

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC-RIO

TEXTO PARA DISCUSSÃO

N.º 293

**RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA E CASHFLOW DOS  
SERVIÇOS FINANCEIROS DO BRASIL:  
PROJEÇÕES PARA O PERÍODO 1993/2022**

CARLOS GUSTAVO P. SIMAS  
FABIO GIAMBIAGI

NOVEMBRO 1992

RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA E  
CASHFLOW DOS SERVIÇOS FINANCEIROS DO BRASIL:  
PROJEÇÕES PARA O PERÍODO 1993 / 2022 (\*)

Carlos Gustavo P. Simas (\*\*)  
Fabio Giambiagi (\*\*\*)

1. Introdução
2. As hipóteses do exercício
3. Os resultados para 1993/2022
  - 3.1. Apresentação das projeções
  - 3.2. Notas e comentários
4. Conclusões

(\*) Os autores agradecem os comentários de Sandra Polônia e Maria Helena Horta, assumindo porém responsabilidade integral pelo conteúdo do artigo.

(\*\*) Economista formado pela PUC/RJ.

(\*\*\*) PUC/RJ e BNDES.

ABSTRACT

This article is an exercise which purpose is to calculate the financial commitments of Brazil concerning the foreign debt during the period of 1993/2022. The terms of the 1992 negotiation of the US\$ 44 billion liabilities with the private banks are taken into consideration and compared with the alternative cashflow of other systems of payment. The conclusion is that payments will be more concentrated in the next decade.

## 1) Introdução

Em 1989, decorridos já sete anos da eclosão da crise da dívida externa por ele mesmo provocada com a decretação de uma moratória parcial, o México assinou um acordo com os credores privados internacionais, envolvendo a escolha entre três opções:

- a) pagamento integral dos juros de mercado, com deságio do principal;
- b) pagamento de juros fixos em condições favoráveis em relação aos de mercado, mas sem deságio do principal;
- e
- c) pagamento integral dos juros de mercado e sem deságio do principal, mas com recebimento de *new money* (dinheiro novo).

Esse acordo, desde então, tornou-se referência obrigatória na renegociação da dívida externa de outros países, sendo que, no caso do Brasil, serviu de parâmetro para o pré-acordo negociado em 1992 pela equipe liderada por Pedro Malan, indicado pelo Ministro Marcílio Marques Moreira para representar o país nas negociações.

Este acordo representa uma tentativa de avaliar o mencionado pré-acordo, sob a ótica do Balanço de Pagamentos (BP). Considerando que aproximadamente 85% da dívida externa é de responsabilidade do setor público, muitas das conclusões referentes a aspectos relacionados com o BP aplicam-se também à análise das contas públicas. O objetivo do trabalho é o de permitir ao leitor ter uma idéia precisa do impacto dos pagamentos associados ao serviço da dívida sobre as contas externas, ao longo do período de referência da proposta de renegociação - 30 anos.

O exercício a ser desenvolvido inspira-se em Lustig (1990), Bacha (1991) e Horta (1991). Os dois primeiros fazem uma análise dos acordos obtidos por México (Lustig) e México, Venezuela, Costa Rica e Uruguai (Bacha). A principal diferença em relação a Horta (1991), que trata especificamente do Brasil, é a forma de apresentação dos resultados, ano a ano e incluindo nos cálculos não só os juros a serem pagos, como também os desembolsos de amortizações.

O texto encontra-se dividido em três seções, além desta breve introdução; inicialmente, são apresentadas as hipóteses adotadas; a seguir, são mostrados os resultados das projeções para o período 1993/2022; por último, são feitas algumas considerações conclusivas, com base nos números expostos no trabalho.

## 2) As hipóteses do exercício

Nos exercícios cujos resultados são mostrados na seção 3, parte-se de uma dívida externa bruta de US\$ 122 bilhões em 31/12/1992. Esta dívida é decomposta da seguinte forma (números em US\$ bilhões):

I) Dívida externa registrada com bancos comerciais estrangeiros.....	44
II) Outras dívidas registradas e dívida não-registrada.....	67
III) Juros atrasados até 31/12/1990.....	6
IV) Juros atrasados posteriores a 31/12/1990.....	5
Total.....	122

O item (I) inclui os US\$ 4 bilhões de dinheiro novo do acordo de 1988.

O item (II) inclui a dívida não-registrada com bancos comerciais e a dívida total com bancos brasileiros no exterior e com instituições não-bancárias.

Por sua vez, no caso dos atrasados, os itens (III) e (IV) serão considerados separadamente em função da diferença entre o acordo sobre os 70% de juros não pagos desde 01/01/1991 e o acordo dos atrasados assinado em 1991 referente à posição em 31/12/1990.

O serviço da dívida de que trata o trabalho abrange a soma dos juros e das amortizações líquidas referentes a todo o estoque da dívida. Entretanto, as simulações feitas nos diversos cenários supõem mudanças entre um cenário e outro relacionadas apenas com o item (I), objeto da negociação com os bancos credores estrangeiros. No caso dos US\$ 67 bilhões da dívida do item (II) admite-se que o custo médio dos empréstimos seja igual à *libor* mais um *spread* de 0.8125% e que o país não incorra no pagamento de amortizações líquidas,

o que corresponde a supor que a entrada bruta de novos recursos iguale o pagamento bruto de amortizações. Já no caso do serviço dos juros atrasados, as condições de pagamento serão explicitadas posteriormente.

A Tabela 1 apresenta as hipóteses gerais assumidas. A inflação internacional afeta o valor do PIB em US\$, cujo valor em 1992 foi estimado em US\$ 400 bilhões. A *libor* define o custo da parcela de dívida de US\$ 67 bilhões acima mencionada e das alternativas do *menu* de opções para o restante da dívida vinculadas às taxas de mercado. Por último, a taxa de crescimento do PIB afeta o coeficiente dívida externa/PIB.

