

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UM NOVO CICLO:
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA FEDERAL DESDE 1994

Eduardo de Castro Magalhães Marques
No. de matrícula 9824088-4

Orientador: Gustavo Henrique Barroso Franco

Dezembro de 2001

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

DEDICATÓRIA

Agradeço ao meu orientador, professor Gustavo Franco, que além de prestar valiosa ajuda, me proporcionou a oportunidade de ouvir, na primeira pessoa, os fatos que aqui relato.

Agradeço também ao professor Afonso Bevilaqua pelas dicas e fontes bibliográficas sugeridas.

Por fim, e não menos importante, agradeço ao apoio dos amigos e familiares que foram cooptados à leitura deste trabalho.

ÍNDICE ANALÍTICO

I. Introdução	p.5
II. O Plano Brady	pp.6 -11
III. Aspectos Macroeconômicos	pp. 12-16
IV. Aspectos Microeconômicos	pp. 17 - 22
V. Análise dos Prêmios Pagos no Mercado Primário	pp. 23 - 25
VI. Operações de Troca da Dívida Reestruturada	pp. 26 - 31
VII. Conclusão	pp. 32 - 33
VIII. Anexo I – Usos e Fontes de Recursos Externos	p.34
IX. Anexo II – Lançamento de Bônus pela Republica Federativa do Brasil	p.35
X. Bibliografia	pp.36-37

I. INTRODUÇÃO

A história do endividamento externo soberano brasileiro é tão longa quanto as origens da fundação do estado brasileiro . Já em 1824, dois anos após a independência, o Brasil obteve 3 milhões de libras esterlinas junto à praça londrina para pagar dívidas do período colonial e obter o reconhecimento de sua independência de Portugal¹. Desde então, o país já passou por vários ciclos de endividamento externo encerrados de forma nem sempre feliz. O mais recente teve início em 1994, após a renegociação da dívida formada principalmente nos anos 70 e 80. Esta monografia se concentra apenas nos acontecimentos mais recentes desta longa história. A partir de uma análise do acordo no âmbito do Plano Brady, que reintroduziu o Brasil ao mercado internacional de capital, o trabalho traça a evolução do novo perfil da dívida mobiliária externa da República, e aponta várias de suas singularidades.

¹ BETHELL, Leslie e CARVALHO, José Murilo de [1985] “Brazil after the Independence” The Cambridge History of Latin America Cambridge University Press vol. III p. 686.

II. O PLANO BRADY

Desfrutando de um longo período de abundância internacional de crédito, as economias emergentes puderam contar com o endividamento externo para financiar seu crescimento até o final da década de 1970. No entanto, com a segunda crise do petróleo e a elevação dos juros americanos, a liquidez internacional subitamente desapareceu, tornando progressivamente mais difícil a rolagem da dívida contraída. A partir dos sinais de fraqueza da crise mexicana, em 1982, as linhas de financiamento voluntárias às economias emergentes se esgotaram e diversos países, inclusive o Brasil, viram-se obrigados a interromper seus pagamentos². Diante da incapacidade de rolar seus compromissos, a maioria destas nações sucumbiu ao “problema da transferência” – vale dizer a incapacidade de criar superávits na conta corrente de maneira a manter o serviço da dívida externa e ainda efetuar as amortizações líquidas.

Alguns anos se passaram de tratativas mal sucedidas até que, no intuito de restabelecer o acesso aos mercados internacionais de crédito privado, o secretário de Tesouro Nacional dos EUA, Nicholas Brady, lançou um programa de reestruturação da dívida externa das economias emergentes. Aplicado em dezesseis nações, o Plano Brady buscou reduzir o montante e o serviço das dívidas externas através de melhorias de risco de crédito em novos papéis securitizados e com aumento de liquidez. Os países devedores prometeram realismo e transparência na condução da política econômica no âmbito de programas com o FMI, enquanto as instituições credoras aceitaram securitizar seus créditos em títulos negociáveis internacionalmente. Alguns dos títulos “bradies” contavam com garantia colateral para o principal e, em certos casos também para juro, composta de papéis “zero coupon” de emissões especiais do Tesouro americano comprados com recursos providos pelo Banco Mundial e FMI³.

Enquanto o México foi o primeiro país a firmar um acordo Brady ainda em 1989, o plano brasileiro só foi concluído em 1994, durante o governo Itamar Franco. As

negociações tiveram início ainda em 1992, quando, no governo Collor, o ministro Márcio Marques Moreira nomeou Pedro Malan como negociador-chefe da dívida externa junto aos credores internacionais. Posteriormente, Malan assumiu a pasta da Fazenda, sendo substituído por André Lara Rezende até a aprovação do acordo no Congresso em 15 de abril de 1994.

Até então, o Brasil era o único entre os principais devedores latino-americanos a não ter reestruturado sua dívida nos termos de um Plano Brady. O processo de renegociação brasileiro estava atrasado em relação aos seus vizinhos porque o país vinha praticando uma moratória não declarada desde 1989, quando o governo Sarney centralizou a venda de divisas no Banco Central. Na prática, tal medida impossibilitava quaisquer remessas para o exterior, exceto quando expressamente autorizado. Os credores brasileiros depositavam o equivalente em moeda local para juros e amortizações de suas dívidas junto ao BCB, que, no entanto, passou a não remeter os dólares correspondentes aos credores. Em retaliação, o FMI suspendeu suas negociações com o Brasil e cancelou os direitos de saque pendentes.

Antes de poder iniciar as tratativas de acordo Brady, o governo Collor teve que renegociar junto aos bancos credores um acordo sobre os juros atrasados entre 31/07/1989 e 31/12/1990. O “Bond Exchange Agreement” (BEA) acertou o pagamento parcelado em 10 meses de 25% dos cerca de US\$ 9 bilhões de juros atrasados da dívida pública. O restante seria pago através da emissão de um papel de 10 anos de prazo, 3 anos de carência, e juros fixos ou reajustados pela Libor. Ao mesmo tempo, o governo permitiu o pagamento da dívida externa privada sem a intermediação do BCB e se comprometeu a pagar 30% dos juros devidos a partir de 1991.⁴

Não obstante o conturbado cenário interno - marcado pelo seqüestro de cerca de 80% dos ativos, alta inflação, falta de apoio no Congresso, e escândalos administrativos no

2 Em 1982, México, Polônia, e Argentina declararam moratória. O “default” brasileiro só veio em 1987, já no final da crise internacional.

3 MOLANO, Walter [1996] “From Bad Debts to Healthy Securities? The Theory and Financial Techniques of the Brady Plan.” Swiss Bank Corporation, mimeo.

4 CERQUEIRA, Ceres Aires. Dívida Externa Brasileira. 1. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 1997. p.61-70.

Executivo – o governo Collor obteve sucesso na renegociação internacional da dívida brasileira. Logo após o BEA, o Brasil reabriu negociações com o FMI e com o Comitê Assessor dos credores privados para reestruturar, nos moldes de um Plano Brady, os cerca de US\$ 50 bilhões devidos aos bancos comerciais. Selado em janeiro de 1992, o acordo com o Fundo provisionou US\$ 2,1 bilhões de crédito “stand-by” pagos em 19 meses para reforçar as reservas cambiais e formar um fundo de garantia aos bônus a serem lançados. Com o aval do Fundo, o Brasil pôde renegociar e reescalonar sua dívida junto ao Clube de Paris⁵ pela segunda vez desde a moratória de 1987. Selado em fevereiro de 1992, este acordo reestruturou cerca de 55% dos US\$ 22 bilhões devidos, sendo US\$ 4,1 bilhões a serem pagos até 1993 e o restante refinanciado por 14 anos com 3 anos de carência.⁶

A etapa seguinte e última seria o acordo com os bancos privados. Apesar das primeiras propostas de “menus” de bônus terem sido enviadas ainda em 1991, as partes só chegaram a um “acordo em princípio” em junho de 1992, devido a divergências sobre a extensão das garantias a serem oferecidas e a incorporação de dívidas já reestruturadas no plano. Oferecendo aos credores sete tipos de bônus, o Brasil pretendia renegociar US\$ 49 bilhões, sendo US\$ 4 bilhões provenientes de reestruturações realizadas em 1988, US\$ 5 bilhões em juros devidos e não pagos desde 1991, e o restante em empréstimos bancários de médio-longo prazo.

Após longas rodadas de negociação, o cronograma do Plano Brady brasileiro sofreu mais dois graves contratemplos. Como o governo não conseguiu implementar um pacote fiscal capaz de gerar as metas acordadas com o FMI, o Brasil recebeu apenas a primeira parcela do acordo firmado em 1992. No mesmo ano, o Congresso decidiu pelo “impeachment” do presidente Collor por corrupção. Sem o aval do Fundo, as negociações com bancos e mesmo o acordo com o Clube de Paris foram paralisados, já que ambos estavam condicionados à obtenção do acordo “stand-by”.

5 O Clube de Paris é uma instituição informal que reúne agências oficiais internacionais e governos credores de países em desenvolvimento.

6 MOURA, Jaqueline Terra. *Dívida externa brasileira, 1982/1994: renegociação, redução e retorno dos empréstimos concedidos*. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 1995. p.69 Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Apesar das extensas conversações com a missão de setembro de 1993, o Brasil não pôde contar com o apoio do FMI para a execução de seu Plano Brady. O veterano José Fagenbaum, chefe da missão, “demonstrava nenhuma receptividade diante das primeiras explicações sobre o Plano Real”⁷, discordando sobre a política fiscal, o acúmulo de reservas, e de detalhes do Plano Real como, por exemplo, a constituição da URV. Contudo, o Brasil não desistiu do processo de negociações e, ainda no verão de 1993, realizou um “road-show” pelos EUA, visando a obtenção do apoio de 95% dos credores para a execução do plano.

