

NOTAS TÉCNICAS

O Acordo da Dívida Externa: Uma Primeira Avaliação*

Maria Helena T. T. Horta**

Em nove de julho de 1992, o Brasil e o Comitê Assessor dos Bancos concluíram um acordo, em princípio, sobre o tratamento da dívida externa brasileira de médio e longo prazos.

A dívida objeto do acordo seria da ordem de US\$ 56,3 bilhões: a) US\$ 40,9 bilhões junto aos bancos estrangeiros; b) US\$ 6,4 bilhões junto aos bancos brasileiros no exterior; c) US\$ 4 bilhões correspondentes ao dinheiro novo do acordo de 1988; e d) US\$ 5 bilhões correspondentes aos atrasados de 1992.

Esse acordo, que corresponde a uma solução de compromisso entre a primeira proposta brasileira de renegociação da administração do atual ministro da Economia e a contraproposta dos bancos, oferece a estes basicamente um leque de seis opções:

i) Bônus de capitalização, com prazo de 20 anos e 10 de carência. Esse instrumento oferece taxas de juros fixas nos primeiros seis anos: 4,0% nos primeiros dois anos, 4,5% no terceiro e quarto anos e 5,0% no quinto e sexto. A partir do sétimo ano o bônus tem taxa de 8,0%, sendo a diferença entre as taxas iniciais e essa taxa capitalizada. Esse instrumento corresponde, *grosso modo*, à opção chamada TIRB 1 da primeira proposta brasileira e FLIRB"C" da contraproposta dos bancos. As diferenças com relação ao acordo finalmente acertado são: a) o Brasil pedia um prazo de 25 anos com cinco de carência, enquanto na contraproposta dos bancos o prazo já era de 20 anos, porém com nove de carência; b) o Brasil ofereceria juros de 2,5% nos dois primeiros anos, 3,75% no terceiro e quarto anos e 5,0% nos dois anos restantes. Na contraproposta dos bancos os juros seriam 4,5, 5,25 e 6%; c) na primeira proposta brasileira a diferença entre os juros pagos nos seis primeiros anos e a taxa de 8% não seria capitalizada;

ii) Bônus de redução temporária de juros, com prazo de 15 anos e nove de carência, com amortizações crescentes. As taxas de juros são fixas nos primeiros seis anos: 4,0% nos dois primeiros, 4,5% no terceiro e quarto e 5,0% nos dois últimos. A partir do sétimo ano o bônus passa a pagar juros de mercado mais *spread* de 0,8125%. Por implicar redução da dívida, esse instrumento requer garantia de 12 meses de juros.

Essa opção corresponderia ao item chamado TIRR 2 na proposta brasileira original e FLIRB na contraproposta dos bancos. Os prazos desse bônus são os mesmos da proposta brasileira e concedem um ano a mais de carência do que na contraproposta dos bancos. Os diferenciais de juros entre a primeira proposta brasileira e a contraproposta dos bancos são os mesmos ob-

servados na primeira opção, e, enquanto na proposta brasileira não se oferecia qualquer garantia, na contraproposta dos bancos exigia-se garantia sobre o pagamento de 18 meses de juros.

iii) Opção de reestruturação. Esse é o único instrumento do *menu* brasileiro que não corresponde a um bônus. Com a forma de um aditivo a contratos anteriores, tem prazo de 20 anos e 10 de carência. Assemelha-se a um bônus de capitalização, sendo as taxas de juros de 4,0% nos dois primeiros anos, de 4,5% no terceiro e quarto e de 5,0% no quinto e sexto anos. A partir do sétimo ano paga juros de mercado mais *spread* de 0,8125.

Esse instrumento, inexistente na proposta brasileira, corresponde ao item denominado TIRB na contraproposta dos bancos, que oferecia prazo de 20 anos, porém nove de carência e as mesmas taxas de juros nos primeiros cinco anos e mais 0,5% no sexto ano;

iv) Bônus com desconto de 35,0% sobre o valor de face da dívida negociada. O título tem prazo de 30 anos (amortização total no final do período) e taxa de juros de mercado mais um *spread* de 0,8125%, envolvendo garantia de 100% do principal e 12 meses de juros.

Esse é o instrumento do acordo que mais se aproximou da proposta brasileira, que pedia um desconto sobre o valor de face da dívida reestruturada de 37,5%, e da contraproposta dos bancos, que oferecia um desconto de 32,5%.

Com relação às garantias, a diferença diz respeito à inexistência de garantia sobre os juros na proposta brasileira contra uma exigência de garantia de 18 meses de juros na contraproposta dos bancos;

v) Bônus ao par com 30 anos de prazo (amortização total no final) e taxas de juros fixas. As taxas de juros são de 4,0 e 4,25% no primeiro e segundo anos, respectivamente, de 5,0% no terceiro, 5,25% no quarto, 5,5% no quinto e 5,75% no sexto ano. A partir do sétimo ano a taxa de juros é fixa de 6,0% a.a.

