMÉRICA LATINA E CARIBE: RELAÇÃO ENTRE A
DÍVIDA EXTERNA E AS EXPORTAÇÕES DE BENS E
SERVIÇOS DE ALGUNS PAÍSES, 1980-1991 (%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993*
Argentina	275	329	475	485	481	491	610	717	525	538	412	444	443	436
Bolívia	227	264	308	370	392	458	530	640	606	403	387	396	488	484
Brasil	323	315	418	413	363	379	460	430	315	307	353	361	325	308
Chile	188	311	370	390	456	457	405	327	229	182	180	155	151	169
Colômbia	128	199	232	303	239	314	233	250	258	233	203	187	182	175
Costa Rica	184	229	285	312	294	307	281	302	276	244	199	183	156	143
Equador	144	180	198	277	261	246	345	422	400	394	364	360	338	357
México	244	288	337	346	322	357	459	371	347	289	266	290	276	284
Peru	207	239	281	334	349	362	430	428	447	423	487	498	491	508
Uruguai	140	183	276	324	362	391	349	371	361	344	342	326	329	351
Venezuela	148	153	183	219	202	225	357	305	314	237	176	207	233	239
América Latina e Caribe	222	257	326	350	329	355	427	399	342	310	292	305	294	293

Nota: ^a Dados Preliminares.

Fonte: CEPAL (1990a) e CEPAL (1993).

Se a recuperação do mercado secundário não começou na época da implantação do Plano Brady nem esteve restrita aos países que recorreram a ele, devem existir outros fatores influenciando na reversão das expectativas. Aparentemente, a onda altista do mercado secundário coincidiu com uma fase de mudanças no cenário financeiro internacional e nos desempenhos individuais dos países da América Latina e Caribe. A recuperação do crescimento econômico da América Latina, iniciada em 1991, se deveu mais ao esforço de ajustamento individual dos devedores e à queda dos juros internacionais do que a um possível efeito colateral do Plano Brady.⁽²⁴⁾ A grande queda observada nas taxas de juros internacionais teve um efeito equivalente a um **choque exógeno**. A LIBOR semestral para empréstimos em dólares entrou em queda livre durante o primeiro triênio da nova década: 9,3% em 1989, 8,3% em 1990, 6,1% em 1991, 3,9% em 1992 e 3,4% em 1993. Este evento não só diminuiu o fardo da dívida externa como também contribuiu para incentivar a emigração de capitais especulativos de curto prazo e repatriações de poupança para alguns países da América Latina.

Embora a volta dos empréstimos internacionais à América Latina tenha dado vazão a muita comemoração nos círculos financeiros, ela aconte-

(24) Para uma análise do ajustamento da América Latina, ver: PORTELLA (1994).

ceu com um atraso bem maior do que o verificado nas crises anteriores, e está tendo um impacto modesto sobre o nível de investimento da Região. Os fluxos de capitais que vem entrando na América Latina no início dos anos noventa apresentam duas limitações básicas.

Em primeiro lugar, grande parte dos recursos são de natureza volátil ou especulativa e não representam investimentos novos. Estudo técnico realizado por uma equipe de pesquisadores do FMI constatou que esses fluxos atendem mais a um padrão regional do que ao comportamento dos países individuais. Estaria ocorrendo, no início dos anos noventa, um choque externo semelhante ao que ocorreu nos anos setenta, com a desvantagem de que a presente onda expansiva é mais frágil e apresenta um risco maior de sofrer reversão brusca do que a dos anos setenta.⁽²⁵⁾

Uma segunda limitação desses fluxos de capital está na persistente retração da oferta de financiamento externo de longo prazo ao setor público. É importante recordar que a crise da dívida externa foi, na América Latina, sobretudo uma crise do financiamento do setor público. Os governos locais se viram constrangidos a rolar gigantescas dívidas externas contraídas ou garantidas pelo setor público junto aos bancos comerciais. O Plano Brady pouco contribuiu para reativar a oferta de crédito dos bancos comerciais aos governos latino-americanos. As transferências financeiras líquidas referentes à dívida sob responsabilidade do setor público permaneceram fortemente negativas após o lançamento do Plano Brady: -19,5 bilhões de dólares em 1989, -11,5 bilhões de dólares em 1990, -12,6 bilhões de dólares em 1991, -20,8 bilhões de dólares em 1992 e -10,3 bilhões de dólares projetados para 1993. (BIRD, 1993, v. 1, p. 188) Esses dados mostram que, embora os fluxos de capital tenham proporcionado um grande alívio na restrição cambial, ainda não se verificou uma recuperação equivalente na restrição fiscal. Os