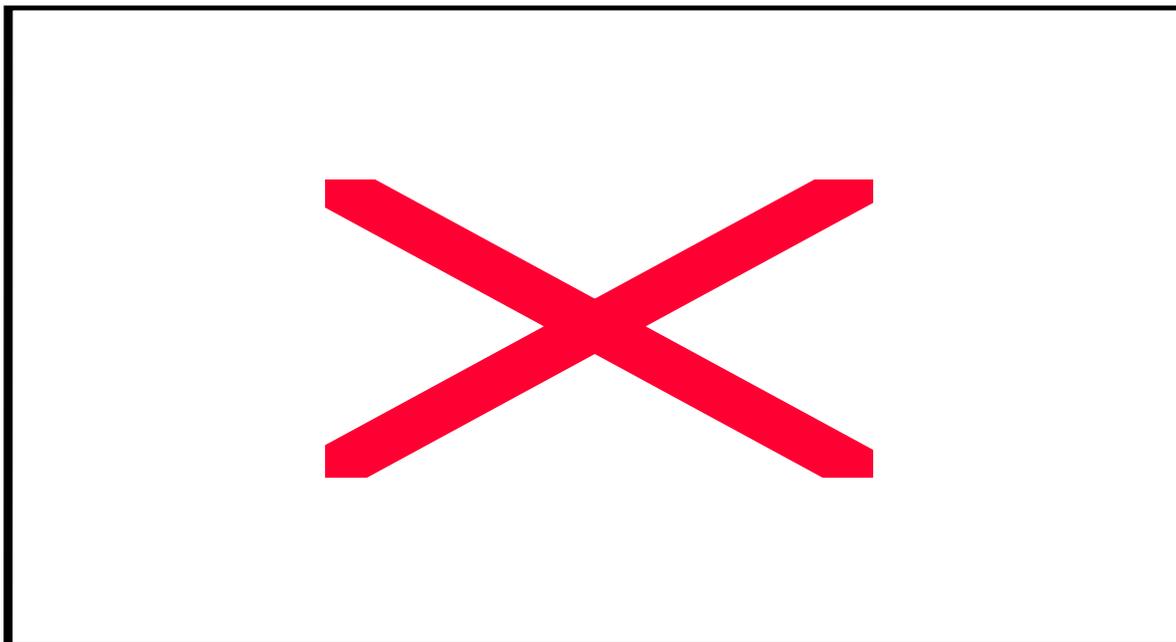
Quando ficou claro que não seria possível assinar um novo pacote com o Fundo antes da expiração da data já postergada do acordo de princípios, a equipe econômica optou por utilizar seus próprios recursos para adquirir as garantias exigidas. A partir de fevereiro de 1994, o Brasil operou silenciosamente no mercado de títulos “zero-coupon” do Tesouro americano adquirindo gradualmente montantes relevantes das séries elegíveis para a composição do lastro dos “bradies” e utilizando as reservas internacionais que vinham se acumulando. Obtendo US\$ 2.8 bilhões em garantias e com o discreto consentimento do Tesouro americano, o governo pôde obter um “waiver” do Comitê Assessor e prosseguir na reestruturação da dívida sem a presença do FMI. Este desfecho resultou extremamente conveniente para o Brasil, para o FMI, e para o Tesouro, pois evitou-se o impasse que fatalmente ocorreria entre os negociadores brasileiros e os do FMI.

Ao todo, o plano brasileiro converteu em títulos “bradies” US\$ 49 bilhões em dívida segundo o menu do “acordo em princípio”. Os credores já haviam aceito o depósito gradual de parte das garantias ao longo de dois anos. Como a demanda dos bancos estrangeiros pelos papéis garantidos - Par e Discount - era, a princípio, maior do que aquela atendida pela disponibilidade de recursos para garantias, foram criados títulos “phase-in” que seriam convertidos para o Par ou Discount de acordo com a intenção do credor. Créditos de bancos nacionais no exterior foram convertidos em “Debt Conversion in Bonds” (DCBs), com 10 anos de carência e vencimento de 17.⁸

7 FRANCO, Gustavo. “Memórias da Dívida Externa” Estado de São Paulo, 25/02/2001.

8 MOURA, Jaqueline Terra. Dívida externa brasileira, 1982/1994: renegociação, redução e retorno dos empréstimos concedidos. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 1995. p.93 Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Tabela 1 – Termos de Emissão dos Títulos “Bradies” Brasileiros



Fonte: Cerqueira (1997)

Ao contrário do acordo mexicano ou argentino, a reestruturação da dívida brasileira ofereceu aos credores um leque mais diversificado de títulos. A equipe econômica pôde assim optar entre reduzir o montante devido ou captar novos recursos. Par e Discount, títulos tipicamente oferecidos em um acordo Brady, buscavam diminuir os serviços da dívida através de reduções de coupon ou de valor de face, porém exigiam o desembolso de recursos para a obtenção de garantias. Já o C Bond, New Money, DCB, e EI visavam crédito novo com alongamento dos prazos de pagamento ou capitalização temporária dos juros, sem oferecer qualquer colateral.

Apenas US\$ 3 bilhões ficaram de fora em decorrência do impasse nas negociações com a família Dart. Por se recusar a converter em “bradies” seus US\$ 1,4 bilhões de MYDFAs,⁹ o governo brasileiro se viu forçado a também não converter US\$ 1,6 bilhões de MYDFAs do Banco do Brasil para não permitir à família se tornar a única detentora deste título, algo que lhe proporcionaria o direito de contestar toda a reestruturação. Após uma disputa judicial, os Dart e o BCB entraram em acordo. Os MYDFAs da família foram

⁹ “Multi Year Deposit Facility Agreement” (MYDFA) foi um título lançado em decorrência do acordo de reestruturação da dívida de 1988.

honrados, porém parte dos juros devidos foram renegociados em títulos EI. Dois anos mais tarde, os Dart voltaram a atrapalhar os planos do Banco Central ao vender US\$ 1 bilhão em títulos resultantes da securitização dos MYDFAs às vésperas de uma emissão de bônus globais da República.

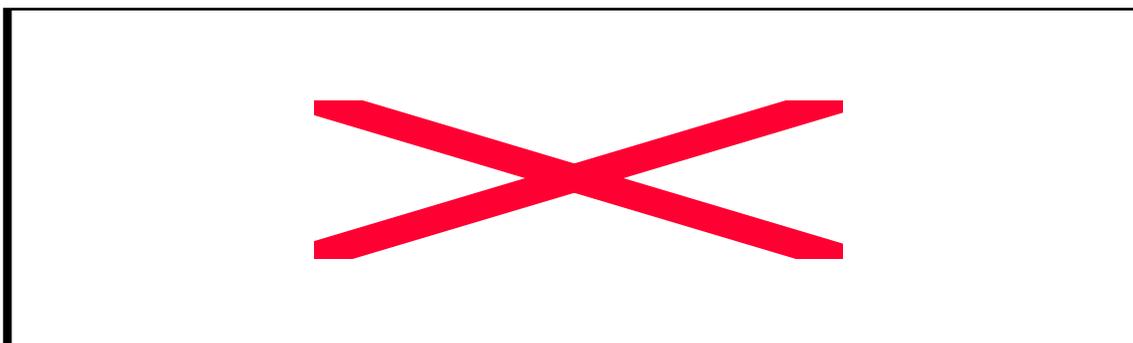
O sucesso do Plano Brady brasileiro não se restringe ao resultado financeiro da reestruturação. Seguindo a metodologia de Equivalente Redução de Dívida desenvolvida pelo Banco Mundial, Moura (1995) concluiu que o Plano Brady brasileiro possibilitou a redução na dívida do país em 19,40%, um resultado tímido quando comparado aos 25,69% obtidos na Argentina ou os 43,48% no México calculados por O'Connell (1993). Os partidos políticos de oposição vão além, como exemplificado em Dirceu (2000), se atendo à inexpressiva redução de 7,6% do valor de face da dívida. Dado às limitações nas garantias dos papéis brasileiros e à aquisição de novos recursos, o resultado contábil do Plano não deveria surpreender. O verdadeiro mérito do Plano Brady brasileiro é reputacional, pois ele gerou o sinal necessário para permitir a reintrodução do país ao mercado internacional de crédito após uma década de afastamento.

III. ASPECTOS MACROECONÔMICOS

As relações de identidades das contas nacionais garantem a igualdade entre o saldo em transações correntes e a conta de capital. No entanto, a teoria econômica não formula uma relação de causalidade unidirecional entre estas duas variáveis. De fato, a literatura vem explorando tanto a transmissão de déficits em conta corrente à necessidade de ingresso de recursos externos quanto à relação exatamente oposta. Coopers (1971) concluiu que desvalorizações cambiais em países emergentes reequilibram a conta corrente através da geração de superávits comerciais. Já Sachs (1981) defende a ótica intertemporal dos déficits em conta corrente. Estes seriam convenientes para o crescimento de países que apresentam oportunidades lucrativas de investimento maiores do que os recursos disponíveis domesticamente. Por isso, mercados emergentes atraem o fluxo de empréstimos e investimento direto estrangeiro, valorizando o câmbio e estimulando o déficit em conta corrente.

O Brasil na década de 1990 exemplifica a discussão acima. A estabilidade econômica alcançada pela economia brasileira veio acompanhada da deterioração do saldo em transações correntes. Se, em 1992, o Brasil foi capaz de acumular reservas através de um superávit de 1,5% do PIB, nos anos posteriores a conta corrente incorreu em déficits crescentes, que hoje supera 4% do PIB. Em contrapartida, o fluxo de recursos externos no país aumentou significativamente. Entre 1994 e 2000, o investimento direto estrangeiro multiplicou-se por sete em dólares, enquanto o endividamento externo total cresceu 59%¹⁰.

Tabela 2 – Evolução da Dívida Externa Brasileira

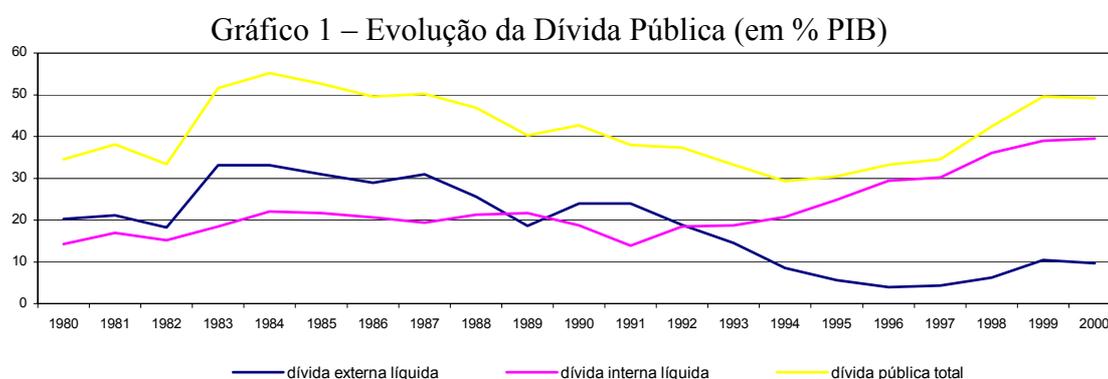


Fonte: BCB (2001)

¹⁰ Ver Anexo I.