O bônus ao par tem garantia total do principal e de 12 meses de juros.

A grande diferença desse instrumento na primeira proposta brasileira é de que o bônus ao par oferecia um juro fixo de 4,8% a.a. e garantia apenas para o principal. Já na contraproposta dos bancos, esse bônus pagaria juros de 5,25% nos dois primeiros anos, que seriam acrescidos de 0,25% a cada dois anos, fixando-

* Agradeço a Eleyon Caiado Rocha Lima a colaboração na elaboração dos cálculos realizados.

** Da Diretoria de Pesquisa do IPEA.

se em 6,5% a partir do sétimo ano, e teria garantias sobre o principal e sobre 18 meses de juros;

vi) Bônus de dinheiro novo com prazo de 18 anos e 10 de carência. Para cada US\$ 5,5 da dívida antiga convertida, os bancos se obrigam a conceder um dólar de dinheiro novo. O dinheiro novo gerado pela antiga dívida transforma-se em um bônus com prazo de 15 anos e sete de carência. Tanto o bônus da dívida antiga como do dinheiro novo pagam *libor* mais um *spread* de 0,875%. A grande diferença com relação à primeira proposta brasileira é que nesta os bancos se comprometeriam a conceder novos empréstimos no valor de 25% da dívida renegociada, e se aproxima muito da contraproposta dos bancos, que se comprometiam a conceder novos empréstimos na proporção de um dólar de dinheiro novo para cada seis dólares da dívida antiga.

Esse acordo dá um tratamento diferenciado ao dinheiro novo do acordo de 1988, que poderá ser transformado em bônus de dinheiro novo sem a obrigatoriedade de novos empréstimos. Quanto aos juros atrasados de 1992, o Brasil se comprometeria a elevar os pagamentos de 30 para 50%, sendo o restante convertido em bônus de 12 anos de prazo e três de carência, com um esquema de amortização crescente, pagando *libor* mais um *spread* de 0,8125.

Para evitar que o volume de recursos destinados às garantias seja demasiadamente elevado, o acordo prevê que haja uma distribuição equilibrada da dívida pelos diversos instrumentos. Caso contrário, o Brasil tem a prerrogativa de reconsiderar suas posições quanto ao acordo.

Os recursos para as garantias provêm de cinco fontes: as reservas brasileiras, o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento e o dinheiro novo.

O alívio sobre as contas externas implícito em cada um desses mecanismos¹ para taxas de juros² variando entre 4,5 a 9,0% pode ser visualizado na Tabela 1. Como podemos observar, às atuais taxas de juros, apenas o bônus com desconto e o bônus com dinheiro novo propiciaram alívio sobre as contas externas nos primeiros seis anos após o acordo. No entanto, para taxas de juros mais elevadas, as maiores reduções no volume de transferências para o exterior se verificaram nos instrumentos de redução temporária de juros e no bônus de dinheiro novo.

Ao se comparar o bônus ao par com juros fixos ao bônus com desconto, verifica-se que a *libor* teria que ser, em média, ao longo dos 30 anos, superior a 5,25% para que o bônus ao par apresentasse algum desconto, e superior a 8,12% para que esse desconto fosse de 35%.

Em termos de alívio sobre nossas contas externas nos primeiros seis anos após o acordo, para que se observasse alguma redução no volume de transferências de recursos para o exterior, a *libor* média nesse período teria que ser superior a 5,08%, e de 8,05% para que essa redução fosse equivalente à que se observaria no bônus com desconto de 35%. Considerando-se a atual situação da economia mundial, existe indicação de que dificilmente a *libor* deverá aumentar significativamente de seu atual patamar de 3,6% no futuro próximo, o que implica uma projeção da *libor* média relativamente baixa para os próximos seis anos. Caso se confirme essa tendência, pelo menos a médio prazo, o bônus de desconto seria mais interessante do que o bônus ao par com juros fixos.

Quanto ao *menu* misto, que adota como hipótese que a reestruturação da dívida antiga se distribua uniformemente entre os seis instrumentos descritos, a redução das transferências de recursos para o exterior nos primeiros seis anos após o acordo seria de 8,4% para

TABELA 1
REDUÇÃO DAS TRANSFERÊNCIAS DE RECURSOS PARA O EXTERIOR NOS
PRIMEIROS SEIS ANOS APÓS O ACORDO COM OS BANCOS COMERCIAIS
PARA DIFERENTES TAXAS DE JUROS
US\$ MILHÕES