Tabela 1

**Hipóteses Gerais Adotadas - 1993 / 2022**

Variável	Taxa (%)
Inflação Internacional	3.5
<i>Libor</i>	7.5 (a)
Taxa de Crescimento do PIB (a.a.)	4.5

(a) Para 1993, 5%; para 1994, 6%.

A Tabela 2 descreve os termos do acordo sobre os juros atrasados de US\$ 6 bilhões e de US\$ 5 bilhões dos acordos de 1991 e 1992, respectivamente, já excluídos os aproximadamente US\$ 2 bilhões pagos em 1991/1992.

Tabela 2

**Condições de Pagamento dos Juros Atrasados**

Ano	Perfil de Amortização (%)		Taxas de Juros (%)		
	Acordo 1991	Acordo 1992	Acordo 1991 Opção A	Acordo 1991 Opção B	Acordo 1992
1991	0.0	-	7.8125	6.8125-8.0125	-
1992	0.0	-	8.3750	6.8125-8.5125	-
1993	0.0	0.0	8.7500	6.8125-9.0125	<i>Libor</i> + 0.8125
1994	2.0	0.0	<i>Libor</i> + 0.8125	6.8125-9.0125	<i>Libor</i> + 0.8125
1995	3.0	1.0	<i>Libor</i> + 0.8125	6.8125-9.0125	<i>Libor</i> + 0.8125
1996	4.0	2.0	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125
1997	12.5	2.0	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125
1998	17.0	2.0	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125
1999	24.6	13.0	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125
2000	24.6	16.0	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125
2001	12.3	16.0	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125
2002	-	16.0	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125
2003	-	16.0	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125
2004	-	16.0	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125	<i>Libor</i> + 0.8125
Total	100.0	100.0	-	-	-

(a) US\$ correntes.

(b) Em todos os casos da opção B, a taxa de juros é *libor* + 0.8125%; o valor da coluna refere-se aos limites que foram estabelecidos até o quinto ano e só vigoraria se a soma de *libor* + 0.8125% fosse inferior (superior) ao piso (teto) fixado.

A hipótese adotada é que a escolha entre as alternativas A e B do acordo de 1991 ocorra na proporção de 100 e 0%, respectivamente. Esta hipótese foi adotada com base em consultas informais feitas pelos autores.

A Tabela 3 mostra as características dos cinco instrumentos financeiros que compõem a proposta de renegociação da dívida de US\$ 44 bilhões com os bancos privados. Não foi considerada a chamada "opção de reestruturação", pelo fato de ser muito similar ao TIRB - cujas condições serão expostas a seguir. O dinheiro novo está contemplado como um sub-produto da opção por um dos instrumentos - DCB, a ser também explicado.

Tabela 3

Menu de Opções					
Título	Prazo (anos)	Carência (anos)	Taxa de Juros (%)	Deságio (%)	Garantia
TIRB	20	10	4.00 (anos 1 e 2) 4.50 (anos 3 e 4) 5.00 (anos 5 e 6) Capitalização da diferença de juros até o sexto ano 8.00 (depois ano 6)	0	Sem
FLIRB	15	9	4.00 (anos 1 e 2) 4.50 (anos 3 e 4) 5.00 (anos 5 e 6) <i>Libor</i> + 0.8125 (depois ano 6)	0	12 meses juros
Par Bond	30	30	4.00 (ano 1) 4.25 (ano 2) 5.00 (ano 3) 5.25 (ano 4) 5.50 (ano 5) 5.75 (ano 6) 6.00 (depois ano 6)	0	Principal + 12 meses de juros
Discount Bond	30	30	<i>Libor</i> + 0.8125	35	Principal + 12 meses de juros
Debt Conversion Bond	18	10	<i>Libor</i> + 0.8750	0	Sem
Dinheiro Novo	15	7	<i>Libor</i> + 0.8125	-	Sem
Financiamento das Garantias	15	7	<i>Libor</i> + 0.8125	-	Sem

Obs 1: O Par Bond e o Discount Bond são garantidos por bônus do Tesouro dos EUA com rendimento fixo de 7.5% a.a., o que gera um valor atual correspondente a 11.4221% do valor corrente capitalizado no final de 30 anos. A garantia de juros cobre os juros de 12 meses, com a taxa *libor* de 1993.

Obs 2: A troca da dívida antiga pelo Debt Conversion Bond se dá ao par, envolvendo 1 dólar de dinheiro novo por cada 5.5 dólares convertidos.

Obs 3: A concessão dos empréstimos de dinheiro novo associados ao Debt Conversion Bond se dá em três parcelas iguais anuais, sendo o prazo de pagamento contado a partir de 1o. de janeiro de 1993.

Obs 4: O pagamento das amortizações das diversas modalidades de endividamento, no período posterior à carência, se dá em parcelas iguais.

Os primeiros dois títulos - Temporary Interest Reduction Bond (TIRB) e Floating Rate Interest Reduction Bond (FLIRB) - implicam o pagamento de juros reduzidos nos primeiros seis anos, com capitalização da diferença até 8.0% nesse período e juros fixos depois no caso do TIRB e sem capitalização e juros de mercado a partir do sétimo ano no caso do FLIRB.

