ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Bacha, Edmar L.

Working Paper

Do Acordo de Plaza a moratória técnica: os tortuosos caminhos da renegociação da divida externa brasileira, 1983-87

Texto para discussão, No. 158

Provided in Cooperation with:
Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Suggested Citation: Bacha, Edmar L. (1987) : Do Acordo de Plaza a moratória técnica: os tortuosos caminhos da renegociação da divida externa brasileira, 1983-87, Texto para discussão, No. 158, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/186405

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC/RJ

Maio/1987

TEXTO PARA DISCUSSÃO
Nº 158

DO ACORDO DE PLAZA À MORATÓRIA TÉCNICA : OS TORTUOSOS CAMINHOS DA RENEGOCIAÇÃO DA DIVÍDA EXTERNA BRASILEIRA, 1983-87

por

EDMAR L. BACHA

INTRODUÇÃO

Em dezembro de 1982, no Hotel Plaza de Nova York, a comunidade financeira internacional assistiu aliviada a apresentação, pelo Presidente do Banco Central do Brasil, da proposta para a primeira renegociação da dívida externa brasileira, sob a égide do Fundo Monetário Internacional. Quatro anos depois, esta mesma comunidade ouviu consternada a declaração do governo brasileiro, desconectado do Fundo Monetário Internacional, de suspensão unilateral do pagamento dos juros da dívida externa de médio e longo prazos do país com os bancos comerciais.

Este texto analisa a evolução das negociações brasileiras com os bancos comerciais desde o Acordo de Plaza ate a Moratória Técnica de fevereiro de 1987, discutindo também alguns dos principais pontos de controvérsia sobre o conteúdo da renegociação suscitados por esta experiência.

AS FASES DA RENEGOCIAÇÃO

A necessidade da reestruturação da dívida externa brasileira manifestou-se a partir da moratória mexicana de agosto de 1982. A subestimativa dos recursos necessários na primeira fase da renegociação, fruto da incompreensão dos negociadores quanto à dimensão da crise que então se iniciava, logo tornou necessária a

abertura de uma segunda fase da renegociação. A recuperação da posição de reservas internacionais do país, em virtude da mudança de patamar das exportações brasileiras em 1984, deu, mais adiante, condições para a preparação de um Acordo de Reestruturação Plurianual. Este, entretanto, não chegou a ser assinado devido à suspensão, pelo Fundo Monetário Internacional, no início de 1985, do programa trienal de ajuste que havia acertado com o governo brasileiro em 1983. A partir da posse do primeiro governo civil no país em vinte e um anos, em março de 1985, não houve condições para um novo entendimento com o Fundo. Após sucessivas prorrogações informais dos acordos anteriores, finalmente se acordou um novo esquema de reestruturação anual com os bancos em março de 1986. No segundo semestre de 1986, o excesso de demanda interna e atraso cambial provocados pelo Plano Cruzado fizeram minguar o superávit comercial que desde o final de 1984 sustentava uma confortável posição de reservas internacionais para o país. Em conseqüência, essas reservas tenderam rapidamente a desaparecer, o que induziu o governo brasileiro a suspender o pagamento dos juros da dívida de médio e longo prazos devida aos bancos estrangeiros em fevereiro de 1987.

> Moratória Mexicana e Fase I da Renegociação

A forte contração das linhas internacionais de crédito de curto prazo que se seguiu à moratória mexicana causou um rápido esgotamento das reservas externas brasileiras no segundo semestre de 1982 (Quadro 1). Evitou-se, entretanto, uma moratória dos

pagamentos externos através da obtenção de "empréstimos-ponte" do Tesouro norte-americano, do Banco de Compensações Internacionais (BIS) e de um pequeno grupo de grandes bancos comerciais americanos, no valor total de US$5,5 bilhões.

Naquele momento, a visão do governo brasileiro era a de que o país estava passando por uma crise de liquidez de caráter temporário, e que seu acesso às fontes privadas de crédito internacional seria brevemente restabelecido, uma vez que passassem os efeitos da tormenta causada pela moratória mexicana. O importante era tranqüilizar a comunidade financeira internacional, diferenciando a situação brasileira da mexicana. Foi com este espirito que, ultrapassada as eleições de novembro de 1982, os negociadores brasileiros trataram de obter o selo de aprovação do FMI à condução da política econômica interna, através da assinatura de um acordo plurianual de estabilização, como condição prévia para assentarem-se, em fevereiro de 1983, os mecanismos de consolidação temporária da dívida externa brasileira com os bancos comerciais.

Estes mecanismos foram distribuídos em quatro projetos:

* Projeto 1: US$4.4 bilhões de dinheiro novo. Participaram deste projeto, coordenado pelo Morgan Guaranty, os bancos com saldos credores acima de US$35.0 milhões em empréstimos de médio e longo prazos, num total de 176 bancos. Os recursos deste projeto seriam liberados em quatro parcelas, a primeira em março, de US$2.5 bilhões, e as seguintes em junho, setembro e dezembro, todas no valor de US$635 milhões. A liberação de cada parcela ficou condicionada à prévia liberação de sucessivas "tranches" do

empréstimo do FMI, previstas para março, maio, agosto e novembro.

* Projeto 2: US$4,6 bilhões de refinanciamento de amortizações de empréstimos de médio e longo prazo devidas em 1983, pelo prazo de 8 anos, com 2 1/2 anos de carência, sob a liderança do Citibank.

* Projeto 3: US$8,8 bilhões de rolagem das linhas de crédito comercial de curto prazo, colocadas por bancos estrangeiros à disposição de empresas estatais brasileiras e de bancos brasileiros autorizados a operar em câmbio. Projeto coordenado pelo Chase Manhattan.

* Projeto 4: US$9,4 bilhões de rolagem dos depósitos interbancários mantidos pelos bancos comerciais estrangeiros nas agências de bancos brasileiros no exterior, com coordenação do Bankers Trust (No Quadro 2, o valor deste projeto é de US$6,0 bilhões porque foi este o número com que os bancos eventualmente vieram a se comprometer).

Os contratos para os empréstimos previstos nos Projetos 1 e 2 foram formalmente assinados na solenidade do Hotel Plaza. Quanto aos Projetos 3 e 4, os bancos apenas foram solicitados a apresentar manifestações de adesão por telex, sem que houvesse contratação formal das operações.

Contrariamente às expectativas otimistas iniciais, logo se manifestaram percalços na implantação, tanto do acordo com o FMI como do acordo com os bancos.

Antes mesmo que a Diretoria do Fundo pudesse analisar a primeira Carta de Intenções, a ele enviada pelo governo brasileiro em 07.01.83, estabelecendo os critérios trimestrais de

desempenho para o exercício de 1983, o governo brasileiro decidiu promover uma desvalorização de 30 por cento da taxa de câmbio do cruzeiro em relação ao dólar. Este fato, aliado a diversos defeitos técnicos advindos da pressa com que o acordo foi negociado, propiciou o envio ao Fundo, em 24.02.83, de um adendo à primeira Carta de Intenções, com novos critérios de desempenho para os quatro trimestres de 1983. Os critérios de desempenho creditício e fiscal deste adendo foram, entretanto, fixados na expectativa de uma taxa anual de inflação de 70 por cento -- quando na realidade ela iria situar-se em 211 por cento. Conseqüentemente, os limites previstos para o déficit fiscal e a expansão creditícia foram amplamente violados, já no primeiro trimestre do programa. Este fato levou a Diretoria do Fundo, no final de maio, a suspender o desembolso de novas parcelas de seu empréstimo ao pais, pendendo uma revisão do programa de estabilização. Também parece haver pesado na decisão do Fundo o acúmulo de atrasados de pagamentos, em conseqüência das dificuldades de implantação do acordo com os bancos.

