

Relações internacionais

A redução das dívidas em dólar*

Teresinha da Silva Bello**

Economista da FEE.

Nos últimos dias de 2005, o Governo brasileiro liquidou sua dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) e, em janeiro de 2006, além de honrar seu débito com o Clube de Paris, praticamente conseguiu zerar a parcela de sua dívida interna atrelada ao dólar. Tais medidas, aliadas a outras tantas — como, a partir de fevereiro do mesmo ano, isentar de tributos as aplicações de investidores externos em renda fixa e em títulos públicos e a intenção de, em abril, liquidar os títulos *bradies* da dívida externa —, têm colaborado para a redução do Risco Brasil¹, já beneficiado pela liquidez internacional, pela situação favorável da economia internacional e pelos megassuperávits da balança comercial do País nos últimos anos.

Assim, a seguir, fazem-se algumas apreciações sobre a redução dos compromissos brasileiros em dólares, como o pagamento ao FMI, a quitação da dívida interna atrelada ao câmbio e a recompra de títulos da dívida externa, encerrando-se com algumas considerações finais.

O pagamento ao FMI

O primeiro de uma série de acordos do Brasil com o FMI foi negociado em 1958, no Governo JK. Entretanto, no ano seguinte, por se recusar a adotar os ajustes no orçamento impostos pelo Fundo, o País rompeu com a instituição. Depois disso, entre idas e vindas no seu relacionamento com essa instituição, pode-se dizer que, efetivamente, a história do Brasil junto ao FMI começa a ser contada a partir de 1982, com a grande crise do endividamento externo brasileiro junto aos bancos internacionais. Tal fato levou o País a assinar com o Fundo,

em março de 1983, um acordo de financiamento externo com monitoramento da economia pelo FMI. Esse pacto, entretanto, nunca foi cumprido à risca pelo Brasil, o mesmo ocorrendo com os demais acordos firmados entre o País e o Fundo nas duas décadas seguintes: ao longo dos anos 80 e 90, sucederam-se vários desses acordos Brasil *versus* FMI, geralmente com suas cláusulas cumpridas apenas em parte.

Mais recentemente, nos últimos oito anos, o País fez quatro acordos com o Fundo. Em 1998, para poder enfrentar as dificuldades criadas pelas crises asiática (outubro de 1997) e russa (agosto de 1998), o Brasil fechou novo acordo com o FMI, no valor de US\$ 29,7 bilhões, dos quais apenas US\$ 14,3 bilhões foram efetivamente sacados.

Em 2001, quando do vencimento do acordo de 1998, o País não conseguiu alcançar a solvência desejada, situação agravada pela crise argentina, que aumentou a desconfiança da comunidade financeira internacional sobre o Brasil. Outro acordo foi assinado com o Fundo, dessa vez no valor de US\$ 18,3 bilhões, dos quais foram utilizados US\$ 17,2 bilhões.

Em 2002, o Risco-Brasil disparou, como resultado das fraudes contábeis de empresas nos Estados Unidos e do período eleitoral no Brasil, fatores que elevaram ainda mais a desconfiança dos aplicadores externos em relação ao País. Novamente, recorreu-se ao FMI, com o qual foi assinado um pacote de US\$ 26 bilhões, os quais foram sacados na sua integralidade.

Com vencimento previsto para setembro de 2003, já no Governo Lula, o pacote foi renovado em US\$ 15,4 bilhões, com vigência até março de 2005. Entretanto, nesta última renovação, dada a melhor situação das contas externas do País, nada foi sacado pelo Brasil e, no vencimento, o acordo não foi renovado.

Finalmente, em dezembro de 2005, graças à disponibilidade de dólares existente na economia brasileira à época, foi paga ao Fundo a quantia de US\$ 15,57 bilhões, cujo prazo estava previsto para 2007, eliminando-se, com isso, todas as pendências do Brasil com o FMI.

*Artigo recebido em 30 mar. 2006.

**A autora agradece à amiga e colega Sonia U. Teruchkin pela leitura prévia e pelas sugestões apresentadas.

¹ Entende-se por Risco-Brasil a diferença entre os juros pagos por títulos brasileiros e os juros pagos pelo Tesouro dos Estados Unidos.