Os títulos denominados Par Bond e Discount Bond são similares aos do acordo mexicano, sendo garantidos por títulos do Tesouro dos EUA, que rendem 7.5% a.a., de modo que no final de 30 anos o valor nominal da garantia iguala o valor do principal. Tais papéis são conhecidos como Zero Cupon Bonds (ZCB) e são pagos integralmente no final do prazo, sem amortizações intermediárias. Dada a mencionada taxa de capitalização o o prazo de vencimento, o valor das garantias cobre inicialmente apenas 11.42% do valor do principal. A compra desses títulos - que corresponde a uma dívida adicional - se dá, por hipótese, a um custo de *libor* mais 0.8125%, com 15 anos de prazo, dos quais 7 de carência e o resto em parcelas iguais. Os títulos FLIRB, Par Bond e Discount Bond têm também garantia de juros de 12 meses, que gera um fluxo de caixa positivo para o país - correspondente aos juros recebidos -, na medida em que não seja efetivamente usada. Esta *rolling guarantee* é renovada automaticamente a cada ano, por hipótese - no caso do FLIRB só até o sexto ano.

Por último, o Debt Conversion Bond - DCB - implica a entrada de 1 US\$ de recursos líquidos para cada 5.5 US\$ convertidos ao par e com juros de mercado. Tais recursos novos, por hipótese, ingressam ao país em parcelas iguais ao longo de três anos, após o que há um prazo de 12 anos, com 4 de carência.

### 3) Os resultados para 1993/2022

#### 3.1) Apresentação das projeções

As Tabelas 4A a 4C expõem as projeções. Na primeira das três tabelas, os resultados são mostrados em US\$ correntes, enquanto que na segunda esses resultados são transformados em US\$ constantes - com base numa inflação de 3.5% a.a. - e somados para o período de 30 anos considerado e na terceira são cotejados com o PIB.

É importante lembrar que os resultados divergem entre si em função da escolha por cada uma das cinco alternativas explicitadas na Tabela 3 para o estoque de US\$ 44 bilhões da dívida renegociada. Entretanto, eles se referem ao fluxo de desembolsos - juros mais amortizações líquidas - de toda a dívida externa bruta, incluindo, portanto, o desembolso relacionado com o pagamento dos US\$ 11 bilhões sobre os juros atrasados e com os juros do restante da dívida de US\$ 67 bilhões. No cenário "TIRB", supõe-se que 100% da dívida renegociada de US\$ 44 bilhões seja trocada por esse título; no denominado "FLIRB", que a mesma dívida seja toda ela convertida nesse papel e assim sucessivamente. No cenário "Debt Conversion Bond", nos primeiros três anos há uma amortização negativa - entrada líquida de novos recursos. Já no cenário "realista", admite-se a conversão de 50% daquele estoque em Par Bond, 30% em Discount Bond e de 1/15 em cada uma das três alternativas restantes. Para efeitos de comparação, no final é feita uma simulação, mostrando o que aconteceria caso se repetisse a situação que, grosso modo, caracterizou os anos '80, com o pagamento integral dos juros a um custo de *Libor* + 0.8125 e o *roll over* das amortizações. Esse cenário é chamado de "Status Quo".

A Tabela 5 apresenta a distribuição do fluxo de desembolsos da dívida - juros + amortizações líquidas - por cada um dos diferentes tipos de passivo, lembrando que a primeira variável da tabela refere-se a um estoque inicial de US\$ 44 bilhões, enquanto que as outras duas referem-se aos passivos de US\$ 11 e 67 bilhões, respectivamente. No caso da Tabela 5, os números do serviço da dívida registrada com os bancos privados -ou comerciais - são os que foram considerados no denominado cenário "realista" nas Tabelas 4A a 4C. Por problemas de espaço, deixou-se de apresentar a distribuição resultante dos demais cenários.

Por último, a Tabela 6, também referente apenas ao cenário "realista" - em que a dívida é convertida em cada um dos cinco títulos em proporções diferentes -, mostra a evolução dos desembolsos associados apenas ao passivo registrado com os bancos comerciais. Os resultados completos dos quais esta tabela foi extraída encontram-se no anexo.

TABELA 4A

## FLUXO DE DESEMBOLSOS - US\$ MILHOES CORRENTES

Cenario	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
TIRB	6,470	7,264	8,845	9,011	9,825	10,101	12,715	12,689	11,761	10,896
FLIRB	6,435	7,150	8,628	8,719	9,420	7,860	12,052	12,215	11,278	17,736
Par Bond	6,581	7,431	9,057	9,257	9,849	10,159	11,112	11,588	10,625	9,724
Discount Bond	6,434	7,452	9,164	9,255	9,737	9,936	10,783	11,139	10,186	9,294
DCB	4,629	5,976	8,169	11,150	11,631	11,831	12,744	13,717	12,706	11,756
Realista	6,390	7,311	8,987	9,330	9,904	10,046	11,292	11,710	10,751	10,343
Status Quo	6,910	8,074	10,004	10,095	10,576	10,776	11,689	11,662	10,735	9,869

Cenario	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
TIRB	16,238	15,738	14,439	14,007	13,574	13,141	12,709	12,276	11,843	11,411
FLIRB	17,051	16,365	14,880	14,260	13,641	5,576	5,576	5,576	5,576	5,576
Par Bond	9,622	9,520	8,618	8,582	8,547	8,084	8,084	8,084	8,084	8,084
Discount Bond	9,202	9,109	8,217	8,191	8,165	7,828	7,828	7,828	7,828	7,828
DCB	17,106	16,495	15,084	14,540	13,996	12,451	11,991	11,530	5,569	5,569
Realista	10,931	10,733	9,734	9,602	9,470	8,468	8,409	8,349	7,923	7,894
Status Quo	9,802	9,736	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869

