

A Renegociação da Dívida Externa Brasileira: uma Avaliação

Maria Helena T. T. Horta*

● A PROPOSTA BRASILEIRA

Recentemente, já na gestão da atual equipe econômica, o Brasil apresentou aos bancos credores a sua terceira proposta de securitização da dívida externa, desta vez dentro do esquema do Plano Brady.

Essa proposta oferece aos bancos credores um leque de cinco opções:

- i) bônus ao par, com prazo de 25 anos e 15 de carência, e redução temporária dos juros nos primeiros seis anos — 2,5% nos dois primeiros anos, 3,75% no terceiro e quarto e 5,0% nos dois anos restantes — e juros fixos de 8,0% a partir do sétimo ano (TIRB 1);
- ii) bônus ao par com prazo de 15 anos e 10 de carência e redução temporária de juros nos seis primeiros anos, e juros de mercado mais *spread* de 0,8125% a contar do sétimo ano (TIRB 2);
- iii) bônus ao par, com prazo de vencimento de 30 anos, garantido por bônus do Tesouro americano e juros fixos de 4,8%;
- iv) bônus com desconto de 37,5% sobre o valor de face da dívida renegociada, também garantido por bônus do Tesouro americano, com prazo de 30 anos e paga juros de mercado mais *spread* de 0,8125%;
- v) bônus de dinheiro novo — pelo qual os bancos se comprometem a conceder novos empréstimos no valor de 25% da dívida renegociada — com prazo de 25 anos e 15 de carência e paga juros de mercado mais *spread* de 0,8125;

O alívio sobre as contas externas implícito em cada um desses mecanismos para taxas de juros de mercado entre 6 e 9% nos seis primeiros anos, mostra que as maiores reduções na remessa de recursos para o exterior ocorrem no caso do bônus com redução temporária de juros e pelos de dinheiro novo (Tabela 1).

Ao se comparar o bônus ao par com o bônus com desconto, verifica-se que para taxas de juros inferiores a 7,68%, o segundo propicia um alívio maior do que o primeiro, observando-se o inverso para taxas de juros superiores a esse valor.

Considerando que as projeções da maioria dos analistas internacionais para a *libor* nos próximos cinco anos, embora crescentes no tempo, variam entre 6,0 e 8,0%, as duas opções podem ser consideradas equivalentes,

dependendo da aposta que se faça sobre a trajetória da *libor*.

Já as simulações com relação à redução dos juros pagos após os seis primeiros anos e ao longo do período de carência da dívida renegociada (Tabela 2), apresentam resultados bastante distintos: enquanto os bônus ao par com juros fixos e com desconto e juros de mercado, a redução observada no serviço da dívida se mantém inalterada, para o TIRB 1 ocorre uma elevação das remessas para taxas de juros baixas e redução apenas a partir de taxas de juros superiores a 7,1875%. Por outro lado, o TIRB 2 mantém inalterado o montante de juros pagos após o sexto ano da renegociação, ao passo que o bônus de dinheiro novo implica uma elevação de 25% no serviço da dívida.

No entanto, é importante ressaltar que o bônus de dinheiro novo, a taxas de juros de mercado — atualmente da ordem de 6% — mais um *spread* de 0,8125%, contém implicitamente um desconto devido ao “risco Brasil”, na medida em que os recursos levantados pelo país no mercado financeiro internacional pagam atualmente juros superiores a 9%.

Portanto, a avaliação das vantagens propiciadas pelos diferentes mecanismos contidos na última proposta de reestruturação da dívida externa depende, fundamentalmente, do diagnóstico que se faça do problema da dívida externa brasileira — uma crise de liquidez, passível de ser solucionada em um horizonte de tempo relativamente curto, ou um problema de insolvência que requer para a sua solução um abatimento do estoque da dívida —, e das projeções acerca da evolução futura das taxas internacionais de juros.

