
O BRASIL NO PLANO BRADY: AVALIAÇÃO DE ALGUNS ASPECTOS DO ACORDO DE 1994*

*Paulo Nogueira Batista Junior**
Armênio de Souza Rangel****

A finalidade deste artigo é apresentar uma avaliação de alguns dos principais resultados da mais recente negociação entre o Governo brasileiro e os bancos comerciais estrangeiros. Não é nosso propósito realizar uma análise completa do acordo assinado em abril de 1994, mas, sim, destacar alguns de seus aspectos problemáticos, que passaram praticamente despercebidos. Avaliaremos, sobretudo, os resultados finais da negociação concluída no Governo Itamar, no final da gestão de Fernando Henrique Cardoso, no Ministério da Fazenda. O acordo de 1994 representa o desfecho de uma longa negociação, que teve início durante a gestão de Zélia Cardoso de Mello, quando se definiram as condições do reescalonamento dos juros atrasados referentes a 1989 e 1990, e que prosseguiu durante a gestão de Marclio Marques Moreira, momento em que se estabeleceram as principais características do acordo que viria a ser assinado no Governo Itamar.

Como se sabe, esse acordo representou a aplicação ao caso brasileiro dos princípios estabelecidos no chamado Plano Brady, lançado em 1989 pelo Secretário do Tesouro dos EUA, Nicholas Brady, e aplicado à renegociação das dívidas de diversos países latino-americanos, tais como México, Venezuela e Argentina. Embora apresente algumas diferenças em relação aos anteriores, o acordo brasileiro de 1994 segue, no essencial, a orientação geral estabelecida pelo Tesouro americano em 1989.

Relativamente às negociações realizadas entre 1982 e 1988, o Plano Brady constituiu, inegavelmente, um progresso, posto que consagrou a aceitação por parte dos credores de que os acordos de reestruturação deveriam envolver alguma redução do valor presente da dívida externa, ou seja, um desconto concedido sob a forma de redução do principal ou das taxas de juros. Além disso, passaram a ser admitidas uma extensão considerável dos prazos de pagamento e a substituição de obrigações com taxas de juros flutuantes por títulos com taxa fixa.

Essa mudança de orientação só foi possível porque, ao longo dos anos 80, em função das imensas transferências líquidas de recursos realizadas pelos países devedores, os bancos comerciais dos EUA e os demais países desenvolvidos puderam reduzir, de forma apreciável, a sua vulnerabilidade em relação ao problema da dívida. Com a proliferação

* Versão resumida de trabalho preparado para o Programa Educativo Dívida Externa (PEDEX).

** Professor do Departamento de Economia da Fundação Getúlio Vargas, em São Paulo.

*** Professor da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo.

Os autores agradecem os comentários de Manuel José Forero Gonzalez, sem responsabilizá-lo pelas conclusões.

de moratórias no final dos anos 80 e o conseqüente rápido crescimento do volume de pagamentos de juros atrasados, os credores foram finalmente levados a reconhecer que as dívidas não poderiam ser cobradas *in totum*.

No entanto, ao contrário do que sugere um exame superficial das condições estabelecidas, o alívio proporcionado pelo Plano Brady foi bastante modesto. Excetuado o caso da Costa Rica, os acordos realizados por países latino-americanos caracterizaram-se por proporcionar descontos moderados e não resultaram, portanto, em redução significativa do nível de endividamento. O caso do Brasil não fugiu a essa regra geral.

Desconto aparente *versus* desconto efetivo

As negociações entre o Governo brasileiro e os bancos estrangeiros, sobretudo durante o Governo Collor, foram cercadas de ampla propaganda, que induziu a opinião pública a acreditar que o Governo brasileiro estava realizando uma negociação de caráter inovador, sem precedentes na história recente, que resultaria em redução de 35% na dívida externa do País. Na verdade, o que se negociava eram simplesmente os termos em que se daria a adesão ou o enquadramento do Brasil ao esquema Brady, em linha com o padrão que fora inaugurado com o México em acordo assinado em 1990. Além disso, estava em discussão apenas a parte da dívida externa brasileira que se referia ao grosso da dívida do setor público com bancos comerciais estrangeiros, algo como 37% do total. Mesmo no que diz respeito a esse componente da dívida, uma análise um pouco mais cuidadosa revelaria que a redução efetiva era muito inferior aos 35% anunciados pela propaganda oficial, com amplo respaldo da mídia.