Cenario	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TIRB	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569
FLIRB	5,576	5,576	5,576	5,576	5,576	5,576	5,576	5,576	5,576	5,659
Par Bond	8,084	8,084	8,084	8,084	8,084	8,084	8,084	8,084	8,084	6,407
Discount Bond	7,828	7,828	7,828	7,828	7,828	7,828	7,828	7,828	7,828	6,245
DCB	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569	5,569
Realista	7,505	7,505	7,505	7,505	7,505	7,505	7,505	7,505	7,505	6,197
Status Quo	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869	8,869

TABELA 4B

## FLUXO DE DESEMBOLSOS - US\$ MILHOES A PRECOS DE 1992

Cenario	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
TIRB	6,251	6,781	7,978	7,853	8,273	8,217	9,994	9,636	8,630	7,724	11,122
FLIRB	6,217	6,675	7,782	7,598	7,932	6,394	9,473	9,276	8,275	12,573	11,679
Par Bond	6,358	6,937	8,169	8,067	8,293	8,264	8,734	8,800	7,796	6,894	6,591
Discount Bond	6,217	6,957	8,265	8,065	8,198	8,083	8,475	8,459	7,474	6,589	6,303
DCB	4,472	5,578	7,368	9,716	9,793	9,624	10,016	10,417	9,323	8,334	11,717
Realista	6,174	6,825	8,106	8,131	8,339	8,173	8,875	8,893	7,889	7,332	7,487
Status Quo	6,676	7,537	9,023	8,797	8,905	8,766	9,187	8,856	7,876	6,996	6,714

Cenario	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
TIRB	10,415	9,233	8,653	8,102	7,579	7,081	6,609	6,160	5,735	2,704
FLIRB	10,830	9,514	8,810	8,142	3,216	3,107	3,002	2,900	2,802	2,707
Par Bond	6,300	5,510	5,302	5,101	4,662	4,504	4,352	4,205	4,063	3,925
Discount Bond	6,028	5,254	5,060	4,874	4,514	4,362	4,214	4,072	3,934	3,801
DCB	10,916	9,645	8,982	8,354	7,181	6,681	6,207	2,897	2,799	2,704
Realista	7,103	6,224	5,932	5,653	4,884	4,685	4,495	4,121	3,967	3,644
Status Quo	6,443	5,671	5,479	5,294	5,115	4,942	4,775	4,613	4,457	4,307

Cenario	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Total
TIRB	2,613	2,525	2,439	2,357	2,277	2,200	2,126	2,054	1,984	185,304
FLIRB	2,616	2,527	2,442	2,359	2,280	2,202	2,128	2,056	2,016	169,530
Par Bond	3,792	3,664	3,540	3,421	3,305	3,193	3,085	2,981	2,283	162,092
Discount Bond	3,673	3,548	3,428	3,312	3,200	3,092	2,988	2,887	2,225	157,551
DCB	2,613	2,525	2,439	2,357	2,277	2,200	2,126	2,054	1,984	183,299
Realista	3,521	3,402	3,287	3,176	3,068	2,964	2,864	2,767	2,208	164,187
Status Quo	4,161	4,020	3,884	3,753	3,626	3,504	3,385	3,271	3,160	173,195

TABELA 4C

## FLUXO DE DESEMBOLSOS - % PIB

Cenário	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
TIRB	1.50	1.55	1.75	1.65	1.66	1.58	1.84	1.69	1.45	1.24
FLIRB	1.49	1.53	1.70	1.59	1.59	1.23	1.74	1.63	1.39	2.02
Par Bond	1.52	1.59	1.79	1.69	1.66	1.59	1.60	1.55	1.31	1.11
Discount Bond	1.49	1.59	1.81	1.69	1.64	1.55	1.56	1.49	1.26	1.06
DCB	1.07	1.28	1.61	2.04	1.96	1.85	1.84	1.83	1.57	1.34
Realista	1.48	1.56	1.78	1.70	1.67	1.57	1.63	1.56	1.33	1.18
Status Quo	1.60	1.73	1.98	1.84	1.79	1.68	1.69	1.56	1.33	1.13

Cenário	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
TIRB	1.71	1.54	1.30	1.17	1.05	0.94	0.84	0.75	0.67	0.59
FLIRB	1.80	1.60	1.34	1.19	1.05	0.40	0.37	0.34	0.31	0.29
Par Bond	1.02	0.93	0.78	0.72	0.66	0.58	0.53	0.49	0.46	0.42
Discount Bond	0.97	0.89	0.74	0.68	0.63	0.56	0.52	0.48	0.44	0.41
DCB	1.80	1.61	1.36	1.21	1.08	0.89	0.79	0.70	0.31	0.29
Realista	1.15	1.05	0.88	0.80	0.73	0.60	0.55	0.51	0.45	0.41
Status Quo	1.03	0.95	0.80	0.74	0.68	0.63	0.58	0.54	0.50	0.46

Cenário	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TIRB	0.27	0.25	0.23	0.21	0.20	0.18	0.17	0.15	0.14	0.13
FLIRB	0.27	0.25	0.23	0.21	0.20	0.18	0.17	0.16	0.14	0.13
Par Bond	0.39	0.36	0.33	0.31	0.28	0.26	0.24	0.22	0.21	0.15
Discount Bond	0.38	0.35	0.32	0.30	0.28	0.25	0.24	0.22	0.20	0.15
DCB	0.27	0.25	0.23	0.21	0.20	0.18	0.17	0.15	0.14	0.13
Realista	0.36	0.33	0.31	0.29	0.26	0.24	0.23	0.21	0.19	0.15
Status Quo	0.43	0.39	0.37	0.34	0.31	0.29	0.27	0.25	0.23	0.21

TABELA 5

CENÁRIO "REALISTA" - DISTRIBUICAO DOS DESEMBOLSOS  
LIQUIDOS POR TIPO DE DIVIDA (%)