● A CONTRAPROPOSTA DOS BANCOS

A contraproposta dos bancos, apresentada no início de outubro, oferece um leque de seis opções com características bastante distintas da proposta brasileira.

- i) bônus ao par com redução de juros e garantia antecipada, com prazo de 15 anos e 7 de carência. Os juros são de 4,5% nos dois primeiros anos, 5,25% no terceiro e quarto, e 6% no quinto e sexto, e taxas de mercado a partir do sétimo ano. A garantia é sobre o pagamento de 18 meses de juros (FLIRB);
- ii) bônus ao par com redução de juros com prazo de 20 anos e 9 de carência. Os juros são de 4,5% nos dois primeiros anos, 5,25% ao terceiro e quarto ano, 6% no quinto e sexto e juros fixos de 8% a partir do sétimo

TABELA 1
REDUÇÃO DAS TRANSFERÊNCIAS DE RECURSOS PARA O EXTERIOR NOS SEIS PRIMEIROS ANOS APÓS O ACORDO DE REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA DO US\$ 50.9 BILHÕES COM OS BANCOS COMERCIAIS, PARA DIFERENTES TAXAS DE JUROS

DISCRIMINAÇÃO	LIBOR							
	6,0%		7,0%		8,0%		9,0%	
	VALOR	REDUÇÃO (%)	VALOR	REDUÇÃO (%)	VALOR	REDUÇÃO (%)	VALOR	REDUÇÃO (%)
TIRB 1 (juros)	11.642	44,9	11.462	52,0	11.462	57,5	11.462	61,8
TIRB 2 (juros)	11.462	44,9	11.462	52,0	11.462	57,5	11.462	61,8
Bônus ao par	16.650	20,0	16.940	29,1	17.231	36,0	17.521	41,6
Juros sobre o principal	14.672		14.672		14.672		14.672	
Juros sobre as garantias ^a	1.978		2.268		2.559		2.849	
Bônus com desconto	14.250	31,6	16.343	31,6	18.434	31,6	20.525	31,6
Juros sobre o principal	13.014		14.925		16.835		18.745	
Juros sobre as garantias ^a	1.236		1.418		1.599		1.780	
Dinheiro novo	10.256	50,7	13.629	42,9	17.005	36,9	20.380	32,0
Juros sobre o principal	20.823		23.879		26.936		29.993	
Juros sobre novos empréstimos ^b	2.169		2.486		2.805		3.123	
Novos empréstimos	-12.736		-12.736		-12.736		-12.736	
Total dos pagamentos sem renegociação	20.823		23.879		26.936		29.993	

Elaboração: IPEA-Rio.

^a Estimou-se que serão necessários recursos da ordem de 9,5% da dívida reestruturada para a compra de bônus do Tesouro americano.

^b Adotou-se como hipótese que os novos empréstimos se distribuirão uniformemente nos seis primeiros anos após a renegociação.

TABELA 2
VARIACÃO PERCENTUAL DO DISPÊNDIO COM PAGAMENTO DE JUROS APÓS OS SEIS PRIMEIROS ANOS DA RENEGOCIAÇÃO, PARA DIFERENTES TAXAS DE JUROS

DISCRIMINAÇÃO	Libor			
	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%
TIRB 1	+17,4	+2,4	-9,2	-18,5
TIRB 2	-	-	-	-
Bônus ao par	-20,0	-29,1	-36,0	-41,6
Bônus com desconto	-31,6	-31,6	-31,6	-31,6
Dinheiro novo	+25,0	+25,0	+25,0	+25,0

Elaboração IPEA-Rio.