Desde o lançamento de seus “bradies”, o governo federal conseguiu emitir 37 novos bônus com prazos de vencimento de até 40 anos e valor de face total de mais de US\$ 39 bilhões, porém o maior beneficiado pelo financiamento externo foi o setor privado. Como visto na Tabela 2, enquanto a dívida externa pública bruta¹¹ permaneceu nos mesmos patamares desde o Plano Brady, a dívida privada triplicou. Conforme descrito na tabela 2, a dívida externa como um todo atingiu um platô em dólares no ano de 1998, já que as amortizações a partir de 1999 se equívalem ao lançamento de novos títulos. O ano de 1997 marca a inversão de uma tendência histórica na trajetória do endividamento externo brasileiro, pois pela primeira vez, a dívida externa do setor privado ultrapassou a do setor público. Se na década de 80 o setor público chegou a ser responsável por 82% da dívida externa, hoje ele não responde nem pela metade¹².

O reingresso das empresas brasileiras no mercado internacional coincidiu com os adventos tecnológicos que fortaleceram o mercado secundário de títulos de dívida privada. Grandes empresas, como Petrobrás e Vale do Rio Doce, tiveram acesso a linhas de financiamento maiores e mais baratas que aquelas disponíveis no Brasil. Bancos comerciais tiraram proveito do diferencial entre taxas domésticas e internacionais, muitas vezes captando no estrangeiro para comprar títulos públicos indexados ao dólar. Os “commercial papers” brasileiros possuíam prazos de prazo mais curtos que os bônus soberanos, porém era até possível captar a taxas mais baixas que a República quando eram garantidos por colaterais firmes, receitas de exportação, ou créditos securitizados.



Fonte: BCB (2001)

11 O conceito de dívida externa pública bruta não abate da dívida o estoque de reservas.

12 BOLETIM MENSAL. Brasília: Banco Central do Brasil, Departamento Econômico – DEPEC, 8 out. 2001.

O endividamento externo público também não possui mais a mesma participação na dívida pública total. A dívida externa chegou a representar 65% do endividamento público total em 1983, e 26% do PIB em média até o final da década de 1980. Com o acúmulo de reservas alcançado no início dos anos 90 e o Plano Brady, a relação dívida externa PIB cai rapidamente para valores inferiores a 10% e retoma modesto crescimento com a desvalorização cambial. Observa-se na década de noventa uma nítida substituição de endividamento externo por interno. Mesmo com as altas taxas de juros internas, o Brasil adotou a estratégia de emissão de papéis primordialmente domésticos para financiar seu déficit nominal pós-Real.

A predominância de emissões domésticas para o financiamento do déficit fiscal não pode ser explicada apenas a partir de critérios de custos, como sugerem algumas avaliações ingênuas do problema. O fato de diversas empresas terem encontrado no mercado de “eurobonds” linhas de financiamento mais baratas do que as disponíveis domesticamente não significa que o mesmo seria viável para o governo. Na verdade, o crescimento da dívida externa pública brasileira no esbarrou em pelo menos três restrições: o conturbado cenário internacional, a limitação de volume demandado, e os problemas de internação de recursos externos.

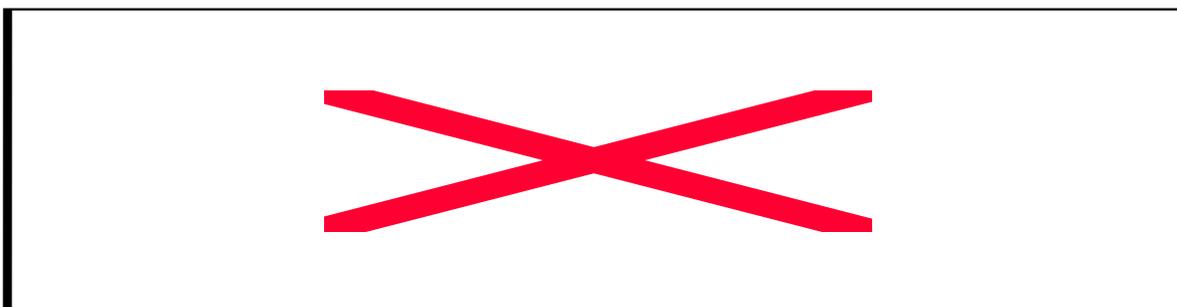
Primeiro, a quantidade de crédito disponível para o país no período em questão era bastante limitada porque o reingresso brasileiro ao mercado internacional de capitais foi prejudicado pelas crises na Ásia, Rússia, Argentina, e no próprio país. Diante da enorme volatilidade do prêmio cobrado sobre seus títulos no mercado secundário, o Brasil não pôde contar com as emissões externas como fonte estável para o financiamento e rolagem da dívida pública. O lançamento de novos bônus da República se deu de forma intermitente, aproveitando as janelas de oportunidades entre as diversas crises.

O governo brasileiro também levava em conta o papel sinalizador de suas emissões sobre preço a ser cobrado aos empréstimos externos privados. Caso o governo desejasse emitir maiores volumes no exterior para financiar seu déficit fiscal doméstico, os volumes necessários seriam totalmente fora de sintonia com o tamanho do crédito do país no exterior. Para cobrir apenas o atual estoque de dívida mobiliária federal interna, seria necessário emitir 6,4 vezes mais do que todos os títulos já lançados desde 1994. Qualquer

tentativa nesta direção resultaria em elevar “spreads” muito significativamente, prejudicando também o setor privado.

Por fim, a entrada de recursos estrangeiros no país apresentou uma dificuldade recorrente na economia internacional. Desde o debate entre Keynes e Ohlin sobre o pagamento de reparações alemãs após a Primeira Guerra, os economistas vêm estudando os efeitos adversos de grandes remessas ao exterior, o consagrado “problema da transferência”. O passado recente da economia brasileira oferece um exemplo nítido do problema. Com a interrupção abrupta dos fluxos de capital estrangeiro para o país durante a crise da dívida externa dos anos 80, o Brasil se viu forçado a realizar uma forte reversão de conta corrente a fim de obter as somas em moeda estrangeira necessárias para o pagamento dos serviços de sua dívida externa. Cardos e Dornbusch (1989) ressaltam o impacto danoso do ajuste necessário nas contas externas. Entre 1981 e 1985, o Brasil transferiu recursos para o exterior na ordem de 2,5% do PIB ao ano, enquanto a média no quinquênio anterior foi de -1,87%. A necessidade de gerar superávits em conta corrente colaborou para a desvalorização da taxa de câmbio real, para o endividamento interno, e para a aceleração da inflação.

Tabela 2 – Necessidade de Financiamento Externo 1994-2000



Fonte: BCB (2001)

Após 1994, o “problema da transferência” ressurgiu com o sinal contrário. A súbita entrada de recursos estrangeiros expande a oferta de moeda e prejudica o desempenho da conta corrente através da valorização da taxa de câmbio real¹³. A Tabela 2 ilustra o rápido aumento no fluxo de recursos estrangeiros ao Brasil. Boa parte dos crescentes déficits em

¹³ EDWARDS, Sebastian. “Capital Inflows into Latin America: A Stop and Go Story?” NBER Working Paper no. 6441, março 1998.

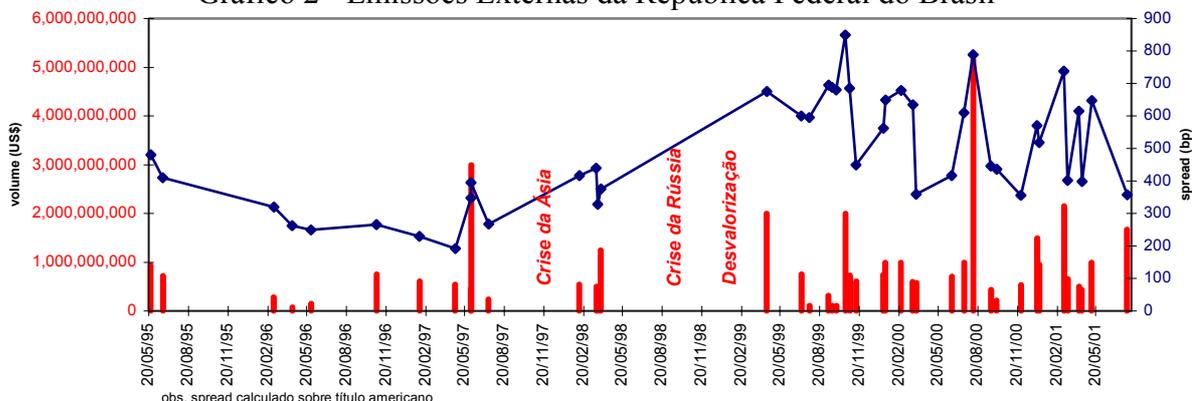
conta corrente foi coberta pelo investimento direto, de forma que as necessidades de financiamento externo se mantiveram menores que o crescimento na dívida externa privada. Não obstante a necessidade do governo de financiar seu déficit fiscal, o espaço para crescimento do endividamento público externo estava restrito, pois alimentaria o problema da transferência.

De acordo com a Resolução 57 do Senado Federal, o BC estava autorizado a emitir dívida externa para abater a interna de forma a minimizar seus custos. No entanto, em um regime de taxa de câmbio controlada, a emissão de dívida externa implicava no aumento da dívida interna em operações de esterilização. No início do Plano Real, o país não podia ingressar os dólares obtidos e trocá-los por reais sem vender títulos domésticos para enxugar a liquidez. Caso contrário, o crescimento da base monetária reduziria os juros, aumentando as pressões inflacionárias.¹⁴

¹⁴ BORTOT, Ivanir “ Captação externa é para abater a dívida interna”. Gazeta Mercantil. 5 nov. 1996.

IV. ASPECTOS MICROECONÔMICOS

Gráfico 2 - Emissões Externas da República Federal do Brasil



fonte: STN (2001)

Com a assinatura do acordo de reestruturação de sua dívida externa em abril de 1994, o Brasil estava novamente apto a retornar ao mercado internacional em busca de novos recursos. No entanto, o reingresso brasileiro foi modesto e intermitente devido às feridas anteriores, bem como às freqüentes crises em mercados emergentes desde então. É certo dizer que a primeira metade da década de noventa foi marcada por grande abundância de capital,¹⁵ porém o Brasil chegou atrasado na festa. O país pôde contar com um mercado interno de porte suficiente para atender suas necessidades fiscais de financiamento e possuía pequenas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos. Assim, optou por se afastar dos mercados internacionais em épocas conturbadas, evitando o pagamento de maiores prêmios. Como visto no gráfico acima, as emissões brasileiras são interrompidas por um semestre durante a Crise Asiática e por mais de um ano durante a Crise da Rússia seguida da Desvalorização do Real.