A que se deve a diferença? Primeiramente, ao fato de que menos da metade da dívida afetada pelo acordo foi objeto de redução. Em segundo lugar, ao fato de que, para a implementação do acordo, o Brasil ficou obrigado a oferecer garantias aos bancos em relação ao pagamento de parte do principal e dos juros. Essas garantias foram financiadas de duas formas: pela contratação de novos empréstimos e, sobretudo, pela imobilização de parte das reservas do Banco Central. O cálculo da redução da dívida efetivamente proporcionada pelo acordo deve considerar, portanto, que a mobilização das garantias exigidas significa um aumento da dívida externa líquida do País, seja pela assunção de novas dívidas, seja pela redução das reservas internacionais efetivamente disponíveis.

A estimativa de desconto efetivo apresentada na Tabela 1 leva em conta esses dois pontos, tomando-se por base a metodologia utilizada em alguns documentos do FMI e do Banco Mundial. O que se procura estimar é o impacto do acordo sobre o nível de endividamento líquido do País, definindo-se a dívida externa líquida como a diferença entre a dívida bruta e as reservas internacionais disponíveis no Banco Central. Como se vê, o endividamento líquido adicional associado ao financiamento das garantias, que corresponde quase integralmente à imobilização de reservas, anula cerca da metade do ganho resultante do desconto de US\$ 7,6 bilhões (ou 15,5% da dívida afetada) captados via redução do principal ou dos juros. A redução efetiva alcança, portanto, US\$ 3,7 bilhões, o que equivale a 7,6% do valor da dívida afetada pelo acordo.

Tabela 1

Estimativa do desconto efetivo proporcionado pelo
Plano Brady ao Brasil - 1994

DISCRIMINAÇÃO	VALOR
A - Dívida afetada pela renegociação (US\$ bilhões) (1)	49,0
B - Desconto captado via redução do principal (US\$ bilhões)	3,9
C - Desconto captado via redução dos juros (US\$ bilhões)	3,7
D - Financiamento de garantias (US\$ bilhões)	3,9
Novos empréstimos - bancos comerciais (US\$ bilhões)	0,4
Imobilização de reservas do Banco Central (US\$ bilhões)	3,5
Desconto efetivo (B + C - D) (US\$ bilhões)	3,7
Desconto efetivo em relação à dívida afetada (%)	7,6

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Banco Central do Brasil.

NOTA: 1. Entende-se por desconto efetivo a redução da dívida externa líquida do País resultante da implementação do acordo. A dívida líquida é definida como a diferença entre a dívida total e as reservas efetivamente disponíveis.

2. Admitiu-se que o desconto dos bônus ao par é o mesmo dos bônus de desconto e também que os bônus com redução de juros (FLIRB) e os bônus de capitalização (C-bond) não envolveram redução do valor presente.

(1) Exclui créditos em posse da família Dart, já que esta não apresentou opções nos termos dos demais credores.

Imobilização de parte das reservas

Um dos fatores que diminuem as vantagens proporcionadas por acordos negociados no âmbito do Plano Brady é a necessidade de oferecer garantias para parte da dívida reestruturada. No caso brasileiro, o financiamento das garantias foi obtido quase inteiramente à custa de imobilização de reservas do Banco Central. Nesse particular, o acordo brasileiro diferencia-se dos anteriores, uma vez que, no caso de países como o México, a Venezuela e a Argentina, grande parte das garantias foi financiada com recursos de fontes oficiais (FMI, Banco Mundial e outras). Embora essa desvantagem do acordo brasileiro tenha sido atenuada pela negociação de uma cláusula que previu a integralização parcelada de parte das garantias, o fato é que a ausência de financiamento oficial acabou exigindo um comprometimento maior das reservas.

O risco de que isso pudesse vir a ocorrer já estava claro desde a época em que se fixaram as características fundamentais do acordo, ainda no Governo Collor. Embora os termos então acertados incluíssem uma previsão de financiamento de parte das garantias com recursos do FMI, do Banco Mundial e do BID, o insucesso do programa negociado com o FMI na gestão de Marclício M. Moreira comprometia não só a participação do próprio Fundo, como também a mobilização dos recursos dos demais organismos multilaterais.