Tipo de Dívida	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bancos Privados	26.3	25.7	25.4	27.2	26.5	25.6	25.7	28.6	30.8	36.5
Atrasados	12.8	11.9	12.6	13.1	17.2	19.0	25.0	23.8	17.3	9.7
Outros	60.9	62.4	62.0	59.7	56.2	55.4	49.3	47.6	51.8	53.8
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Tipo de Dívida	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bancos Privados	40.5	40.0	42.8	42.0	41.2	34.2	33.8	33.3	29.7	29.4
Atrasados	8.5	8.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outros	50.9	51.9	57.2	58.0	58.8	65.8	66.2	66.7	70.3	70.6
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Tipo de Dívida	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bancos Privados	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	10.1
Atrasados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outros	74.2	74.2	74.2	74.2	74.2	74.2	74.2	74.2	74.2	89.9
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Obs.: A dívida com bancos privados abrange apenas o estoque de US\$ 44 bilhões (não incluindo a dívida não registrada), os atrasados a dívida de US\$ 11 bilhões e o item outros os restantes US\$ 67 bilhões. O custo do financiamento resultante do acordo é incluído como desembolso aos bancos privados, pelo fato de se referir a dívida inicial tida para com eles, embora a rigor o desembolso ocorra com as instituições não bancárias.



TABELA 6

DESEMBOLSOS DA DIVIDA REGISTRADA COM BANCOS COMERCIAIS  
US\$ MILHOES CORRENTES

Titulo	Item	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
TIRB	Divida	2,933	3,051	3,173	3,284	3,399	3,501	3,606	3,606	3,606	3,606	3,606
	Juros	-	117	122	143	148	170	175	288	288	288	288
	Amort.	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fluxo	-	117	122	143	148	170	175	288	288	288	288
FLIRB	Divida	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,444
	Juros	-	117	117	132	132	147	147	244	244	244	244
	Amort.	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	489
	Fluxo	-	117	117	132	132	147	147	244	244	244	733
PAR BOND	Divida	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000
	Juros	-	880	935	1,100	1,155	1,210	1,265	1,320	1,320	1,320	1,320
	Amort.	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fluxo	-	880	935	1,100	1,155	1,210	1,265	1,320	1,320	1,320	1,320
DISCOUNT BOND	Divida	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580
	Juros	-	499	585	713	713	713	713	713	713	713	713
	Amort.	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fluxo	-	499	585	713	713	713	713	713	713	713	713
DCB	Divida	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933	2,933
	Juros	-	172	202	246	246	246	246	246	246	246	246
	Amort.	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fluxo	-	172	202	246	246	246	246	246	246	246	246
DINHEIRO NOVO	Divida	-	178	356	533	533	533	533	533	467	400	333
	Juros	-	0	12	30	45	45	45	45	45	39	33
	Amort.	-	(178)	(178)	(178)	0	0	0	0	67	67	67
	Fluxo	-	(178)	(166)	(148)	45	45	45	45	111	106	100
FINANC. GARANTIAS PRINCIPAL	Divida	1,746	1,746	1,746	1,746	1,746	1,746	1,746	1,746	1,528	1,310	1,092
	Juros	-	102	119	145	145	145	145	145	145	127	109
	Amort.	-	0	0	0	0	0	0	0	218	218	218
	Fluxo	-	102	119	145	145	145	145	145	363	345	327
FINANC. GARANTIAS JUROS	Divida	712	712	712	712	712	712	712	772	675	579	482
	Juros	-	41	49	59	59	59	59	59	64	56	48
	Amort.	-	0	0	0	0	0	0	0	96	96	96
	Fluxo	-	41	49	59	59	59	59	59	0	161	153
ZERO COUPOM BOND	Divida	(3,493)	(3,755)	(4,036)	(4,339)	(4,665)	(5,014)	(5,391)	(5,795)	(6,229)	(6,697)	(7,199)
	Juros	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Amort.	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fluxo	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GARANTIA JUROS	Divida	(1,425)	(1,425)	(1,425)	(1,425)	(1,425)	(1,425)	(1,307)	(1,307)	(1,307)	(1,307)	(1,307)
	Juros	-	(71)	(85)	(107)	(107)	(107)	(107)	(98)	(98)	(98)	(98)
	Amort.	-	0	0	0	0	0	(117)	0	0	0	0
	Fluxo	-	(71)	(85)	(107)	(107)	(107)	(224)	(98)	(98)	(98)	(98)
TOTAL	Divida	36,921	36,954	36,972	36,959	36,748	36,500	36,346	36,001	35,185	34,337	32,964
	Juros	-	1,857	2,055	2,461	2,536	2,628	2,688	2,903	2,967	2,935	2,904
	Amort.	-	(178)	(178)	(178)	0	0	(117)	0	381	381	870
	Fluxo	-	1,680	1,877	2,283	2,536	2,628	2,570	2,903	3,348	3,317	3,774

TABELA 6 (Continuacao)