(25) *"Summing up, several important indicators point to weaker initial conditions in the current capital inflows than in the earlier one. In particular, there is now a higher burden of domestic and external public debt, a larger portion of the external debt is now subject to variable rates, reserves are now lower relative to imports, and growth and investment (as percent of GDP) are now lower than in the earlier episode. Moreover, in most of the sample countries current capital inflows have not been used so far to finance marked increases in investment. ... Taken together, the facts suggest that these economies are now more vulnerable to an increase in world interest rates than they were during the late 1970s. Stock markets have not deepened to any significant extent since the boom-bust of the late 1970s and early 1980s, rather, some of the evidence suggests the opposite. As a consequence, these markets are quite susceptible to speculative inflows that could be reversed in short notice".* (CALVO, LEIDERMAN & REINHART, 1992, p. 15-20).

governos locais ainda permanecem fortemente constrangidos pelo fardo das dívidas externas.

A hipótese de que a volta dos fluxos de capitais seja consequência do Plano Brady encontra pouco apoio empírico. Se a maré de empréstimos fosse resultante do Plano Brady, ela teria que ser liderada ou pelo menos acompanhada pelos empréstimos de longo prazo dos bancos comerciais. No entanto, as estatísticas indicam que os bancos comerciais se mantiveram retraídos em relação à maré de empréstimos que invadiu a América Latina no início da década de noventa. A Tabela 10 apresenta os números de empréstimos sindicalizados contratados por países subdesenvolvidos junto aos bancos comerciais. Os dados indicam que empréstimos contratados junto aos bancos comerciais por países da América Latina tiveram comportamento declinante à medida que as dívidas foram sendo reescaloadas no âmbito do Plano Brady: 1,92 bilhão em 1989, 3,27 bilhões em 1990, 0,99 bilhão em 1991, 0,94 bilhão em 1992 e US\$ 1,10 bilhão projetados para 1993.

TABELA 10
EMPRÉSTIMOS CONTRATADOS POR PAÍSES
EM DESENVOLVIMENTO JUNTO A
BANCOS COMERCIAIS, 1989-93
(Em US\$ Bilhões)

Região	1989	1990	1991	1992	1993
África do Subsaara	0,21	0,54	0,16	0,48	0,00
Norte da África e Oriente Médio	0,87	0,17	0,06	0,13	0,10
Leste e Pacífico Asiáticos	5,83	10,12	12,85	9,55	13,00
Sul da Ásia	1,73	1,07	0,06	0,20	0,00
Leste Europeu e Ásia Central	4,05	4,87	2,02	2,12	2,60
América Latina e Caribe	1,92	3,27	0,99	0,94	1,10
Todos os Países em Desenvolvimento	14,61	20,04	16,14	13,42	16,80

Fonte: BIRD (1993, v. 2, p. 18).

Segundo o último Relatório do Banco Mundial Sobre Dívida Externa, os empréstimos dos bancos comerciais a países em desenvolvimento permaneceram, em 1993, "*confinados a clientes de credibilidade que não reestruturaram as dívidas*", sendo que "*o acesso da América Latina aos empréstimos bancários sindicalizados continua limitado, o que contrasta fortemente com sua posição de*

grande tomadora no mercado de bônus" (grifo nosso)⁽²⁶⁾ Cinco anos após o lançamento do Plano Brady, ainda não existem evidências estatísticas de que o referido Plano tenha realizado a recuperação da confiança anunciada por Edmar Bacha. A maré de empréstimos à América Latina se deu, portanto, apesar da persistente retração dos bancos comerciais. Os resultados do Plano Brady foram, aparentemente, decepcionantes na recuperação da confiança dos bancos comerciais tanto quanto o foram na redução das dívidas externas.

