

## 2

### Histórico

#### 2.1

##### O Plano Brady

O termo *Brady Bond* refere-se a uma série de títulos de dívida soberanos emitidos por diversos países em desenvolvimento num acordo de renegociação de suas dívidas externas. Ao todo, dezessete países aderiram ao plano, sendo eles: Argentina, Brasil, Bulgária, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Jordânia, Nigéria, Filipinas, Polônia, Rússia, Uruguai, Venezuela, Vietnã, Marrocos, Peru e Panamá. Contudo, Brasil, México, Argentina e Venezuela representam mais de 82% do montante emitido. De todo o volume negociado pelas economias emergentes em 2003, 12% (US\$ 456 bilhões) eram referentes aos chamados *brady bonds* (EMTA, 2004).

**TABELA I – PARTICIPAÇÃO DOS CONTINENTES NO MERCADO DE  
*BRADY BONDS***

	2003	1993
África	0,4%	4,0%
Ásia	0,4%	1,0%
Europa	2,1%	4,4%
América Latina e Caribe	95,2%	81,9%
Outros	1,9%	8,7%

Fonte: EMTA, 2004

Todos esses países aderiram ao plano na tentativa de solucionar a crise das chamadas economias emergentes<sup>1</sup> nos anos 80. A chamada “crise no mercado financeiro internacional” teve por origem diversos fatos sucessivos: a instabilidade política no Oriente Médio, a alta no preço do petróleo, a queda nos preços das *commodities* (principal componente das exportações das economias emergentes), a moratória do México em agosto de 1982, e finalmente, o insucesso da reunião do Fundo Monetário Internacional, também em 1982, em que se esperava a criação de um fundo de emergência de US\$ 25 bilhões e que não se concretizou. Durante o período de 1982 a 1988, diversos programas de renegociação de dívidas foram implementados, mas restringiam-se em sua maioria a mudanças no cronograma de vencimentos das dívidas, pois se acreditava que as dificuldades das economias em crise seriam superadas e as mesmas retomariam o crescimento. No entanto, quando o Plano Brady foi anunciado, em 1989, nenhuma das economias em crise tinha de fato retomado o crescimento (Cerqueira, 2003).

Com a crise no mercado financeiro internacional, o fluxo de capitais estrangeiros para as economias emergentes reduziu-se drasticamente. O mercado financeiro internacional retraiu-se subitamente para novas operações que permitiam a rolagem das dívidas na forma clássica: dinheiro novo para pagar dívida velha. No Brasil, segundo Cerqueira (2003), o fluxo de recursos externos foi reduzido pela metade em setembro de 1982, e o país, apesar de ter recebido maciços aportes de recursos durante vários anos, inverteu, num curto espaço de tempo – de 2 a 4 anos, essa posição, chegando ao final de 1982 com caixa negativo e sendo obrigado a recorrer ao Fundo Monetário Internacional. A persistência dos fatores negativos nos mercados financeiros internacionais manteve a situação de perda de capital de giro para o país, levando à ocorrência de atrasos de pagamentos externos já a partir do início de fevereiro de 1983. As metas econômicas definidas no acordo assinado com o Fundo Monetário Internacional não foram cumpridas, fazendo com que os desembolsos fossem postergados, agravando a situação dos pagamentos externos.

---

<sup>1</sup> “Economias emergentes” é o termo usado para descrever países de baixa e média renda que estão implementando reformas políticas e econômicas, com alto potencial de crescimento econômico. (EMTA).

Em 1987, o Brasil suspendeu o pagamento de suas dívidas. A moratória foi um recurso com o qual o governo esperava aliviar o problema de caixa. Entretanto, anunciada como um remédio para a economia, acabou agravando a situação financeira do país, criando, ainda, dificuldades no relacionamento com os credores externos. Muitas medidas internas foram adotadas no sentido de recuperar a economia do país, mas seus impactos revelaram-se temporários, sem proporcionar uma solução definitiva para os problemas estruturais do país.