Quanto aos bancos, o principal problema residiu nas linhas interbancárias. O Projeto 4 previa a restauração de depósitos interbancários, nas agências dos bancos brasileiros no exterior, nos valores observados em 31.06.82, ou seja, US$9.4 bilhões. Ao tornar-se patente a inviabilidade deste número, pois se partia de um valor de US$6,1 bilhões em janeiro de 1983, o Diretor Executivo do FMI conclamou aos bancos a sustentarem uma meta imediata de US$7,5 bilhões. Entretanto, após um aumento dos depósitos em fevereiro, eles voltaram a cair nos meses

subseqüentes, situando-se em US$6,0 bilhões no final de maio.

A indefinição causada por essas dificuldades e pela suspensão do programa com o FMI levou à parada quase total do fluxo de recursos externos para o país, inclusive dificultando o saque de parcelas devidas de empréstimos bancários anteriormente comprometidos.

Nestas circunstâncias, foram se acumulando os atrasos nos pagamentos devidos ao exterior, atingindo a cifra de US$2,5 bilhões em agosto de 1983. Já no final de julho, a deterioração do fluxo de caixa levou o Banco Central, pela Resolução n. 851 de 29.07.83, a monopolizar as compras de câmbio, estabelecendo critérios administrativos para a liberação dos pagamentos, com vistas a um melhor ordenamento das contas externas do país. Esta centralização cambial somente veio a ser revogada em março de 1984.

Em retrospecto, o principal erro da negociação da Fase I consistiu na crença, por parte dos negociadores brasileiros, de que mecanismos voluntários seriam o melhor caminho para restaurar a posição de caixa do país. Disto resultou o equívoco de confiar-se numa restauração voluntária dos depósitos interbancários através do Projeto 4, e a conseqüente subestimativa do volume de dinheiro novo no Projeto 1 necessário para fechar o balanço de pagamentos em 1983.

> Fase II da Renegociação

Face às dificuldades da Fase I, antes mesmo do final do

primeiro semestre tiveram início os entendimentos para a Fase II da renegociação da dívida externa brasileira.

A primeira providência foi o fortalecimento administrativo do comitê de bancos credores, encarregado da coordenação e acompanhamento da renegociação, o qual passou a ser presidido exclusivamente pelo Citibank. A primeira reunião dos negociadores brasileiros com o novo Comitê de Assessoramento teve lugar em Nova York, em 16.06.83. Estabeleceram-se, então, como prioridades, a consolidação das linhas de curto prazo, especialmente no Projeto 4, e a obtenção de recursos adicionais de médio prazo requeridos para o restante do ano de 1983 e para 1984.

Como resultado dos mecanismos de supervisão e controle montados pelo novo Comitê Assessor, a partir de julho obteve-se uma relativa estabilização nas linhas de crédito interbancário. No final de outubro, o governo obteve do Congresso brasileiro a aprovação de uma proposta de desindexação parcial dos salários, a partir da qual desenhou uma nova proposta de estabilização, que foi aprovada pela Diretoria do FMI em novembro. Com a aprovação do novo programa, foram liberadas as parcelas dos empréstimos até então retidas, tanto do FMI como do dinheiro novo da Fase I. Com estes recursos, o país pôde então comecar a saldar seus pagamentos atrasados, incluindo os empréstimos-ponte do BIS e dos próprios bancos, concedidos no final de 1982.

A estrutura da Fase II - formalizada em solenidade de assinatura dos contratos no Hotel Pierre, de Nova York, em 27.01.84 - foi semelhante à da Fase I, envolvendo os mesmos

projetos básicos, com as seguintes novidades:

(i) Contratação formal das linhas de curto prazo, comerciais e interbancárias, mediante assinatura de cartas de compromisso;

(ii) Renegociação dos créditos oficiais no âmbito do Clube de Paris;

(iii) Participação de agências oficiais de crédito na concessão de linhas de financiamento para importações brasileiras;

(iv) Alargamento do espectro de bancos participantes do projeto de dinheiro novo, de forma a alcançar-se o universo de credores; e

(v) Inclusão, na base de cálculo determinante da participação de cada banco no projeto relativo a dinheiro novo, dos saldos dos Projetos 3 e 4.

Especificamente, foram os seguintes os projetos assinados:

* Projeto A ou "New Money Facility Agreement". Projeto "jumbo", coordenado pelo Morgan Guaranty Trust, reunindo US$6,5 bilhões em novos empréstimos de 792 bancos credores.

* Projeto B ou "Deposit Facility Agreement", coordenado pelo Citibank, envolvendo a rolagem de aproximadamente US$5,4 bilhões, correspondendes ao refinanciamento por 9 anos de prazo com 5 anos de carência das amortizações de médio e longo prazo devidas em 1984 para cerca de 554 instituições bancarias.

* Projeto C ou "Trade Facility Agreement", pelo qual 231 bancos credores, coordenados pelo Chase Manhattan Bank, comprometeram-se a manter linhas comerciais de curto prazo no nível das existentes em 30 de junho de 1983, ou US$10,3 bilhões.

* Projeto D ou "Interbank Facility Agreement", coordenado pelo Bankers Trust, envolvendo US$6,0 bilhões para operações no mercado interbancário. Trata-se da manutenção dos depósitos de curto prazo feitos por 275 bancos estrangeiros em agências de bancos brasileiros no exterior, nos níveis de 30 de junho de 1983.

Houve ainda uma melhoria marginal nas condições financeiras, com redução dos "spreads" e alargamento de prazos, conforme se vê no Quadro 2. O Brasil também propôs ao Comitê Assessor, relativamente ao projeto de dinheiro novo, a capitalização parcial dos juros como forma substitutiva ao levantamento desses recursos mediante sindicação em mercado, tendo em vista o caráter moroso, o custo comparativo elevado e os desgastes inerentes a este processo. Entretanto, tal proposta não foi aceita pelos bancos, sob o fundamento das restrições regulatórias prevalecentes nos Estados Unidos, país-sede dos principais credores.

O pleito inicial do Brasil de "dinheiro novo" na Fase II foi de US$9,2 bilhões, dos quais obteve dos bancos não mais do que US$6,5 bilhões. Apesar disto, o extraordinário desempenho das exportações brasileiras, evoluindo de US$21,9 bilhões em 1983 para US$27,0 bilhões em 1984, permitiu uma ampla reposição das reservas internacionais do país. No conceito de caixa do Banco Central, estas reservas saíram de -US$1,5 bilhões em dezembro de 1983 para atingir US$7,5 bilhões em dezembro de 1984.