3. A Estrutura do Plano Brady

3.1. Limitações dos Esquemas de Redução

Problemas da Redução Voluntária

Alguns trabalhos técnicos publicados após o lançamento do Plano Brady continham críticas severas aos mecanismos de negociação que vieram a ser por ele endossados. Michel Bouchet e Jonathan Hay realçaram as dificuldades teóricas e práticas inerentes ao sistema de *menu*. Os autores observaram que, nas negociações de redução da dívida, os bancos que defendem a opção de "dinheiro novo" se sentem ameaçados pelas operações de redução da dívida e costumam fazer grandes restrições a elas.⁽²⁷⁾ Como resultado da dificuldade de compatibilizar as duas opções, os acordos tendem a proporcionar aos devedores pouco financiamento e pouca redução da dívida externa. Essa incompatibilidade explica em parte os magros resultados dos acordos do México, Venezuela e Brasil, países que tentaram captar simultaneamente redução da dívida e "dinheiro novo". Os descontos elevados conseguidos pela Costa Rica se deveram, entre outros motivos, à coerência de sua estratégia de negociação, voltada exclusivamente para a

(26) "Growth in bank lending is expected to resume in 1993 although it is likely to be limited with lending confined to creditworthy borrowers who have not rescheduled." ... *Latin Americas access to syndicated bank credits continued to be limited, which contrasts sharply with its position as the major borrower in the international bond market*" (BIRD, 1993, v. 1, p. 18).

(27) "In each of the recent voluntary debt-reduction operations, creditors have insisted on severely constraining the operation's scope to ensure that the value of claims not exchanged is not reduced. ... This is in part because many banks currently committed to the new-money process believe that their own strategies in relation to the debtor are threatened by reducing transactions on a larger scale." (BOUCHET & HAY, 1990, p. 154).

redução da dívida. Segundo Sylvia Saborio, um dos princípios que nortearam a negociação da Costa Rica foi o de abrir mão do "dinheiro novo."⁽²⁸⁾

Em Sachs (1990), foram analisados os obstáculos políticos e institucionais à redução voluntária da dívida. O autor procurou mostrar que, sob condições voluntárias, as negociações de redução da dívida tendem a significar tão-somente a manutenção da cobrança da dívida externa nos limites da pressão máxima. Dentre as várias barreiras à redução voluntária da dívida apontadas por Sachs, merece destaque o problema da ação coletiva. Esse problema deriva do fato de que os benefícios da redução da dívida tendem a alcançar todos os bancos credores, mesmo os que não participam da redução. Sempre que um devedor consegue superar uma crise financeira, todos os seus títulos, inclusive os títulos velhos, tendem a apresentar substancial valorização no mercado secundário em razão da ampliação da capacidade de pagamento do devedor. Como os benefícios são estendidos a todos os credores de forma indiscriminada, muitos bancos se sentem estimulados a "tomar uma carona" na redução da dívida.

Uma redução substancial da dívida só faria sentido, segundo Sachs, quando fossem criados mecanismos institucionais especialmente elaborados para superar problemas de ação coletiva. No caso da economia americana, existem mecanismos desse tipo proporcionados pela *Bankruptcy Law*, cujo capítulo 11 estabelece, entre outras coisas, o princípio da participação obrigatória de todos os credores na concessão de alívio financeiro aos devedores concordatários. Jeffrey Sachs sugeriu a criação de um mecanismo semelhante de proteção aos devedores internacionais, sob pena de caírem no vazio as discussões de redução.

A institucionalização da tese da redução voluntária deve ter partido, entre outras coisas, de um possível interesse do Secretário Brady em preservar os interesses dos grandes bancos americanos, os credores mais infenso à redução ampla da dívida externa. Sachs observou que, nos anos que antecederam o lançamento do Plano Brady, os grandes bancos, em especial o Citicorp, vinham boicotando as negociações de redução significativa da dívida para pressionar em prol da expansão dos programas de conversão da

(28) *"Finally, recognize that, realistically speaking, no net new lending is going to take place no matter what you do: so, go, instead for deep cuts in debt and debt service obligations rather than promises of new money. This will also do away with the inherent contradiction of asking the banks simultaneously to write-down bad loans and offer new credits to the same uncreditworthy customers."* (SABORIO, 1990, p. 6).

dívida em investimento.⁽²⁹⁾ Ao contrário dos bancos pequenos e médios, os grandes bancos americanos têm grande preferência pela conversão porque eles dispõem de melhores condições empresariais para explorar as oportunidades que ela proporciona.