“Nesse tempo todo, desde 1983, o Brasil fez uso de 41,290 bilhões de DES (direito especial de saque, a moeda do Fundo) de empréstimos do FMI, equivalentes a US\$ 59,740 bilhões ao preço de ontem, de US\$ 1,44688 por cada DES.” (Prado, 2006, p. A-11).

Ao longo da década de 90 e início deste século, alguns países sócios majoritários do FMI se mostravam contrários aos socorros financeiros do Fundo, sob a alegação de que se estavam criando economias dependentes, “(...) de uma categoria de países viciados no FMI, que nunca adquiriam condições de caminhar sozinhos” (D’Amorim; Cruz, 2006, p. B-3). Ironicamente, hoje em dia, a boa situação da economia mundial,² ao levar alguns dos países “viciados” no FMI a quitarem seus débitos com a instituição, tem gerado, como contrapartida, um crescente déficit orçamentário no Fundo Monetário Internacional, resultado da perda de receita gerada pelos juros.

“O déficit orçamentário estimado pelo FMI para o ano fiscal de 2006 aumentou para US\$ 116 milhões, comparativamente aos US\$ 26 milhões anteriores, como resultado da perda da receita gerada pelo pagamento das dívidas de Brasil e Argentina. Seu orçamento operacional total é de US\$ 2,3 bilhões, sendo que quase toda essa soma é financiada pela receita proveniente do pagamento de juros.” (Influência..., 2006, p. A-10).

Além do Brasil, a Argentina também quitou antecipadamente sua dívida de US\$ 9,5 bilhões com o FMI, significando que dois dos maiores tomadores de empréstimos junto à instituição cessaram seu pagamento de juros a ela, sendo que a Rússia e a Tailândia igualmente já quitaram seus débitos com essa organização antes do prazo estipulado. Outros grandes tomadores de empréstimos, como Paquistão, Sérvia e Ucrânia, também vêm sinalizando que pretendem quitar antecipadamente seus débitos com o Fundo (Contas..., 2006, p. A-10). Isso vem ocorrendo porque, além de não terem havido novos colapsos econômicos mundiais desde o final da década de 90, não se observam sinais de novas emergências financeiras no horizonte próximo. Complementarmente, a antecipação dos pagamentos é politicamente bem vista por muitos segmentos da população, sendo até encarada como uma declaração de independência, levando-se em conta que as condições impostas pelo Fundo ao conceder empréstimos, de modo geral, não

são bem recebidas pela população, dado o seu caráter recessivo sobre a atividade econômica.

Sem pretender retirar o mérito político da medida, é preciso, porém, ressaltar que a liquidação dos débitos junto ao FMI tem sido levada a termo por vários países ao mesmo tempo, porque fatores externos, talvez bem mais do que os internos, têm colaborado para que tal seja possível. No caso, dois fenômenos destacam-se: (a) a grande liquidez internacional e a conseqüente procura por aplicações diversificadas e com retornos mais altos por parte dos investidores externos; e (b) a menor vulnerabilidade externa, em grande parte devido às boas condições do comércio internacional para muitos países emergentes, através do aumento na demanda e nos preços de muitas *commodities* por eles exportadas. Além disso, é importante destacar que, ao liquidar o débito com o FMI, o País trocou dívida mais barata por dívida mais cara, já que, para adquirir os dólares utilizados no pagamento ao Fundo, teve de emitir títulos públicos atrelados à taxa Selic, cujo percentual de remuneração excede o da taxa de juros paga ao FMI.

A quitação da dívida interna atrelada ao câmbio

Outro fator importante no primeiro trimestre de 2006 diz respeito ao quase-zeramento da dívida pública interna atrelada à variação cambial, que, em 2002 — ano em que o dólar atingiu R\$ 4,00, em função da crise no mercado financeiro gerada pela eleição presidencial —, chegou a ultrapassar 40% do total dessa dívida. À época, o Banco Central tentou conter a desvalorização do real, vendendo dólares e títulos cambiais, sem conseguir, contudo, impedir que a moeda norte-americana batesse nos R\$ 4,00. O mercado pedia dólares, e o Banco Central não só oferecia a moeda norte-americana, como tentava atender à demanda, ofertando títulos remunerados pela variação cambial, os quais, desse modo, equivaleriam à venda de dólares. Nos contratos de *swap*³, o Governo brasileiro assumia a chamada posição “vendida” em dólar, isto é, pagava aos investidores a variação

² Dentre outros fatores positivos, está havendo maior liquidez nos mercados de capitais e aumento na demanda internacional por produtos dos países emergentes.