ano. A diferença até 8%, nos seis primeiros anos, é capitalizada (FLIRB "C");

iii) bônus com redução temporária de juros, prazo de 20 anos e 9 de carência. Os juros são de 4,0% nos dois primeiros anos, 4,5% no terceiro e quarto, 5,0% no quinto e de 5,5% no sexto. A partir do sétimo ano a taxa de juros é a de mercado, e também capitaliza a diferença entre as taxas de mercado e as taxas reduzidas dos seis primeiros anos (TIRB);

iv) bônus ao par com prazo de 30 anos. Os juros são de 5,25% nos dois primeiros anos, e sobem 0,25% a cada dois anos, tornando-se fixos em 6,5% a partir do sétimo. O principal será garantido por títulos do Tesouro americano, enquanto o pagamento de juros

equivalente a 18 meses por depósitos antecipados no Banco da Reserva Federal de Nova York;

v) bônus com desconto de 32,5% sobre o valor de face da dívida renegociada, também garantido por títulos do Tesouro americano. O bônus tem prazo de 25 anos, e paga juros de mercado mais *spread* de 0,8125%; e

vi) bônus de dinheiro novo, pelo qual os bancos se comprometem a conceder novos empréstimos na proporção de um dólar de dinheiro novo para cada seis dólares da dívida antiga. O dinheiro novo tem prazo de 15 anos e sete de carência e paga *libor* mais 1,25%. A dívida reestruturada tem prazo de 17 anos com sete de carência e paga juros de mercado mais *spread* de 0,8125.

• UMA AVALIAÇÃO COMPARATIVA DAS DUAS PROPOSTAS

Comparando as duas propostas, ficam claras as principais diferenças entre elas:

a) os bônus ao par com juros fixos na proposta dos bancos, pagam juros muito mais elevados que na proposta brasileira, além de exigirem garantias ou capitalização;

b) o desconto sobre o valor de face da dívida renegociada é menor na proposta dos bancos;

c) a contrapartida de novos empréstimos do bônus de dinheiro novo é bastante inferior à da proposta brasileira, além de pagar sobre a *libor* um prêmio de 1,25%; e

d) também os prazos e os períodos de carência oferecidos pelos bancos são inferiores aos demandados na proposta brasileira.

Como seria de se esperar, o alívio proporcionado sobre as contas externas brasileiras nos primeiros seis anos segundo o acordo oferecido pelos bancos (Tabela 3) é significativamente inferior ao que seria proporcionado por um acordo feito nos moldes proposto pelo Brasil (Tabela 1), principalmente para taxas de juros mais baixas. Às atuais taxas de juros, a proposta brasileira contempla mecanismos que permitiriam um alívio sobre as contas externas nos seis primeiros anos variando entre 20,0 e 54,2%, enquanto que pela proposta dos bancos esses percentuais variam entre 9,8 e 33,4%.

Adicionalmente, também o custo do serviço após o sexto ano da renegociação (Tabela 4), dependendo do instrumento analisado e sem contemplar o bônus de dinheiro novo, é maior na proposta dos bancos. Por exemplo, no caso da TIRB, para uma taxa de juros de

8% haveria um aumento do serviço da dívida de 25,4%. Na proposta brasileira, em quase todas as situações, com exceção do bônus de dinheiro novo, observa-se uma redução do serviço da dívida.

Por fim, enquanto na proposta brasileira o prazo mínimo de carência é de 10 anos, na dos bancos existem instrumentos com prazo de carência de sete anos.

O mais inquietante na proposta dos bancos é que, dependendo do *mix* escolhido por estes a partir dos instrumentos oferecidos e das taxas de juros, no sétimo ano após o acordo a transferência de recursos para o exterior poderá ser mais elevada do que aquela que seria observada na ausência de qualquer acordo. Em decorrência disso, caso o país não seja capaz de fazer, em um período de seis anos, os ajustes necessários para a retomada do crescimento auto-sustentado, poder-se-ia, decorrido esse período, voltar novamente a uma situação de crise de balanço de pagamentos.

No entanto, como as duas propostas contêm, conforme visto, elementos de alívio significativamente diferentes, é bastante plausível que as duas partes acabem por chegar a uma solução intermediária.