DESEMBOLSOS DA DIVIDA REGISTRADA COM BANCOS COMERCIAIS  
US\$ MILHOES CORRENTES

Titulo	Item	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
TIRB	Divida	3,245	2,885	2,524	2,163	1,803	1,442	1,082	721	361	(0)
	Juros	288	260	231	202	173	144	115	87	58	29
	Amort.	361	361	361	361	361	361	361	361	361	361
	Fluxo	649	620	591	562	534	505	476	447	418	389
FLIRB	Divida	1,956	1,467	978	489	(0)	-	-	-	-	-
	Juros	203	163	122	81	41	-	-	-	-	-
	Amort.	489	489	489	489	489	-	-	-	-	-
	Fluxo	692	651	611	570	530	-	-	-	-	-
PAR BOND	Divida	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000
	Juros	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320
	Amort.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fluxo	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320
DISCOUNT BOND	Divida	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580	8,580
	Juros	713	713	713	713	713	713	713	713	713	713
	Amort.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fluxo	713	713	713	713	713	713	713	713	713	713
DCB	Divida	2,567	2,200	1,833	1,467	1,100	733	367	0	-	-
	Juros	246	215	184	154	123	92	61	31	-	-
	Amort.	367	367	367	367	367	367	367	367	-	-
	Fluxo	612	582	551	520	490	459	428	397	-	-
DINHEIRO NOVO	Divida	267	200	133	67	0	-	-	-	-	-
	Juros	28	22	17	11	6	-	-	-	-	-
	Amort.	67	67	67	67	67	-	-	-	-	-
	Fluxo	95	89	83	78	72	-	-	-	-	-
FINANC. GARANTIAS PRINCIPAL	Divida	873	655	437	218	(0)	-	-	-	-	-
	Juros	91	73	54	36	18	-	-	-	-	-
	Amort.	218	218	218	218	218	-	-	-	-	-
	Fluxo	309	291	273	255	236	-	-	-	-	-
FINANC. GARANTIAS JUROS	Divida	386	289	193	96	(0)	-	-	-	-	-
	Juros	40	32	24	16	8	-	-	-	-	-
	Amort.	96	96	96	96	96	-	-	-	-	-
	Fluxo	137	129	121	112	104	-	-	-	-	-
ZERO COUPOM BOND	Divida	(7,739)	(8,319)	(8,943)	(9,614)	(10,335)	(11,110)	(11,943)	(12,839)	(13,802)	(14,837)
	Juros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Amort.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fluxo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GARANTIA JUROS	Divida	(1,307)	(1,307)	(1,307)	(1,307)	(1,307)	(1,307)	(1,307)	(1,307)	(1,307)	(1,307)
	Juros	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)
	Amort.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fluxo	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)
TOTAL	Divida	30,827	28,649	26,427	24,159	21,840	20,338	18,778	17,155	15,831	14,435
	Juros	2,831	2,699	2,567	2,435	2,303	2,172	2,112	2,052	1,993	1,964
	Amort.	1,598	1,598	1,598	1,598	1,598	727	727	727	361	361
	Fluxo	4,429	4,297	4,165	4,033	3,901	2,899	2,839	2,780	2,353	2,325



Antes de comentar os resultados, é útil esclarecer alguns detalhes referentes à apresentação dos mesmos e à composição da dívida inicial. Os esclarecimentos se referem à Tabela 6, mas vários deles são - qualitativamente - válidos também para as demais tabelas. Os pontos a mencionar são os seguintes:

- a) supõe-se que o acordo definitivo seja assinado em 1993, retroativo a 31/12/1992;
- b) a dívida na forma de discount bond já incorpora o desconto de 35% referente a esse instrumento financeiro;
- c) a dívida representada pelo financiamento da garantia do principal corresponde ao resultado da proporção das garantias não cobertas por reservas, multiplicada por 0.114221 e pela soma das dívidas na forma de par bond e discount bond, neste último caso após o desconto de 35%, sendo o mencionado fator multiplicativo o valor presente de uma unidade monetária a ser paga 30 anos depois, dada uma taxa de juros anual de 7.5%;
- d) a dívida representada pelo financiamento da garantia dos juros corresponde à proporção das garantias não cobertas por reservas, multiplicada pelo valor atual - para uma taxa de juros de 5% - do volume de juros que teria que ser pago sobre a soma das dívidas na forma de FLIRB, par bond e discount bond, neste último caso após o desconto de 35%;
- e) o ZCB corresponde a um crédito do país, que gera um único fluxo de recebimento no momento do resgate; e
- f) a garantia de juros também corresponde a um crédito do país, mas que gera um fluxo de recebimentos sucessivos ao longo do período de vigência da mesma e das sucessivas rolagens do papel, até o resgate no final do período, que no caso do FLIRB é de seis anos, cabendo frisar que o recebimento é maior do que o financiamento, dado o uso inicial de reservas;
- g) a formação de garantias se dá, por ordem de prioridade, conforme os seguintes critérios: até US\$ 1 bilhão de reservas brasileiras; até US\$ 1 bilhão de recursos de instituições multilaterais - que se incorporam à dívida existente em 31/12/1992 - e na proporção de 1 para 1 a partir de US\$ 2 bilhões; o desembolso inicial de reservas, porém, não é considerado na Tabela 6;
- h) o volume total de garantias requerido pelo país no cenário "realista" é de US\$ 4918 milhões, dos quais US\$ 3493 milhões do principal de US\$ 30580 milhões de par bond e discount bond e os demais US\$ 1425 milhões da garantia de juros - descontada a 5% - dos títulos FLIRB e Par Bond, com juros de 4% e discount bond, com juros de 5.8125%, incluindo spread; metade das garantias é obtida com o uso de reservas; e
- i) supõe-se que a paridade entre as moedas que compõem a cesta do estoque da dívida se conserve fixa ao longo do tempo;

### 3.2) Notas e comentários

A expressiva transferência de recursos reais ao exterior ao longo de quase toda a década passada foi, como se sabe, um dos principais problemas enfrentados pela economia brasileira na chamada "década perdida" dos '80. O fato trouxe consequências negativas para a formação de poupança e a capacidade de crescimento a longo prazo do país e contribuiu para o agravamento da situação fiscal, além de implicar sérios problemas para a execução da política monetária.