O fortalecimento da posição de reservas do país permitiu ao governo ir obtendo sucessivos "perdões" pelo não cumprimento das

metas creditícias e fiscais do programa de ajustamento com o FMI. Deste modo, apesar de freqüentemente revisto, o acordo manteve-se sem novas suspensões até o final do ano.

Foi assim num clima de relativa tranqüilidade que se iniciaram no último trimestre de 1984 os preparativos para a Fase III da renegociação, para a qual se contemplavam duas grandes novidades: a não-necessidade de "dinheiro novo" e a renegociação plurianual das amortizações da dívida preexistente.

> Minuta da Fase III da Renegociação

A mudança de patamar das exportacões brasileiras em 1984, associada ao sensível aumento da produção doméstica de petróleo, tornaram subitamente caducas todas projeções anteriores do balanço de pagamentos, que previam a contínua necessidade de "dinheiro novo" provindo dos bancos comerciais, para sustentar um retorno às taxas históricas de crescimento do PIB da ordem de 6,5 por cento ao ano. No início de 1985, as estimativas oficiais passaram a ser que, "sob hipóteses conservadoras", a balança comercial brasileira poderia apresentar superávits anuais ao redor de US$13,0 bilhões, enquanto que o déficit em transações correntes se situaria na faixa dos US$2,0 bilhões. Nessas projeções, a necessidade de montantes expressivos de novos empréstimos de bancos apareceria apenas em 1990 e 1991[1].

---

1. Ver Banco Central do Brasil, Relatório do Setor Externo da Economia Brasileira, 1979/1984. Brasília, D.F.: Fevereiro 1985, págs. 7-8.

Com esta perspectiva, a preocupação central dos negociadores brasileiros foi a de reconstruir o perfil da dívida externa, de modo a evitar a necessidade de novas renegociações com os bancos comerciais - pelo que se esperava fosse um longo tempo. Além da consolidação das amortizações dos empréstimos de médio e longo prazo a vencer no período de 1985 a 1991, outro passo importante para isso era encontrar uma solução para o problema colocado pelo congelamento das linhas interbancárias mantidas pelos bancos estrangeiros junto às agências dos bancos brasileiros no exterior (Projeto D da Fase II). A estratégia de solução contemplava o progressivo fortalecimento da posição de caixa dessas agências, por sua exclusão do plano de refinanciamento da dívida externa brasileira. A liberação de divisas para o pagamento, no prazo previsto, das amortizações devidas pelos residentes no país a estas agências permitiria a elas dispensar parte dos depósitos interbancários congelados. Paralelamente, os bancos estrangeiros assumiriam o compromisso de transferirem um valor eqüivalente aos depósitos que fossem sendo saldados para linhas comerciais de curto prazo. Essas, aliás, como conseqüência mesmo da retomada das exportações brasileiras, já vinham tendendo a se situar, de forma voluntária, em níveis superiores àqueles previstos no Projeto C da Fase II da renegociação.

Sem embargo, a proposta em discussão estava longe de implicar uma total limpeza de área, conforme seria desejável dentro de uma perspectiva de propiciar uma solução duradoura para a dívida externa brasileira. O total da dívida de médio e longo prazos com os bancos estrangeiros a vencer no período 1985 a 1991

era de US$52,1 bilhões, dos quais US$6,8 bilhões, referentes à Fase II, e devidos no período de 1989 a 1991, foram desde o início excluídos da renegociação. Os bancos também sustentaram haver um entendimento prévio - negado pelo governo brasileiro - no sentido de excluir de futuras renegociações os empréstimos, anteriormente contratados, mas somente desembolsados durante a crise cambial de 1983, na vigência da Fase I, no valor de US$1,3 bilhões. Adicionalmente, os bancos propuseram um sistema de "down-payments", estabelecendo a remessa aos credores de percentuais crescentes do valores reestruturáveis a cada ano - 4% em 1985, 5% em 1986, 8% em 1987, e 10% em 1988. Aceitas as condições propostas pelos bancos, no total, o país se comprometeria a resgatar cerca de US$10,4 bilhões, ou seja, 20% da dívida originalmente devida no período 1985-91.

Em termos de custos, propiciava-se uma sensível redução de "spreads" e "fees" em comparação com os valores vigentes nas Fases I e II, além de se abolir a opção dos bancos de usarem a "prime rate" como taxa de juros de referência. Essas e outras informações estao sumariadas no Quadro 2.

Em fevereiro de 1985, Tancredo Neves, que iria tomar posse na presidência do país em 15 de março, deu luz verde aos negociadores do governo anterior para fechar o acordo com os bancos. Entretanto, face a um desvio substancial das metas monetárias previstas para dezembro e janeiro, o Fundo Monetário Internacional decidiu não tomar em consideração a carta de intenções a ele submetida pelo governo anterior em novembro/dezembro, e suspendeu a vigência do acordo com o Brasil,

esperando a posse do novo governo para a aprovação do programa econômico para 1985. Isto impediu a assinatura do acordo plurianual com os bancos, nos termos da minuta anteriormente descrita.

> Acordo de 1985/86

Após alguns entendimentos iniciais, o novo governo e o Fundo decidiram cancelar a Facilidade Ampliada de Empréstimos ("Extended Financing Facility") assinada em 1983, iniciando-se então a negociação para um "stand-by" de 18 meses. Entretanto, não foi possível chegar-se a um acordo,particularmente sobre as metas fiscais a serem perseguidas. Considerou-se, então, a possibilidade de manter-se um sistema atenuado de monitoramento do Fundo sobre a política econômica interna, sem a assinatura de um acordo formal de crédito, à semelhança da Venezuela. Face à situação de relativa folga cambial do país, os negociadores brasileiros resolveram, entretanto, forçar a renegociação com os bancos, mantendo com o Fundo exclusivamente as consultas anuais previstas no Artigo 4o. de seu convênio constitutivo.

Enquanto assim evoluiam os entendimentos com o Fundo, os acordos da Fase II foram sendo sucessivamente prorrogados por períodos de três/quatro meses, até que, no início de março de 1986, o governo brasileiro acertou com o comitê assessor um acordo referente às amortizações devidas em 1985 e 1986 e à prorrogação, por mais um ano, das linhas comerciais e interbancárias. A assinatura formal do acordo, entretanto,

somente se deu em setembro, em virtude da reação negativa de alguns bancos à decisão do governo brasileiro - quebrando uma praxe do governo anterior - de não tratar os bancos credores estrangeiros de uma forma privilegiada em relação aos credores brasileiros de três bancos locais, cuja liquidação havia sido determinada pelo Banco Central [2].

Em virtude da resistência do governo brasileiro a firmar novos acordos com os bancos, em que admitisse jurisdição estrangeira, tecnicamente as cláusulas do novo acordo consistiram apenas de um adendo aos acordos da Fase II das negociações. A par da novidade de não estar "colaterizado" por um acerto prévio com o Fundo Monetário Internacional, na área de custos o novo acordo previa três alteracoes referentes à parcela da dívida com vencimento em 1985 e 1986: o "spread" foi reduzido de 2% sobre a Libor para 1 1/8 %; a "prime rate" norte-americana deixou de servir como taxa de referência alternativa à Libor; e suprimiram-se as comissões ("flat fees") cobradas anteriormente, que foram de 1,5 % e 1% respectivamente nas Fases I e II. Outras características estão indicadas no Quadro 2 [3].