Os planos de lançamento dos primeiros títulos brasileiros após a reestruturação da dívida externa foram postergados devido à crise no México. A primeira emissão brasileira apenas ocorreu em maio de 1995 e, mesmo assim, no mercado japonês. Em uma operação capitaneada pela Nomura Securities, o Brasil emitiu JPY 80 bilhões - aproximadamente US\$ 943 milhões pelo câmbio da época – em títulos de dois anos rendendo 481 pontos-base acima de papel similar do governo americano. A primeira emissão brasileira

¹⁵ CALVO, Guillermo et al. "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors" IMF Staff Paper, no. 40, março 1993.

relativamente cara em comparação com suas sucessoras, porém seu “spread” foi bem menor do que os mais de 1100 pontos-base cobrados sobre os títulos “bradies” naquele mês.

Ao longo dos últimos 7 anos, o Brasil sempre encontrou no Japão um mercado receptivo aos seus títulos soberanos. Sua primeira emissão foi considerada a melhor do ano de 1995 pela revista *Latinfinance*, enquanto a segunda, realizada em março de 1996, recebeu prêmio similar pela *International Finance Review*. Ao contrário dos europeus e americanos, o mercado de dívida japonês é pulverizado. Os bancos participantes dos sindicatos vendem os papéis brasileiros em pequenas denominações como produtos de previdência privada para pessoas físicas. Todo o regulamento da operação deve ser traduzido para o japonês e praticamente não existe mercado secundário. Mesmo assim, ele oferece “spreads” atrativos para o Brasil. O Samurai 07, emissão mais recente brasileira, foi vendido por um prêmio menor que o Global 05 emitido em seguida, apesar do primeiro possuir prazo mais longo¹⁶.

Não obstante a óbvia importância dos EUA, o Brasil escolheu realizar suas primeiras cinco emissões na Europa e Japão. Os altos “spreads” sobre os títulos “bradies” indicavam o apetite do mercado de dívida norte-americano, saturado pelos US\$ 50 bilhões emitidos em dívida reestruturada. Ademais, a falta de supervisão sobre este mercado preocupou o Banco Central. Apesar de suas emissões serem registradas na SEC,¹⁷ os “globals” – títulos de dívida denominados em dólar – são negociados mundialmente em mercado de balcão. Se, por um lado, a pouca regulamentação favorece a liquidez destes títulos, por outro, ela abre espaço para a especulação financeira excessiva. Se atendo aos menos líquidos eurobônus, o Brasil se esquivou da volatilidade do mercado secundário de dívida global. Com efeito, o Global 01, título brasileiro de 5 anos emitido em novembro de 1996, foi friamente recebido pelos investidores. O sindicato de bancos que participaram da emissão encontraram dificuldades de distribuí-lo no mercado, e o papel desvalorizou-se em 0,76% no seu primeiro dia de negociação.

¹⁶ KILBY, Paul. Triumphant Return. *LatinFinance*, New York, n. 74, p.19-22, 16 fev 1996.

¹⁷ SEC – US Securities and Exchange Commission – é o órgão regulador do mercado financeiro norte-americano.

Conforme visto no gráfico 2, a frequência e o volume das emissões brasileiras cresceram lentamente até a Crise Asiática, enquanto os “spreads” cobrados diminuíram. Ao mesmo tempo, o Brasil conseguiu alongar sua dívida externa. Enquanto seus primeiros lançamentos possuíam prazos inferiores a 5 anos, o Brasil pôde mais tarde lançar papéis de 10, 20, e até 30 anos. A primeira emissão de longo prazo foi realizada com sucesso no mercado alemão pelo Credit Suisse First Boston em fevereiro de 1997. Após a venda integral do lote de DM 5 bilhões original, o CSFB recomendou ao BCB dobrar a oferta, tamanha a demanda encontrada. O lote seguinte foi absorvido em apenas um dia a uma taxa melhor que a obtida pelo México em operação similar. O euromarco de 10 anos foi vendido acima do par, proporcionando um “spread” menor até do que aquele auferido na venda do Global 01.¹⁸

Três meses mais tarde, o Banco Central voltou a colher elogios do mercado financeiro ao inovar no lançamento de três bônus em paralelo. Conhecidos como eurofungíveis, estes títulos foram emitidos simultaneamente nas mesmas condições de prazo e juros em três moedas diferentes: florim holandês, franco francês, e schilling austríaco. Seu regulamento já previa conversão para o euro assim que a nova moeda entrasse em circulação. A operação levantou apenas US\$ 553 milhões, mas pagou 193 o menor prêmio já cobrado pela dívida brasileira pós-Brady: 193 pontos-base.

Em junho de 1997, Goldman Sachs e JP Morgan lideraram a maior e mais longa emissão brasileira até então: US\$ 3 bilhões em Global 27 de 30 anos. Pela primeira vez, o Brasil aceitou títulos da dívida reestruturada em troca do novo papel. US\$ 2,25 bilhões foram vendidos por US\$ 2,715 bilhões em Par, Discount, e C Bonds, abatendo US\$ 446 milhões em valor presente da dívida e liberando cerca de US\$ 700 milhões em garantias.

O Brasil ainda conseguiu realizar dois outros lançamentos de tamanho modesto antes do fechamento do mercado primário externo pela Crise Asiática. Para reiniciar seu esforço de captação, o país aproveitou o anúncio de recomposição de suas reservas pós-

18 “Brazil makes its mark”. *International Securitization Report*. n. 1087, 24 jun 1995.

crise para emitir US\$ 545 milhões de eurobônus em ECU¹⁹ na Inglaterra. O papel de cinco anos lançado em fevereiro de 1998 obteve boa receptividade, apesar de ter sido vendido mais barato que seu similar argentino.

O Banco Central percebeu que havia uma boa oportunidade para adquirir mais reservas e lançou três operações de dívida nas duas últimas semanas de março. A primeira colocou US\$ 500 milhões na segunda tranche do Global 27 por um “spread” 45 pontos-base superior ao da emissão original. Apenas 10 dias mais tarde, a República retornou ao mercado europeu, desta vez lançando US\$ 410 milhões em euromarcos de 10 anos. Esta operação foi tida como grande sucesso, não só por ter sido 147 pontos-base mais barata que a emissão russa do dia anterior, mas por implementar o pagamento de cupon em “stepdown”²⁰. Por fim, no último dia de março, o país captou US\$ 1,25 bilhões em papéis globais de 10 anos por um “spread” superior ao esperado. Todavia, duas semanas mais tarde, a Rússia elevou sua taxa básica de 50% para 150% a.a no início de uma crise financeira que culminaria com o “default” de outubro. Mesmo contando com US\$ 75 bilhões em reservas, o Brasil não conseguiu escapar imune, desvalorizando o real em janeiro de 1999.

O BC escolheu retornar ao mercado internacional em abril de 1999, através da venda do Global 04, título de 5 anos de prazo. A princípio, esperava-se uma emissão pequena de teste, mas, como houve boa receptividade, foram vendidos US\$ 3 bilhões por um prêmio sobre o papel do tesouro americano de 629 pontos-base. US\$ 2 bilhões foram incorporados às reservas brasileiras, enquanto US\$ 1 bilhão foi proveniente da troca de títulos EI e IDU.

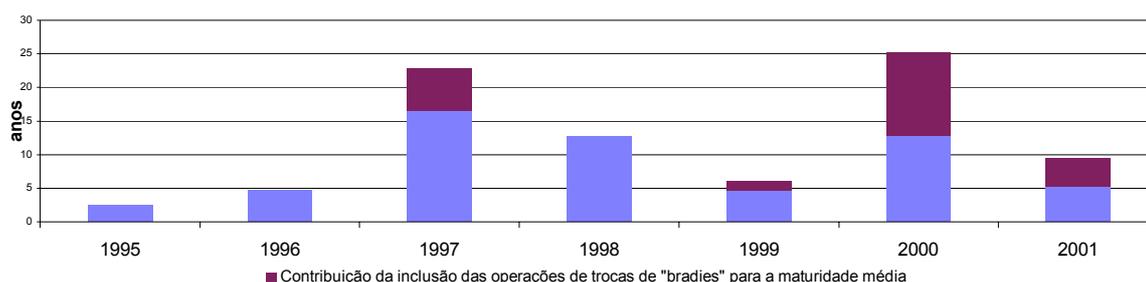
Em 1999, o Brasil não conseguiu lançar papéis mais longos que 10 anos. O único papel com “spread” abaixo dos 500 pontos-base foi o Euro 01, título de apenas dois anos lançado em novembro. No outro lado do espectro, a mais cara das quatro emissões em Euro realizadas neste ano foi vendida abaixo do par, apesar do generoso cupon de 12% a.a.

19 Como já previsto em seu regulamento, este papel foi posteriormente convertido em Euros com a criação da moeda única.

20 O pagamento de juros foi firmado em 10% a.a. durante os primeiros dois anos e 7% a.a. nos anos posteriores.

.O BC chegou a recuar nos prazos e volumes desta operação porque ela coincidiu com a moratória do Equador. A venda do Global 2009, em outubro, também foi decepcionante. Apesar de ter conseguido trocar US\$ 2 bilhões em títulos novos pelo cancelamento de US\$ 2,85 bilhões em “bradies”, o BC renunciou à captação de dinheiro novo por considerar elevado os 850 pontos-base de prêmio cobrado.²¹

Gráfico 4 - Maturidade das Emissões Externas Ponderadas pelos seus Volumes



Fonte: STN 2001

O ano 2000 foi marcado por emissões maiores e mais longas devido ao grande número de operações de troca da dívida reestruturada. Como visto no gráfico 4, se excluirmos a participação das emissões de troca, o prazo médio das novas emissões se assemelha aos níveis de 1998. Apenas neste ano foram realizadas três vendas de papéis globais para trocar por “bradies”, incluindo a maior e mais longa emissão de dívida desde 1994, o Global 40. Em um ano de pouca receptividade internacional aos papéis brasileiros, este lançamento encontrou demanda surpreendente. Com coupon 25 pontos-base acima da expectativa de mercado, o Global 40 recebeu US\$ 5,6 bilhões de oferta em “bradies” e mais US\$ 2,75 bilhões em dinheiro novo. Mais uma vez, o BC considerou caras as ofertas em “cash”, mas aceitou a troca de US\$ 5,2 bilhões em 7 tipos de títulos reestruturados.²²

Após receber um “upgrade” pela agência S&P de BB- para BB, o Brasil iniciou 2001 otimista em relação aos seus lançamentos externos. Em janeiro, o Global 06 foi lançado às vésperas de uma redução de juros pelo FED e recebeu ofertas de US\$ 2,2 bilhões em dinheiro novo, sendo apenas US\$ 1,5 bilhão selecionado pelo BCB. Ainda em janeiro, o Brasil retornou ao mercado com a venda de US\$ 938 milhões em Euro 11. No

21 MURPHY, Priscila, et al. Brasil emite US\$ 2 bi para troca de dívida. O Estado de São Paulo. 19 out 1999.

22 ALVES, Fabio. Troca de bradies surpreende e atinge US\$ 5,2 bi. O Estado de São Paulo. 11 ago 2000.

entanto, o cenário externo veio se deteriorando desde então. O BC não captou dinheiro novo na emissão de Global 24 e a operação de troca ficou aquém das expectativas do mercado, apesar do prêmio em “cash” pago para atrair investidores.

