
As Negociações da Dívida Externa Brasileira no Âmbito do Clube de Paris

Arno Meyer

DO INSTITUTO DE ECONOMIA DO SETOR PÚBLICO, DA FUNDAP/SP

Este artigo analisa problemas da dívida externa brasileira com as agências governamentais ao longo dos anos oitenta. Descreve inicialmente as práticas e procedimentos adotados pelo Clube de Paris, bem como os acordos alcançados pelo Brasil neste período. A análise financeira dos acordos alcançados revela que os mesmos foram insuficientes para estancar as elevadas transferências aos credores governamentais a partir da segunda metade da década. Com base na evolução das negociações da dívida externa de outros países no Clube de Paris e dos precedentes estabelecidos, apresenta-se uma proposta de reestruturação da dívida brasileira com as agências governamentais que reduziria as transferências a este grupo de credores a cerca de 1,7% das exportações anuais médias do Brasil nos últimos anos.

INTRODUÇÃO

Os estudos sobre a renegociação da dívida externa brasileira ao longo dos anos 80 têm, em geral, privilegiado a reestruturação da dívida com os bancos comerciais. A razão dessa preferência é que os bancos comerciais constituem, de longe, o mais importante grupo de credores do país. Ademais, foi a decisão dos bancos de interromper abruptamente o refinanciamento voluntário do serviço da dívida que detonou a crise da dívida externa brasileira em 1982.

Menos freqüentes têm sido as análises sobre as negociações e o refinanciamento da dívida com instituições oficiais bilaterais e multilaterais. Dois fatores contribuíram para isso: as obrigações com as agências governamentais e os organismos multilaterais eram relativamente pequenas no final de 1982, cerca de 5,0 e 5,3% do total da dívida externa brasileira, respectivamente (Tabela 1); e, além disso, essas instituições não se fecharam para o Brasil e, na fase inicial da crise da dívida, ao contrário, aumentaram seu envolvimento com o país.

Tabela 1

Divida Externa Brasileira por Categoria de Credores (1982 e 1989)*

Discriminação	1982		1989	
	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%
Agências governamentais	4.160	5,0	18.324	15,9
Organismos multilaterais	4.391	5,3	13.953	12,1
Bancos comerciais	66.468	79,9	75.126	65,3
Outros	8.186	9,8	7.693	6,7
Divida externa total	83.205	100,0	115.096	100,0

FONTES DOS DADOS PRIMÁRIOS: Banco Central do Brasil, Brasil Programa Econômico (ago.1984 e jun.1990) e Tabela do Anexo I.

NOTA: Em 1982, o item "agências governamentais" inclui apenas dívida direta com este grupo de credores; o item "bancos comerciais" inclui empréstimos em moeda, dívida com compradores e dívida não registrada com bancos comerciais, "outros" e composto por empréstimos intercompanhias, dívida com fornecedores, dívida não registrada com instituições não bancárias e outros empréstimos. Em 1989, dados os critérios adotados na reestruturação da dívida no âmbito do Clube de Paris, "agências governamentais" inclui também as dívidas a vencer com compradores e fornecedores contratadas antes da "cut off date" com garantia de agências. Essas dívidas foram, portanto, excluídas dos itens "bancos comerciais" e "outros."

(*) Saldos em final de período.

Deste fato resultou o gradual processo de transferência do ônus de refinarciar a dívida externa brasileira dos bancos comerciais para as instituições oficiais. Enquanto os bancos comerciais reduziram sua participação no total da dívida do Brasil — de 79,9%, em 1982, para 65,3%, em 1989 —, a participação das instituições oficiais, como um todo, basicamente triplicava. Em 1989, as agências governamentais respondiam por 15,9% do total da dívida externa brasileira, enquanto a participação dos organismos multilaterais alcançava 12,1%. Nos últimos anos, contudo, os empréstimos e financiamentos das agências e organismos declinaram substancialmente, ao mesmo tempo que o peso do serviço da dívida aumentava. O resultado foi um crescimento prematuro das transferências financeiras líquidas para este grupo de credores. No período 1983/1985, o Brasil ainda recebeu liquidamente cerca de US\$ 0,2 bilhão ao ano, em média, das agências governamentais e US\$ 1,7 bilhão ao ano, em média, dos organismos multilaterais. Já no período subsequente, de 1986 a 1989, o País enviou por ano, em termos líquidos, cerca de US\$ 1,5 bilhão, tanto para as agências governamentais como para os organismos multilaterais.¹ O que justifica, por si só, uma maior atenção ao problema do refinanciamento das obrigações externas com esses credores.

1 Banco Central do Brasil, *Relatório* (vários números) e Tabela 3.

Embora existam algumas análises sobre o relacionamento do Brasil com os organismos multilaterais, os estudos sobre o problema do endividamento externo brasileiro com as agências governamentais, dada a dificuldade de se obter informações sobre o assunto, são bastante escassos.² O presente texto pretende preencher essa lacuna. Seu objetivo principal é analisar as causas da deterioração recente do problema da dívida com as agências governamentais. Além disso, procura identificar opções para o tratamento da dívida externa com esse grupo de credores.

Vários são os fatores que explicam o agravamento do problema da dívida com os credores governamentais. No que diz respeito ao Brasil, vale destacar o caráter errático da política em relação às agências, o que resultou inclusive em um perfil inadequado de pagamento da dívida. Do lado das agências governamentais, cabe ressaltar a redução acentuada dos novos financiamentos e garantias e as elevadas taxas de juros incidentes sobre a dívida reestruturada.

Os esquemas de reestruturação da dívida externa, no Clube de Paris, notabilizam-se por sua rigidez. Concebidos e administrados pelos governos dos principais países industrializados, esses esquemas deixam pouca margem de manobra para a negociação de propostas alternativas, adaptadas às necessidades financeiras específicas dos países devedores [Mendonça (1989; p. 77-79)]. A despeito dessa dificuldade, pretende-se mostrar que a exploração dos precedentes já estabelecidos por países de renda média no âmbito do Clube — prática nem sempre adotada pelo Brasil no passado recente — pode reduzir substancialmente as transferências financeiras do Brasil para as agências governamentais nos próximos anos.

Na próxima seção, após breve referência aos procedimentos e práticas do Clube de Paris, são descritos os acordos alcançados pelo Brasil com as agências governamentais ao longo dos anos 80. A análise dos resultados alcançados pelos acordos encontra-se na terceira seção. A quarta seção destaca algumas tendências recentes nas negociações da dívida externa dos países em desenvolvimento com as agências governamentais, à luz das quais são apresentadas sugestões para futuras negociações do Brasil no âmbito do Clube de Paris. A parte final traz as principais conclusões deste trabalho.

2 O único trabalho identificado sobre o tema é o de Mendonça (1989). Este documento, não publicado, concentra-se, no entanto, na análise do Clube de Paris como um foro de interesse político do Brasil, tanto como devedor como credor.

I

OS ACORDOS COM O CLUBE DE PARIS NOS ANOS 80

I.1 - O Clube de Paris

O Clube de Paris é a instância tradicional de renegociação da dívida externa com as agências governamentais. Sem possuir regras formais ou membros fixos, reúne representantes de governos que aceitam suas normas e procedimentos estabelecidos informalmente ao longo do tempo [Ver Dillon e Oliveros (1987, p. 3-13) e Mendonça (1989, p. 9-73)]. Presidido tradicionalmente por um membro do Tesouro francês, o Clube se reúne a pedido do país devedor. Reconhecidas as dificuldades financeiras do devedor, negociam-se, então, os termos gerais de reestruturação das obrigações referentes a determinado período.

Esses termos — consolidados em um documento preliminar (*Agreed Minute*) — definem a dívida afetada pela negociação, o período de consolidação, os prazos de reescalonamento e certas condições que tornam efetiva a reestruturação. Acordos bilaterais posteriores entre as agências governamentais e o país devedor, que constituem efetivamente a base jurídica da negociação, fixam as taxas de juros, a redenominação da moeda dos vencimentos refinanciados, se for o caso, e as demais condições da reestruturação.

Dois tipos de empréstimos são incluídos na renegociação da dívida externa no âmbito do Clube de Paris: aqueles concedidos diretamente por agências governamentais e aqueles, com garantia de agências, concedidos por fornecedores (*suppliers' credits*) ou bancos comerciais (*buyers' credits*) a importadores do país devedor.³

Os vencimentos correntes da dívida de curto prazo são excluídos da reestruturação.⁴ Os créditos de médio e longo prazos concedidos ou garantidos por agências após determinada data (*cut off date*), fixada normalmente quando o país devedor recorre pela primeira vez ao Clube de Paris, também são excluídos da renegociação em curso e de futuros reescalonamentos. O objetivo, em ambos os casos, é preservar o fluxo de novos financiamentos e a concessão de novas garantias.

O Clube de Paris costuma estabelecer algumas condições para a reestruturação das obrigações externas de países com dificuldades financeiras. A mais importante delas é a exigência de que um país membro do Fundo Monetário Internacional

Os *suppliers' credits*, créditos de fornecedores ou exportadores, são também chamados simplesmente de "fornecedores". Os *buyers' credits*, créditos a compradores, são às vezes denominados sucintamente de "compradores". Neste texto far-se-á uso destas formas sintéticas.

Vencimentos correntes de dívida contratada por um prazo inferior a um ano têm sido excluídos da negociação desde 1983. Atrasados de dívida de curto prazo foram, no entanto, reescalonados freqüentemente. [Ver Keller & Weerasinghe (1988, p. 11)].

(FMI) tenha um programa econômico de condicionalidade máxima com esta instituição.⁵

Os credores governamentais também exigem que o país devedor procure negociar com outros credores, inclusive bancos comerciais, acordos com termos comparáveis àqueles negociados com o Clube (*Initiative Clause*). Esta última exigência não se aplica aos organismos multilaterais, cujos créditos não têm sido, até agora, objeto de reestruturação.