Essa era uma das dificuldades com que se defrontava o Governo brasileiro na fase de conclusão do acordo, já na gestão de Fernando Henrique Cardoso. Procurou-se, inicialmente, insistir na tentativa de obter um acordo com o Fundo. Por motivos que não cabe discutir aqui, essa tentativa não foi bem-sucedida. Havia então duas opções: deixar a questão para ser resolvida no próximo Governo, em 1995, ou concluir o acordo de imediato, sem contar com recursos oficiais para o financiamento das garantias. Cedendo às pressões dos bancos, Fernando Henrique Cardoso optou pelo segundo caminho, o que significou, em última análise, assinar o acordo em condições ainda mais desfavoráveis do que as que haviam sido estabelecidas no Governo Collor.¹ As garantias alcançaram um valor total de US\$ 3,9 bilhões, dos quais US\$ 400 milhões foram cobertos com a parcela de dinheiro novo proporcionada pelos próprios bancos. O restante saiu, ou sairá, das reservas do Banco Central. A imobilização inicial foi de US\$ 2,4 bilhões, o equivalente a 7,6% do nível das reservas. Considerada a parcela a ser integralizada num período de dois anos, a imobilização total corresponde a 10,9% do valor das reservas no momento da conclusão do acordo (Tabela 2).

¹ Na época do fechamento da negociação, o Governo brasileiro ainda alimentava, contudo, a expectativa de poder contar futuramente com a colaboração dos organismos multilaterais para o financiamento das garantias, na eventualidade de que viesse a ser concluído um acordo *stand-by* com o FMI.

Tabela 2

Custo e financiamento das garantias do Acordo — 1994

DISCRIMINAÇÃO	VALOR
A - Custo das garantias (principal e juros) (US\$ bilhões)	3 883
B - Empréstimos externos - dinheiro novo (bancos comerciais) (US\$ bilhões) ...	353
C - Imobilização inicial de reservas do Banco Central (US\$ bilhões)	2 447
D - Imobilização de reservas no período de dois anos (US\$ bilhões)	1 083
E - Imobilização total de reservas (A-B=C+D) (US\$ bilhões)	3 530
F - Nível das reservas (conceito de caixa em março de 1994) (US\$ bilhões)	32 295
G - Imobilização inicial/nível de reservas (C/F) (%)	7,6
H - Imobilização no período de dois anos/ /nível de reservas (D/F) (%)	3,4
I - Imobilização total/nível de reservas (E/F) (%)	10,9

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Banco Central do Brasil.

Efeito da implementação do acordo sobre o déficit de caixa do setor público

Ao contrário do que poderíamos deduzir das informações divulgadas durante a negociação e na época da conclusão do acordo, a sua implementação não trará alívio em termos de déficit de caixa do setor público. A razão é que o acordo representou o levantamento da moratória parcial que vigorava desde 1989. Esse era justamente um dos seus principais atrativos do ponto de vista dos bancos. Com a entrada em vigor do acordo, substituiu-se a dívida velha, sujeita a uma suspensão parcial de pagamentos,

por bônus que não permitem a capitalização dos juros.² O resultado é um aumento significativo dos pagamentos em comparação com a situação anterior ao início do processo de negociação, quando o Brasil pagava 30% dos juros devidos.

No primeiro ano de implementação do acordo, a despesa anual líquida com juros alcançará US\$ 2,5 bilhões, aproximadamente o triplo da despesa de juros na situação anterior. Mesmo se adotarmos a ótica de competência, isto é, se compararmos a implementação do acordo com o que seria devido nas condições contratuais anteriores, às taxas atuais de mercado, o alívio é pouco significativo, da ordem de US\$ 600 milhões no primeiro ano.³

A questão do acesso aos mercados financeiros internacionais

Alguns defensores do Plano Brady e da sua aplicação ao caso brasileiro aceitam as críticas acima desenvolvidas, mas alegam que a vantagem fundamental desse tipo de acordo reside em algo menos tangível, vale dizer, em um ganho de "credibilidade" que produziria, entre outros efeitos, uma ampliação do acesso do país devedor aos mercados financeiros internacionais.