O destaque este ano ficou por conta da operação de securitização de mais de US\$ 2 bilhões em empréstimos à Polônia realizados em 1977, que, porém, só começaram a ser pagos em 1992. As tratativas tiveram início em 1998, durante a crise da Rússia, mas esbarraram no fato de que os créditos brasileiros contra a Polônia eram provenientes de reestruturação no âmbito do Clube de Paris, e, para securtizá-los, era preciso a autorização do Clube. A França se posicionou a princípio contra a operação, mas cedeu quando o Brasil garantiu o apoio americano. Com o aval externo, o BC buscou aprovação junto ao Congresso para a emissão de um título lastreado por estes recebíveis. Seria uma forma mais barata de captar dólares para as reservas, já que a Polônia possui classificação de risco de crédito bem melhor que a do Brasil. No entanto, ao chegar ao Congresso, a proposta foi modificada para vincular 90% da receita futuramente obtida a gastos em obras sociais no Nordeste. A Polônia, que inicialmente não colaborou com o BCB por temer as conseqüências da operação sobre o prêmio de suas emissões futuras, decidiu participar do processo de licitação junto com os bancos de investimento e enviou uma proposta de recompra de sua dívida a três minutos do encerramento do prazo. Finalmente, o BC aceitou-a, recebendo US\$ 2,457 bilhões por suas “polonetas”.

V. ANÁLISE DOS PRÊMIOS PAGOS NO MERCADO PRIMÁRIO

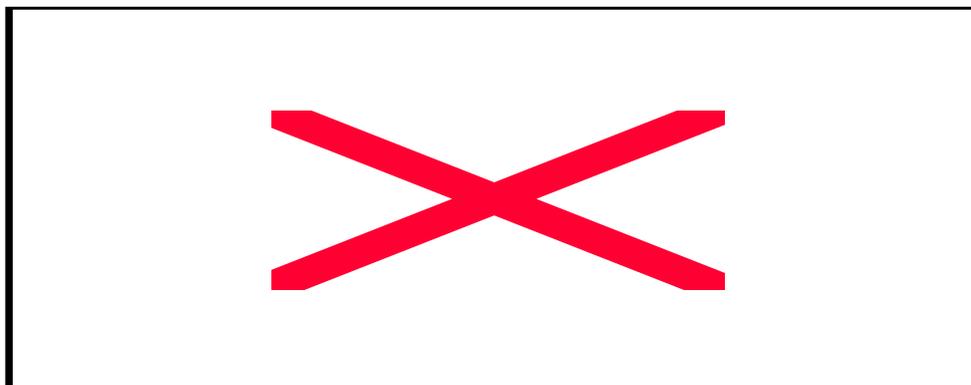
Analisando em retrospecto, os maiores “spreads” cobrados ao Brasil após sucessivas crises sugerem que o país não consegue mais encontrar condições para seu financiamento externo tão favoráveis quanto aquelas disponíveis até 1997. No entanto, tal comparação de custo deve levar em conta as mudanças no perfil das emissões, já que o Brasil passou a lançar maiores volumes para prazos mais longos. Se até a Crise da Ásia 45% dos títulos emitidos possuíam prazo de até 5 anos, depois da desvalorização do Real estes papéis curtos passaram a representar 37% do total. Ao mesmo tempo, o volume anual médio de emissões saltou de US\$ 2,6 bilhões no triênio 1995-1997 para US\$ 9,2 bilhões entre 1999 e 2001.

A evidência do aumento no prêmio de risco cobrado pelos investidores é mais nítida quando comparamos papéis semelhantes lançados em épocas diferentes. O Brasil já recorreu quatro vezes aos mercados europeus para lançar títulos de 5 anos. O “spread” cobrado aumentou de 191 pontos-base em 1997 para 417 em 1998 e 742 em 1999, não obstante uma pequena queda no volume emitido. Já em julho de 2000, o Brasil consegue dobrar o tamanho de sua emissão de eurobond pagando apenas 470 pontos-base, refletindo uma melhora na percepção de risco do país em relação ao conturbado ano de 1999.

Uma regressão linear permite testar empiricamente a influência dos fatores determinantes do prêmio pago nos lançamentos brasileiros. A Tabela 2 resume os resultados de uma regressão de “spreads” contra uma medida de risco, volume e prazo da emissão. Apesar dos dados estarem listados em ordem cronológica, a regressão não trabalha com defasagens já que as observações não são uniformemente espaçadas. A série de “spreads”, fornecida pelo Banco Central, refere-se ao prêmio pago pelo lançamento brasileiro em relação ao rendimento de um título do tesouro americano de prazo médio equivalente. O “spread” de lançamentos denominados em outra moeda que não o dólar leva em consideração a taxa de swap para dólar. A regressão trabalha com o logaritmo natural do volume emitido em dólares para minimizar sua grande variação. O regressor de prazo está denominado em anos. Por fim, adota-se como proxy para risco de crédito o “spread” brasileiro na data de lançamento calculado pelo EMBI até o fim de 1997 e pelo

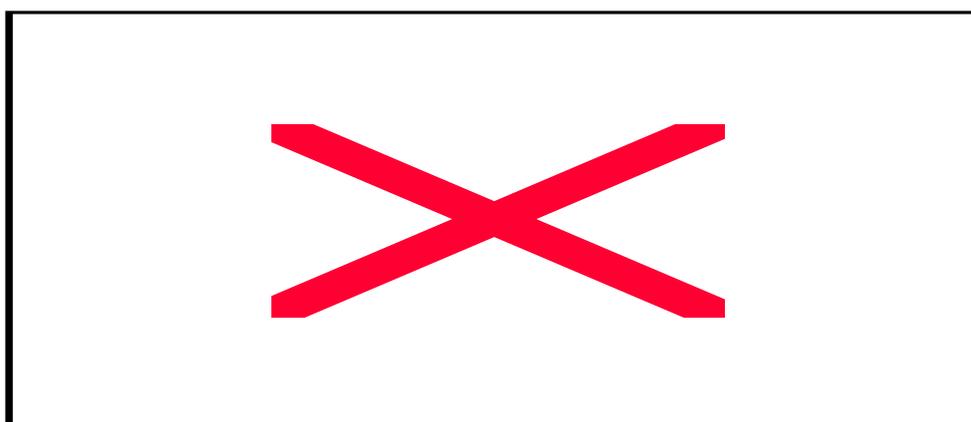
EMBI+ a partir de 1998²³. Como todo o mercado financeiro olha justamente para estes índices ao precificar um título soberano, eles fornecem uma excelente estimativa do “risco Brasil”.

Tabela 3



Como visto na Tabela 3, a regressão apresenta coeficientes estatisticamente significantes de sinal coerente com as expectativas. Aumentos no volume, prazo, ou “spread” EMBI elevam o prêmio cobrado sobre os títulos. No entanto, a regressão possui baixo poder explicativo e erros não-esféricos. A má especificação do modelo ficou clara ao se realizar um Teste de Chow para quebra estrutural a partir do ano de 1999. O Teste apresentou um F-estatístico de 43,665, rejeitando a hipótese-nula de modelo sem quebra.

Tabela 4



A Tabela 4 resume os resultados da mesma regressão levando em consideração a quebra estrutural. Foi acrescentado ao modelo anterior uma variável “dummy” para o

23 O índice EMBI (Emerging Market Bond Index), do JP Morgan, calcula o rendimento diário no mercado secundário de uma cesta de títulos de dívida reestruturada de países emergentes. Sua versão estendida, o EMBI+, incorpora à cesta as novas emissões soberanas. O JP Morgan não fornece dados de spread anteriores a 1998 para o EMBI+.

intercepto. Ela assume valor 1 para todas as emissões até o final de 1998 e 0 para as demais. O modelo apresenta sensível melhora de ajuste, como medido pelo R^2 de 88,6%. Mais uma vez, os coeficientes dos regressores são significantes e de sinal em linha com o previsto. O coeficiente da “dummy” sugere que, tudo o mais constante, emissões anteriores a 1999 pagavam “spreads” menores em 233 pontos-base.

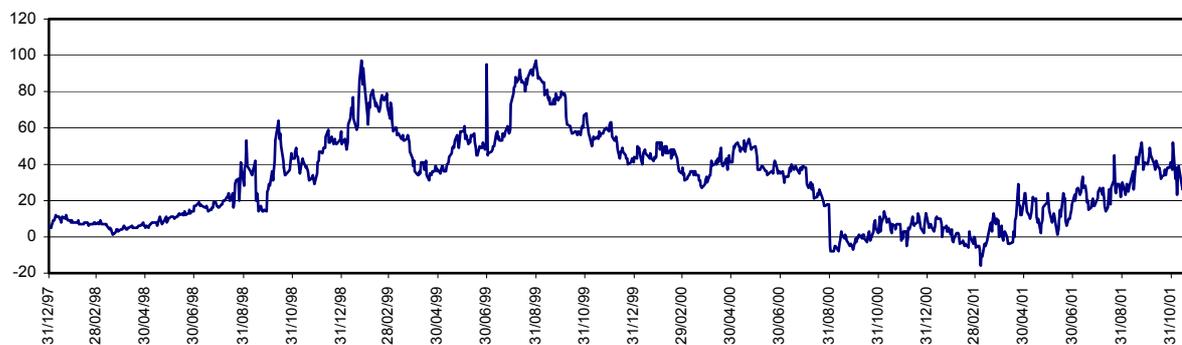
A presença de uma quebra estrutural é surpreendente. O aumento nos “spreads” após a Crise da Rússia não pode ser somente explicado pelo aumento no risco, prazo, e volume das emissões. Em 1996, quando o “spread” EMBI+ do Brasil estava em torno de 840 pontos-base, o país conseguiu emitir títulos de 5 anos pagando 320 pontos de prêmio. Cinco anos mais tarde, o “spread” EMBI+ diminuiu em 50 pontos, mas o prêmio pago por uma emissão de prazo e volume equivalentes aumentou em 110 pontos. A evidência obtida através da análise dos dados brasileiros, corrobora com os achados do Institute of International Finance. IIF (1999) conclui que os baixos “spreads” pagos pelos países emergentes entre 1996 e 1997 não podem ser visto como o resultado da sinalização positiva do pacote mexicano para o risco moral dos empréstimos. O artigo sugere que a queda nos “spreads” era, de fato, insustentável, pois foi causada principalmente por um excesso de liquidez internacional e, em menor nível, pela melhora nos indicadores econômicos dos países.