³ “Um contrato de ‘swap’ envolve sempre dois investidores: um se compromete a pagar ao outro toda a variação cambial de determinado período. Em troca, recebe como pagamento uma determinada taxa de juros. Quando a alta do dólar supera os juros acumulados no período, ganha o investidor que comprou os contratos. Caso contrário, ganha quem os vendeu. Os contratos de ‘swap’ são registrados na BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros).” (Sofia, 2006, p. B-1).

da moeda norte-americana, com o objetivo de conter a desvalorização do real.

Em 2005, porém, a situação inverteu-se, e, para conter a valorização do real, o Bacen reverteu seu modo de atuar, passando a operar através de leilões de contratos de “swap cambial reverso”, com o objetivo de troca de rentabilidade. Nesses contratos, o Banco Central paga juros (Selic) e recebe em troca a variação do dólar. Os ajustes são diários. Essa operação funciona como uma compra de dólar pelo Bacen no mercado futuro, representando uma elevação da demanda pela moeda estrangeira e, assim, segurando uma queda no preço do dólar.

Além da intervenção no mercado futuro, o Governo, através do Banco Central e do Tesouro Nacional, também tem atuado no mercado à vista (ou *spot*). Em 2005, o Bacen comprou diretamente do *spot* US\$ 21,7 bilhões, e, por intermédio do Banco do Brasil, o Tesouro Nacional adquiriu outros US\$ 15 bilhões (Garcia, 2006, p. A-11).

Mesmo se posicionando como “comprado” no mercado futuro de dólares e atuando no mercado à vista, o Bacen não tem conseguido segurar a queda do dólar, com a entrada de moeda norte-americana (dólar físico) no País, através do câmbio contratado, registrando um saldo positivo de US\$ 18,82 bilhões em 2005, contra US\$ 6,36 bilhões em 2004. Esse saldo é o resultado da soma dos saldos comercial e financeiro, adicionado às operações líquidas com instituições no exterior⁴ (Banco Central do Brasil, 2006, quadro 38).

Mas a taxa de câmbio não resulta apenas das operações envolvendo dólar físico. A forte apreciação do real é fruto do ingresso de dólares “físicos” e também de dólares “virtuais”, originados no mercado internacional de derivativos.

Em um cenário global de alta liquidez e baixos retornos, os aplicadores procuram diversificar seus riscos cambiais e seus *portfólios*, alocando recursos inclusive em moedas como o real, já que a taxa de juros

brasileira (Selic) está extremamente atrativa e os riscos se têm mantido em queda. Com isso, os movimentos especulativos, que historicamente se voltavam contra a moeda brasileira e a favor do dólar, no momento estão invertidos, ou seja, contra o dólar e a favor do real. Essas aplicações são feitas principalmente por meio de um contrato, negociado no mercado futuro internacional, chamado Non Deliverable Forward (NDF), contratos a termo sem entrega física. Os NDFs de real são contratos futuros de real negociados no exterior.

Exemplifica-se o funcionamento desse mercado de derivativos: um *hedge fund* assume lá fora, junto a um banco internacional, uma posição vendida em dólar e comprada em real.⁵ Para isso, paga ao banco pela intermediação. O banco, portanto, assume uma posição inversa à do *hedge fund*: comprado em dólar e vendido em real. Vem, então, a BM&F e inverte a posição: vendido em dólar e comprado em real. Quando o banco vende dólar futuro no Brasil, o preço da moeda norte-americana cai no mercado à vista, mesmo que não haja entrada física de capital (Guimarães, 2006).