Foi em agosto de 1991 que recomeçaram as negociações entre representantes do governo brasileiro e o *Bank Advisory Comittee for Brazil*, em Nova Iorque. As negociações resultaram na adesão do país ao Plano Brady de reestruturação da dívida externa dos países em desenvolvimento, assim chamado em referência ao então secretário do Tesouro norte-americano que o anunciou, em março de 1989, respondendo à demanda dos países devedores que haviam implementado com sucesso as medidas impostas pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial, dentre os quais o Brasil. (Molano, 2000)

O objeto principal do Plano Brady era a renovação da dívida objeto da reestruturação, mediante sua troca por bônus de emissão do governo do país devedor, cujos termos envolvem abatimento do encargo da dívida, seja sob a forma de redução do seu principal, seja por alívio nas taxas de juros, além da extensão dos prazos de pagamento. A lógica por trás do plano era que uma redução no serviço da dívida diminuiria substancialmente a probabilidade de inadimplência, fazendo com que os deságios nos preços dos títulos da dívida também caíssem. Para estimular a adesão dos credores, os bônus contam com a garantia integral ou parcial de pagamento de principal e/ou juros. O México foi o primeiro país a aderir ao plano, em fevereiro de 1990, seguido pela Costa Rica e pela Venezuela, também no mesmo ano.

O sucesso do Plano Brady pode ser explicado por diversos fatores: primeiramente, a adesão ao plano resultou em desconto e renegociação das dívidas; segundo, o

financiamento através da emissão de títulos soberanos contribuiu para a diversificação do risco, uma vez que anteriormente a dívida destes países constituía-se basicamente de empréstimos bancários; terceiro, os países aderentes tiveram que se submeter a uma série de reformas econômicas e estruturais; e por fim, o Plano Brady permitiu o acesso destas economias ao mercado financeiro internacional (Chamberlim, M., 2000).

O Brasil era, até abril de 1994, o único dos principais devedores latino-americanos que ainda não havia aderido ao Plano Brady. Enquanto os outros países levavam alguns meses para concluir o acordo, no caso brasileiro as negociações ocorreram por cerca de dois anos e meio, em função da moratória brasileira, do *impeachment* do ex-presidente Collor e da falta de condições políticas de efetuar algum acordo com o Fundo Monetário Internacional, que era condição obrigatória. A adesão brasileira ocorreu no final do governo Collor e foi finalizada durante a gestão de Itamar Franco, no dia 15 de abril de 1994. Em números redondos, o acordo dizia respeito a uma parcela de 49 bilhões de dólares, de uma dívida externa total de (em dezembro de 1993) 145 bilhões de dólares (Cerqueira, 2003). O desconto efetivo associado ao acordo foi de 3,7 bilhões de dólares ou de 7,6% do valor da dívida negociada. Na prática, entretanto, o acordo representou o levantamento da moratória parcial que vigorava desde 1989.

O acordo firmado entre o Brasil e seus credores privados externos contemplou a troca das obrigações de responsabilidade do setor público brasileiro por uma combinação de seis bônus de emissão da República: Bônus de Desconto (ou *discount bond*), Bônus ao Par (*Par bond*), Bônus da Redução Temporária de Juros (*Front-Loaded Interest Reduction Bond*), Bônus de Capitalização (*Capitalization Bond*), Bônus de Conversão de Dívida (*Debt Conversion Bond*) e Bônus de Dinheiro Novo (*New Money Bond*), cujas principais características estão sumarizadas na Tabela II a seguir. As emissões foram todas feitas em dólar dos Estados Unidos.

**TABELA II – CARACTERÍSTICAS DOS BÔNUS DE EMISSÃO DA  
DÍVIDA EXTERNA**

<b>Bônus</b>	<b>Prazo</b>	<b>Taxa de Juros</b>	<b>Garantia</b>	<b>Desconto</b>
Bônus de Desconto ( <i>Discount Bond</i> )	30 anos, com amortização única ao final do 30º. ano.	LIBOR de 6 meses + 13 a 16% a.a.	100% do montante do principal a 12 meses do pagamento de juros, sob o sistema de rolagem.	Desconto de 35% sobre o seu valor de face.
Bônus ao Par (Par Bond)	30 anos, com amortização única ao final do 30º. ano.	4% no 1º ano, 4,25% no 2º ano, 5% no 3º ano, 5,25% no 4º ano, 5,5% no 5º ano, 5,75% no 6º ano e 6,0% ao ano do 7º ao 30º anos.	100% do montante do principal a 12 meses do pagamento de juros, sob o sistema de rolagem.	-
Bônus de Redução Temporária de Juros	15 anos, incluindo 9 anos de carência e amortizações semestrais iguais	4% no 1º e 2º ano, 4,5% no 3º e 4º ano e 5% no 5º e 6º ano, LIBOR de seis meses + 13 a 16% a.a. a partir do 7º ano.	O instrumento tem garantia de 12 meses de juros, sob o sistema de rolagem, até o 6º ano, inclusive. Após, o montante da garantia retorna ao Brasil, e não conta com garantia de principal.	-