	TAXA DE JUROS (%)							
	4,5		6,0		7,5		9,0	
	VALOR TRANSF.	VAR. %	VALOR TRANSF.	VAR. %	VALOR TRANSF.	VAR. %	VALOR TRANSF.	VAR. %
Bônus de capitalização	14.812	+0,1	15.487	-21,5	16.162	-34,5	16.837	-43,1
Bônus de red. temp. dos juros	14.914	+0,8	15.589	-21,0	16.265	-34,0	16.939	-42,8
Reestruturação	14.812	+0,1	15.487	-21,5	16.162	-34,5	16.837	-43,1
Bônus com desconto	11.350	-23,3	15.140	-23,3	18.918	-23,3	22.696	-23,3
Bônus ao par	17.683	+19,5	18.844	-4,5	20.006	-18,9	21.166	-28,5
Bônus de dinheiro novo	7.762	-47,5	13.040	-33,9	18.529	-24,9	23.912	-19,2
Menu misto ^a	13.554	-8,4	15.614	-20,8	17.673	-28,3	19.731	-33,3
Pagamentos sem renegociação	14.796	-	19.728	-	24.660	-	29.592	-

Fonte: Gazeta Mercantil e Jornal do Brasil (10/7/92). Elaboração: IPEA/Dipes. ^a O *menu* misto implica uma reestruturação da dívida antiga com os bancos comerciais de US\$ 47,3 bilhões em partes iguais entre os seis instrumentos considerados. Hipóteses adotadas: a) o dinheiro novo do acordo de 1988 é transformado em bônus de dinheiro novo sem aporte de novos recursos, pagando a *libor* mais *spread* de 0,875; b) os US\$ 3,5 bilhões de juros atrasados são transformados em bônus pagando *libor* mais *spread* de 0,8125; c) a taxa de juros considerada já inclui a *libor* mais *spread* de 0,8125; d) a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano foi estimada em 7,5%; e) não estão computadas as amortizações previstas dos juros atrasados.

1
Diferença entre os pagamentos líquidos a serem realizados após o acordo e aqueles que seriam efetuados pagando-se juros de mercado sobre o principal menos US\$ 1,5 bilhão, correspondente aos juros atrasados que serão pagos.

2
As simulações às taxas de juros já incluem um *spread* de 0,8125%.

TABELA 2
VARIACÃO PERCENTUAL DO DISPÊNDIO COM O PAGAMENTO DE JUROS APÓS
OS SEIS PRIMEIROS ANOS DE RENEGOCIAÇÃO
(EM %)

DISCRIMINAÇÃO	TAXA DE JUROS			
	4,5	6,0	7,5	9,0
Bônus de capitalização	+24,2	+24,2	+24,2	+24,2
Bônus de red. temp. dos juros	-	-	-	-
Reestruturação	+ 1,0	+ 9,9	+20,6	+32,3
Bônus com desconto	-23,3	-23,3	-23,3	-23,3
Bônus ao par	+39,6	+10,6	- 6,8	-18,4
Bônus de dinheiro novo	+17,2	+16,8	+16,6	+16,4
<i>Menu misto</i>	+9,7	+6,3	+ 5,2	+ 5,2

Elaboração: IPEA/Dipes. As hipóteses adotadas foram as mesmas da Tabela 1.

uma taxa média de juros de 4,5%, podendo atingir 33,3% para uma taxa de juros de 9,0%.

Já as simulações com relação à redução dos juros a serem pagos após os seis primeiros anos (Tabela 2) apresentam resultados bastante distintos. Apenas o bônus com desconto mostra uma redução do serviço da dívida para as diferentes taxas de juros consideradas, enquanto que o bônus ao par com juros fixos só apresenta redução dos juros a serem pagos nos dois últimos casos. O bônus de capitalização e o bônus de dinheiro novo apresentam elevação no montante de juros a serem pagos de 24,2 e 17%, respectivamente. Por outro lado, o instrumento de capitalização mostra uma elevação do serviço da dívida tanto maior quanto mais elevada a taxa de juros, enquanto o *menu misto* deverá implicar uma elevação deste entre 5,2 e 9,7%.

Deve-se ressaltar também que os três primeiros instrumentos considerados, bem como o bônus de dinheiro novo, começam a ser amortizados a partir do nono e décimo anos, o que, no caso de uma forte concentração

na escolha por parte dos bancos nesses instrumentos, poderia resultar em forte pressão sobre as contas externas já a partir do décimo ano do acordo.

À guisa de conclusão, deve-se observar que, ao fechar o acordo com os bancos baseado em uma combinação das seis opções consideradas, o alívio sobre as contas externas só será significativo nos primeiros anos para taxas de juros relativamente elevadas para os padrões atuais. As principais vantagens do acordo são, por um lado, a normalização das relações do Brasil com a comunidade financeira internacional, que deverá afetar outras contas da balança de pagamentos, como por exemplo a conta de investimento direto e as contas com os credores oficiais, e até mesmo criar condições em um horizonte não muito amplo de tempo para o retorno aos canais voluntários de crédito através do sistema bancário privado. Por outro, o estabelecimento de um teto para as taxas de juros, que minimiza os riscos de flutuações significativas das taxas de juros internacionais sobre as contas externas brasileiras.