Ainda que algumas das normas e procedimentos tenham apresentado certa estabilidade, não se deve esquecer que os acordos no Clube de Paris refletem negociações entre representantes de governos e, por isso, incorporam influências políticas que explicam, em boa medida, a grande diversidade dos termos obtidos por diferentes devedores.⁶

1.2 - O Acordo de Novembro de 1983

Após a crise da dívida externa de 1982, o primeiro acordo com o Clube de Paris foi assinado em 23 de novembro de 1983.⁷ Este acordo — parte integrante do plano de financiamento externo da economia brasileira, do qual faziam parte, entre outros, um programa de ajustamento negociado com o FMI e acordos com os bancos comerciais — reestruturou vencimentos referentes a empréstimos de prazo superior a um ano, concedidos ou garantidos por agências governamentais antes de 31 de março de 1983 (*cut off date*). Vencimentos inferiores a um milhão de Direitos Especiais de Saque foram excluídos da reestruturação (*De minimis clause*). Além disso, também foram excluídos do acordo certos empréstimos com garantia hipotecária, afiançados por carta de crédito do Banco do Brasil, com desembolsos em andamento e empréstimos de agências não participantes do Clube de Paris.

O acordo abrangeu vencimentos de principal e juros, no período compreendido entre o início de agosto de 1983 e o final de 1984 (o período de consolidação), no valor de US\$ 2.214 milhões (Tabela 2). Estipulou também um cronograma de liquidação para os atrasados, acumulados até o final de julho de 1983, no valor de US\$ 124 milhões. Os termos acertados foram basicamente os seguintes [ver *Agreed... (1983)* e Banco Central do Brasil (1985, p. 74-76)]:

Alguns países membros do FMI obtiveram reestruturações condicionadas a um envolvimento mais brando com o Fundo. [Keller & Weerasinghe, (1988, p. 21) e Dillon & Oliveros, (1987, p. 14-16) e Dillon, Downing & Xafa (1988, p. 29)]

6 "Indeed, the bureaucratic and political dimensions of a Paris Club negotiation have induced creditors to take positions ranging all the way from extremely rigid to extremely flexible, depending on the case in question". [Economic Commission for Latin America and the Caribbean (1990, p. 91) e Mendonça (1989, p. 84)].

7 Os acordos anteriores do Brasil no âmbito do Clube de Paris remontam a 24 de maio de 1961 e 1º de julho de 1964.

- a) 85% dos vencimentos de principal e juros, no período de consolidação, seriam pagos em oito parcelas semestrais iguais em um prazo de oito anos e meio, com cinco de carência (prazos medidos a partir do fim do período de consolidação);
- b) Dos 15% de vencimentos restantes, 5% seriam pagos nas datas originais, 4% em 30 de junho de 1985, 3% em 30 de junho de 1986 e 3% em 30 de junho de 1987; e
- c) Os atrasados seriam liquidados em três parcelas iguais, as duas primeiras nos finais de março e setembro de 1984 e a última no final de março de 1985.

A proporção dos vencimentos do período de consolidação efetivamente reestruturada correspondeu, portanto, a 85% do total. Os vencimentos apenas diferidos, isto é, efetuados dentro do período de carência, somaram 10% e os pagamentos realizados no período de consolidação (*down payments*) corresponderam a 5% do total dos vencimentos. Os atrasados não foram efetivamente reestruturados ou diferidos, pois 2/3 foram liquidados dentro do período de consolidação.

Considerando-se apenas os vencimentos efetivamente reestruturados, é possível estabelecer uma equivalência entre o refinanciamento de 85% do principal e juros e o refinanciamento de 100% de principal e um certo percentual de juros. Para isso, faz-se necessário subtrair do refinanciamento efetivo dos juros as amortizações diferidas ou pagas e expressar o resultado como uma proporção dos juros totais da dívida afetada pelo acordo. Com base nos valores da Tabela 2, chega-se à constatação de que o acordo de 1983 equivale a um refinanciamento efetivo de 100% do principal e de 57% dos juros.⁸

8 Os depósitos de principal e juros de 1983-1984 correspondem a 95% dos vencimentos da dívida afetada pela negociação. O principal devido corresponde, portanto, a US\$ 1.516 milhões e 15% deste valor, ou seja, a parte diferida ou paga equivale a US\$ 227 milhões. Subtraindo-se este valor dos juros efetivamente refinanciados, US\$ 693 milhões, chega-se a US\$ 466 milhões. Considerando-se que os juros devidos somam US\$ 815 milhões, o percentual de refinanciamento de juros, na hipótese de 100% de refinanciamento de principal, é de 57%.

Tabela 2

Divida Externa Refinanciada no Âmbito do Clube de Paris - 1983/1990
(US\$ milhões)

Discriminação	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
								(Jan-mar)
1. Refinanciamento de Principal	630	810	1.252	1.111	1.175	1.142	1.008	486
1.1. Agências	161	471	412	446	374	344	270	143
1.2. Compradores e Fornecedores com Garantia	469	339	840	665	801	798	738	343
2. Refinanciamento de Juros	38,4 ⁽¹⁾	51,4	72,1	18,3	34,8 ⁽²⁾	18,3	36,5	14,8
3. Total (1+2)	1.014	1.324	1.973	1.294	1.523	1.325	1.373	634

FONTES DOS DADOS PRIMÁRIOS: Banco Central, Brasil, Programa Econômico e Relativo (valores nominais)

OBS: Os rescaldos de principal vencido no período (Jan-jul'1988) somaram US\$ 591 milhões. Este valor e a decomposição de refinanciamento do principal em 1985 e no primeiro trimestre de 1990 foram obtidos diretamente da Divisão de Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil.

(1) Inclui juros de US\$ 124 milhões

(2) Juros de mora

O Brasil comprometeu-se a concluir acordos bilaterais com as agências que participaram da negociação até 30 de junho de 1984 (*bilateral deadline*), prazo que acabou não sendo cumprido [Banco Central do Brasil (1985, p. 75)]. A *Agreed Minute* estabeleceu, ainda, que as taxas de juros a serem negociadas nos acordos bilaterais deveriam se basear em taxas apropriadas de mercado.

O acordo de 1983 enquadra-se *grossa modo* no padrão prevalecente no Clube de Paris naquele ano. Dos 16 acordos negociados, apenas um teve um período de consolidação maior do que o do Brasil. O período de consolidação mais frequente em 1983 foi de 12 meses. Enquanto cinco acordos (inclusive o do Brasil) reestruturavam efetivamente 85% dos vencimentos de principal e juros, oito acordos contemplavam 90% ou mais, um contemplava 90% dos vencimentos de principal e 60% dos vencimentos de juros e dois reestruturavam apenas o principal. Dos 16 acordos negociados em 1983, oito apresentavam prazos de reestruturação efetiva melhores do que os do Brasil, cinco apresentavam prazos piores e dois tiveram prazos semelhantes.

1.3 - O Acordo de Janeiro de 1987

A exigência do Clube de Paris de que o Brasil voltasse a ter um acordo de condicionalidade máxima com o FMI bloqueou as negociações com as agências governamentais ao longo de 1985 e 1986. Em dezembro de 1984, o governo Figueiredo havia enviado mais uma Carta de Intenções ao FMI, no âmbito do acordo trianual assinado no início de 1983, que acabou não sendo encaminhada pelo diretor gerente à diretoria daquela instituição [Banco Central do Brasil (1985, p. 3)]. Oficialmente, a recusa de submeter a carta do Brasil à apreciação da

diretoria foi consequência dos desvios em relação às metas estabelecidas para o final de 1984 e início de 1985. O mais provável, contudo, é que a diretoria do FMI tenha optado por esperar pela posse do novo governo, em março de 1985, para negociar um novo programa econômico com o país. Sem um programa aprovado pela diretoria do Fundo, as negociações com os credores externos foram descontinuadas no final do governo Figueiredo.

Mesmo assim, desde o início de 1985, os vencimentos de principal e juros da dívida externa, afetada pelas negociações com o Clube de Paris em 1983, foram depositados no Banco Central [Banco Central do Brasil (1985, p. 85-86)]. Esse procedimento, mantido pelo governo Sarney, fez com que muitas agências se fechassem para o Brasil ou operassem com restrições [Johnson, Fisher e Harris (1990, p. 21-22)]. Em meados de 1986, na esperança de estimular a concessão de novos financiamentos e garantias, o governo brasileiro decidiu liberar 15% dos vencimentos de principal e juros depositados no Banco Central entre janeiro de 1985 e abril de 1986 e retomar integralmente o pagamento dos juros correntes às agências.⁹ Os vencimentos liberados seriam pagos em três parcelas: 9% em junho de 1986, 3% em dezembro de 1986 e 3% em junho de 1987.¹⁰ Não obstante esse gesto de boa vontade, as agências governamentais não mudaram sua atitude em relação ao Brasil. Além de continuar exigindo um acordo com o FMI, como pré-requisito para o início das negociações, a maior parte das agências tinha suspenso suas operações com o Brasil no final de 1986.

Foi apenas em dezembro daquele ano que as agências concordaram, com muita relutância, em iniciar as negociações sem que o Brasil tivesse um acordo com o Fundo [Batista Jr. (1988, p. 102)]. Realizar um acordo com o Clube de Paris nessas condições não foi, contudo, tarefa fácil. O Brasil teve que vencer resistências consideráveis dos representantes dos governos dos países industrializados [Nepomuceno (1990, p. 158-162) e Mendonça (1989, p. 34 e 88)]. O preço para transpor os obstáculos foi um acordo bastante modesto.

A dívida afetada pela negociação de 1987 era a mesma do acordo anterior. No entanto, os vencimentos de dívida já reescalonada não foram incluídos nas negociações. Além disso, o período de consolidação dos vencimentos correntes foi extremamente curto (seis meses) e estava vinculado à estrita observância de

A retomada do pagamento integral dos juros devidos às agências governamentais obedeceu à crença, bastante difundida em alguns círculos, de que o Brasil poderia refinancear suas obrigações externas com base na reinserção gradual no mercado voluntário de crédito internacional. A este respeito ver Batista Jr. (1988, p. 73-77). Esta crença existia também fora do país. Em 1985, dos 23 acordos assinados no Clube de Paris, 6 não contemplavam a reestruturação de juros. Em 1986, dos 20 acordos assinados, 7 excluíam o refinanciamento de juros. Os acordos plurianuais negociados com o Clube de Paris pelo Equador em 1985, pela Costa do Marfim e a Iugoslávia em 1986 previam a reestruturação de uma proporção decrescente dos vencimentos de principal. Os acordos plurianuais tinham como pressuposto a retomada do financiamento externo voluntário a estes países. [Ver Dillon e Oliveros (1987, p. 14-16)].