**TABELA II (Continuação)– CARACTERÍSTICAS DOS BÔNUS DE  
EMISSÃO DA DÍVIDA EXTERNA**

Bônus de Capitalização (C Bond)	20 anos, incluindo 10 anos de carência	4% no 1º e 2º ano, 4,5% no 3º e 4º ano e 5% no 5º e 6º ano, 8% a.a. a partir do 7º ano. Capitalização da diferença entre o valor pago com base nas taxas indicadas para os anos 1 a 6 e a 8%.	-	-
Bônus de Conversão da Dívida	18 anos, incluindo 10 anos de carência	LIBOR de 6 meses + 7 a 8% a.a.	-	-
Bônus de Dinheiro Novo	15 anos, incluindo 7 anos de carência	LIBOR de 6 meses + 7 a 8% a.a.	-	-

**Fonte: Cerqueira (2003).**

Passados dez anos da adesão do Brasil ao Plano Brady, pode-se afirmar que seu melhor efeito foi a reincorporação do país à comunidade financeira internacional. Da conclusão do acordo em 1994 em diante, o crédito foi paulatinamente voltando para o país com a reposição das linhas de comércio exterior e abrindo mercado para o lançamento de títulos no mercado internacional para as empresas, os bancos e o próprio governo brasileiro.

A melhoria da liquidez internacional do país possibilitou honrar os pagamentos devidos - especialmente juros - nesses dez anos e permitiu também, a recompra de quantia significativa dos *Discount Bonds*, títulos que, assim como os *Par Bonds*, oferecem como garantia os *Zero Coupon Bonds* (títulos norte-americanos de 30 anos). Com tais recompras, não só o tamanho da dívida foi reduzido, como também as garantias oferecidas foram de volta obtidas e incorporadas às reservas internacionais do país.

A América Latina representa o maior mercado de *brady bonds*, muito porque muitos de seus países apresentam uma oportunidade de rápido crescimento. Além disso, dentre os diversos tipos de Brady bonds emitidos, um dos mais negociados é o *Capitalization Bonds* (ou c-bonds), e que é objeto do presente estudo. Em 2003, os c-bonds movimentaram US\$ 287 milhões, o equivalente a 79% do volume de *brady bonds* brasileiros negociados. O c-bond não só é o papel mais líquido do Brasil, como também o mais líquido dos emergentes, tendo o segundo título mais líquido movimentado o montante de apenas US\$ 38 milhões em 2003. A liquidez e a dimensão do mercado do c-bond indicam que esse título é representativo do *spread* dos demais papéis externos brasileiros.

No entanto, a expectativa do mercado financeiro é que o c-bond passe por transformações importantes, passando a ser considerado um investimento relativamente estável, devido à redução de sua volatilidade nos últimos meses. Analistas financeiros acreditam que 2004 será o ano em que o c-bond deixará o posto de *benchmark* das economias emergentes para algum outro título (Relatório Especial Globalinvest, 2004).

Conforme descrito na Tabela II, o c-bond é um título de vinte anos, com vencimento em 14 de abril de 2014, remuneração de 8% ao ano a partir do sétimo ano e montante de emissão de US\$ 7,9 bilhões. O c-bond é também um título sem qualquer garantia, e, portanto, é risco Brasil puro. A cotação sobre a qual é vendido e comprado é dada em forma de deságio sobre o valor de emissão dos títulos, e depende de parâmetros

que caracterizam a percepção do mercado quanto à possibilidade de moratória, ao grau de endividamento do Brasil e diversos outros indicadores macroeconômicos, refletindo, portanto, a confiança de que o governo brasileiro vai honrar a dívida no vencimento, de forma que, quanto maior o deságio, menor a confiança (Rocha et al, 2002).