VI. OPERAÇÕES DE TROCA DA DÍVIDA REESTRUTURADA

O lançamento de novos bônus soberanos no mercado internacional proporcionou o surgimento de operações inovadoras para a administração da dívida externa brasileira. O Banco Central percebeu que poderia auferir ganhos ao retirar do mercado títulos reestruturados em troca da emissão de novos. Suponha que um investidor se defronte com a opção de adquirir um US\$ 1 milhão em “bradies” que possuam cupom de 5% ao ano negociados a 50% de seu valor de face ou em globais de cupom de 10% negociados ao par. Ele estaria indiferente entre os dois títulos já que o rendimento – calculado como pagamento de juros sobre o montante investido - é o mesmo em ambos os casos. O governo brasileiro pode reduzir seu montante de dívida se conseguir trocar a valor de mercado os títulos “bradies” por globais. Apesar do aumento no cupom, a despesa nominal de juros permanecerá a mesma, já que a nova taxa de 10% incidirá sobre um principal 50% menor. Já o estoque de principal devido cairá pela metade.

Títulos novos e reestruturados estão teoricamente sujeitos ao mesmo risco soberano e, portanto, deveriam possuir o mesmo rendimento para prazos equivalentes. Todavia, já nas primeiras emissões brasileiras ficou evidente que os “bradies” seriam negociados a níveis inferiores a papéis globais de mesmo prazo médio. O Gráfico 5 ilustra a diferença entre as medidas de prêmio de risco fornecidas pelo EMBI e EMBI+. Por incluir as emissões brasileiras pós-Brady, a cesta ampliada do EMBI+ é negociada em média 31 pontos-base abaixo do EMBI, composto apenas de títulos de dívida reestruturada. A diferença se amplia durante crises internacionais devido a maior sensibilidade de preço dos “bradies.”

Gráfico 5 – Diferencial de Brasil: EMBI vs. EMBI+



fonte: JP Morgan (2001)

Um “brady” preserva o estigma da renegociação de um “default” e, por razões estatutórias, não pode ser adquirido pelos grandes fundos de pensão estrangeiros. Ademais, seu fluxo de caixa irregular dificulta sua negociação e precificação. Da preferência dos investidores pelos títulos novos surge um diferencial de rendimentos em relação a dívida reestruturada que pode ser explorado. No entanto, como ressaltado por Buckberg e Kaune (1997), a arbitragem entre dívida nova e velha é menor do que o indicado por uma comparação de “stripped yields”. Levando em consideração o colateral seguro e os prazos mais longos dos “bradies”, o diferencial de rendimentos no mercado secundário se estreita.

O Banco Central, ao contrário dos investidores no mercado secundário, não atribui risco diferenciado para a dívida reestruturada. Logo, ele pode tirar melhor proveito desta oportunidade de arbitragem. Se o investidor prefere os novos bônus, o BC consegue emitir títulos de menor rendimento e resgatar no mercado secundário aqueles que estão negociados a grandes descontos. Voltando ao exemplo de escolha entre “brady” e global, o governo poderia trocar o primeiro por um título global de cupom menor que 10%, de menor principal, ou de maior prazo. Assim, o resultado desta troca seria maior do que a redução no estoque de dívida²⁴.

Ao se substituir “bradies” por globais, o Brasil pode liberar a garantia exigida pela dívida renegociada. O Par Bond, Discount Bond, e o Flirb mantêm em colateral títulos do Tesouro americano que, apesar de serem contabilizados como reservas internacionais brasileiras, oferecem obviamente rendimento inferior ao custo de oportunidade de mantê-los retidos. Por outro lado, bônus globais não oferecem nenhuma garantia de principal. As operações de troca de dívida reestruturada já realizadas liberaram mais de US\$ 2,1 bilhões em “T-bonds”.

Para alguns “bradies”, uma troca pode aliviar o serviço futuro da dívida externa, mesmo que as condições para o pagamento de juros sejam desfavoráveis. Ao contrário dos títulos globais, que amortizam todo o principal junto ao último pagamento de juros, “bradies” como C Bond e DCB possuem estrutura parcelada de pagamento. Apesar de vencerem apenas em 2014 e 2012, respectivamente, estes títulos pagarão seu principal

semestralmente a partir de 2004. A troca pelo bônus “bullet” posterga a amortização, reduzindo o valor presente da dívida.

O Banco Central busca manter estável os preços dos títulos em mercado, já que estes servem de parâmetro para novos lançamentos. Uma operação de troca pode reduzir a volatilidade dos retornos no secundário. Títulos “brady”, notadamente o C Bond para o caso brasileiro, desfrutam de maior liquidez e, por isso, continuam sendo a referência mais forte de preço para a dívida externa de países emergentes. Entretanto, a especulação financeira sobre estes instrumentos faz com que seus preços se movam juntos, mesmo para países em condições econômicas diferentes. A cada nova crise financeira, os investidores internacionais buscam reduzir suas exposições aos países emergentes como um todo. Segundo Luiz Fernando Figueiredo, diretor de política monetária do BCB, “alguém espirra na Nicarágua e os investidores se desfazem de C Bond mesmo sem o Brasil apresentar nenhum problema.”²⁵ Izvorski (1998) utilizou dados de 1994 a 1996 para montar a matriz de correlação da probabilidade implícita de “default” nos preços de “bradies” de diversos países emergentes. O risco Brasil calculado pelo autor guarda correlação linear de mais de 95% com México e Argentina. As operações de troca mais recentes buscaram reduzir a liquidez do C Bond justamente para cortar o elo entre seu preço e as crises nos demais países emergentes.

Apesar de ter sido o pioneiro na montagem da operação de troca da dívida reestruturada, o Brasil não foi o primeiro país a realizá-la. Tendo em vista a demora de o Senado Federal aprovar a operação²⁶, o Goldman Sachs solicitou permissão para submeter o desenho ao México, que acabou por executá-la antes mesmo do Brasil. A operação substituiu US\$ 2,3 bilhões em Discount e Par por US\$ 1,75 bilhões em globais de maior prazo e sem colateral. Após o sucesso mexicano, o Banco Central do Brasil obteve permissão do Senado Federal, através da resolução 69 de 1996, para realizar operações de troca com o objetivo de melhorar o perfil do endividamento externo federal. O BC deve se

²⁴ FRANCO, Gustavo “Reestruturar a dívida externa?”. Apresentação ao Senado Federal, 22 jun. 1996.

²⁵ D’AMORIM, Sheila e TEIXEIRA, Mauro. Troca de “bradies” atingiu US\$ 388 mi. Gazeta Mercantil. 20 jul 2000.

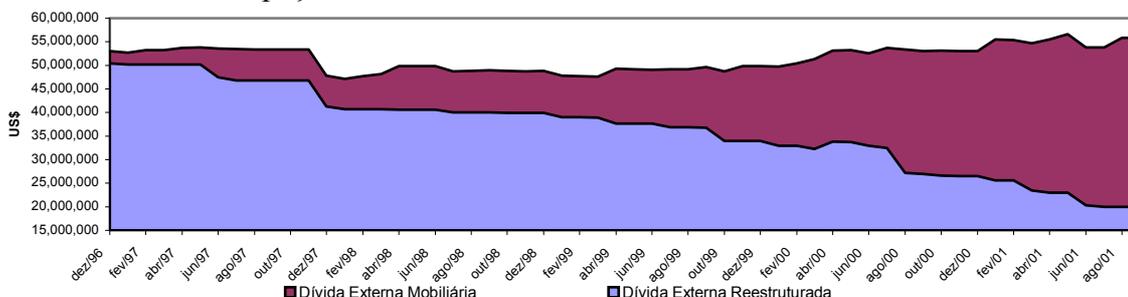
²⁶ O presidente da Comissão de Assuntos Econômicos era o Senador Gilberto Miranda e o relator da matéria o Senador Roberto Requião.

reportar ao Senado periodicamente para apresentar os benefícios proporcionados pela trocas e qualquer ganho financeiro obtido deve ser utilizado para abater dívida externa ou interna.

A Resolução 69 não limitou o Banco Central a proceder apenas através de operações de troca para realizar a substituição de títulos. Um caminho alternativo para o mesmo resultado seria aceitar apenas dinheiro novo nas emissões e utilizar os recursos adquiridos para comprar dívida reestruturada no mercado secundário. No entanto, o BCB nunca fez uso desta opção por considerá-la mais arriscada e menos transparente. A República dificilmente passaria despercebida no mercado de “bradies” e os detentores dos títulos poderiam especular seus preços na ponta contrária de forma a neutralizar todo o benefício da operação. Ao mesmo tempo, o Banco Central encontraria maior resistência política no Senado a uma operação que exigisse maior sigilo e geraria benefícios menos claros. Para garantir as melhores ofertas de compra nas operações de troca, o BC optou por fixar o preço dos títulos aceitos e realizar leilão sobre o “spread” da nova emissão.

O Global 27, de junho de 1997, foi a primeira emissão brasileira a aceitar como forma de pagamento títulos da dívida reestruturada. A operação de troca liderada pelo Goldman Sachs e JP Morgan recolheu uma cesta US\$ 2,57 bilhões em Par, Discount e C Bonds em troca de US\$ 2,25 bilhões em troca do novo título, liberando US\$ 610 milhões em garantias e alongando em 3,8 anos o montante de dívida negociado. Desde então, o Brasil já realizou seis outras operações de troca. Juntas, elas contribuíram para a redução de US\$ 1,88 bilhões no montante devido e proporcionaram a liberação US\$ 2,122 bilhões em garantias.