Não se pode negar que a regularização da situação financeira externa e a consolidação dos pagamentos atrasados favoreçam a participação nos fluxos internacionais de capitais. É duvidoso, porém, que esse fator tenha tido importância decisiva no passado recente. Na verdade, a retomada das entradas de capital externo na economia brasileira remonta a 1991, como atestam os dados de balanço de pagamentos do Brasil. O processo teve início antes que se iniciassem as negociações do Plano Brady para o Brasil e vários anos antes da própria conclusão do acordo. É notável que o Brasil tenha recebido volumes expressivos e crescentes de capital do Exterior, a despeito da inexistência de um acordo com o FMI e da continuação de uma moratória parcial da dívida externa.

As indicações são de que esses influxos recentes de capital, que se verificaram não só no Brasil, como também no conjunto dos países da América Latina, foram determinados essencialmente por uma reversão nas condições de liquidez nos mercados internacionais a partir de 1990-91. A mudança na orientação da política do Federal Reserve, que buscava retirar a economia americana da recessão pela ampliação da oferta de crédito e pela redução das taxas de juros, transbordou para os mercados internacionais, na forma de um volume crescente de empréstimos para países em desenvolvimento. Isso permitiu não só a ampliação do ingresso líquido de capitais para economias consideradas bem-sucedidas em matéria de ajustamento e de

² A única exceção é o bônus de capitalização, que responde, contudo, por 14% da dívida afetada pelo acordo. Além disso, esse bônus prevê a capitalização apenas parcial dos juros e carrega uma taxa de juros elevada, de 8% ao ano.

³ Consideradas as taxas atuais de mercado, as condições contratuais anteriores aplicadas aos US\$ 49 bilhões de dívidas afetadas pelo acordo implicariam pagamentos de juros de US\$ 3,1 bilhões ao ano.

reformas estruturais, como México e Argentina, mas também para países como o Brasil, notoriamente "atrasados" quanto a reformas domésticas e à negociação com o sistema financeiro internacional. No caso brasileiro, o ingresso de capitais foi também estimulado pela manutenção de taxas de juros internas extremamente elevadas durante quase todo o período recente.

É pouco provável que a continuação de uma moratória parcial sobre a dívida "velha" tivesse impedido o Brasil de continuar recebendo aportes expressivos de capital do Exterior. Desse ponto de vista, teria sido perfeitamente possível prolongar o processo de negociação e aproveitar melhor a suspensão de pagamentos como instrumento de negociação, buscando condições mais favoráveis de reestruturação da dívida com os bancos comerciais.

Conclusão

De uma forma geral, o acordo de abril de 1994 acabou favorecendo mais a parte credora do que a devedora. Não é de surpreender que tenha sido assim. As condições políticas, tanto internas quanto externas, confluíram para produzir esse resultado. No plano externo, o Brasil era, àquela altura, o único dos principais devedores latino-americanos que ainda não havia aderido às condições previstas no chamado Plano Brady. Ademais, a adesão brasileira foi negociada no final do Governo Collor, por um Governo profundamente fragilizado, ameaçado de *impeachment*, que tentava apressar a definição das características fundamentais do acordo, com o intuito de criar um fato político capaz de reforçar a sua base de apoio externa e as suas chances de sobrevivência em face da crescente oposição dentro do País. A finalização do acordo ocorreu, por sua vez, durante a gestão de um Ministro da Fazenda que preparava a sua candidatura à Presidência da República e encontrava, na conclusão da negociação com os bancos estrangeiros, um meio de solidificar o suporte internacional às suas pretensões políticas. Por isso, Fernando Henrique Cardoso estava disposto não só a respeitar integralmente as condições aceitas pelo Governo Collor, como a introduzir modificações nos termos originais que tornaram o acordo mais oneroso para o País, ao concordar que o financiamento das garantias repousasse quase exclusivamente sobre as reservas internacionais do Banco Central.