O empenho do Secretário Brady em preservar os interesses dos grandes bancos americanos não chegou a ser fato novo. Desde a eclosão da crise financeira de 1982, as intervenções americanas na crise da dívida externa têm tomado por base principalmente a posição do grupo dos nove maiores bancos norte-americanos. Por estarem mais envolvidos na dívida latino-americana,⁽³⁰⁾ esses bancos passaram a contar com amplo apoio do Federal Reserve e da Secretaria do Tesouro. A adoção da tese da redução voluntária foi mais uma vitória política dos grandes bancos.

No passado, quando foi do interesse dos grandes bancos a divisão dos sacrifícios, o governo americano não teve cerimônia de exigir participação compulsória de todos os credores. No início da crise, a tese dos empréstimos involuntários foi imposta pelas autoridades americanas aos bancos pequenos e médios justamente para evitar o problema dos caroneiros (*free rider*).⁽³¹⁾ O mesmo raciocínio que justificou a adoção do sistema de empréstimos involuntários se aplica às renegociações de redução da dívida. A negociação de descontos envolve também problemas de ação coletiva e exige, como no caso dos empréstimos involuntários, o engajamento compulsório de todos os credores.

As Cauções ou Garantias

Outra característica problemática do Plano Brady (do ponto de vista dos devedores) está nas cauções ou garantias. A primeira consequência negativa das cauções está na mudança da função das verbas originalmente

(29) "The large banks, and especially Citicorp, have blocked comprehensive debt reduction arrangements in the past year [1988] (for example, in Bolivia, Brazil and Costa Rica) in order to press for expanded debt-equity swap programs." (SACHS, 1990, p. 249).

(30) Em 1982, quando a crise da dívida eclodiu, o grupo dos nove grandes bancos americanos tinha emprestado à América Latina 179,8% de seu capital, enquanto o restante dos bancos americanos tinha apenas 85,3%. Sete anos depois, a distribuição dos títulos continuava muito concentrada: enquanto os nove grandes estavam comprometidos em 74,9% do capital, o restante dos bancos tinha exposição relativa de apenas 15,3%. Ver: CEPAL (1990b, p. 44-46)

(31) Para uma análise do sistema de empréstimos involuntários e da política dos bancos comerciais no início da crise, consultar: BATISTA (1984).

destinadas à redução da dívida e de seu serviço. Os recursos do FMI e do BIRD - que poderiam alternativamente ser usadas, por exemplo, para financiar programas sociais - passam a ser empregadas na formação de cauções.

Uma segunda desvantagem das cauções está no aumento do endividamento líquido do devedor. Sejam elas financiadas mediante a imobilização de reservas ou por meio de empréstimos externos, as cauções provocam, no curto e médio prazo, aumento no serviço da dívida externa ou diminuição nas receitas oriundas da aplicação das reservas internacionais.

Cláusulas de Recaptura

Os acordos realizados no âmbito do Plano Brady, sendo tão parcimoniosos no abatimento das dívidas e tão exigentes nas garantias, poderiam ter sido reforçados por salvaguardas que protegessem os devedores de choques exógenos. Infelizmente, os contratos do México, Costa Rica, Venezuela e Uruguai não contêm salvaguardas pró-devedores e, sim, cláusulas de recaptura pró-credores.

As cláusulas de recaptura que vêm sendo incluídas nos acordos latino-americanos podem fazer retornar aos bancos parte substancial dos abatimentos concedidos aos devedores. Vimos na seção 2.2 que, a rigor, só os descontos da Costa Rica podem ser considerados desde já como permanentes. Nos casos do México e Venezuela, as cláusulas de recaptura podem em tese, no longo prazo (dependendo, entre outras coisas, da evolução dos preços do petróleo), tornar nulos ou negativos os descontos líquidos captados. Mas como essas cláusulas só entram em vigor a partir de 1996, elas não representam problema no curto e médio prazo.