Com relação ao acordo plurianual, as negociações nao puderam

---

2. Este problema foi eventualmente contornado pela criação pelo Banco Central de um sistema de seguros para empréstimos a bancos brasileiros, o qual aparentemente teve aplicação retroativa ao caso dos três bancos liquidados.

3. É interessante notar que, no Acordo de 1985/86, o governo brasileiro concordou com o pleito dos bancos de excluir dos valores reestruturados os créditos contratados antes da Fase I, mas "voluntariamente" internados no pais após 01.01.83. Também deve notar-se que as novas condições financeiras aplicaram-se aos depósitos feitos a partir de 01.01.86

prosseguir, fundamentalmente devido à recusa do governo brasileiro em admitir o esquema de monitoramento de sua política econômica interna pelo FMI "até o ano 2.000", conforme previsto na minuta de fevereiro/85 para a Fase III das negociações. Havia inicialmente um tendência a aceitar a "enhanced surveillance" ao estilo mexico durante o período de consolidação da dívida, ou seja, até 1991, mas posteriormente a posição brasileira evoluiu para somente admitir um relacionamento com o Fundo com base no Art. 4o. No final de janeiro de 1987, o governo brasileiro concluiu um acordo de renegociação com o Clube de Paris, prevendo um mecanismo de "enhanced contacts" com o Fundo, uma fórmula mantida propositalmente vaga, mas que embute uma promessa de manter o FMI constantemente informado sobre a economia do país, independentemente da visita anual prevista no Art. 4o. Este mecanismo, entretanto, foi julgado insuficiente pelo Clube de Paris para apoiar um esquema de consolidação plurianual da dívida, reestruturando-se então apenas as prestações da dívida devidas até o final do primeiro semestre de 1987 - o que já foi inusitado, tendo em vista nunca antes o Clube haver negociado com países devedores que não estivessem mantendo um acordo de "stand-by" com o Fundo.

> Moratória Técnica

Desde 1984, o Brasil vinha mantendo um saldo da balança comercial ligeiramente superior a US$1 milhão de dólares por mês. Em virtude do superaquecimento da economia e do atraso cambial

provocados pelo Plano Cruzado, este saldo começou a diminuir a partir de maio de 1986. Em agosto, ele ainda se situava na casa dos US$1 bilhão, mas em outubro reduziu-se espetacularmente para não mais do que US$210 milhões, a partir dai mantendo uma média mensal de apenas US$150 milhões ate marco de 1987. Como conseqüência, as reservas em caixa do Banco Central caíram verticalmente, de US$7,8 bilhões em maio de 1986 para US$3,9 bilhões em janeiro de 1987 (Quadro 2).

A tendência ao rápido esgotamento das reservas cambiais colocou a seguinte opção para o governo brasileiro. Ou tratava de obter um "empréstimo-ponte" do governo americano, como fez o México em junho de 1985, ou declarava uma suspensão unilateral dos pagamentos dos juros da dívida externa. A obtenção do empréstimo-ponte obrigaria o governo a explicitar sua disposição de entrar em acordo com o FMI, o que seria politicamente disastroso, face às atitudes em relação ao Fundo que vinha anteriormente tomando. Somente restou o caminho da moratória, que começou a ser trilhado em 20 de fevereiro de 1987. Ela envolveu duas medidas: suspensão dos pagamentos dos juros da dívida de médio e longo prazos devida aos bancos comerciais, e congelamento dos depósitos comerciais e interbancários em agências de bancos brasileiros no exterior. Ambas medidas foram tomadas por prazo indeterminado. Implicitamente, os termos do acordo anterior para a reestruturação das amortizações de 1985 e 1986 passaram também a incidir sobre as amortizações de 1987.

O impasse criado pela decisão brasileira torna oportuna a revisão de alguns dos principais temas de negociação, referentes

à renegociação da dívida externa do país, na forma em que ela se vem desenvolvendo desde 1982.

PONTOS CONTROVERSOS

A discussão que se segue sobre os temas controversos da renegociação da dívida brasileira está dividida em cinco tópicos: (i) métodos de reestruturação e cálculo dos "spreads"; (ii) reempréstimos internos das amortizações reestruturadas; (iii) jurisdição; (iv) monitoramento do FMI; e (v) conversão de dívida em capital de risco.

> Métodos de Reestruturação e Cálculo dos "Spreads"

As reestruturações da dívida externa brasileira até agora negociadas foram feitas através de um "Deposit Facility Agreement" (DFA). Por este método, o governo brasileiro e os bancos credores firmam um acordo que permite ao Banco Central do Brasil manter depositados, em nome dos respectivos credores externos, os valores das compras de câmbio efetuadas pelos devedores originais relativas às amortizações objeto de reestruturação. Do ponto de vista legal, as obrigações contratuais originais permanecem inalteradas e somente são reestruturadas as parcelas efetivamente depositadas junto ao Banco Central em decorrência da quitação, pelos mutuários, de suas obrigações, passando as novas condições financeiras acordadas nas Fases I e II e no Acordo de 1985/86 a incidir, sobre os valores reestruturados, somente a partir do

momento de cada depósito - o que se chama "serial pick-up DFA".

Contrasta-se esta metodologia com aquela adotada pelo governo mexicano, que se responsabilizou diretamente apenas pela reestruturação da dívida externa do setor público. Cada uma das 52 empresas públicas mexicanas devedoras fizeram acordos individuais, garantidos pela República, com seus credores internacionais, para modificação dos termos dos contratos originais envolvidos. Isto permitiu a imediata vigência das novas condições acordadas com a comunidade financeira internacional sobre a totalidade da dívida reestruturada - trata-se do "interest carve-out".

Claramente, para um mesmo "spread" nominal, o método "carve out" resulta num "spread" efetivo menor do que o método "DFA", porque o primeiro incide imediatamente sobre o total da dívida reestruturada, enquanto que o segundo somente incide sobre os depósitos correspondentes às amortizações reestruturadas. Estima-se, por exemplo, que as condições mencionadas na minuta da Fase III, correspondentes a um "serial pick-up DFA" ao nível de 1,1625 % a.a., representam um "spread" efetivo médio de 1,31%, enquanto que um "carve-out" de 1,1625 % a.a. representaria um "spread" médio efetivo de não mais do que 1,1928 % a.a.

Embora cálculos de matemática financeira sempre possam ser feitos para mostrar a eqüivalência de taxas, a diferença de métodos é importante, porque as comparações dos termos financeiros das renegociações dos diversos países vem sendo feitas com base nos "spreads" nominais delas resultantes, em geral com o México liderando as reduções desses "spreads" em

sucessivas rodadas de negociação. Neste sentido, há um interesse do Brasil em modificar o método de reestruturação em futuros entendimentos com os bancos. Há, entretanto, obstáculos de ordem legal, operacional e administrativa a vencer, vinculados ao fato de o país renegociar a dívida não apenas do setor público (abrangendo cerca de 400 entidades), mas também do setor privado (com milhares de tomadores). O certo é que, ao adotar-se o sistema DFA, imediatamente se coloca a questão do reempréstimo dos valores depositados, que se discute a seguir.