Para os bancos, o acordo trouxe diversas vantagens. A mais importante foi a de permitir o levantamento da moratória brasileira em troca de um desconto reduzido. Além disso, parte da dívida nova resultante da implementação do acordo passou a contar com garantia para o principal e para parte dos juros. O acordo resultou, também, na "securitização" dos créditos contra o Brasil, isto é, na sua transformação em títulos ou bônus, mais facilmente negociáveis nos mercados secundários. Isso permitirá acelerar o processo de redução do grau de envolvimento dos grandes bancos comerciais com o Brasil. Em contrapartida, levará, provavelmente, a uma dispersão dos papéis brasileiros para as mãos de investidores não bancários de diferentes tipos, o que poderá gerar problemas de coordenação em futuros processos de reestruturação da dívida. O impasse recente com a família Dart constitui um prenúncio do tipo de dificuldade que poderá surgir na eventualidade de voltarem a ocorrer problemas de pagamento no futuro.

Do ponto de vista do Brasil, o acordo traz, inegavelmente, alguns benefícios, dentre os quais se destacam o reconhecimento pelos credores de que a dívida não poderia ser integralmente paga nas condições contratuais originais, a ampliação dos prazos de pagamento e a redução da parcela da dívida que carrega taxa de juros flutuantes, diminuindo, assim, a vulnerabilidade do País a elevações das taxas de juros dos mercados internacionais.

A análise acima desenvolvida mostrou, entretanto, que a redução efetiva da dívida externa líquida do País foi bastante limitada e muito inferior ao desconto aparente divulgado durante o processo de negociação e no momento da finalização do acordo. Mostramos, também, que o financiamento das garantias implicou a imobilização de uma parcela significativa das reservas internacionais do Banco Central. Vimos, finalmente, que a implementação do acordo resultou em expressivo crescimento dos pagamentos feitos aos bancos estrangeiros, uma vez que significou aceitar a suspensão da moratória parcial em vigor desde 1989 sem que se obtivessem concessões importantes no que tange à redução das taxas de juros e do principal.

A questão da dívida externa só não tem aparecido como restrição fundamental no passado recente porque aconteceu uma transformação profunda das condições financeiras internacionais neste início dos anos 90. A queda acentuada das taxas de juros de mercado para operações em dólares em 1991-93 e a forte ampliação da disponibilidade de crédito para países como o Brasil produziram completa modificação do contexto mais amplo em que se situa a questão da reestruturação das dívidas externas contraídas nos anos 70 e 80. Foi essa modificação, e não as negociações entre o Brasil e seus credores externos, que trouxe um verdadeiro alívio nas condições em que se realiza o pagamento da dívida.

Contudo esse alívio tem bases frágeis, dado que repousa, em grande medida, em ingressos de capital de curto prazo ou de grande volatilidade. Não se pode, evidentemente, excluir a hipótese de que volte a acontecer uma alteração, para pior, no quadro financeiro externo, com retração da oferta de capitais e continuação ou até aceleração da tendência recente de elevação das taxas de juros internacionais. Nesse caso, a insuficiência do acordo concluído em 1994, assim como de acordos anteriores, poderá contribuir para que apareçam novas dificuldades de pagamento dos compromissos externos.

Bibliografia

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (1994). **Principais aspectos do acordo brasileiro**. Brasília. (mimeo).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (1994). **Nota Deppec**: acordo da dívida com bancos comerciais implícitos e capacidade de pagamentos; posição em 25.03.94. Brasília. 28 mar. (mimeo).
- BRASIL (1992). **1992 financing plan**. nov. (mimeo).
- BRASIL. Senado Federal (1992). **Mensagem, n.357/92**. Brasília. 13 nov.
- GONZALEZ, Manuel José Forero (1992). O plano Brady do Brasil: uma avaliação de suas prováveis implicações. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 20., Campos do Jordão. **Anais...** Campos do Jordão: ANPEC.

INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (1991). **Detailed progress report on implementation of debt strategy and its impact on the development prospects of all severely-indebted countries.** Development Committee Meeting. 14 oct. (mimeo).

PORTELLA FILHO, Petronio (1992). O Plano Brady na America Latina: balanço dos primeiros três anos (1989-91). In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 20., Campos do Jordão. **Anais... Campos do Jordão: ANPEC.**

WORLD ECONOMIC AND FINANCIAL SURVEYS (1991). International capital markets: developments and prospects. Washington, DC: IMF, may.