10 Em decorrência das dificuldades cambiais no final de 1986, apenas a primeira destas parcelas foi efetivamente paga. [Banco Central do Brasil, *Relatório 1986* (1987, p. 94)].

certas condições. Na prática, a reestruturação, por prazos bastante reduzidos, limitou-se aos vencimentos em atraso, já depositados no Banco Central, ao longo de 1985 e 1986, no valor de US\$ 3.267 milhões (Tabela 2). O mais importante, porém, é que, num momento de consideráveis dificuldades cambiais, o país aceitou continuar o pagamento integral dos juros correntes devidos às agências governamentais.

Por que o Brasil aceitou pagar um preço tão elevado para realizar um acordo insatisfatório com o Clube de Paris? Em primeiro lugar, cabe lembrar que, em função dos impasses ocorridos em 1985, o governo Sarney havia optado por não mais realizar um acordo com o FMI [Batista Jr. (1988, p. 28)] e vinha tentando renegociar a dívida externa sem o aval desta instituição. Entendia-se que valia a pena caracterizar a possibilidade de fechar um acordo com o Clube sem antes passar por um entendimento com o FMI, ainda que isso resultasse em um acordo mais modesto. Em segundo, quando o Brasil assinou o acordo com o Clube de Paris em 21 de janeiro de 1987, o Ministério da Fazenda já se preparava para a suspensão unilateral dos pagamentos de juros da dívida externa de médio e longo prazos com os bancos comerciais [Nepomuceno (1990, p. 158-162)]. Nessas condições, o acordo com o Clube de Paris obedecia à estratégia de isolar os bancos comerciais e reduzir as tensões com outros credores.

Os termos acordados com o Clube de Paris foram essencialmente os seguintes [Agreed... (1987) e Banco Central do Brasil (1988, p. 126)]:

- a) Pagamento dos vencimentos de principal e juros depositados no Banco Central em 1985 e 1986, em seis prestações semestrais iguais, em um prazo de cinco anos e meio, com três de carência (prazos medidos a partir do início de 1987);
- b) Pagamento de juros de mora sobre esses depósitos em três prestações semestrais iguais, a primeira a vencer em 30 de junho de 1988 e a última em 30 de junho de 1989; e
- c) Pagamento dos vencimentos de principal do primeiro semestre de 1987 (o período de consolidação) em seis prestações semestrais iguais, em um prazo de cinco anos e meio, com três de carência (prazos medidos a partir do fim do período de consolidação).

O reescalonamento das amortizações a vencer no primeiro semestre de 1987, estimadas em US\$ 599 milhões [Banco Central do Brasil (1988, p. 126)], ficou condicionado a um pronunciamento positivo da diretoria do FMI sobre a economia brasileira, com base nas consultas realizadas no âmbito do artigo IV desta instituição, e à obtenção de um acordo com os bancos comerciais. Em caso de não cumprimento dessas condições, as amortizações do primeiro semestre devriam ser pagas em três prestações iguais, em 31 de julho, 30 de setembro e 31 de dezembro de 1987. O Brasil nem cumpriu as condições exigidas, nem efetivou os pagamentos previstos.

1.4 - O Acordo de Julho de 1988

Ao longo de 1987 e até julho de 1988, o Brasil reteve os vencimentos de principal da dívida de médio e longo prazos contratada antes de 31 de março de 1983 e ainda não reescalonada, mas continuou a pagar integralmente os juros devidos às agências governamentais. O acordo, assinado em 29 de julho de 1988, novamente parte integrante de um plano de financiamento externo que incluía acordos com o FMI e os bancos comerciais, foi o mais abrangente assinado pelo Brasil até então. Essa maior abrangência refletia as tendências das negociações prevalentes no Clube de Paris na época.

Até meados de 1986, a crença bastante difundida de que muitos países devedores pudessem vir a se "graduar" e a se refinar voluntariamente no mercado internacional de crédito havia dado lugar à constatação de que estes países, na realidade, necessitavam de alívios financeiros maiores de seus credores. O período de consolidação e os prazos médios de pagamentos negociados no Clube de Paris haviam aumentado ligeiramente. Os prazos de reescalonamento dos atrasados aproximaram-se daqueles aplicados aos vencimentos correntes. Vencimentos de dívida previamente reescalonada passaram a ser incluídos com mais frequência nos reescalonamentos, e um número crescente de acordos reescalonava efetivamente 100% dos vencimentos de principal e juros.¹¹

O acordo, negociado pelo Brasil em 1988, incluiu principal vencido e depositado no Banco Central entre janeiro de 1987 e julho de 1988 e vencimentos correntes de principal e juros, de dívida contratada antes da *cut c/f date*, referentes ao período compreendido entre agosto de 1988 e março de 1990 (o período de consolidação). O acordo abrangeu essencialmente os seguintes pontos [Agreed... (1988) e Banco Central do Brasil (1988, p. 70-71)]:

- a) 100% dos vencimentos de principal e 70% dos vencimentos de juros no período de consolidação seriam pagos em 10 prestações semestrais iguais, em um prazo de nove anos e meio, com cinco de carência (prazos medidos a partir do fim do período de consolidação);
- b) Dos 30% de vencimentos de juros restantes, 15% seriam pagos em abril de 1990 e 15% em abril de 1991;
- c) 100% dos vencimentos de principal depositados no Banco Central entre janeiro de 1987 e julho de 1988 seriam pagos em 10 prestações semestrais iguais, em um prazo de nove anos e meio com cinco de carência (prazos medidos a partir do início do período de consolidação).

Os valores refinanciados totalizaram US\$ 4.855 milhões (Tabela 2). Ressalte-se que a proporção de vencimentos efetivamente reestruturados no período de consolidação corresponde a 100% das amortizações e 70% dos juros, o

11 Sobre a evolução dos termos das reestruturações da dívida externa no âmbito do Clube de Paris, ver Keller & Weerasinghe, (1988, p. 12-16).

que reflete condições melhores do que aquelas do acordo de 1983. Destaque-se, ainda, que os juros de mora sobre os depósitos de 1987 e 1988, ao contrário do acordo de 1987, não foram diferidos.

Pesa contra a negociação de 1988 o fato de não ter explorado adequadamente importantes precedentes estabelecidos por outros países em desenvolvimento de renda média no Clube de Paris.¹² Desde março de 1987, vários países de renda média haviam incluído em seus acordos vencimentos de principal e juros de dívida previamente reescalada.¹³ O Brasil aceitou excluir esses vencimentos, apesar de já consumirem importante parcela das receitas de divisas do país. Merece ser mencionado, também, que dos 10 países de renda média que negociaram com o Clube de Paris entre março de 1987 e julho de 1988, excetuando o Brasil, nove refinanciaram efetivamente 100% dos vencimentos correntes de principal e juros, enquanto um reestruturou 100% dos vencimentos de principal e 95% dos juros.

A acomodação do Brasil, a termos e condições inferiores àqueles estabelecidos por outros países de renda média no Clube de Paris, pode ser explicada pela mudança de postura do Ministério da Fazenda na negociação da dívida externa brasileira em 1988. Acreditava-se, então, que a rápida normalização das relações com a comunidade financeira internacional facilitaria a obtenção de novos financiamentos de fontes tradicionais de crédito. Eventuais hiatos de recursos financeiros externos seriam cobertos com novos financiamentos, principalmente dos organismos multilaterais e das agências governamentais.

As dificuldades cambiais de 1989 revelaram a falta de fundamento dessa hipótese e, por conseguinte, a insuficiência dos acordos da dívida de 1988. A partir do segundo semestre de 1989, o Brasil voltou a atrasar pagamentos devidos às agências governamentais. No final daquele ano, os atrasados somaram US\$ 92 milhões (Tabela do Anexo 1), compostos de vencimentos de dívida já reescalada.

II

UMA AVALIAÇÃO DOS RESULTADOS FINANCEIROS ALCANÇADOS

O objetivo das negociações com os credores externos deveria ser o de viabilizar um aporte de recursos, ou de propiciar um alívio financeiro capaz de compatibilizar os pagamentos da dívida com certos objetivos da política

12 Países de renda média, segundo o Banco Mundial, são aqueles cuja renda *per capita* em 1988 foi superior a US\$ 5.45 e inferior a US\$ 6.000 em 1988. The World Bank (1990, p.x. 178 e 179).

13 Entre março de 1987 e julho de 1988, a Costa do Marfim, o Equador, a Iugoslávia, o Marrocos e a Polónia reestruturaram vencimentos de dívida anteriormente reescalada no Clube de Paris

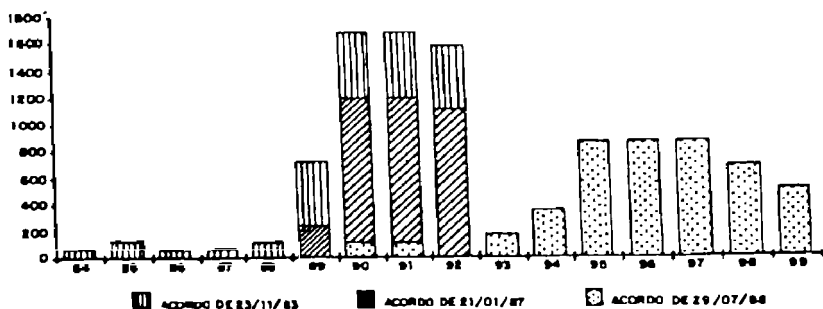
econômica. Os acordos com as agências governamentais não deveriam, a rigor, ser analisados independentemente da contribuição das demais fontes de crédito para o financiamento do país. Além disso, em se tratando de negociações entre representantes de governos, os acordos com o Clube de Paris podem envolver outros aspectos do relacionamento externo do país, que transcendem as avaliações baseadas exclusivamente nos aspectos financeiros dos contratos. A avaliação que se segue limita-se aos resultados financeiros das negociações, já que escapa do escopo deste texto realizar uma avaliação tão abrangente dos acordos com o Clube de Paris.