O que tem sido observado é uma ampliação das posições vendidas em dólar, na BM&F, pelos estrangeiros e pelos bancos que operam no País, indicando uma aposta na queda futura dessa moeda. No início de janeiro de 2006, a posição vendida líquida dos estrangeiros era de quase US\$ 9 bilhões, e, nos primórdios de 2004, quando a valorização cambial não era uma preocupação tão grande como agora, essa posição era de pouco mais de US\$ 3 bilhões. Já os bancos que operam no País também tiveram suas posições vendidas em dólares ampliadas: no final de dezembro de 2005, estava em US\$ 4,1 bilhões contra o US\$ 1,4 bilhão registrado ao final de 2004 (Para..., 2006, p. B-1).

Somando-se esses dólares “virtuais” aos US\$ 18,82 bilhões já referidos, relativos ao fluxo de dólares contratados pelo Brasil em 2005, pode-se avaliar quão difícil e custosa, para não dizer quase impossível, tem sido a tarefa do Bacen de tentar segurar a queda do dólar.

⁴ O câmbio contratado pelo Bacen em 2005 ficou assim distribuído:

A - operações com clientes no País (US\$ 19.310 milhões (a + b))
 a - saldo comercial (US\$ 51.772 milhões)
 b - saldo financeiro (US\$ 32.462 milhões)
 B - operações com instituições no exterior (líquido) (US\$ 492 milhões)

Saldo A + B = US\$ 18.819 milhões

O saldo comercial correspondeu ao câmbio contratado para as exportações (US\$ 123.021 milhões) e as importações (US\$ 71.242 milhões). Já o saldo financeiro é o resultado das entradas e saídas de dólares correspondentes a pagamentos da dívida externa, ingresso de investimentos estrangeiros, gastos com juros, dentre outros itens.

⁵ A posição “vendida” representa uma quantidade de moeda que a instituição se compromete a vender, no futuro, a uma cotação predefinida. Na posição “comprada”, compromete-se a comprar uma quantidade de moeda também a uma cotação predefinida. Assim, a manutenção de grandes posições vendidas costuma sinalizar que a expectativa dessa instituição é de queda dessa moeda. O oposto vale para a compra.

A recompra de títulos da dívida externa

Além de quitar seus débitos com o FMI e com o Clube de Paris, o Governo ainda anunciou, para abril de 2006, a recompra antecipada de todos os títulos da dívida externa conhecidos como *bradies* que ainda estão no mercado, com vencimento entre 2009 e 2024, e totalizam US\$ 6,64 bilhões. Também foi anunciada a recompra de outros títulos de curto prazo, com vencimento até 2010. No total, entre os *bradies* e os títulos de curto prazo, o País deverá recomprar em torno de US\$ 20 bilhões em títulos de sua dívida externa.

A emissão dos *bradies* relaciona-se com a moratória da dívida externa, e muitos acreditam que trará efeitos positivos sobre a redução do Risco-País, já que esses títulos têm baixa liquidez no mercado internacional, por estarem associados à inadimplência do Brasil. Isto porque, com a decretação da moratória, em 1987, o País suspendeu os pagamentos dos empréstimos que havia tomado junto aos bancos estrangeiros, ficando sem acesso ao mercado internacional de crédito.

Mas a penúria cambial não foi prerrogativa do Brasil. Muitos outros países da América Latina também não conseguiram honrar sua dívida externa nos anos 80. Para enfrentar o problema, na década de 90, o então Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Nicholas Brady, criou um plano de reestruturação e redução da dívida de vários países inadimplentes desde os anos 80. Foi o chamado Plano Brady, através do qual as dívidas desses países com os bancos seriam convertidas em títulos, os quais poderiam ser negociados no mercado internacional — os chamados “*bradies*”. Em 1994, o Brasil aderiu ao Plano Brady, emitindo US\$ 50 bilhões nesses títulos. Agora, ao liquidar essa dívida, o País estará dando por encerrada a moratória de 1987.

A estratégia de recompra dos *bradies* pelo Brasil começou em julho de 2005, com a recompra dos C-Bonds (o tipo de títulos *bradies* mais negociado) no valor de US\$ 5,6 bilhões. Desde então até o início de março de 2006, o Governo já havia recomprado US\$ 12,2 bilhões de títulos *bradies*.