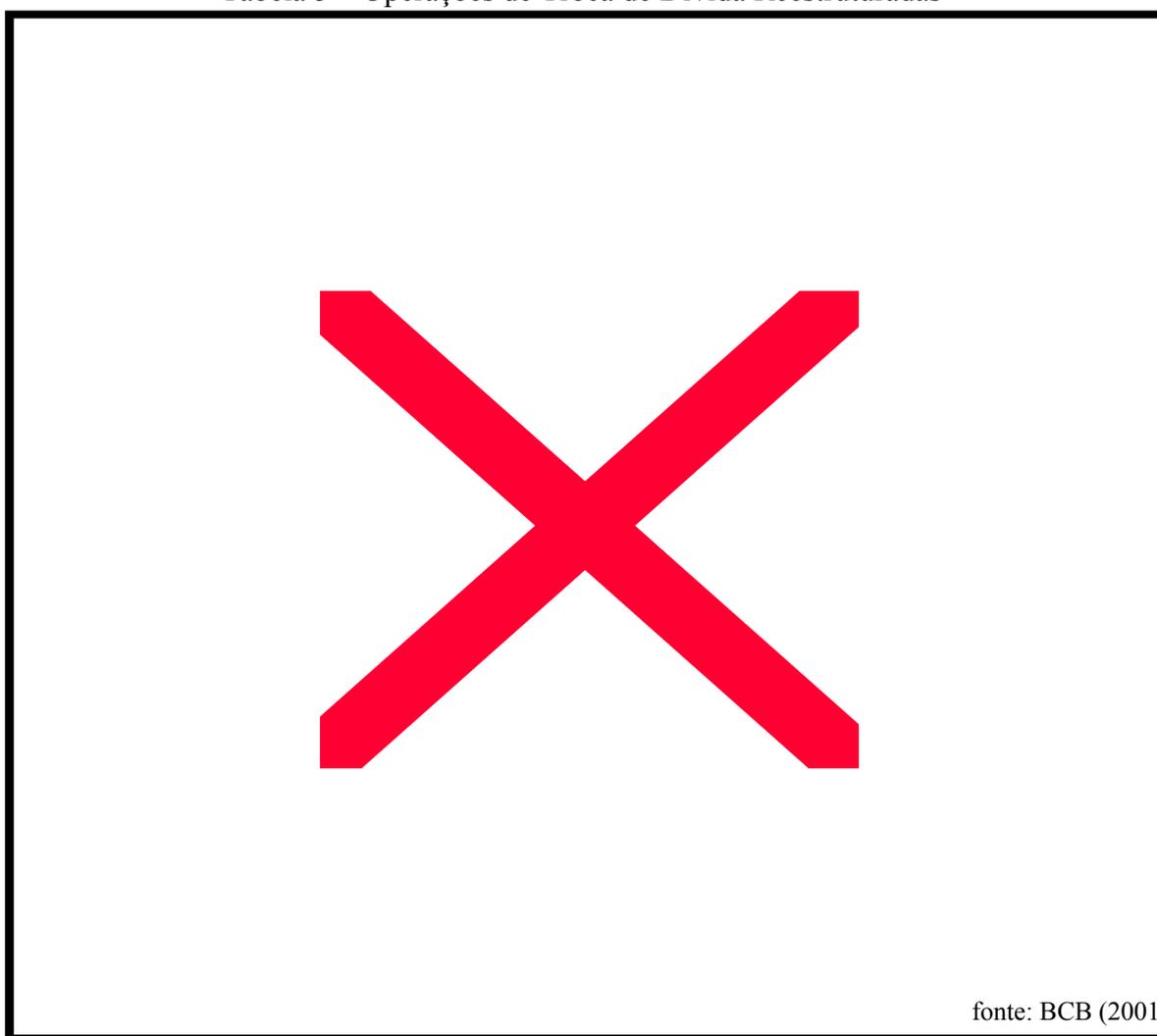
Gráfico 6 – Participação da Dívida Externa Reestruturada na Dívida Externa Mobiliária



fonte: STN (2001)

Apesar de apenas o EI e os títulos Phase-In terem começado a pagar principal, a participação da dívida reestruturada sobre o total da dívida externa mobiliária vem caindo rapidamente, como aponta o gráfico acima. Em dezembro de 1996, “bradies” pré-“bradies” somavam 95% da dívida mobiliária, porém, hoje representam apenas 36%. Mesmo assim, ainda há condições para novas operações de troca, uma vez que restam US\$ 23 bilhões em dívida reestruturada no mercado.

Tabela 5 – Operações de Troca de Dívida Reestruturadas



É difícil comparar o sucesso das operações, já que elas não priorizaram sempre o mesmo benefício. Na tabela 5 pode-se observar a heterogeneidade das trocas. Por exemplo, a emissão de Global 04 não aceitou títulos com colateral como moeda de troca. Esta operação teve efeito nulo em termos de liberação de garantias, mas proporcionou redução no estoque de dívida e captou um montante substancial em dinheiro novo. Já o Global 09

obteve bom resultado financeiro por aceitar Par e Discount Bond na troca, porém, por ser um título curto, não propiciou alongamento de prazo significativo. Mais fácil do que apontar a operação de maior êxito entre as já realizadas, é destacar a de menor sucesso. Duas semanas antes do lançamento de Global 07, os detalhes da operação de troca foram inadvertidamente publicados no Diário Oficial. O mercado antecipou a ação do BC e elevou a cotação do C Bond. Com o resultado de uma troca prejudicado, o BC optou por vender o título diretamente aos membros do sindicato e não realizou oferta pública²⁷.

As duas mais recentes emissões merecem destaque por apresentar estrutura financeira inovadora. Através de leilão pela Internet, o Brasil realizou sua maior emissão soberana com a venda do Global 40. Primeiro título de mais de trinta anos lançado por um país emergente desde 1996, ele encontrou excelente demanda entre os investidores, apesar de contar com uma “call” no décimo quinto ano. A opção de compra pode ser exercida caso o cupom do Global 40 estiver financeiramente desvantajoso em comparação com as emissões de 2015²⁸. A mais nova operação de troca, realizada em março de 2001, foi formatada especificamente para atender a demanda dos investidores impedidos de substituir seus ativos por outros de menor valor de face. Bancos e fundos que, por razões contábeis ou tributárias, estavam sujeitos a esta regra, não participaram das trocas até então realizadas já que o BC. Para contornar o problema, a emissão de Global 24 aceitou “bradies” pelo valor de face e acertou o deságio através de pagamentos em dinheiro. Como BC busca diminuir a liquidez do C Bond, este recebeu o maior prêmio: US\$ 9,50 para cada US\$ 100 em valor de face. O BC gastou US\$ 136 milhões em pagamentos, porém esta quantia foi mais do que compensada pela liberação de US\$ 681 milhões em garantias.²⁹

²⁷ “A significação da nova emissão de bônus soberanos” O Estado de São Paulo, 20 jul. 2000.

²⁸ “As vantagens da troca de Bradies por bônus” O Estado de São Paulo, 20 out 1999.

²⁹ IZAGUIRRE, Mônica e LUCCHESI, Cristiane. Brasil faz troca de bradies de US\$ 2,15 bi. Valor Econômico, 15 março 2001.

VII.CONCLUSÃO

A reestruturação da dívida externa brasileira constituída no ciclo que se encerra em 1983, ocorreu, anos depois, em meio a circunstâncias difíceis. Diante do quadro de incertezas políticas, megainflação, e ausência de apoio do FMI, é difícil acreditar que tivesse sido possível completar esta tarefa. Seja porque os credores perceberam as intenções de estabilização do novo governo ou porque simplesmente estavam cansados do calote, o Brasil se mostrou apto a retornar ao mercado internacional de crédito.

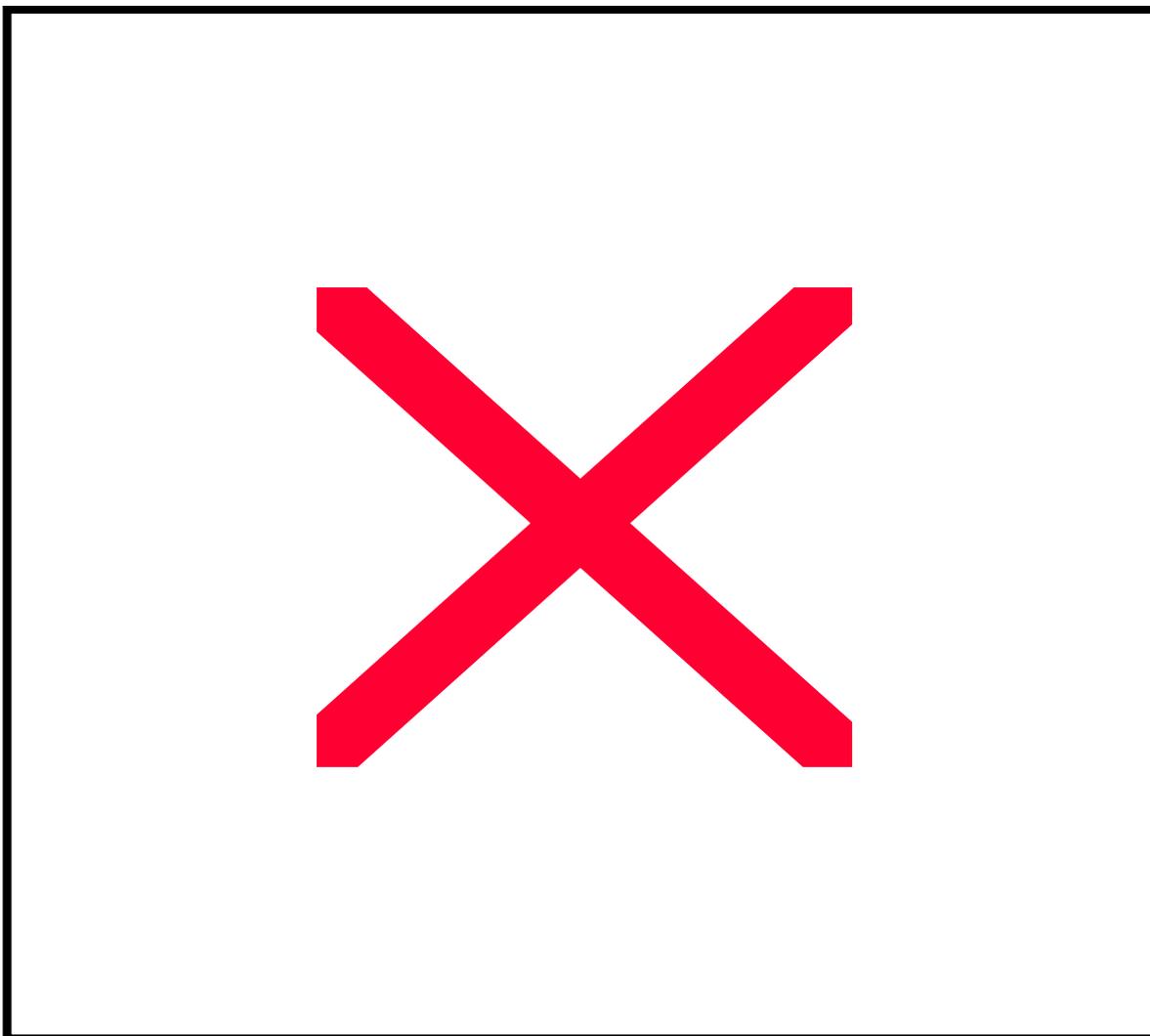
Em seu retorno, o país não só recebeu diversos prêmios por lançamentos de sucesso, mas como foi capaz de pagar taxas de riscos semelhantes àquelas obtidas por países, como México e Argentina, que estavam previamente consolidados no mercado e melhor classificados pelas agências de “rating”. No entanto, ao contrário destes países, o Brasil não tinha um programa ambicioso de emissões externas. O crescimento do endividamento externo público foi limitado não pelo custo em relação a dívida interna, mas principalmente pela necessidade de se controlar o influxo de capital estrangeiro ao país. Logo, as emissões soberanas no exterior são de montante ínfimo quando comparadas à totalidade da dívida pública.