Uma das características dos acordos do Clube de Paris é que eles não reestruturaram a totalidade da dívida afetada pelas negociações, mas apenas os vencimentos referentes a determinado período. Esse método, conhecido como *serial rescheduling*, faz com que a dívida seja totalmente reestruturada somente após sucessivos acordos. Se, como ocorreu com os acordos brasileiros nos anos 80, a dívida previamente reestruturada é, ademais, excluída das negociações, o método adotado pelo Clube de Paris leva à liquidação gradual da dívida. Para gerar um perfil adequado de pagamentos, é preciso que os prazos negociados em cada acordo sejam encadeados de forma a evitar um encavalamento dos vencimentos da dívida reestruturada.

Isso não ocorreu no caso brasileiro. O perfil de amortização da dívida reestruturada no Clube de Paris, calculado a partir dos valores reescalonados e das condições apresentadas na seção anterior, revela uma acentuada concentração de pagamentos no período 1989/1992, causada por uma sobreposição de vencimentos referentes aos acordos de 1983 e 1987 (Figura 1). Esta verdadeira corcova de pagamentos de principal não teria maiores consequências, caso os vencimentos de dívida previamente reescalonada fossem incluídos em reestruturações subsequentes. O Brasil, no entanto, aceitou excluir esses vencimentos, mesmo no acordo de 1988, quando o serviço da dívida previamente reescalonada já consumia parcela expressiva das divisas do país.

Figura 1

Perfil dos Vencimentos de Principal da Dívida Reescalonada no Clube de Paris - (Milhões de US\$)



FONTES: Tabela 2 e *Agreed minute on the consolidation of the debt of Brazil* (1983, 1987 e 1988).

Um outro problema com os acordos do Clube de Paris é que eles foram insuficientes para estancar as elevadas transferências financeiras líquidas do Brasil às agências governamentais a partir de 1986. Se no período 1983/1985 ainda havia um relativo equilíbrio entre os fluxos financeiros, a partir de 1986 as transferências líquidas para as agências saltaram para US\$ 1,4 bilhão, atingindo US\$ 1,6 bilhão ao ano em 1988 (Tabela 3). Essas transferências representaram mais de 5% do valor (FOB) das exportações no período 1986/1989.¹⁴

Tabela 3

Transferências Líquidas para as Agências Governamentais - 1983/1989^a
(US\$ milhões)

Discriminação	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1. Amortizações pagas	452	184	598	1.075	611	582	806
2. Juros pagos	283	419	309	587	1.088	1.087	869
3. Financiamentos	1.070	919	738	293	302	61	118
3.1. Moeda	21	84	50	27	19	0	0
3.2. Mercadorias	1.049	835	688	266	283	61	118
4. Transferência líquida (1+2+3)	-335	-316	169	1.369	1.397	1.608	1.557

FONTES DOS DADOS PRIMÁRIOS: Banco Central. Brasil. Programa Econômico e Relatório (vários números).

(*) Não inclui financiamentos garantidos.

Quais foram os motivos dessa escalada na transferência de recursos para as agências governamentais? Em primeiro lugar, cabe destacar as consequências da exclusão de uma série de vencimentos das reestruturações. O acordo de 1983 já havia deixado de fora alguns vencimentos de empréstimos de médio e longo prazos contratados de, ou garantidos por, agências governamentais antes da *cut off date*. A exclusão desses vencimentos foi mantida nos acordos posteriores. Os vencimentos de empréstimos contratados após a *cut off date* também foram excluídos dos reescalamentos subsequentes. Cabe recordar, além disso, que a partir de meados de 1986, até julho de 1988, o Brasil pagou integralmente os juros devidos às agências governamentais, e que os vencimentos de principal e juros de dívida previamente reescalada não foram incluídos nos acordos de 1987 e de 1988.

14 O valor (FOB) das exportações de mercadorias foi de US\$ 29,2 bilhões ao ano em média entre 1986 e 1989 [Banco Central do Brasil, *Brasil: programa econômico* (vários números)].

Em segundo lugar, as elevadas transferências decorrem também das altas taxas de juros cobradas por muitas agências. A *Agreed Minute* estabelece que as taxas de juros a serem negociadas nos acordos bilaterais devem se basear em taxas apropriadas de mercado. A determinação dessa taxa em cada caso varia de acordo com a agência e a moeda do refinanciamento. No caso de taxas flutuantes, as agências têm se utilizado com frequência da Libor, de taxas que reflitam o custo de captação no mercado ou, até mesmo, de taxas cobradas por instituições financeiras de seus clientes preferenciais (*prime rates*). Sobre as taxas flutuantes incidem margens que também variam de acordo com a agência e a moeda do refinanciamento.

Taxas de mercado refletem, evidentemente, o custo de oportunidade dos recursos das agências. Mas não refletem o custo de captação — muito inferior — haja visto que as agências contam com dotações de recursos no orçamento público. A cobrança de taxas de mercado, acrescidas de margens, nivela, na realidade, o preço dos refinanciamentos no Clube de Paris ao preço cobrado em financiamentos comerciais.

Um outro problema referente ao custo dos refinanciamentos no Clube de Paris diz respeito à moeda dos contratos. Uma proporção expressiva dos financiamentos e garantias concedidos pelas agências governamentais é denominada em moedas outras que o dólar norte-americano. A desvalorização quase contínua do dólar dos EUA durante a maior parte da segunda metade da década de 80 teve como resultado um substancial encarecimento do serviço, expresso em dólares, da dívida originalmente contratada em outras moedas fortes.

Esse fenômeno pode ser melhor observado por meio de taxas efetivas nominais de juros de empréstimos levantados nessas moedas. Ao incorporarem os efeitos das oscilações cambiais do dólar norte-americano, essas taxas permitem uma comparação entre si e com taxas de empréstimos denominados em moeda dos EUA.¹⁵

-
- 15 A taxa efetiva nominal de juros no período "t" para empréstimos levantados na moeda "j" (r_{jt}) é aqui definida como:

$$r_{jt} = r_j \cdot \frac{e_{jt}}{e_{j0}}, \text{ onde}$$

r_j : taxa de juros nominal para empréstimos na moeda "j";

e_{jt} : taxa de câmbio US\$/ (moeda "j") no período "t";

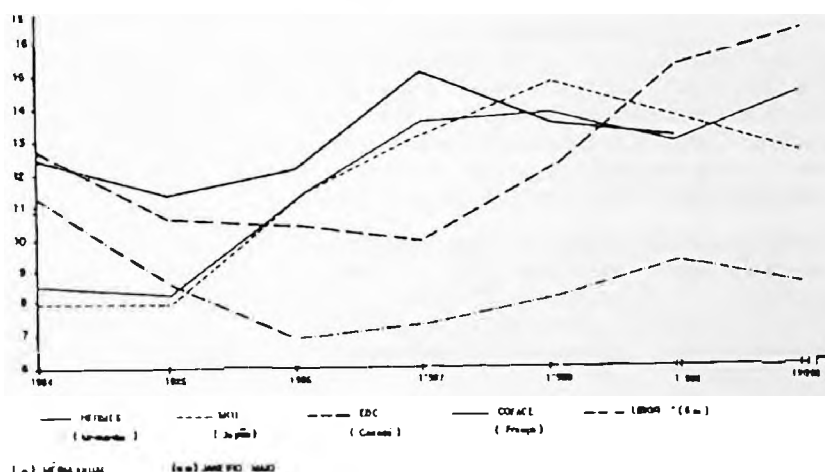
e_{j0} : taxa de câmbio US\$/ (moeda "j") no período zero.

Note-se que a taxa efetiva nominal de juros, assim definida não incorpora o efeito da oscilação cambial sobre o principal. Isto significa que essa taxa não capta o efeito total da oscilação cambial sobre os pagamentos da dívida e, portanto, sobre as transferências financeiras líquidas.

A Figura 2 apresenta a evolução de algumas taxas efetivas nominais de juros relativas à negociação com o Clube de Paris em 1983. Por exemplo, a taxa de juros nominal fixa de 8,55% ao ano, cobrada pela agência alemã Hermes, ajustada pela desvalorização do dólar norte-americano frente ao marco alemão, atingiu, em termos efetivos, cerca de 14,5% ao ano nos primeiros cinco meses de 1990, um valor 6 pontos percentuais acima da Libor — média de seis meses — no mesmoperíodo de 1990. O aumento das taxas de juros efetivas nominais *vis-à-vis* da Libor, no período 1984/1990, atingiu todas as agências selecionadas na Figura 2.¹⁶

Figura 2

Taxas Efetivas Nominais de Juros de Agências Governamentais Selecionadas Referentes ao Acordo de 1983 - Em Percentual



FONTES DOS DADOS PRIMÁRIOS: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, Fundo Monetário Internacional, e Banque de France.

Esses exemplos revelam que o Brasil arrou com o custo da desvalorização do dólar norte-americano frente às principais moedas dos países industrializados. O risco cambial poderia ter sido eliminado, a princípio, por intermédio de operações de *hedge*, cuja finalidade consiste em zerar ou reduzir posições ativas ou passivas líquidas em determinada moeda estrangeira. Contudo, em países como o Brasil, onde as

16 As agências selecionadas são as seguintes: Hermes Kreditversicherungs-Aktiengesellschaft, da Alemanha, International Trade Policy Bureau — Ministry of International Trade and Industry (Eid/Miti), do Japão, Export Development Cooperation (EDC), do Canadá, e Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur (Coface), da França.

obrigações externas excedem em larga margem os reduzidos haveres externos, operações de *hedge* são de escassa aplicabilidade.

O problema seria minorado se a dívida reescalada tivesse sido incluída em acordos subsequentes onde os juros viessem a ser repactuados, fato que ocorreu efetivamente na negociação com os bancos comerciais. Uma outra forma de contornar o problema seria incluir uma cláusula nos acordos que permitisse ajustar a taxa de juros dos contratos sempre que as oscilações cambiais ultrapassassem certos limites.