> Reempréstimos dos Valores Reestrurados

Como se viu, a reestruturação da dívida externa brasileira tem obedecido ao princípio de manutenção das condições dos mútuos originais até seus respectivos vencimentos e liquidação pelo tomador interno, quando então originam depósitos junto ao Banco Central sujeitos às condições da reestruturação. Esses depósitos constituem aplicações dos bancos credores junto ao Banco Central a condições e prazo pré-determinados, com liberações para remessas ao exterior baseadas em esquema definido antecipadamente. Pelos acordos das Fases I e II, os depósitos também podiam ser liberados para empréstimos a mutuários no país, pelo mesmo prazo em que ficariam no Banco Central. Entre os principais devedores latino-americanos, o Brasil parece ser o único pais a aceitar um tão amplo programa de reempréstimos. Sem embargo, nas negociações da Fase III, os bancos estrangeiros pleitearam maior flexibilidade ainda para o "relending",

inclusive com descasamento entre os prazos internos de reempréstimos e os prazos de pagamento externo das obrigações.

Na origem do sistema de "relending", introduzido em 1983, estava o propósito das autoridades brasileiras de então, em manter uma aparência de normalidade das relações com o mercado financeiro internacional, preservando-se o contacto direto entre os devedores brasileiros e os credores externos. Esse mecanismo, justificado com base na idéia de que o Brasil iria, depois de breve interrupção, retornar ao mercado de empréstimos voluntários, foi produzindo uma série de distorções na medida em que, premidas pela escassez de recursos, as empresas estatais e demais entidades do setor público estabeleceram um verdadeiro leilão pelo reempréstimos desses depósitos, com a conseqüente pressão dos bancos pelo pagamento de comissões extras.

No acordo de 1985/86, acordou-se que os recursos depositados no Banco Central em 1985 continuariam podendo ser emprestados ao setor privado, sujeitos apenas à fixação de tetos mensais, determinados de acordo com o comportamento da política monetária. No caso do setor público, ficou estabelecido que o "relending" só se faria para fins de refinanciamento do serviço da dívida e, para cada tomador individual, dentro de um limite definido pelo volume de juros e amortizações devidos em 1985. Como a maior parte da dívida externa do setor público é garantida pelo Tesouro, as empresas estatais e demais entidades governamentais têm quase sempre a possibilidade de recorrer a empréstimos-ponte do Banco do Brasil, quando se trata de refinanciar obrigações externas dentro dos índices de rolagem

autorizados pelo Ministério do Planejamento. Por isto, com as restrições introduzidas, havia a expectativa de que cessasse a pressão das entidades públicas para realizar operações de "relending" a custos elevados [4].

Quando se retomar a renegociação plurianual da dívida externa brasileira, pelo volume dos recursos envolvidos, a questão do "relending" deverá novamente ocupar a atenção dos negociadores brasileiros. A par de questões relacionadas à regulação administrativa do acesso de entidades públicas a esses créditos, é de se notar que, enquanto permanecerem fechadas ao país as portas do mercado internacional de capitais, as restrições creditícias internas deverão continuar a implicar a existência de um diferencial positivo entre a taxa de juros interna e a taxa de juros internacional. Isto quer dizer que lucros extraordinários poderão permanentemente estar sendo realizados através do processo de "relending", evocando assim a oportunidade de intervenção governamental para uma distribuição mais racional dessas rendas.

> Jurisdição

Por ocasião das negociações para a Fase III, os negociadores brasileiros manifestaram ao comitê assessor dos bancos seu

---

4. Com relação aos valores depositados em 1986, o acordo somente previu a possibilidade de sua mobilização para conversão em investimento de capital de risco no país, conforme se discute mais abaixo.

propósito de mudar as regras aceitas nas Fases I e II, por força das quais as questões que emergissem dos contratos envolvendo o Banco Central seriam submetidas à jurisdição estrangeira, especificamente à corte de Nova York. A postulação brasileira envolve dois pontos: primeiro, uso da "arbitragem" internacional como meio de solução de controversias jurídicas; e, segundo, não renúncia à imunidade soberana que lhe é assegurada pelas leis americana e inglesa, no que se refere à possibilidade de "attachments".

Esta postura suscitou uma forte reação negativa dos bancos credores, que se mostraram irredutíveis em sua disposição de manter a jurisdição estrangeira sobre os contratos da Fase III. Por este motivo, o acordo de 1985/86 somente pôde ser assinado como um adendo à Fase II, postergando-se para o futuro uma decisão a respeito desta difícil questão jurídica.

> Monitoramento do FMI

A recusa do Brasil em admitir o monitoramento do FMI começou a manifestar-se a partir da posse do novo governo em março de 1985, e mais particularmente após a substituição de Dornelles por Funaro no Ministério da Fazenda, em setembro daquele ano.

De um ponto de vista econômico, são bastante conhecidas as críticas aos ajustes patrocinados pelo FMI, desde a eclosão da crise da dívida externa em 1982. Em primeiro lugar, eles tomaram a disponibilidade externa de recursos como um dado imutável, tratando de fazer os países devedores adaptarem-se à dieta

existente. Esta postura sequer examinou a possibilidade de capitalizarem-se os juros da dívida externa como parte de um programa "simétrico" de ajuste-com-financiamento, conforme minimamente requeriria a situação criada pela ruptura dos mercados internacionais de capitais em 1982. Ademais, até recentemente, o staff do Fundo sequer admitia discutir o caráter "inercial" dos processos inflacionários crônicos, estabelecendo metas de redução da inflação e conseqüente redução da expansão monetária claramente inatingíveis sem uma brutal recessão dos países devedores. Na medida em que a atitude do Fundo a respeito destas duas questões se mantenha inalterada, será inadmissível para os países devedores aceitar um monitoramento de longo prazo, pois isso seria um suicídio econômico. Programas de curto prazo, por outro lado, somente serão assinados ou em último recurso ou com a predisposição de não cumpri-los, como fez o Brasil em 1983.

A par destes problemas de natureza econômica, coloca-se também uma questão de estilo, que tem a ver com a forma de relacionamento do Fundo com os países-membros que com ele mantêm acordos de crédito de alta condicionalidade. A rigidez no estabelecimento e verificação de critérios quantitativos de duvidosa eficácia, através de visitas trimestrais de missões de alta-visibilidade, freqüentemente prejudica a possibilidade de entendimentos mais frutíferos sobre a direção e a intensidade de medidas de política econômica interna, num formato que fosse respeitoso da soberania do país-membro e ainda assim propiciasse um efetivo ajustamento econômico.

No caso brasileiro estas dificuldades de forma e conteúdo

são adicionalmente agravadas pela má imagem que o FMI adquiriu no país, de agência coletora dos juros dos credores privados, em função de seu papel central na série de equívocos de interpretação e analise, a partir dos quais foram desenhadas as fases iniciais da renegociação da dívida brasileira.

Para que o Fundo possa ter um papel construtivo na busca de uma solução duradoura para o problema da dívida externa brasileira, seria assim desejável que no futuro próximo novas ações em nível internacional - tendo a ver com a provisão de recursos externos e com a metodologia de atuação do Fundo - fossem iniciadas, a partir das quais se poderia então desenhar um relacionamento mais produtivo entre essa organização e o governo brasileiro [5].