A Exigência da Conversão da Dívida

Outra característica perversa do Plano Brady está na exigência da conversão da dívida. As operações de conversão costumam ser desfavoráveis para os países superendividados porque tendem a provocar pressão adicional sobre as finanças públicas e sobre o Balanço de Pagamentos.⁽³²⁾ O Brasil,

(32) Estas são algumas das conclusões de um estudo empírico sobre a conversão da dívida externa brasileira. Ver: MEYER & MARQUES (1988).

por ocasião do acordo de reescalonamento de 1988, teve uma experiência tão negativa com os programas de conversão da dívida externa que as autoridades acharam por bem suspendê-los em 1989.(PORTELLA, 1991, p. 184-186) Nos últimos anos do governo Ronald Reagan, a maior parte dos países latino-americanos, reconhecendo os efeitos inflacionários das operações de conversão da dívida, abandonou ou restringiu seus respectivos programas de conversão.

No entanto, uma das orientações do Plano Brady é justamente acelerar os programas de conversão da dívida externa. Constatou do discurso de lançamento do Plano Brady uma firme manifestação de apoio às conversões.⁽³³⁾ E não deve ter sido por coincidência que as operações de conversão foram retomadas por todos os devedores latino-americanos que renegociaram no âmbito do Plano Brady até março de 1992.

3.2. A Liberdade dos Comitês

Se a intenção do Secretário Brady era abrir espaço para a discussão a sério da redução da dívida, como justificar sua atitude relutante em diminuir o poder discricionário dos comitês? Existem amplas evidências factuais, inclusive documentadas, de que os comitês bancários de renegociação são liderados pelos grandes bancos americanos, o grupo de credores que opõe maior resistência à redução da dívida externa.(BATISTA, 1984, p. 650-654)

Trata-se, na verdade, de um problema antigo que infelizmente nunca mereceu a devida atenção das autoridades internacionais. Criados após a crise financeira de 1982, os comitês passaram a atuar de forma extremamente agressiva, adotando em relação aos devedores severamente endividados um comportamento muito próximo ao de cartéis bancários. As dívidas passaram a ser renegociadas mediante esquemas voltados para a maximização dos lucros bancários no curto prazo, sem maiores considerações por alternativas de longo prazo.

Em recente estudo sobre o acordo de reescalonamento brasileiro de 1988, denunciemos as vantagens abusivas obtidas pelo cartel de bancos

(33) *"We would expect debtor nations also to maintain viable debt/equity swap programs for the duration of this endeavor, and would encourage them to permit domestic nationals to engage in such transactions."* (BRADY, 1989, p. 5).

credores. Ao mesmo tempo em que impuseram sacrifícios desproporcionais ao país, os banqueiros do comitê repassaram ao governo brasileiro suas despesas administrativas e pessoais e cobraram honorários de "assessoramento".(PORTELLA, 1991, p. 180)

Diante deste quadro, poderia ser dada como certa a oposição dos comitês a qualquer mudança no *statu quo*. Um programa amplo de redução da dívida teria que incluir algum tipo de controle sobre os cartéis bancários. No entanto, quando proferiu o discurso de lançamento do Plano Brady, o Secretário do Tesouro procurou dar liberdade de ação aos comitês. Ele não só enfatizou a tese da redução voluntária, como desencorajou uma possível arbitragem do FMI ou do BIRD na negociação dos descontos.⁽³⁴⁾

3.3. O Tutelamento dos Devedores

Ao mesmo tempo em que se omite em disciplinar os comitês bancários, o governo americano procura manter os países devedores, sempre que possível, sob rédeas curtas. Os devedores que recorrem ao Plano Brady têm normalmente que se submeter ao chamado "Consenso de Washington"⁽³⁵⁾ Além de fazer um ajustamento externo sob tutela do FMI, o Plano exige normalmente adesão às reformas setoriais propostas pelo BIRD. Tanto o ajustamento externo quanto as reformas setoriais implicam, quase sempre, sacrifícios de difícil aceitação política.