Um terceiro motivo que explica as elevadas transferências financeiras líquidas às agências governamentais é o colapso dos novos financiamentos. Enquanto, em 1983, os financiamentos ainda atingiram US\$ 1,1 bilhão, em 1989 limitaram-se a US\$ 0,1 bilhão (Tabela 3).¹⁷ A redução dos financiamentos novos de agências governamentais pode ser atribuída a fatores ligados à demanda e à oferta.

Do ponto de vista da demanda, há que se destacar a redução acentuada das compras financiadas de trigo de fornecedores tradicionais como os EUA e o Canadá. O Brasil, além de incrementar a produção doméstica, passou a importar o produto preferencialmente da Argentina. Nesse caso, os pagamentos são cursados através do Convênio de Créditos Recíprocos. Os financiamentos de trigo dos EUA e do Canadá respondiam por 2/3 dos financiamentos totais de agências governamentais em 1983. Em 1989, haviam caído a zero.¹⁸

Resta explicar a queda dos financiamentos não relacionados à redução de importação de trigo norte-americano e canadense. Entre 1983 e 1989, essa contração corresponde a cerca de 23% dos financiamentos totais de 1983. Alguns atribuem o fenômeno à redução dos investimentos, da atividade econômica e, conseqüentemente, da demanda por importações [Dillon, Downing & Xafa (1988, p. 3, 17 e 29)].

A despeito da aparente plausibilidade desta explicação, ela parece não se aplicar ao caso brasileiro, uma vez que a redução de financiamentos, decorrentes da queda na demanda de importações, deveria se refletir também nas demais fontes de financiamento. Isso, entretanto, não ocorreu. No caso brasileiro, os financiamentos privados à importação mantiveram-se relativamente estáveis em termos de valor (Tabela 4) e como proporção das importações.¹⁹

17 Vale lembrar que os financiamentos de agências estão atados normalmente à importação de bens e serviços. Não devem, portanto, ser computados como contribuição para o refinanciamento do serviço da dívida. A contraposição dos financiamentos aos pagamentos de principal e juros na Tabela 3 tem o único propósito de apurar o balanço dos fluxos financeiros entre o Brasil e as agências governamentais.

18 Banco Central do Brasil, *Relatório* (vários números). É interessante notar que o redirecionamento das compras de trigo dos EUA e do Canadá para a Argentina teve um custo econômico, dado pela perda de financiamentos de longo prazo com taxas de juros reduzidas, que nem sempre é explicitado quando se destacam as propaladas vantagens do processo de integração regional.

19 De 1983 a 1989, os financiamentos privados de médio e longo prazos representaram, em média, 5,7% das importações (FOB) de mercadorias. Este percentual e sua relativa estabilidade

A redução dos financiamentos de agências governamentais não associada à queda na importação de trigo de mercados tradicionais se deve, na verdade, a restrições na oferta. Após a eclosão da crise da dívida externa, as agências diminuíram suas operações não só com o Brasil, mas também com outros países em desenvolvimento [Dillon, Downing & Xafa (1988, p. 1, 17 e 29)]. As restrições à concessão de novos financiamentos ou garantias assumiram a forma de suspensão completa das operações ou de imposição de limites quantitativos. Em 1987, por exemplo, apenas um dos 11 países cobertos pelos estudos do FMI sobre o assunto mantinha suas agências abertas ao Brasil sem restrições (Tabela 5). Em meados de 1989, dois países mantinham suas agências fechadas e a maioria operava com restrições. Dentre as mais frequentes, vale destacar a imposição de tetos para o envolvimento das agências no país.

Além de limites quantitativos, muitas agências passaram a adotar uma estrutura de prêmios para a concessão de financiamentos ou garantias que refletisse o risco percebido em relação a diferentes países. Dessa forma, prêmios elevados podem ter inviabilizado, na prática, a procura por novos financiamentos ou garantias, mesmo nos casos em que as restrições quantitativas não eram operativas ou inexistiam.

Tabela 4
Financiamento Líquido de Compradores e Fornecedores - 1983/1989
(US\$ milhões)

Discriminação	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1. Financiamento Bruto ^(*)	935	777	540	754	873	1.128	956
2. Amortizações Pagas	781	952	499	520	440	1.173	1.241
3. Financiamento Líquido (1-2)	154	-175	41	234	433	-45	-285

PONTES DOS DADOS PRIMÁRIOS: Banco Central, Brasil, Programa Econômico e Relatório (vários números).

(*) Exclui refinanciamentos no âmbito do Projeto II.

Os valores dos financiamentos concedidos diretamente pelas agências governamentais não refletem evidentemente a contribuição total das agências ao financiamento das importações brasileiras, pois excluem o valor das garantias

contrastam com o ocorrido com os financiamentos das agências governamentais, que caíram de 6,9% das importações (FOB) de mercadorias, em 1983, para 0,3%, em 1989. Ver Banco Central do Brasil, *Brasil: programa econômico e Relatório* (vários números).

concedidas a financiamentos privados. Segundo informações do Banco Central, a dívida de médio e longo prazos referente a créditos de compradores e fornecedores, com garantia de agências, contratados após a *cut off date*, alcançava cerca de US\$ 0,9 bilhão no final de 1989 (Tabela do Anexo 1). Esse valor, no entanto, pode estar subestimado, pois baseia-se em informações prestadas pelos credores privados, que podem ter omitido a informação da existência de garantias por parte de agências.

Tabela 5

Política de Garantias de Agências Governamentais em Países Selecionados⁽¹⁾ para Financiamentos de Médio e Longo Prazos ao Brasil - 1987 e 1989 (Número de Agências)

Discriminação	1 9 8 7 (abril-maio)	1 9 8 9 (maio-julho)
<u>Tipo de Política</u>		
Aberta, sem restrições	1	1
Aberta, com restrições	3	8
Fechada	7	2
<u>Principais Restrições⁽²⁾</u>		
Tetos para <i>exposure</i>	2	5
Limites para o valor das transações	2	1
Redução no percentual de cobertura		1

FONTE: Johnson, Fisher e Harris (1990, p.20)

(1) Alemanha, Bélgica, Canadá, Espanha, Estados Unidos, França, Holanda, Itália, Japão, Reino Unido e Suécia.

(2) Total de restrições pode não coincidir com total de agências que operam com restrições, ou porque uma agência utiliza mais do que uma restrição, ou porque agências utilizam restrições não listadas na Tabela.

Seja como for, é possível reestimar a contribuição das agências governamentais ao financiamento das importações brasileiras, na hipótese de que 100% dos financiamentos de compradores e fornecedores sejam garantidos pelas agências.²⁰ Mesmo nessa hipótese otimista, as conclusões anteriores relativas às transferências financeiras líquidas continuariam válidas, uma vez que, no período 1983/1989, os financiamentos privados de médio e longo prazos à

20 Esta é uma suposição forte, haja visto que as agências, de fato, restringiram suas operações com o Brasil, ao mesmo tempo em que os financiamentos privados apresentavam relativa estabilidade. O mais provável é que certos financiamentos privados a empresas subsidiárias no Brasil tenham a garantia das respectivas matrizes.

importação foram apenas ligeiramente superiores às amortizações (Tabela 4). As transferências financeiras líquidas associadas a esses financiamentos foram, portanto, ligeiramente inferiores ao valor dos juros pagos naquele período.

Antes de encerrar esta seção, vale a pena esclarecer por que a dívida das agências governamentais cresceu US\$ 14,2 bilhões entre 1982 e 1989 (Tabela 1), ao mesmo tempo em que as transferências líquidas às agências foram fortemente negativas nos últimos anos. Essa questão, tratada formalmente no Anexo 2, onde se examina a compatibilidade entre os fluxos e a variação de estoques, pode ser explicada por dois fatores: a absorção e refinanciamento de parcela expressiva de dívida privada (créditos de compradores e fornecedores) por parte das agências governamentais e a depreciação do dólar norte-americano frente às principais moedas fortes na segunda metade da década de 80.

III

OPÇÕES PARA A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA COM AS AGÊNCIAS GOVERNAMENTAIS

Como foi visto, os acordos negociados pelo Brasil no âmbito do Clube de Paris foram insuficientes para estancar as transferências financeiras às agências governamentais a partir de 1986. O principal desafio de futuros entendimentos com o Clube de Paris consiste, portanto, em corrigir essa deficiência. Isso significa, basicamente, que o país deve negociar um acordo bem mais abrangente do que os acertados ao longo da década de 80. Para alcançar este objetivo, vale a pena explorar os precedentes estabelecidos por outros países devedores na negociação com os credores governamentais.

O prolongamento da crise da dívida e a força de circunstâncias crescentemente adversas na maioria dos países devedores fizeram com que os credores reunidos no Clube de Paris pouco a pouco concordassem com a concessão de termos e condições mais abrangentes na reestruturação da dívida externa desses países. O primeiro reconhecimento formal de que para muitos países os prazos de reescalonamento, negociados no Clube de Paris, eram insuficientes ocorreu em 1987. No encontro de Veneza, os principais países industrializados recomendaram o alongamento dos prazos de reestruturação de seus empréstimos de médio e longo prazos aos países de baixa renda. Essa posição foi ratificada pelo Clube de Paris em julho daquele ano [Keller e Weerasinghe (1988, p.7)]. Mas a mudança mais significativa veio a ocorrer apenas na reunião dos principais países industrializados em Toronto, em 21 de junho de 1988, quando se chegou a um consenso sobre a reestruturação em termos concessionais da dívida dos países de baixa renda da África com as agências governamentais [IMF Survey (1988, p. 222)].