Contando com um sólido mercado doméstico de títulos públicos, o governo foi seletivo ao escolher o momento de atuar no mercado internacional. O Brasil vinha obtendo recursos cada vez maiores a taxas mais baixas até a eclosão da crise da Rússia, que marcou o fim de um período de ampla liquidez internacional para os países emergentes. Mesmo com o aumento no custo de financiamento externo, as operações de troca da dívida reestruturada ainda se mostraram atraentes. Estas se tornaram o foco das emissões brasileiras no mercado americano e proporcionaram ganho financeiro à administração da dívida pública por liberarem garantias e reduzirem o valor de face devido.

A dívida mobiliária externa lançada após o Plano Brady adquiriu um caráter sinalizador mais importante do que seu ganho fiscal. O Banco Central vem se esforçando em manter boas referências de preço da dívida soberana nos mais diversos mercados e prazos. A emissão de dívida soberana abre espaço para a captação de recursos estrangeiros pelo resto do país, balizando tanto os lançamentos da iniciativa privada quanto os de

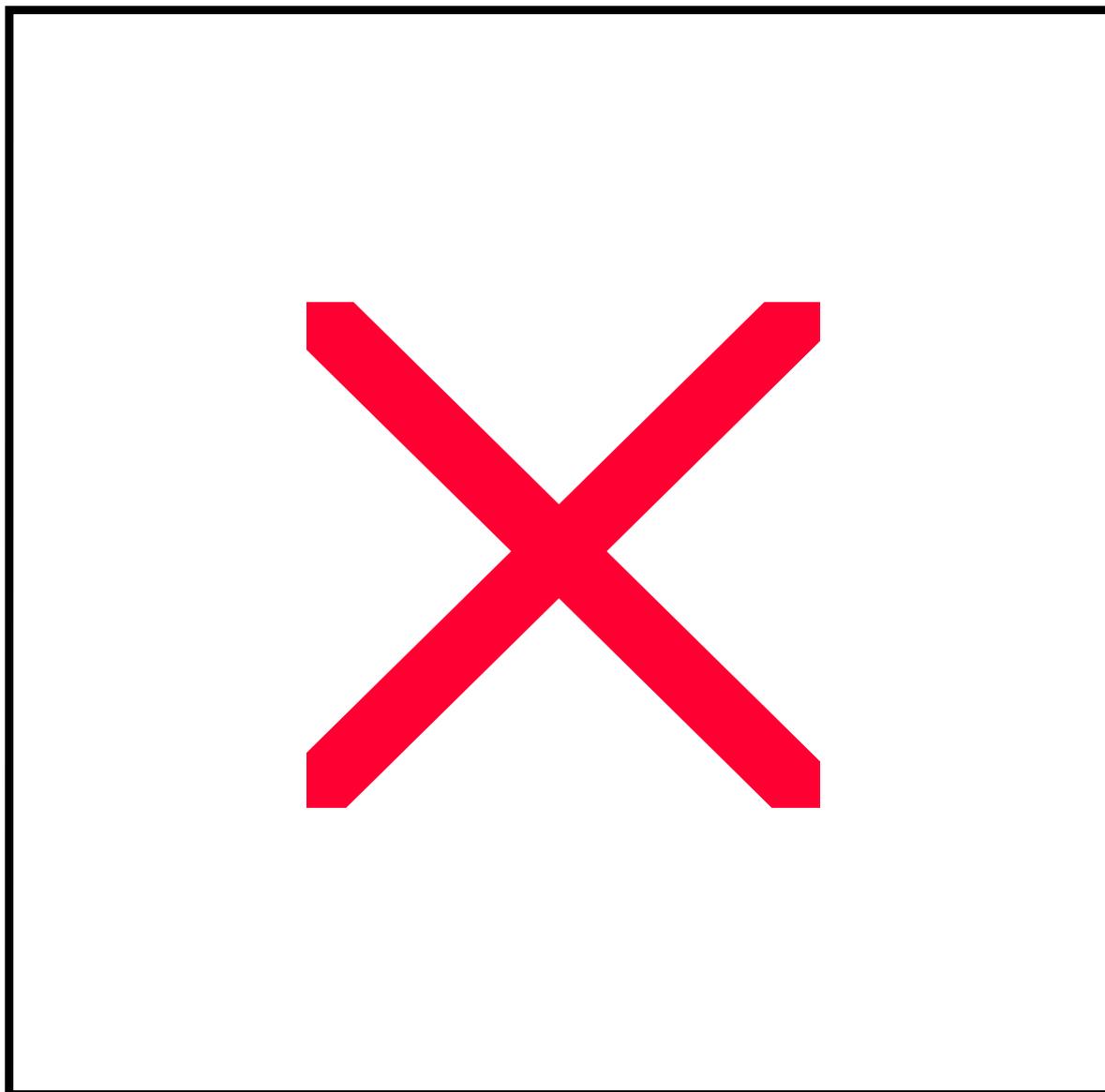
bancos e empresas estatais. Os títulos brasileiros são, antes de tudo, objetos de valor dispostos em uma vitrine através da qual a comunidade internacional nos observa e avalia. Por isso, estes objetos devem ser tratados com o máximo cuidado.

VIII. ANEXO I - Usos e Fontes de Recursos Externos



Fonte: BCB (2001)

IX. ANEXO II - Lançamento de Bônus pela República Federativa do Brasil



Fonte: BCB (2001)

X. BIBLIOGRAFIA

- ALVES, Fabio. Troca de bradies surpreende e atinge US\$ 5,2 bi. O Estado de São Paulo. 11 ago 2000.
- BETHELL, Leslie e CARVALHO, José Murilo de. “Brazil after the Independence” The Cambridge History of Latin America Cambridge University Press, vol. III p. 686, 1985.
- BOLETIM MENSAL. Brasília: Banco Central do Brasil, Departamento Econômico – DEPEC, 8 out. 2001.
- BORTOT, Ivanir “ Captação externa é para abater a dívida interna”. Gazeta Mercantil. 5 nov. 1996.
- “Brazil makes its mark”. International Securitization Report. n. 1087, 24 jun 1995.
- BUCKBERG, Elaine e Kaune, Frederico “The Brady-Euro Yield Differential Debate: Why Arbitrage is Infeasible”. IMF Working Paper no. 127, 1 nov 1996.
- CALVO, Guillermo et al. “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors” IMF Staff Paper, no. 40, março 1993.
- CARDOSO, Eliana e Dornbusch, Rudger. “Crises da Dívida Brasileira: Passado e Presente.” In: Dívida Externa Crise e Soluções. São Paulo: Editora Brasiliense, 1989. cap. 2, p.137-183.
- COOPER, Richard N. “Currency Devaluation in Developing Countries.” Princeton Essays in International Finance. no. 86, 1971.
- CERQUEIRA, Ceres Aires. Dívida Externa Brasileira. 1. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 1997. p.61-70.
- DIRCEU, José et al. Projeto de Decreto Legislativo n. 0645 de 2000. In: CONGRESSO NACIONAL, ago. 2000, Brasília.
- EDWARDS, Sebastian. “Capital Inflows into Latin America: A Stop and Go Story?” NBER Working Paper no. 6441, março 1998.
- FRANCO, Gustavo. “Memórias da Dívida Externa” Estado de São Paulo, 25/02/2001.
- FRANCO, Gustavo “Reestruturar a dívida externa?”. Apresentação ao Senado Federal, 22 jun. 1996.
- IIF - Institute of International Finance. “Testing for “Moral Hazard” in Emerging Markets Lending”. Artigo de pesquisa no. 99-1. Agosto 1999.
- JP MORGAN. Morganmarkets. endereço na Internet: <http://www.morganmarkets.com>.

- IZVORSKI, Ivailo. “Brady Bonds and Default Probabilities”. IMF Working Paper no.16, 1 fev 1998.
- KILBY, Paul. Triumphant Return. LatinFinance, New York, n. 74, p.19-22, 16 fev 1996.
- MOLANO, Walter [1996] “From Bad Debts to Healthy Securities? The Theory and Financial Techniques of the Brady Plan.” Swiss Bank Corporation, mimeo.
- MOURA, Jaqueline Terra. Dívida externa brasileira, 1982/1994: renegociação, redução e retorno dos empréstimos concedidos. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 1995. 125p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- MURPHY, Priscila, et al. Brasil emite US\$ 2 bi para troca de dívida. O Estado de São Paulo. 19 out 1999.
- O’CONNELL, A. A Report on Developing Countries’ Finance and Debt with Commercial Banks. Centro de Economia Internacional. Buenos Aires. Argentina. out. 1993.
- REZENDE, Marcelo. O crescimento da dívida pública no período 1970 a 1999. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 2000. 97p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- SACHS, Jeffrey. “The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970’s.” Brookings Papers on Economic Activity. no. 1, 1981.
- STN - Secretaria do Tesouro Nacional. Brasil. endereço na Internet: <http://www.tesouro.gov.br>