Algumas vezes, o governo americano introduz também exigências paralelas, sem relação direta com o problema da dívida. Por exemplo, no transcorrer das renegociações da dívida brasileira, a Casa Branca tentou diversas vezes cobrar mudanças na política de reserva de mercado da informática.⁽³⁶⁾ Tudo indica que o "problema da dívida externa" tenha ampliado muito a dependência econômica e política dos países superendividados.

O governo americano costuma também atuar, nos bastidores, como "moderador" das negociações entre devedores e credores. Apesar da aparên-

(34) "While the IMF and World Bank will want to set guidelines on how their funds are used, the negotiation of transactions will remain in the market place encouraged and supported but not managed by the international institutions." (BRADY, 1989, p. 5-6)

(35) Para avaliações críticas do Consenso de Washington, ver: MALAN (1991) e PORTELLA (1994).

(36) Essa informação, freqüentemente citada em reportagens jornalísticas, foi confirmada por meio de entrevista com um dos negociadores da dívida externa brasileira.

cia de neutralidade, a atuação americana é quase sempre marcada por grande assimetria de critérios. As pressões exercidas sobre os devedores raramente são estendidas aos bancos. Mesmo quando os banqueiros se comportam de forma intransigente ou abusiva, as ações do Secretário Brady são marcadas por muita complacência e pouca eficácia. Em contraste, quando os devedores tentam renegociar de forma agressiva, a intervenção de Washington é quase sempre direta e incisiva. O caso mais recente de boicote americano contra um devedor com pretensões à independência foi experimentado pelo Brasil em 1990. Após tentar renegociar sua dívida externa fora dos parâmetros de seu "comitê assessor", o Brasil sofreu obstrução ostensiva do governo americano e do G7 no âmbito das instituições multilaterais (FMI, BIRD e BID). Como o Presidente Collor, desgastado por problemas políticos internos, não teve a persistência necessária para dobrar os credores, o Brasil acabou tendo que adotar uma estratégia de renegociação mais moderada. Embora mantendo a moratória parcial, o governo brasileiro teve que fazer concessões ao cartel da dívida brasileira e obteve um acordo convencional.

A experiência costarriquenha representa, por outro lado, um exemplo de que as pressões contra os devedores estão longe de representar um obstáculo intransponível.⁽³⁷⁾ Acreditamos que o sucesso da renegociação costarriquenha possa ser atribuído principalmente à persistência do governo Costa Arias, que suportou durante vários anos as pressões dos credores internacionais. Em trabalho anterior, já tivemos a oportunidade de observar que as moratórias de dívida externa normalmente só proporcionam resultados favoráveis após a superação de um período inicial difícil, marcado pelo impasse nas negociações com os credores:

"...O tempo costuma ser um poderoso aliado dos devedores. A história das renegociações de dívidas externas de países subdesenvolvidos registra que os acordos favoráveis aos devedores são normalmente obtidos após negociações duras e prolongadas. Embora não sejam raros os episódios de perdão parcial de dívidas internacionais, é difícil encontrar um único caso de renegociação que tenha sido rápida e concessiva. A evolução usual de uma negociação ex-

(37) "... Costa Rica has been showcased as an example for other nations in the region. It now stands as an example for its prudent adjustment and determination in obtaining relief without giving in to creditor's pressure". (CARDOSO & HELWEGE, 1992, p. 136-137).

terna favorável passa sempre por um período inicial de impasse que raramente dura menos de um ano. ... A resistência política do devedor é normalmente testada antes de lhe ser concedido alívio financeiro. Só a partir do segundo ou terceiro ano é que os credores se mostram dispostos a assumir perdas."(PORTELLA, 1988, p. 195-196)

3.3. O Plano que Poderia Ter Sido

Caso fosse de seu interesse, a mudança das regras de negociação da dívida externa dos países superendividados não teria requerido muito esforço do Presidente Bush. A adoção de uma política de não-interferência (do tipo da que foi executada pelo governo americano durante a crise financeira de 1930) já teria ajudado muito. A partir do momento em que os comitês bancários se sentissem menos protegidos,⁽³⁸⁾ estaria aberto o caminho para uma repartição mais equânime dos sacrifícios entre devedores e credores.