> Conversão da Dívida em Capital de Risco

No Acordo de 1985/86, o Banco Central autorizou a liberação das amortizações depositadas em 1986 para efeito de sua conversão em capital de risco no país, sujeita às limitações em vigor. Estas limitações foram estabelecidas em meados de 1984, quando o Banco Central entendeu que os incentivos fiscais para a conversão então existentes estavam, por um lado, complicando a obtenção de

---

5. Uma discussao dessas formas alternativas de atuação nao cabe nos limites deste trabalho. Para um conjunto de propostas nesta direção, veja-se, entretanto, Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs, The Role of the IMF in Adjustment with Growth - Report of the Working Group of G-24. Washington, D.C.: 27 de março de 1987.

novos recursos via Projeto 1, ao permitir uma redução da "exposure" dos bancos credores; por outro lado, reduzindo o alcance do Projeto 2, pois, dada a compulsoriedade do refinanciamento por mais oito/nove anos, os incentivos fiscais para a conversão atraiam ainda mais a venda dos créditos pela possibilidade efetiva de repatriamento dos recursos uma vez feita a conversão. Ou seja, o país teria reestruturado as amortizações apenas em tese, pois efetivamente perderia um montante eqüivalente de divisas devido ao repatriamento de investimentos diretos previamente realizados.

Procurando contornar essas dificuldades, a regulamentação instituída pelo Banco Central em meados de 1984 e que agora se encontra em reestudo estabeleceu critérios limitando a autorização de conversões para os seguintes casos: (a) créditos originalmente entre companhias (matriz/filial, tipicamente), (b) créditos de instituições financeiras, no caso em que ela mesma seja a investidora, e (c) créditos de instituições financeiras, contando as operações com garantia de empresas no exterior, assumindo tais empresas a titularidade do investimento. No caso dos itens "b" e "c", o futuro investidor deve comprometer-se a manter os recursos convertidos no país por um prazo pelo menos igual ao do empréstimo original e a não repatriar, no mesmo período, qualquer outro investimento anteriormente realizado, bem como não transferir, no mesmo período, a titularidade do investimento.

Havendo assim sido restrito o espaço para conversões, estas, que haviam aumentado de US$143 milhões em 1982 para US$452

milhões em 1983 e US$746 milhões em 1984, declinaram para US$581 milhões em 1985 e US$220 milhões em 1986.

Os fortes descontos com que a dívida externa brasileira está sendo atualmente negociada em Nova York torna atraente para os bancos credores o desenvolvimento de mercados alternativos para esta dívida, de modo a reduzir tais descontos, aumentando, assim, o valor de mercado de sua carteira de empréstimos ao país. Por outro lado, é de interesse do país substituir dívida por investimento direto, como parte de uma estratégia de redução de seu endividamento externo, visando uma normalização de suas relações financeiras internacionais.

Contrapondo-se a estas considerações favoráveis a um abrandamento das atuais restrições à conversão, colocam-se, entretanto, os riscos de este abrandamento resultar numa redução da entrada de investimentos diretos no país em moeda conversível, bem como num repatriamento de capital. Além disso, formas alternativas de conversão de dívidas em títulos podem ser imaginadas, que permitiriam ao país beneficiar-se dos atuais descontos de uma forma mais plena do que ocorre nos esquemas de conversão em capital de risco conforme atualmente aplicados, por exemplo, no Chile. Trata-se de um tema complexo e insuficientemente analisado, justificando-se portanto apenas a sugestão de se fazerem estudos mais aprofundados a respeito.

SUMÁRIO E CONCLUSÕES

Historiam-se neste texto as principais etapas da renegociação da dívida externa brasileira. Elas iniciam-se com a moratória mexicana e o esgotamento das reservas cambiais brasileiras no segundo semestre de 1982. A primeira fase da renegociação foi construída sob o falso pressuposto de que a crise do endividamento era passageira, daí resultando termos e condições de renegociação bastante insatisfatórios para a economia brasileira. O acordo plurianual com o FMI também foi assinado no pressuposto de que as condições nele especificadas não eram para valer, disso resultando o envio de sete sucessivas cartas de intenções ao Fundo num espaço de dois anos.

Entre 1983 e 1984, as exportações brasileiras saltam de US$21 para US$27 milhões, enquanto que a extração de petróleo bruto passa de 19 milhões de m3 em 1983 para 27 milhões em 1984. Desses dois fatores resulta uma forte e inesperada recuperação das reservas internacionais, sustentadas por um saldo comercial superior a US$1 bilhão por mes. Apesar das deficiências das renegociações iniciais, o país passa assim a contemplar a possibilidade da assinatura de um Acordo de Renegociação Plurianual, sem a necessidade de dinheiro novo dos bancos. A intratabilidade do problema fiscal brasileiro num contexto de crise financeira e alta inflação leva, entretanto, o FMI a suspender seu acordo de estabilização com o país, à espera da posse do novo governo em março de 1985.

Na Nova República, torna-se impossível conciliar os objetivos do governo com os requisitos do FMI. Entretanto, face à posição folgada de reservas internacionais do país, os bancos

terminam por concordar em assinar um acordo de reestruração da dívida vencida em 1985 e 1986, sem a "colateralização" de um acordo com o Fundo. No segundo semestre de 1986, o excesso de demanda interna e o atraso cambial provocados pelo Plano Cruzado fazem minguar o superávit comercial que sustentava a posição de reservas internacionais brasileiras. Num curto espaco de tempo, as reservas em caixa do Banco Central caem de US$7 bilhões (em julho de 1986) para US$3.8 bilhões (em janeiro de 1987). Face à expectativa de esgotamento das reservas, em fevereiro de 1987 o governo brasileiro decide declarar uma moratória unilateral da dívida externa de médio e longo prazos com os bancos estrangeiros. É neste ponto que se interrompe a história.

O texto trata então de algumas questões técnicas controversas quanto aos procedimentos da renegociação da dívida externa brasileira, conforme se vem manifestando desde 1983. Compara-se inicialmente o método de reestruturação através do "Deposity Facility Agreement", adotado pelo Brasil, com o método de "interest carve-out", praticado pelo México, concluindo-se que, para um mesmo "spread" nominal, o segundo método resulta num "spread" efetivo menor do que o primeiro. Discutem-se a seguir algumas questões suscitadas pela possibilidade, admitida pelo país até 1985, do reempréstimo interno pelos bancos estrangeiros das amortizações reestruturadas, a qual deu margem à geração de quase-rendas, inadequadamente reguladas pelo governo brasileiro. A controvérsia quanto à jurisdição de cortes estrangeiras sobre os contratos de reestruturação assinados pelo Banco Central do Brasil é brevemente revista, concluindo

tratar-se de uma questao juridicamente delicada mas de difícil solução. Faz-se então uma avaliação da relutância do governo brasileiro em aceitar o monitoramento do FMI, concluindo-se pela necessidade de uma mudança tanto de forma como de conteúdo dos programas de ajuste patrocinados pelo Fundo. O tema final analisado é o da conversão da dívida em capital de risco, onde se conclui serem as informações disponíveis insuficientes para um julgamento equilibrado sobre o papel que esta conversão deve ter num reestudo mais amplo dos métodos de renegociação da dívida externa brasileira.