TABELA 3
REDUÇÃO DE TRANSFERÊNCIAS DE RECURSOS PARA O EXTERIOR NOS PRIMEIROS SEIS ANOS APÓS O ACORDO DE REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA DE US\$ 50.9 BILHÕES (CONTRAPROPOSTA DOS BANCOS) COM OS BANCOS COMERCIAIS, PARA DIFERENTES TAXAS DE JUROS

DISCRIMINAÇÃO	LIBOR							
	6%		7%		8%		9%	
	VALOR	REDUÇÃO (%)	VALOR	REDUÇÃO (%)	VALOR	REDUÇÃO (%)	VALOR	REDUÇÃO (%)
FLIRB	17.086	17,9	17.239	27,8	17.392	35,4	17.544	41,5
Juros sobre o principal	16.045		16.045		16.045		16.045	
Juros sobre as garantias ^a	1.041		1.194		1.347		1.499	
FLIRB "C" (juros)	16.045	22,9	16.045	32,8	16.045	40,4	16.045	46,5
TIRB (juros)	14.007	32,7	14.007	41,3	14.007	48,0	14.007	53,3
Bônus ao par	18.788	9,8	19.078	20,1	19.369	28,1	19.659	34,4
Juros sobre o principal	16.810		16.810		16.810		16.810	
Juros sobre as garantias ^b	1.978		2.268		2.559		2.849	
Bônus com Desconto	15.387	26,1	17.647	26,1	19.906	26,1	22.167	26,1
Juros sobre o principal	14.052		16.116		18.180		20.244	
Juros sobre as garantias ^b	1.335		1.531		1.726		1.923	
Dinheiro Novo	13.871	33,4	17.140	28,2	20.409	24,2	23.678	21,0
Juros sobre o principal	20.823		23.879		26.936		29.993	
Juros sem novos empréstimos ^c	1.538		1.751		1.963		2.175	
Novos empréstimos	-8.490		-8.490		-8.490		-8.490	
Total dos Pagamentos sem Renegociação	20.823		23.879		26.936		29.993	

Elaboração: IPEA-Rio.

^a Estimou-se que serão necessários recursos da ordem de 5% da dívida reestruturada para a aquisição de depósitos bloqueados para garantia de pagamento de 18 meses de juros.

^b Estimou-se que serão necessários recursos da ordem de 9,5% da dívida reestruturada para compra de bônus do Tesouro americano.

^c Adotou-se como hipótese que os novos empréstimos de distribuição uniformemente nos seis primeiros anos após a renegociação.

TABELA 4
VARIÇÃO PERCENTUAL DO DISPÊNDIO COM O
PAGAMENTO DE JUROS APÓS OS SEIS
PRIMEIROS ANOS DA RENEGOCIAÇÃO PARA
DIFERENTES TAXAS DE JUROS

DISCRIMINAÇÃO	Libor			
	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%
FLIRB	+5,0	+5,0	+5,0	+5,0
FLIRB "C"	+33,9	+18,9	+7,3	-2,0
TIRB	+13,4	+19,4	+25,4	+31,4
Bônus ao par	+4,9	-7,3	-16,7	-24,3
Bônus com desconto	-26,1	-26,1	-26,1	-26,1
Dinheiro novo	+16,7	+16,7	+16,7	+16,7

Elaboração: IPEA-Rio.

À guisa de conclusão, deve-se observar que, em qualquer das propostas o alívio sobre as contas externas — ainda que eventualmente significativo nos primeiros anos —, resultará em uma elevação dos pagamentos efetuados aos bancos credores *vis-à-vis* o pagamento atual de apenas 30% dos juros devidos. No entanto, à semelhança do ocorrido com outros países que realizaram acordos dentro do mesmo esquema, a normalização das relações com a comunidade financeira internacional — desde que o país consiga efetuar os ajustes estruturais necessários e estabilizar a economia — poderá afetar positivamente outras contas da balança de pagamentos, como por exemplo as contas de lucros e dividendos, de investimento direto e 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.