Um plano eficiente de redução das dívidas externas teria pouco em comum com o Plano Brady. Em primeiro lugar, a redução das dívidas não seria voluntária e sim obrigatória, como acontece normalmente nas concordatas negociadas no mercado doméstico norte-americano. Se a *Bankruptcy Law* estabelece em seu capítulo 11 o princípio da participação obrigatória de todos os credores na concessão de alívio ao devedor, não há explicação lógica (exceto o desinteresse em permitir grandes mudanças) para que o princípio tenha sido ignorado.

Em segundo lugar, não deveria haver cláusulas de recaptura. Essas cláusulas tendem a reduzir o desconto captado pelo devedor. Em vez de cláusulas de recapturas, os contratos deveriam incluir salvaguardas que reduzissem os juros na hipótese de choques exógenos desfavoráveis.

Em terceiro lugar, não seriam exigidas cauções ou programas de conversão da dívida externa. Mostramos que ambos os instrumentos funcionam no sentido de acelerar a cobrança da dívida externa. A eliminação das cauções não impediria a securitização das dívidas. Existem vários instrumentos de

(38) Segundo Jeffrey Sachs, a atitude intransigente dos grandes bancos americanos se deve, entre outros motivos, ao fato de eles saberem que podem contar com o apoio de seu governo em caso de dificuldade. Ver: SACHS (1990, p. 247-248).

política financeira a que o Federal Reserve poderia recorrer para pressionar os bancos.

A securitização da dívida poderia ser incentivada, por exemplo, mediante a aplicação de uma política de reconhecimento contábil da deterioração da dívida velha conjugada com um tratamento preferencial dos bônus novos. Os bancos comerciais que tivessem títulos velhos poderiam ser forçados a aumentar as reservas contra os maus empréstimos ao nível dos descontos do mercado secundário, e a excluir as referidas reservas da definição de capital primário. Isto tornaria onerosa a manutenção da dívida velha, estimulando os bancos a trocá-la com desconto por títulos novos contabilizados pelo valor facial.⁽³⁹⁾

A adoção de uma política desse tipo não provocaria grande abalo nas finanças bancárias. Harry Huizinga constatou que os preços das ações dos bancos já refletem, em larga escala, a perda de qualidade dos empréstimos aos países em desenvolvimento. Conseqüentemente, nenhum dos grandes bancos americanos iria naufragar se passasse a receber rendimentos consistentes com a cotação de seus títulos no mercado secundário. (HUIZINGA, 1990)

Caso o Plano Brady tivesse sido orientado para a redução ampla das dívidas, ele representaria um reconhecimento **tardio**, por parte do governo americano, da necessidade de reduzir os encargos financeiros dos países latino-americanos severamente endividados. No entanto, os resultados e fatos dos primeiros três anos mostraram que a estratégia do Secretário Brady, apesar dos avanços conceituais, não significou, na prática, uma grande mudança de rumo na política da dívida externa.

Referências Bibliográficas

BACHA, Edmar L. *The Brady Plan and beyond: new debt management options for Latin America*. Rio de Janeiro: PUC, Maio 1991 (mimeo).

BACEN Banco Central do Brasil. Principais aspectos do acordo brasileiro. *Gazeta Mercantil*, 16 de abril de 1994a, p. 17.

_____. *Boletim do Banco Central*, v. 30, n. 4, abril de 1994b.

(39) Isto é sugerido em GONZALEZ (1990, p. 16).