Os objetivos deste estudo foram mantidos propositadamente modestos, pois uma revisão histórica dos procedimentos da renegociação da dívida externa é apenas um passo, mas um passo indispensável para a realização de pesquisas mais ambiciosas. Estas devem ter como objetivo: uma avaliação do impacto macroeconômico das sucessivas renegociações da dívida externa brasileira; uma análise do debate, em curso entre economistas brasileiros, sobre a possibilidade de o país manter uma transferência de recursos reais para o exterior nos montantes observados em 1984/85 sem prejudicar outros objetivos da política econômica interna; um julgamento sobre os prós e os contras da decisão do governo brasileiro de suspender os pagamentos dos juros devidos aos bancos estrangeiros; bem como uma reflexão mais ampla sobre os elementos de uma estratégia alternativa para o tratamento da dívida externa brasileira.

QUADRO 1
RESERVAS INTERNACIONAIS NO BANCO CENTRAL DO BRASIL
Em US$ milhões

Período	Liquidez Internacional	Caixa
1982 - Dez	3 994	700
1983 - Mar	3 480	725
Jun	3 803	-1 014
Set	3 965	-1 972
Dez	4 563	-1 555
1984- Mar	5 936	n.d.
Jun	7 950	4 200
Set	9 639	5 500
Dez	11 995	7 500
1985 - Mar	11 454	7 787
Jun	11 647	8 229
Set	11 861	8 600
Dez	11 608/10 482a	7 691
1986 - Jan	9 868a	7 279
Fev	9 680a	7 093
Mar	10 073a	7 425
Abr	10 327a	7 665
Mai	10 419a	7 792
Jun	10 391a	7 274
Jul	9 499a	6 982
Ago	9 105a	6 668
Set	9 025a	6 777
Out	8 006a	5 566
Nov	7 347a	4 901
Dez	6 760a	4 585
1987 Jan	...	3 800b

Notas: Liquidez internacional = Haveres prontos, de curto prazo (360 dias) e de médio e longo prazos, em moedas conversíveis. Caixa = Depósitos livres no sistema bancário internacional, além do disponível e do ouro. a/Excluem as reservas no Banco do Brasil, que deixou de fazer parte das Autoridades Monetárias a partir de jan/86. b/Estimativa da Secretaria de Economia e Planejamento do Estado de São Paulo, Análise de Conjuntura Econômica n. 24 - Janeiro-Fevereiro de 1987, pag. 88. Fontes: Fundação Getúlio Vargas, Banco de Dados Nacionais e Internacionais - Fevereiro/1987, pág. 22. Banco Central do Brasil, Brasil - Programa Econômico, vol. 14, Fevereiro de 1987, pág. 82. Central Bank of Brazil, Brazil - Economic Policy, 19 Agosto 1985, pág. 25. Gazeta Mercantil, 21/7/84, 4/9/84 e 18/10/84 (para os dados de caixa de junho e setembro de 1984).

QUADRO 2
ACORDOS DE RENEGOCIAÇÃO COM OS BANCOS COMERCIAIS
QUADRO COMPARATIVO

Itens	Fase I (25.02.83)	Fase II (27.01.84)	Minuta da Fase III (Fev/1985)	Acordo 1985/86 (02.09.86)*
1.Dinheiro "Novo"	US$4.4 bi	US$6.4 bi	nenhum	nenhum
2.Amortizações Rescalonadas	US$4.3 bi	US$5.4 bi	US$44.0 bi	US$15.7 bi
3.Prazo de Consolidação	1 ano	1 ano	7 anos	1 ano
4.Prazo Total	8 anos	9 anos	ate 16 anos	7 anos
5.Carência	2,5 anos	5 anos	7 anos	5 anos
6.Pagamentos de Principal	nenhum	nenhum	US$10.4 bi	nenhum
7.Taxa de Referência	Libor ou Prime	Libor ou Prime	Libor	Libor
8.Spread s/ Libor (setor público)	2 1/8% a/a	2% a/a	1 1/8% a/a	1 1/8% a/a
9. Flat fee	1 1/2% a/a	1% a/a	nenhuma	nenhuma
10.Comissão Compromisso (din. novo)	0.5% a/a	0.5% a/a	-	-
11. Método de reestrutura-ção	serial DFA	serial DFA	serial DFA	serial DFA
12. Recibos Imp. Renda	A partir de 01.01.84	concedidos	seriam concedidos	concedidos
13.Reempréstimo	pleno	pleno	pleno com onlending	limitado

(continua)

(Continuacao do Quadro 2)

14. FMI	EFF	EFF	EFF e monitoramento até ano 2.000	Art. 4o.
15. Dispensa de imunidade	Foi concedida em todos os acordos			
16. Jurisdição	Submete o B.Central a corte estrangeira em todos acordos			
17. Linhas comerciais	US$10.4 bi	US$9.8 bi	US$9.8 bi	US$10.3 bi
18. Duração linhas comerciais	1 ano	1 ano	2 anos	1 ano
19. Facility fee linhas comerciais	-	1/8% a.a.	1/8% a.a.	1/8% a.a.
20. Linhas interbáncarias	US$6.0 bi	US$5.4 bi	US$6.0 bi	US$5.6 bi
21. Duração linhas bancárias	1 ano	1 ano	2 anos	1 ano
22. Facility fee linhas bancárias	-	1/8% a.a.	1/8% a.a.	1/8% a.a.
23. Conversão linhas interbancárias	não havia	não havia	prevista conversão em linhas comerciais	idem, US$ 600 mi

(*) As condições financeiras são retroativas a 01.01.86.
Fonte: Adaptado de P. N. Batista Jr., "Negociação financeira externa: resultados iniciais e problemas pendentes", Texto para Discussão n. 11/86, Fundação Getulio Vargas, Instituto Brasileiro de Economia, Centro de Estudos Monetarios e de Economia Internacional, Tabela I, pág. 9.

79. Werneck, R.F. "Uma Análise do Financiamento e dos Investimentos das Empresas Estatais Federais no Brasil, 1980-83".

80. Bacha, E. e P. Malan, "Brazil's Debt: From the Miracle to the Fund".

81. Lara Resende, A. "A Moeda Indexada: Nem Mágica nem Panacéia".

82. Bacha, E. "O Fim da Inflação no Reino de Lisarb".

83. Abreu, M.P. "A Dívida Pública Externa do Brasil, 1824-1931".

84. Arida, P. "Economic Stabilization in Brazil".

85. Arida, P. e A. Lara Resende; "Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil".

86. Carneiro, D.D.; "O Conceito de Liquidez e o Comportamento de Alguns Indicadores para a Economia Brasileira".

87. Arida, P. "Macroeconomic Issues for Latin America".

88. Carneiro, D.D. "Growth Perspectives for Indebted Latin America: A Note on Major Issues".

89. Correa do Lago, L.A. "O Surgimento da Escravidão e a Transição para o Trabalho Livre no Brasil: Um Modelo Teórico Simples e uma Visão de Longo Prazo".