Os termos dessa reestruturação concessional, fixados pelo Clube de Paris em setembro de 1988, dava aos governos credores a possibilidade de escolher entre uma ou mais das seguintes alternativas [The World Bank (1988, p. 38)]:

- a) Cancelar 1/3 do serviço da dívida do período de consolidação e reescalonar o restante em 14 anos, com oito anos de carência e taxas de juros de mercado;
- b) Reescalonar o serviço da dívida do período de consolidação em 25 anos, com 14 anos de carência e taxas de juros de mercado; e
- c) Reescalonar o serviço da dívida do período de consolidação com uma redução de 3,5 pontos percentuais na taxa de juros, em um prazo de 14 anos, com oito de carência. A taxa de juros seria reduzida em 50%, se os 50% fossem inferiores a 3,5 pontos percentuais.

Politicamente, os chamados termos de Toronto parecem ter sido uma resposta de alguns países industrializados europeus ao problemas de pagamentos externos de uma região sobre a qual exercem sensível influência econômica e política [Mendonça (1989, p. 78)]. Até o final de 1989, os termos de Toronto foram concedidos a apenas 15 países de baixa renda da África, elegíveis para os programas de ajustamento estrutural do FMI. Em todos os casos, os acordos abrangeram 100% dos vencimentos da dívida contratada antes da *cut off date* e, na maioria dos casos, a totalidade dos vencimentos da dívida previamente reescalada. Os atrasados, em geral, receberam tratamento igual ao dos vencimentos correntes. No entanto, os atrasados de dívidas não incluídas em acordos anteriores foram frequentemente apenas diferidos e excluídos da aplicação de termos concessionais. Apenas em 1990, a Bolívia, um dos dois países não-africanos elegíveis para os programas de ajustamento estrutural do FMI, conseguiu reestruturar sua dívida no Clube de Paris com base neste esquema concessional.

Os termos de Toronto não foram estendidos aos países de renda média altamente endividados. Nesse caso, os acordos evoluíram paulatinamente para termos e condições sensivelmente mais abrangentes do que aqueles anteriormente assinados por esse grupo de países no Clube de Paris. Os acordos do México, de 30 de maio de 1989, e da Argentina, de 21 de dezembro de 1989, são um bom exemplo dessa evolução. Ambos os acordos referem-se às dívidas de médio e longo prazos contratadas antes das respectivas *cut off dates*. O México assinou um acordo plurianual de três anos de duração, cuja implantação envolve três etapas. Nos primeiros 10 meses, o acordo reestrutura efetivamente 100% dos vencimentos correntes de principal e juros de dívida ainda não reescalada. Nos 12 meses subsequentes, a reestruturação dos juros cai para 90%, e nos 14 meses finais, para 80%. A implantação das duas últimas etapas está condicionada ao andamento do programa com o FMI e à avaliação positiva das agências das negociações com os demais credores do país.

Já no acordo argentino, que incluiu dívida previamente reescalada, foram reestruturados vencimentos correntes ao longo de 15 meses. No caso de dívida ainda não reescalada, todos os vencimentos de principal e juros, bem como a totalidade dos atrasados foram refinanciados. No caso da dívida previamente reescalada, o acordo reestruturou 100% dos vencimentos correntes de principal e 70% dos juros. Nesse caso, o refinanciamento dos atrasados alcançou cerca de 50% do total.

O ponto máximo da evolução das negociações da dívida de países de renda média no Clube de Paris ocorreu com o acordo assinado pela Polônia em 16 de fevereiro de 1990. Esse acordo foi marcante, porque praticamente consolidou os precedentes anteriores de reestruturação de dívida de países de renda média em desenvolvimento no âmbito do Clube.

O acordo polonês incluiu vencimentos de empréstimos de médio e longo prazos, concedidos ou garantidos por agências governamentais antes da *cut off date*, bem como vencimentos de dívida previamente reescalonada. Além disso, reescalonou atrasados, juros de mora e, mais importante, os próprios juros da dívida reestruturada a vencer no período de consolidação, a saber, 1º de janeiro de 1990 a 31 de março de 1991. Os termos do acordo polonês foram basicamente os seguintes [Agreed... (1990)]:

- a) 100% dos vencimentos de principal e juros do período de consolidação, de dívida incluída na negociação, seriam pagos em 12 parcelas semestrais iguais, em um prazo de 13 anos e nove meses, com carência de oito anos e três meses (prazos medidos a partir do fim do período de consolidação);
- b) 100% dos atrasados de principal e juros em 31 de dezembro de 1989, inclusive juros de mora, seriam pagos em 12 parcelas semestrais iguais, em um prazo de 13 anos e seis meses, com carência de oito anos (prazos medidos a partir do início do período de consolidação); e
- c) Os juros incidentes sobre os vencimentos reestruturados nos dois itens anteriores seriam capitalizados ao longo do período de consolidação. Trinta por cento dos juros capitalizados seriam pagos no final do período de consolidação e 70% em 10 prestações anuais em um prazo de 11 anos e nove meses, com dois anos e nove meses de carência (prazos medidos a partir do fim do período de consolidação).

Como garantia de pagamentos futuros, a Polônia aceitou depositar, ao longo do período de consolidação, US\$ 200 milhões em uma conta de provisionamento no Banco para Compensações Internacionais. O acordo polonês logrou, assim, limitar basicamente os pagamentos referentes à dívida de médio e longo prazos com as agências governamentais, no período de consolidação, às contribuições para esta conta e ao serviço da dívida contratada após a *cut off date*.

Outro evento que marcou uma mudança no enfoque dado ao tratamento da dívida com as agências governamentais foi o lançamento da "Iniciativa para as Américas" pelo presidente dos EUA em 21 de junho de 1990. [Text of remarks... (1990, p. 1-4) e Usis (1990, p. 1-15)]. Segundo esta iniciativa, a dívida referente a empréstimos concessionais do governo dos EUA aos países da América Latina e do Caribe (empréstimos da Usaid e aqueles amparados pela Lei Pública 480) poderá vir a ser parcialmente cancelada, e os juros poderão ser pagos em moeda local do país devedor e utilizados em programas de preservação do meio ambiente.

Uma parte dos empréstimos não concessionais (créditos do *Eximbank* e da *Commodity Credit Corporation*) poderá ser vendida, por sua vez, pelo governo norte-americano no mercado secundário da dívida dos países em desenvolvimento

a entidades interessadas na conversão da dívida externa em investimentos ou em programas de proteção à natureza no país devedor. Para que um país da região tenha acesso à iniciativa norte-americana é preciso que aceite os programas econômicos recomendados pelo FMI e Bird.

Ainda que representem um progresso, as mudanças recentes têm suas próprias limitações. Os descontos implícitos nas opções "a" e "c" dos termos de Toronto limitam, é verdade, o crescimento da dívida ou de seu serviço. Contudo, o alívio em termos de fluxo de caixa *vis-à-vis* de uma reestruturação tradicional é relativamente modesto. Isso ocorre não só porque o desconto é limitado, mas também porque o devedor deve retomar o pagamento dos juros sobre a dívida reestruturada.²¹

Ou seja, a aplicação da opção "a" dos termos de Toronto reduz o crescimento da dívida pelo montante de vencimentos cancelados, mas apenas leva a uma diminuição da dívida se $A > 2J$ (ver expressão para D'). A redução do valor dos juros da dívida reestruturada é, por sua vez, apenas uma fração r do valor dos vencimentos cancelados.

O acordo polonês de fevereiro de 1990, por outro lado, produz um substancial

21 Os efeitos dos termos de Toronto sobre o crescimento da dívida e o alívio no fluxo de caixa podem ser mais bem ilustrados formalmente. A reestruturação de 100% dos vencimentos de principal (A) e dos juros (J), em determinado período, sem a aplicação dos termos de Toronto, faria com que a dívida, afetada pela negociação (D), crescesse de acordo com a seguinte expressão:

$$D = D_{-1} + J$$

Os juros da dívida reestruturada seriam dados por:

$$J_{+1} = rD = rD_{-1} + rJ,$$

onde os subscritos -1 e $+1$ indicam defasagem ou adiantamento em um período da variável em questão e r a taxa de juros da reestruturação.

A alternativa de reestruturar os mesmos vencimentos, por exemplo, pela opção "a" dos termos de Toronto, geraria a seguinte equação para a variação da dívida (D'):

$$D' = D_{-1} + 2J - \frac{1}{3}A = D_{-1} + J - \frac{1}{3}(A + J)$$

A expressão para os juros (J') da dívida reestruturada seria dada por:

$$J'_{+1} = rD' = rD_{-1} + rJ - r\frac{1}{3}(A + J)$$

A diferença entre uma reestruturação sem e outra com a aplicação da opção "a" dos termos de Toronto pode ser obtida a partir das seguintes expressões:

$$D - D' = \frac{1}{3}(A + J)$$

$$J_{+1} - J'_{+1} = r\frac{1}{3}(A + J)$$

alívio de caixa ao longo do período de consolidação. Isso decorre da abrangência desse acordo e da capitalização dos próprios juros incidentes sobre os vencimentos reestruturados. Em compensação, o acordo da Polônia gera um crescimento relativamente elevado da dívida. Do ponto de vista de certos países devedores, com graves problemas de fluxo de caixa e com um endividamento excessivo, seria interessante, por isso, combinar os termos de Toronto com os termos obtidos pela Polônia, aplicados sobre um período de consolidação mais longo.

Já a "Iniciativa para as Américas", no que se refere aos créditos externos do governo norte-americano, é um empreendimento essencialmente bilateral. Uma avaliação de sua contribuição para a superação dos problemas da dívida com as agências governamentais depende ainda da divulgação de maiores detalhes e da aplicação a casos concretos. Duas questões importantes a esclarecer são: a natureza das condicionalidades exigidas em troca dos benefícios previstos na iniciativa e a implementação dos projetos de conversão da dívida em investimentos ou em programas de preservação da natureza. As conversões, quando realizadas com dívida do setor público para financiar atividades do setor privado, aumentam as necessidades de financiamento do governo, o que pode dificultar a execução de políticas de estabilização. De qualquer forma, a proposta norte-americana representa um reconhecimento da insuficiência dos termos e condições que vinham sendo adotados nas negociações no Clube de Paris.

As mudanças recentes no enfoque dado à reestruturação da dívida externa dos países em desenvolvimento com as agências governamentais abrem espaço para propostas bem mais abrangentes em futuras negociações do Brasil com o Clube de Paris. A necessidade de uma proposta desse tipo não é apenas sugerida pela experiência pretérita, mas também pelo perfil de vencimentos futuros da dívida brasileira com os credores governamentais.