Inúmeras questões têm sido levantadas em relação ao anúncio, pelo Governo, da recompra de US\$ 20 bilhões em títulos da dívida externa brasileira. Além da queda do Risco-Brasil, da melhoria da classificação de

risco por parte das agências internacionais⁶ e da alta nos preços dos ativos brasileiros⁷, espera-se que a medida favoreça o alongamento do perfil da dívida externa. Além disso, essa recompra seria uma maneira de segurar a valorização do real em relação ao dólar, já que os recursos saíam da utilização das reservas cambiais do País. E ainda, ao alongar o perfil do endividamento recomprando títulos de curto prazo, haveria uma redução na vulnerabilidade externa da economia brasileira, evitando-se o que ocorreu em 1999, quando a crise na Rússia levou a uma fuga de dólares do Brasil. Outra vantagem é que a medida poderá restringir o volume de compras de dólares à vista e de operações de *swap* reverso, utilizadas para segurar a queda da taxa cambial. Como, atualmente, a demanda por dólares no País é menor do que a oferta, as reservas tendem a aumentar, e o pagamento dos débitos externos é uma maneira de equilibrar oferta e demanda de dólares.

Entretanto vale ressaltar que essa é outra medida que implica custos para o País, já que a estratégia de utilização das reservas faz parte da política de intervenção no câmbio. Há que se destacar o custo ao País para adquirir essas reservas, levando-se em conta que, para obtê-las, ele precisa emitir títulos públicos remunerados a juros estratosféricos. De qualquer maneira, ainda é melhor do que a compra de dólares no mercado à vista, já que, ao antecipar o pagamento da dívida, o Tesouro atua como se estivesse comprando dólares à vista, mas tem a vantagem de diminuir o endividamento externo.

À semelhança do que vem ocorrendo com o pagamento ao FMI — com vários países quitando ou diminuindo seus débitos com a instituição —, o pagamento antecipado dos *bradies* também tem sido feito por outras nações. Além do Brasil, Argentina, México, Colômbia e Venezuela apresentaram planos de recompra de títulos, que, até o final do ano, poderão alcançar, no conjunto, a cifra de US\$ 33 bilhões (Países..., 2006, p. B-2).

O impulso dado pela demanda internacional à balança comercial de muitos países emergentes, especialmente daqueles exportadores de *commodities*, tem elevado os saldos comerciais, e muitos países, inclusive, estão tendo superávits nas contas correntes, com valorização de suas moedas e recuo na inflação. Tudo

⁶ Ao reduzir o endividamento externo, alguns indicadores tendem a melhorar, e isso aumenta as chances de o País receber em menos tempo o *investment grade*, o que o classifica como um bom local para investimentos estrangeiros.

⁷ A queda do Risco-País estimula a alta de preços dos ativos brasileiros junto aos estrangeiros.

isso, aliado à grande liquidez internacional e ao aumento generalizado do nível de suas reservas internacionais — o que lhes garante maior solvência —, tem facilitado a gestão de suas dívidas externas.

De modo geral, os países emergentes estão, hoje, menos vulneráveis do que nos anos 90, levando a uma queda generalizada do Risco-País, que, atualmente, se encontra em seus menores níveis (Billi, 2006, p. B-3). Como decorrência, investidores mais arrojados, que buscam maior remuneração, têm-se voltado para regiões com maiores riscos, antes ignoradas pelo mercado financeiro, como é o caso da África e do Oriente Médio.

Considerações finais

Como se viu, o quadro de redução dos compromissos externos pelo Governo brasileiro é muito mais fruto da situação favorável da economia mundial do que propriamente de decisões ligadas à condução da política econômica do País, embora a intenção de diminuir a vulnerabilidade externa pudesse estar presente, visto não ser um fenômeno isolado envolvendo apenas o Brasil.

O estímulo para quitar as dívidas também pode ser observado em vários países, resultado do aumento do apetite dos investidores externos por bônus governamentais e principalmente da saída das crises cambiais que afetavam suas economias. Hoje, há liquidez suficiente para que quase todos procurem se ver livres dos compromissos externos, especialmente junto a instituições como o FMI e o Clube de Paris, cujo monitoramento das economias que financiavam sempre foi considerado um limitante à expansão econômica.