- BATISTA JR., Paulo Nogueira. Países devedores e bancos comerciais em face da crise financeira internacional. *Estudos Econômicos*, v. 14, n. 3, p. 644-757, set./dez. São Paulo: 1984. IPE/USP.
- BIRD. *World debt tables 1989-90*. Washington, 1989.
- _____. *World debt tables 1990-91*. Washington, 1990a.
- _____. *World development report 1990*. Washington, 1990b.
- _____. Detailed progress on implementation of the debt strategy... Washington, 12 de agosto de 1991a.
- _____. *World debt tables 1991-92*. Washington, 1991b.
- _____. *World debt tables 1992-93*. Washington, 1992.
- _____. *World debt tables 1993-94*. Washington, 1993.
- BOUCHET, Michel & HAY, Jonathan. The rise of the market-based "menu" approach and its limitations. In: ISHRAT, Husain & DIWAN, Ishac (eds.), *Dealing with the debt crisis*, p. 146-160. Washington: BIRD, 1990.
- BRADY, Nicholas. Remarks by the Secretary of the Treasury to the Brookings Institution... In: *Treasury News*, March 10, p. 1-8. Washington, 1989.
- CALVO, Guilherme, LEIDERMAN, Leonard & REINHART, Carmem. Capital inflows to Latin America: the 1970s and the 1990s. IMF Working Paper. FMI, outubro de 1992.
- CARDOSO, Eliana & HELWEGE, Ann. *Latin America's economy: diversity, trends, and conflicts*. London: The MIT Press, 1992.
- CEPAL. Comisión Económica Para América Latina y el Caribe. *Balance preliminar de la economía Latinoamericana 1988*. Santiago do Chile, 1988.
- _____. *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1990*. Santiago do Chile, 1990a.
- _____. *Latin America and the Caribbean: options to reduce the debt burden*. Santiago do Chile, 1990b.
- _____. *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1991*. Santiago do Chile, 1991.
- _____. *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1993*. Santiago do Chile, 1993.
- CLINE, William. *International debt: systematic risk and policy response*. Washington: Institute for International Economics, 1973.

- _____. The Baker Plan and Brady Reformulation. In: ISHRAT, Husain & DIWAN, Ishac (eds.), *Dealing with the debt crisis*, p. 176-193. Washington: BIRD, 1990.
- COSTA RICA, República da. *The Republic of Costa Rica 1989 financing package*. 18/12/89.
- EMBAIXADA do Brasil na Venezuela. *A renegociação da dívida externa venezuelana*. Caracas, 1990, (mimeo).
- FMI. *Capital market financing for developing countries recent developments*. Washington, 1990, (mimeo).
- _____. *International capital markets development and prospects*. Washington, Maio 1991.
- _____. *Private market financing for developing countries*. Washington, Dezembro de 1993.
- GONZALEZ, Manuel José Forero (coord.). *Subsídios para a renegociação da redução da dívida externa brasileira: a estratégia oficial multilateral*. Brasília: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, 1990 (mimeo).
- HUIZINGA, Harry. The commercial bank claims on developing countries. In: ISHRAT, Husain & DIWAN, Ishac (eds.), *Dealing with the debt crisis*. Washington: BIRD, 1990, p. 129-143.
- LIZANO, Eduardo & CHARPENTIER, Silvia. *La deuda externa y la política económica: el caso de Costa Rica*. Caracas, Venezuela: Instituto de Estudios Superiores de Administración, 1990 (mimeo).
- MALAN, Pedro. Crítica ao Consenso de Washington. *Revista de Economia Política*, v. 11, n. 3, p. 5-12, jul./set. 1991, São Paulo: Brasiliense.
- MEYER, Arno & MARQUES, Maria S. Bastos. *Implicações macroeconômicas da conversão da dívida externa*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1988 (mimeo).
- PORTELLA FILHO, Petrônio. *A moratória soberana - a alternativa do confronto externo: seus custos, perspectivas e mitos*. São Paulo: Alfa-Omega, 1988.
- _____. Dívida externa: lições da renegociação brasileira de 1988. *Estudos Econômicos*, v. 21, n. 2, p. 161-211, maio/ago. 1991, São Paulo: IPE/USP.
- _____. Ajustamento da América. Dívida externa: crítica ao modelo de Washington. *Ensaio FEE*, Ano 15, n. 1, p. 205-233, 1994. Porto Alegre.
- ROETT, Riordan. *Latin American debt crisis and the industrial countries*. The John Hopkins University, 1987. Mimeografado, versão em português.

SABORIO, Sylvia. *Anatomy of a debt deal*. Março de 1990 (mimeo).

SACHS, Jeffrey. Efficient debt reduction. *In*: ISHRAT, Husain & DIWAN, Ishac (eds.), *Dealing with the debt crisis*, p. 239-257. Washington: BIRD, 1990.

VEJA. *A virada nos ventos da dívida externa*. Edição de 15 de março de 1989, capa e p. 82-86. São Paulo: Abril, 1989.

(Recebido em julho de 1992. Aceito para publicação em julho de 1994).