As estimativas do Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento ²² de pagamentos futuros revelam uma considerável concentração de pagamentos devidos entre 1990 e 1992, cerca de US\$ 4,6 bilhões ao ano, em média (coluna 7 da Tabela 6), o que equivale a 15,8% das exportações anuais médias do período 1986/1989. Essa concentração de vencimentos decorre de um fato já destacado na seção anterior, ou seja, do encavalamento de vencimentos da dívida previamente reescalada no Clube de Paris. Entre 1990 e 1992, os vencimentos de principal e juros desta dívida somam cerca de US\$ 2,8 bilhões ao ano em média (coluna 2 da Tabela 6). Um outro fato a destacar é que uma proposta convencional, baseada apenas na reestruturação dos vencimentos da dívida contratada antes da *cut off date*, geraria um alívio financeiro relativamente reduzido. Os vencimentos da dívida pré-*cut off date* limitam-se, na verdade, a US\$ 1,2 bilhão ao ano, em média, no período 1990/1992 (coluna 1 da Tabela 6).

Como tratar, daqui para a frente, o problema do endividamento com as

Estas estimativas foram extraídas de simulações realizadas por Osvaldo Moreira de Souza e Eliane Aleixo Lustosa.

agências governamentais? Uma alternativa seria propor o cancelamento parcial da dívida ou de seu serviço, a exemplo do que vem ocorrendo nas negociações ao amparo dos termos de Toronto.

De fato, a tendência é que a dívida dos países de renda média com as agências governamentais também seja descontada, a exemplo do que já vem ocorrendo com a dívida bancária.

Tabela 6

Estimativa de Vencimentos da Dívida de Médio e Longo Prazos com as Agências Governamentais - 1990/1995 (US\$ bilhões)

Anos	Dívida pré-cu off date	Dívida Previamente Rescalonada	Sub-Total	Dívida Excluída do Rescalonamento	Dívida pós-cu off date ⁽¹⁾	Sub-Total	Total
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(5)	(6)=(4)+(5)	(7)=(3)+(6)
1990	1,0	3,0	4,0	0,1	0,5	0,6	4,6
Principal	0,7 ⁽²⁾	2,1	2,8	0,1	0,3	0,4	3,2
Juros	0,4 ⁽²⁾	0,9	1,2		0,2	0,2	1,4
1991	1,5	2,8	4,3	0,1	0,4	0,5	4,8
Principal	1,1	2,1	3,2	0,1	0,3	0,4	3,5
Juros	0,4	0,7	1,1		0,1	0,1	1,3
1992	1,2	2,5	3,7	0,1	0,4	0,5	4,2
Principal	0,9	2,0	2,9	0,1	0,3	0,4	3,2
Juros	0,3	0,5	0,8		0,1	0,1	1,0
1993	1,0	0,6	1,6	0,1	0,3	0,4	2,0
Principal	0,7	0,3	1,0	0,1	0,2	0,3	1,3
Juros	0,3	0,4	0,7		0,1	0,1	0,8
1994	0,8	0,8	1,6	0,1	0,2	0,3	1,9
Principal	0,6	0,5	1,1		0,2	0,2	1,2
Juros	0,2	0,3	0,5		0,1	0,1	0,7
1995	0,5	1,1	1,7	0,1	0,2	0,3	2,0
Principal	0,4	0,8	1,2		0,1	0,2	1,4
Juros	0,2	0,3	0,5			0,1	0,6

FONTE: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento.

OBS: Totais podem não corresponder à soma das parcelas por causa de arredondamentos. O sinal "-" significa valor inferior a 0,050. Valores referentes aos vencimentos de principal de dívida previamente rescalonada não são comparáveis aos valores da Figura 2, estimados a partir dos valores originalmente refinanciados, que não incorporam o efeito de oscilações cambiais.

(1) Inclui compradores e fornecedores com garantia de agências governamentais.

(2) Exclui vencimentos do primeiro trimestre reestruturados no acordo de julho de 1988.

Neste texto, deseja-se mostrar, no entanto, que a exploração adequada dos precedentes, já estabelecidos por outros países de renda média no Clube de Paris, pode reduzir substancialmente as transferências financeiras líquidas do Brasil ao credores governamentais. Uma proposta que reestruturasse 100% dos vencimentos de dívida de médio e longo prazos contratada antes da *cut off date* e de dívida previamente reescalada lograria reestruturar cerca de 88% dos vencimentos de principal e juros no período 1990/1992 (cf. colunas 3 e 7 da Tabela 6). Uma possível proposta brasileira poderia, portanto, contemplar os seguintes pontos:

- a) Reestruturação de 100% dos atrasados e juros de mora acumulados desde 1989;
- b) Reestruturação de 100% dos vencimentos de principal e juros de dívida contratada antes da *cut off date*;
- c) Reestruturação de 100% dos vencimentos de principal e juros de dívida previamente reescalada;
- d) Capitalização integral, durante o período de consolidação, dos juros da dívida reestruturada e reescalamento de 100% dos juros assim capitalizados no longo prazo;
- e) Determinação de um período de consolidação que se estenda, no mínimo, até o início de 1993; e
- f) Negociação de prazos de pagamento e carência suficientemente longos, de tal forma a viabilizar a liquidação gradual dos vencimentos e evitar nova corcovas de pagamentos de principal e juros.

Como se pode perceber, um acordo desse tipo guarda essencialmente as características do acordo polonês de fevereiro de 1990, com três aperfeiçoamentos: alongamento do período de consolidação; reestruturação efetiva de 100% dos juros capitalizados no período de consolidação; e eliminação da conta de provisionamento. Essa proposta, por si só, isto é, sem considerar novos financiamentos, limitaria as transferências financeiras às agências governamentais no período de consolidação a cerca de US\$ 0,5 bilhão ao ano, em média, no período 1990/1992 (coluna 6 da Tabela 6), valor que representa apenas 1,7% do total das exportações anuais médias de 1986/1989.

A exclusão do reescalamento dos vencimentos de dívida contratada após a *cut off date* aparentemente não traria maiores problemas. Esses vencimentos totalizam apenas US\$ 0,4 bilhão ao ano em média no período 1990/1992. Além disso, a exclusão preservaria a condição *sine qua non* para que as agências governamentais retomem a concessão de novos financiamentos e garantias. A retomada desses financiamentos e garantias facilitaria o aumento das importações brasileiras. Por isso mesmo, um acordo abrangente deveria vir acompanhado de um compromisso de abertura das agências governamentais. A maior ou menor abrangência de acordos subsequentes no Clube de Paris deveria, inclusive, estar vinculada à observância desta condição.

IV CONCLUSÃO

O exame dos acordos brasileiros no Clube de Paris e de seus resultados financeiros mostra que a abordagem brasileira ao problema da dívida com os credores governamentais flutuou ao sabor de circunstâncias internas e externas. As consequências mais visíveis dessa política errática foram o encavalamento das amortizações da dívida reestruturada no período 1989/1992 e a escalada prematura das transferências financeiras líquidas do Brasil às agências governamentais a partir de 1986. Essas transferências podem ser atribuídas à decisão de pagar integralmente os juros devidos entre meados de 1986 e julho de 1988, à exclusão de importantes vencimentos dos acordos — principalmente de dívida previamente reescalada —, às elevadas taxas de juros e à queda dos novos financiamentos.

O primeiro acordo negociado pelo Brasil após a eclosão da crise da dívida externa, em novembro de 1983, fez parte de um plano de financiamento que englobava, entre outros aspectos, acordos com o FMI e com os bancos comerciais. O acerto enquadrava-se *grossomodo* no padrão prevalecente no Clube de Paris na época e, conjuntamente com os financiamentos obtidos das agências governamentais, garantiu uma transferência financeira líquida positiva para o Brasil em 1983 e 1984.

Ainda no final do governo Figueiredo, o impasse nas negociações com o FMI levou a país a reter os vencimentos de principal e juros da dívida com as agências governamentais, dando início a um relacionamento mais conflituoso com as agências. Entretanto, a despeito da queda dos financiamentos novos, a manutenção desta moratória no início do governo Sarney limitou a transferência financeira líquida aos credores governamentais a um nível bastante reduzido ao longo de 1985.

As relações com as agências se agravaram a partir de 1986, quando ficou patente que o Brasil não intencionava assinar um acordo com FMI. Num gesto que teve o intuito de aplacar a insatisfação das agências, o país retomou integralmente o pagamento de juros em meados daquele ano. As agências continuaram, contudo, intransigentes e exigiam um acordo com o FMI para "normalizar" as relações com o Brasil. Em decorrência do pagamento integral dos juros e de nova redução nos financiamentos, em boa medida explicada pela queda das importações de trigo do EUA e do Canadá, as transferências para as agências alcançaram nível sem precedentes.

O acordo de janeiro de 1987, acertado sem um programa de condicionalidade máxima com o FMI, sancionou o pagamento integral de juros num momento de grandes dificuldades cambiais. Essa decisão representou uma tentativa de isolar os bancos comerciais credores que viriam a sofrer o impacto da moratória declarada em 20 de fevereiro de 1987.

A decisão foi pouco eficaz. Em primeiro lugar, porque o acordo não criava bases efetivas para a normalização das relações com as agências, haja vista que o

período de consolidação era extremamente curto e que sua implementação estava condicionada a um acordo com os bancos comerciais e também a uma avaliação positiva da diretoria do FMI sobre a economia brasileira. Em segundo, porque as agências não retomaram o financiamento ao Brasil e, finalmente, porque duas trocas de ministros da Fazenda, em abril e dezembro de 1987, foram suficientes para fazer o país recuar na negociação com os bancos comerciais. Desta forma, o pagamento integral de juros às agências pouco mais foi do que um desperdício de recursos cambiais escassos.