Observando o cenário realista da Tabela 4 - que, junto com a Tabela 6, pode ser considerada a própria razão de ser deste trabalho -, conclui-se que o "problema da dívida" não deverá ser muito significativo na década que estamos iniciando. De fato, o fluxo total dos desembolsos associados ao serviço líquido da dívida externa - considerando o resultado do pagamento de juros e do balanço do recebimento de dinheiro novo e do desembolsos com amortizações brutas, - passaria de aproximadamente US\$ 6.4 bilhões em 1993 para algo em torno de US\$ 11.7 bilhões correntes, no ano 2000. Cabe destacar, porém, que a base a partir da qual esse fluxo começaria a crescer é muito reduzida, além do que, por hipótese, o PIB em US\$ correntes sofreria nesse período um incremento de mais de 70%. Na média, no período 1993/2000, esse fluxo corresponderia a aproximadamente 2.0% do PIB ou menos - dependendo das hipóteses adotadas -, ônus esse muito inferior à média da ordem de 4% do PIB que essa variável representou ao longo dos anos '80.

De qualquer forma, chama a atenção que, embora esse ônus seja menor que no passado, os benefícios relativos derivados do acordo da dívida não sejam tão significativos como muitas vezes se supõe. Comparando entre si os resultados da Tabela 4C, nota-se que, no cenário Realista, o coeficiente médio Fluxo de desembolsos/PIB é de 1.62% no período 1993/2000, enquanto que no cenário de Status Quo (custo de *libor* + 0.8125%) essa razão seria de 1.73%.

A explicação para a pequena dimensão dessa diferença é dupla. De um lado, ela decorre da natureza minoritária da parcela da dívida renegociada - 36% do estoque total de US\$ 122 bilhões -, o que significa que 64% da dívida não seria afetada pelos benefícios resultantes do acordo, fato refletido na Tabela 5. De outro lado, há que levar em consideração a notável queda experimentada nos últimos anos pela *libor*, de tal modo que, só com a redução para o nível de 7.5% - confrontada com a média de 10.0% dos anos '80 -, se teria uma redução de 25% do ônus da dívida, afetando todo o estoque de US\$ 122 bilhões e independentemente de outros benefícios adicionais obtidos na negociação com os bancos privados.

No que diz respeito, especificamente, aos resultados desta negociação, eles podem ser melhor visualizados na Tabela 6. Cabe destacar, neste ponto, a "corcova" que os desembolsos a serem feitos teriam que sofrer em 2003, quando ocorreria uma concentração das amortizações de vários dos instrumentos financeiros utilizados no acordo.

É interessante complementar a análise feita até aqui com a observação do Gráfico 1 e da Tabela 7.

No Gráfico 1, mostra-se a evolução comparativa - com os fluxos em US\$ correntes sendo descontados pela Libor - do fluxo líquido de desembolsos (Juros + Amortizações - Empréstimos) associados exclusivamente à dívida externa objeto da renegociação com os bancos privados, no caso do cenário "realista" e no de preservação do status-quo vigente até 1989, quando o Brasil pagava 100% dos juros devidos - *libor* mais spread de 0.8125%.

Nota-se claramente que há um trade-off intertemporal relacionado com a escolha entre uma e outra situação. No cenário "realista" - em que a opção pelos cinco instrumentos de dívida se dá conforme a distribuição mencionada na seção 3.1 -, paga-se inicialmente menos do que se pagaria se o país pagasse 100% da dívida; em compensação, posteriormente, devido à capitalização dos juros de alguns dos instrumentos financeiros, bem como às amortizações que teriam que ser feitas, o ônus dos desembolsos na próxima década seria maior, após o que voltaria a ser menor, a partir do ano 2008.

Na Tabela 7, os fluxos em US\$ correntes associados à opção exclusiva por cada um dos diferentes papéis são descontados às taxas de desconto de *Libor*; 10, 15%, 20% e 25%. Cabe lembrar que o deságio calculado deste modo é naturalmente maior do que o que se obtém ao calcular o valor dos pagamentos em US\$ constantes,

deflacionando os valores em US\$ correntes de acordo com a inflação externa. A razão é que a taxa de desconto utilizada é em todos os casos maior do que a inflação prevista.

A análise dos resultados da Tabela 7 sugere que:

- o Discount Bond é o título que implica um deságio maior no período considerado de 30 anos como um todo;
- o TIRB e o DCB são os instrumentos mais onerosos para o país;
- o Discount Bond e o Par Bond geram deságios relativamente próximos, embora, como dito anteriormente, o do primeiro seja maior; e
- o retorno do papel, do ponto-de-vista dos credores, depende significativamente da avaliação de risco que seja feita a respeito do Brasil, afetando assim a taxa de desconto utilizada.