Do mesmo modo que a liberação de compromissos junto ao FMI e ao Clube de Paris e o pagamento de títulos ligados à moratória se devem mais às circunstâncias externas, a rolagem da dívida interna, substituindo papéis atrelados à cotação cambial por títulos ligados à taxa de juros interna, também está mais ligada às condições do mercado do que a decisões autônomas do Governo.

Em 2002, no Governo FHC, quando o dólar atingiu picos estratosféricos, o Governo intensificou a colocação de papéis de sua dívida interna atrelados ao dólar, o que, sem dúvida, muito colaborou para a elevação dessa dívida. Atualmente, com a cotação do dólar em queda nominal, quando a recomendação seria rolar esses títulos, mantendo o mesmo tipo de remuneração, o Governo vem realizando as chamadas operações de *swap*

reverso, o que tem pressionado para cima o endividamento público. Para alguns, trata-se apenas de uma tentativa de segurar a valorização do real. Entretanto algumas perguntas ficam no ar: será que as autoridades econômicas conseguiriam manter aquela espécie de título? Quem, atualmente, aceitaria papéis atrelados ao dólar? Como o Governo conseguiria financiar sua dívida com o mercado, negando-se a aceitar títulos públicos atrelados à variação cambial? Seriam os dois Governos (FHC e Lula) tão incompetentes ou apenas incapazes de enfrentar a força do capital financeiro?

Pelo modo como tem sido conduzida essa troca de papéis, tudo indica que o Governo, qualquer que seja, se mantém refém do mercado e se encontra cerceado em suas opções de condução da negociação de sua dívida. Tanto é assim que, no momento em que a Selic se apresenta em queda, ainda que lenta, o que se vê é uma tentativa do Governo de justificar um aumento na emissão de títulos públicos com taxas pré-fixadas dizendo — e até com razão — que diminuiriam as incertezas.⁸ De acordo com o Banco Central, em apenas três meses — janeiro a março —, o Tesouro Nacional já reduziu a participação da Selic na dívida pública mobiliária de aproximadamente 52% para 45%, uma queda de sete pontos percentuais, e sua intenção é diminuir a parcela de títulos indexados à Selic para menos de 40% até o final do ano. Mas não seria esse o desejo do mercado diante da perspectiva de queda da Selic? Conseguiria o Governo colocar títulos pré-fixados, se a Selic estivesse em movimento ascendente? Se os títulos pré-fixados são tão melhores, por que antes havia um percentual relativamente baixo dessa espécie de papel?

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Nota para a Imprensa:** setor externo. Quadro 38. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br/?ECOIMPEXT> Acesso em: 19 jan. 2006.

BILLI, Marcelo. Mercado já entende melhor os emergentes. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B-3, 5 mar. 2006.

CONTAS do FMI estão no vermelho. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. A-10, 3 jun. 2006.

⁸ A diminuição da dívida atrelada ao câmbio e aos juros pós-fixados levaria a uma melhora na vulnerabilidade e na volatilidade da dívida pública, gerando redução do risco de mercado e o afastamento do fantasma da insolvência.

D'AMORIM, Sheila; CRUZ, Ney Hayashi da. Lula e diretor do FMI celebram fim da dívida. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B-3, 10 jan. 2006.

GARCIA, Márcio G. P. Juro alto à apreciação cambial. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A-11, 20-22 jan. 2006.

GUIMARÃES, Luiz Sérgio. Liquidez extravasa e põe BC em xeque. **Valor Econômico**, São Paulo, p. C-2, 4 jan. 2006.

INFLUÊNCIA será bem menor. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. A-10, 3 jun. 2006.

PAÍSES liquidam US\$ 33 bi em dívidas. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. B-2, 2 mar. 2006.

PARA analistas, BC perde queda-de-braço cambial. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B-1, 9 jan. 2006.

PRADO, Maria Clara R. M. do. O FMI e o Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A-11, 12 jan. 2006.

SOFIA, Juliana. Governo zera dívida interna atrelada ao dólar. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B-1, 24 jan. 2006.