O acordo de julho de 1988 fez parte novamente de um plano para o financiamento externo que contemplava um acordo com o FMI e com os bancos comerciais. Apostava-se agora na eliminação rápida do contencioso com os credores, na crença de que isso pudesse estimular a retomada do financiamento externo ao Brasil. No Clube de Paris, à semelhança do que aconteceu com a negociação da dívida bancária, houve uma acomodação às condições oferecidas pelos credores. Deixou-se, assim, de explorar importantes precedentes estabelecidos por outros países de renda média na negociação com os credores governamentais. A principal consequência dessa atitude foi a exclusão do acordo dos vencimentos de dívida reescalada em 1983 e 1987.

A mudança na estratégia da negociação da dívida não surtiu o efeito esperado. As agências continuaram a manter uma postura essencialmente restritiva no que diz respeito à concessão de novos financiamentos e garantias ao Brasil. Em consequência, as transferências para as agências governamentais se mantiveram em níveis excepcionalmente elevados.

A experiência dos anos 80 sugere que pouco se deve esperar de gestos de boa vontade e da acomodação à oferta dos credores governamentais. Os benefícios financeiros que o país obteve deste grupo de credores limitaram-se, na prática, ao alívio estabelecido nos acordos. As esperanças de abertura das agências nunca se materializaram.

Futuros entendimentos com o Clube de Paris devem, por isso mesmo, ser suficientemente abrangentes para estancar as transferências financeiras líquidas do país para as agências governamentais. A evolução recente dos acordos da dívida externa dos países em desenvolvimento apresenta precedentes suficientes para embasar um entendimento desse tipo. Os termos de Toronto deram um tratamento concessional à reestruturação da dívida dos países de baixa renda, principalmente da África. A tendência é que os países de renda média também venham se beneficiar com uma reestruturação de caráter concessivo de sua dívida com as agências governamentais.

O que se procurou mostrar, contudo, neste texto, é que a exploração adequada dos precedentes já estabelecidos pelos países de renda média no Clube de Paris pode reduzir substancialmente as transferências financeiras líquidas do Brasil para os credores governamentais. O acordo polonês de fevereiro de 1990, devidamente adaptado ao caso brasileiro, pode ser uma alternativa satisfatória para a próxima negociação com os credores governamentais. Os termos gerais da proposta apresentada neste trabalho lograriam refinar quase 90% dos vencimentos devidos às agências governamentais no período 1990/92, o que

limitaria as transferências a esse grupo de credores a cerca de 1,7% do valor das exportações anuais médias de 1986/89, mesmo sem a concessão de novos financiamentos.

ANEXO 1

Dívida com, ou Garantida por, Agências Governamentais - em 31/12/89

Discriminação	US\$ milhões
1. Dívida a Vencer Contratada antes da <i>cut off date</i> ⁽¹⁾	7.136
1.1. Agências	2.625
1.2. Compradores com Garantia	3.223
1.3. Fornecedores com Garantia	1.288
2. Dívida já Reescalonada ⁽²⁾	9.700
3. Atrasados	92
4. Dívida Contratada após a <i>cut off date</i>	789
5. Dívida Excluída do Reescalonamento	607
6. Subtotal (1+2+3+4+5)	18.324
7. Compradores com Garantia pós- <i>cut off date</i>	696
8. Fornecedores com Garantia pós- <i>cut off date</i>	232
9. Total (6+7+8)	19.252

FONTE DOS DADOS PRIMÁRIOS: Banco Central do Brasil, Divisão de Balanço de Pagamentos.

(1) Inclui refinanciamento de vencimentos de principal do primeiro trimestre de 1990 (US\$ 143 milhões de agências, US\$ 226 milhões de compradores e US\$ 117 milhões de fornecedores).

(2) Exclui refinanciamento de vencimentos do primeiro trimestre de 1990.

ANEXO 2

Este anexo procura explicar por que a dívida com as agências governamentais cresceu US\$ 14,2 bilhões entre 1982 e 1989 (Tabela 1), ao mesmo tempo em que as transferências líquidas a esse grupo de credores foram fortemente negativas nos últimos anos. Essa questão pode ser mais bem examinada por meio da identificação dos fatores que explicam o crescimento da dívida com as agências

governamentais. Abstraindo, inicialmente, do efeito das oscilações cambiais e decompondo a dívida de médio e longo prazos das agências governamentais entre dívida afetada pela negociação no Clube de Paris e dívida excluída das negociações, tem-se que a variação da dívida com as agências, afetada pela negociação (dD), em determinado período, é dada por:

$$dD = P'_r + J'_r + J_r - P_p$$

Onde P'_r = principal refinanciado da dívida com compradores e fornecedores;

J'_r = juros refinanciados da dívida com compradores e fornecedores;

J_r = juros refinanciados da dívida com agências governamentais;

P_p = principal pago da dívida com agências governamentais afetada pelas negociações.

A variação da dívida com agências excluídas da negociação (dD^*) é, por sua vez, expressa por:

$$dD^* = F - P^*_p$$

Onde F = financiamento novos de agências governamentais;

P^*_p = principal pago da dívida com agências governamentais excluída da negociação.

A variação total da dívida com agências governamentais é então obtida através da soma das identidades anteriores:

$$dD + dD^* = P'_r + (J'_r + J_r) + F - (P_p + P^*_p)$$

Essa expressão mostra que a variação da dívida com as agências, em determinado período, é igual à soma dos refinanciamentos de principal e juros de dívida com compradores e fornecedores, mais o refinanciamento de juros de dívida com as agências governamentais, mais os novos financiamentos de agências líquidos de pagamentos de principal.

O primeiro termo do lado direito da expressão (P'_r) corresponde à linha 1.2 da Tabela 2; o segundo termo entre parênteses ($J'_r + J_r$) corresponde à linha 2 da mesma Tabela; o terceiro termo (F) equivale à linha 3 da Tabela 3; e o último termo entre parênteses ($P_p + P^*_p$) nada mais é do que a linha 1 da Tabela 3. As Tabelas 2 e 3 indicam, portanto, que a dívida total com as agências governamentais cresceu US\$ 6,8 bilhões²³ exclusivamente por conta dos financiamentos e refinanciamentos no período 1983/89.

Considerando-se que o valor da dívida de 1989 (Tabela 1) inclui atrasados de

23 Esta variação inclui o refinanciamento de principal do primeiro trimestre de 1990 e exclui os atrasados de 1983.

1989, no valor de US\$ 0,1 bilhão, e dívida ainda a vencer referente a empréstimos de compradores e fornecedores, com garantias de agências governamentais, contratada antes da *cut off date*, no valor de US\$ 4,5 bilhões (Tabela do Anexo 1), chega-se à constatação de que a variação explicada da dívida com as agências governamentais soma US\$ 11,4 bilhões. A diferença entre esse valor e os US\$ 14,2 bilhões encontrados na Tabela 1 deve ser atribuída à desvalorização do dólar norte-americano frente às principais moedas fortes dos países industrializados e a eventuais discrepâncias estatísticas.²⁴

A aparente contradição entre as elevadas transferências líquidas às agências governamentais e o substancial crescimento da dívida com esse grupo de credores deve ser explicada, portanto, pela absorção de parcela significativa de empréstimos de fontes privadas e pelos efeitos das oscilações cambiais entre as principais moedas fortes dos países industrializados.

BIBLIOGRAFIA

- AGREED minute on the consolidation of the debt of Brazil*. Paris, Nov. 1983. mimeo.
- , Paris, Jan. 1987, mimeo.
- , Paris, July 1988, mimeo.
- AGREED minute on the consolidation of the debt of Poland*. Paris, Feb. 1990. mimeo.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório*. Brasília, Departamento Econômico, 1982 - 1989.
- , *Brasil: programa econômico*. Brasília, Departamento Econômico, 1984 - 1990.
- , *Relatório do setor externo da economia brasileira: 1979/1984*. Brasília, fev. 1985. 105p.
- BATISTA JR., Paulo Nogueira. *Da crise internacional à moratória brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988. 314p.
- DILLON, K. Burke & OLIVEROS, Gumersindo. *Recent experience with multilateral official debt rescheduling*. Washington, D.C., IMF, Feb. 1987. 22p. (World Economic and Financial Surveys).
- DILLON, K. Burke; DOWNING, Luis Duran & XAFA, Miranda. *Officially*

24 Por exemplo, a decomposição dos refinanciamentos de principal entre agências e compradores e fornecedores é estimada pelo Banco Central. Esta estimativa afeta, contudo, o cômputo da variação total da dívida com as agências governamentais na expressão $(dD + dD^g)$.

supported export credits: developments and prospects. Washington, D.C., IMF, Feb. 1988. 47p. (World Economic and Financial Surveys).

ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN (ECLAC). *Latin America and the Caribbean options to reduce the debt burden.* Santiago, 1990. 109p.

IMF Survey. Washington, D. C., IMF, v.17, n.13, June 1988.

JOHNSON, G.G. FISHER, Matthew & HARRIS, Elliott. *Officially supported export credits: developments and prospects.* Washington, D.C., IMF, May 1990. 43p. (World Economic and Financial Surveys).

KELLER, Peter M. & WEERASINGHE, Nissanke E. *Multilateral official debt rescheduling: recent experience.* Washington, D.C., IMF, May 1988. 22p. (World Economic and Financial Surveys).

MENDONÇA, Pedro Luiz Carneiro de. *O Clube de Paris: sistemática e funcionamento de um foro relevante para os interesses brasileiros.* Paris, 1989. 115p., mimeo. (Texto apresentado ao XIX Curso de Altos Estudos, Brasília, outubro/novembro de 1989).

NEPOMUCENO, Eric. *O outro lado da moeda — Dilson Funaro: histórias ocultas do cruzado e da moratória.* São Paulo, Siciliano, 1990. 212p.

TEXT *cf remarks by the president on the enterprise for Americas address.* Washington, The White House, June 1990, 4p.

THE WORLD BANK. *World debt tables: external debt of developing countries, 1988-89 edition.* Washington, D.C., 1988. v.1.

-----, *World Development Report 1990.* Washington, D.C. 1990.

USIS. *Iniciativa para as Américas: propostas econômicas do governo do presidente George Bush para a América Latina.* São Paulo, 1990, 14p., mimeo.