Gráfico 1

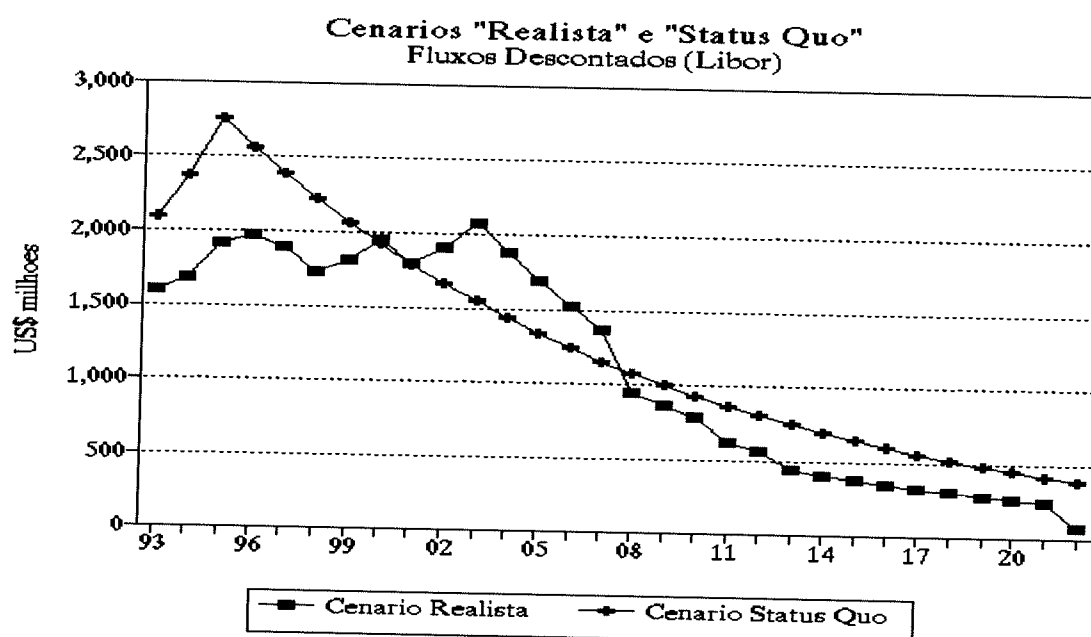


Tabela 7

Título	Valor Presente dos Títulos (%)				
	<i>Libor</i>	10	15	20	25
TIRB	109.1	82.5	53.6	37.3	27.4
FLIRB	91.6	71.4	48.6	34.8	26.0
Par Bond	79.9	57.3	36.4	26.2	20.3
Discount Bond	71.5	52.4	34.3	25.1	19.7
Debt Conversion Bond (*)	108.7	82.9	54.2	37.2	26.6

(\*) Inclui o adicional de dinheiro novo.

#### 4) Conclusões

O acordo definitivo que, em princípio, o Brasil assinará com os credores internacionais até o começo de 1993, pode em linhas gerais, ser considerado bom, do ponto de vista do país. Em primeiro lugar, porque deverá reduzir o ônus real imposto pela necessidade de pagamento da dívida. Em segundo lugar, porque tornará este ônus menor no começo e crescente posteriormente, o que, porém, deverá ser mais palatável no futuro, se o país voltar a crescer. E, *last but not least*, porque contribuirá decisivamente para a recuperação do crédito externo, apenas reiniciada em 1991/92.

De qualquer modo, tais vantagens não eliminam o fato de que, em todo caso, elas não parecem ser tão significativas, em termos relativos, como às vezes se supõe, sendo de apenas 0.11% do PIB no cenário "realista", em média, no restante da década de '90, em relação à alternativa de se pagar 100% dos juros de acordo com a *libor* mais um *spread* de 0.8125% ao ano.

Ao longo da primeira década do próximo século, os resultados da última linha da tabela 6 indicam que haveria uma maior concentração de desembolsos líquidos associados à dívida renegociada de US\$ 44 bilhões, em particular entre os anos 2000 e 2007. Já na década seguinte, o ônus dos desembolsos voltaria a ficar diluído.

Em termos da comparação entre um e outro título, os números mostram que, sob a ótica brasileira e limitando a análise exclusivamente aos anos '90, o FLIRB seria o melhor papel, no sentido de que permitiria o maior alívio para o país. Já quando a análise se estende até o fim do período de 30 anos, a conclusão é que, utilizando a taxa de inflação externa como taxa de desconto, o título que gera o menor valor presente é o discount bond.

#### Referências bibliográficas

- BACHA,E.(1991); "The Brady Plan and beyond: new debt management options for Latin America"; texto submetido ao Sistema Económico Latino-Americano-SELA, maio.
- HORTA,M<sup>a</sup>H<sup>a</sup>(1991); "Renegociação da dívida externa"; in Markwald, R. & Rabello de Castro, N., Perspectivas da Economia Brasileira 1992, IPEA-RIO, 1991.
- LUSTIG,N.(1990); "Agreement signed by Mexico and its commercial banks"; texto submetido ao House of Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, fevereiro.

Textos para Discussão:

278. Bonelli, R.; Franco, G.H.B. ; Fritsch, W. "Macroeconomic instability and trade liberalization in Brazil: Lessons from 1980s to the 1990s"
279. Abreu, M.P. "Trade policies in a heavily indebted economy: Brazil, 1979-1990"
280. Abreu, M.P. "O Brasil e o GATT: 1947-1991"
281. Bonomo, M.; Garcia, R. "Indexation, staggering and disinflation"
282. Werneck, R.L.F. "Fiscal federalism and stabilization policy in Brazil"
283. Carneiro, D.D. ; Werneck, R.L.F. "Public savings and private investment: Requirements for growth resumption in the Brazilian economy"
284. Bonomo, M. ; Garcia, R. "Consumption and equilibrium asset pricing: An empirical assessment"
285. Bacha, E.L. "Savings and investment for growth resumption in Latin America : The cases of Argentina, Brazil and Colombia"
286. Fritsch, W.; Franco, G.H.B. "Aspects of the Brazilian experience under the gold standard"
287. Fritsch, W.; Franco, G.H.B. "Import repression, productivity slowdown and manufactured export dynamism : Brazil, 1975-1990"
288. Bonelli, R.; Ramos, L. "Income distribution in Brazil: Longer term trends and changes in inequality since the MID-1970s"
289. Bonomo, M. "Busca e inflação"
290. Bacha, E.; Carneiro, D.D. "Stabilization programs in developing countries: Old truths and new elements"
291. Amadeo, E.J. "The impact of stabilization and structural reforms on capital-labor relations in Brazil."
292. Amadeo, E.J. ; Camargo, J.M. "The Mirror's image (The labor market response to the Cruzado and Collor Plans) "