90. Lopes, F.L. e E. Modiano; "Determinantes Externos e Internos da Atividade Econômica no Brasil".

91. Werneck, R.L.F. "A Questão do Controle da Necessidade de Financiamento das Empresas Estatais e o Orçamento de Dispêndios Globais da SEST".

92. Fraga Neto, A. "German Reparations and the Brazilian Debt Crisis: A Comparative Study of International Lending and Adjustment".

93. Werneck, R.L.F. "Empresas Estatais, Controle de Preços e Contenção de Importações".

94. Modiano, E.M. "O Repasse Gradual: Da Inflação Passada aos Preços Futuros".

95. Fraga Neto, A. "Price Uncertainty and the Exchange-Rate Risk Premium".

96. Fraga Neto, A. "Indexation and Inflation in Brazil".

97. Bacha, E. "The Future Role of the International Monetary Fund in Latin America: Issues and Proposals".

98. Fraga Neto, A. e A. Lara-Resende; "Déficit, Dívida e Ajustamento: Uma Nota sobre o Caso Brasileiro".

99. Modiano, E.M. "A Inflação e a Moeda Indexada".

100. Bacha, E.L. e R.E. Feinberg; "The World Bank and Structural Adjustment in Latin America".

101. Camargo, J.M. "NRB Products Boom and Industrial Growth in Brazil: 1967-1980".

102. Bacha, E. "Banco Mundial: Um Memorando Brasileiro".

103. Camargo, J.M. "Política de Renda e Ajuste Macroeconômico".

104. Lopes, F.L. "Novo Austral na Argentina".

105. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Brazil's Foreign Borrowing from Multilateral and Governmental Agencies: An Overview of Past Experience and the Present Challenge".

106. Modiano, E.M. "Repasses Mensais: Uma Alternativa de Política Salarial".

107. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Latin American and Caribbean Countries in the World Trade System: Past Problems and Future Prospects".

108. Modiano, E.M. e F. Lopes; "Inflação: Análise do Impacto de Mudanças na Política Salarial".

109. Carneiro, D.D. "Long Run Adjustment, Debt Crisis and the Changing Role of Stabilization Policies in the Brazilian Recent Experience".

110. Bacha, E.L. "Preliminary Notes on the Economic Strategy of the New Brazilian Government".

111. Lopes, F.L. "A Medida da Inflação no Brasil".

112. Modiano, E.M. "O Choque Argentino e o Dilema Brasileiro".

. Modiano, E.M."A Escala Móvel e o Fio da Navalha".

114. Moraes, P.B., "Uma Nota sobre as Importações Brasileiras de Produtos Manufaturados".

115. Lopes, F.L., "O Problema do Descongelamento".

116. Amadeo, E.J., "Notes on Growth, Distribution and Capacity Utilization".

117. Modiano, E.M., "O Pacto Social: A Experiência de Israel".

118. Amadeo, E.J., "Changes in Output in Keyne's Treatise on Money".

119. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Condicionantes Externos ao Crescimento Brasileiro: Cenários para a Segunda Metade dos Anos 80".

120. Amadeo, E.J., "Changes in Capacity Utilization in "Fully Adjusted Situations".

121. Werneck,R.L.F."Poupança Estatal, Dívida Externa e Crise Financeira do Setor Público".

122. Amadeo,E.J. "A Preliminary Essay on Ideology and Economics".

123. Amadeo,E.J. "The Post-Wicksellian Approach to the Theory of Employment and Price Determination".

124. Camargo,J.M. "Margem Bruta de Lucros, Fragilidade Financeira e Nível de Atividade".

125. Carneiro,D.D. "Passivo do Governo e Déficit Público: A experiência da economia brasileira no período de 1970/84".

126. Amadeo,E.J. "On Money Wages: Keynesian and Monetarist Critiques of Keynes's Closure of the Labor Market"

127. Abreu,M.P. "Política Social no Brasil: A Relevância dos Paradigmas Históricos e Comparativos".

128. Moraes, Pedro B. e Luis Serven. "Dollarization and Credibility: An Analysis of the Mexican Experience".

129. Lopes, Francisco. "Inflation and External Debt Problems in Latin America".

130. Abreu, M.P. e Fritsch, W. "Exogenous Determinants of Trade and Debt Patterns in Latin America".

131. Bacha, E.L."A Inércia e o Conflito: O Plano Cruzado e Seus Desafios".

132. Dutt, A.K. "Growth, Distribution and Technological Change".

133. Werneck, R.L.F. "Retomada do Crescimento e Esforço de Poupança: Limitações e Possibilidades".

134. Modiano,E.M. "Mitos e Fatos sobre o Setor Público Brasileiro".

135. Moraes,P.B. " The Brazilian Stabilization Program of 1964: Price Guidelines cum Credit Restrictions".

136. Camargo,J.M. "Ajuste Estrutural e Distribuição da Renda".

137. Saldanha,F. "Fixprice Analysis of Labor-Managed Economies".

138. Carneiro,D. "Stabilization Policies and Adjustment: The Brazilian Economy in the Eighties".

139. Bacha,E.L. "Debt, Stabilization and Growth: Brazilian-Based Reflections".

140. Franco,G.H.B "Testing Monetarist Models of Hyperinflation".

141. Franco,G.H.B. "Inertia, Coordination and Corporatism".

142. Amadeo, Edward. "Ensaios sobre a economia e Política de J.M. Keynes".

143. Amadeo, Edward. "Teoria e Metodo nos Primórdios da Macroeconomia (final): a Revolução Keynesiana e a Análise do Multiplicador ".

144. Franco, Gustavo H.B. "O Plano Cruzado: diagnóstico, performance e perpectivas a 15 de novembro".

145. Saldanha,F. e Conn, D. "Stability of General Equilibria in Labor-Managed Economies: A Non-Tatonnement Approach".

146. Bacha, E.L. "The Design of IMF Conditionality: A Reform Proposal"

147. Carneiro, D. e Moraes P.B. "Inflation and the Development of the Brazilian Financial System".

148. Abreu, M.P. "Equações de Demanda de Importações Revisitadas: Brasil, 1960--1985".

149. Abreu, M.P, Fritsch, W. e Modiano, E.M. "Debt, Growth and Structural Adjustment in Latin America: an Appraisal of the Baker Initiative".

150. Abreu, M.P., Frisch,W. "GSP Graduation: Impact on Major Latin American Beneficiaries".

151. Franco, G.H.B. "Fiscal "Reforms" and the Ends of Four Hyperinflations".

152. Carneiro,D.D. "The Cruzado Experiment: An Initially Evaluation After Ten Months/1".

153. Amadeo, E.J. e Dutt, A.K. "The Neo-Ricardian Keynesians and the Post Keynesians".

154. Modiano, E.M. "The Cruzado Plan: Theoretical Foundations and Practical Limitations".

155. Franco, G.H.B. "Política de Estabilização no Brasil: Algumas Lições do Plano Cruzado".

156. Neto, A.F. "Problemas do Controle Monetário no Brasil".

157. Abreu, M.P. e Fritsch, W. "G-5 Policies, Credit Availability and Latin American Growth".