



# Notas e Comunicações

## UMA PROPOSTA DE RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA

Stephen Charles Kanitz

### Elementos básicos para uma renegociação viável

Senhores banqueiros internacionais, troquemos de posição por um instante. Suponhamos que a Tennessee Valley Authority (TVA), a única estatal norte-americana, tivesse tomado um empréstimo de 90 bilhões de cruzeiros de banqueiros brasileiros há três anos atrás para construir uma usina nuclear, nos moldes dos contratos usuais (Quadro 1). Os padrões usuais do mercado financeiro internacional, aliados à taxa de juros de dois dígitos no Brasil na época, ou seja 99%, levariam a um pagamento de juros no total de 89,1 bilhões de cruzeiros ao cabo do primeiro ano do empréstimo — um pouco menos que o total do empréstimo original apesar de a TVA estar ainda no período de carência do financiamento hipotético, período em que a obra está ainda em construção.

Na impossibilidade de pagar estes juros, a TVA seria forçada a recorrer ao Fundo Monetário Internacional para um empréstimo de emergência. Os brilhantes economistas do FMI concluiriam que a TVA, obviamente, estava gastando demais e ganhando ou “exportando” pouco, e aconselhariam os diretores da companhia a reduzir suas “importações”, cortar os salários, despedir 15% dos empregados, diminuir os programas de educação técnica e, culminariam com o absurdo de dizer ao Presidente Reagan para reduzir a inflação americana atualmente por volta dos

### QUADRO 1 Empréstimo jumbo de 90 bilhões de cruzeiros

1. TOMADOR: TENNESSEE VALLEY AUTHORITY
2. EMPRESTADOR: CONSÓRCIO DE BANCOS BRASILEIROS
3. PRINCIPAL: 90 BILHÕES DE CRUZEIROS
4. JUROS: MEIO POR CENTO ACIMA DA TAXA RIBOR (RIO INTERBANK OFFERING RATE)
5. PAGAMENTO: DEZ PAGAMENTOS IGUAIS DE 9 BILHÕES DE CRUZEIROS, COM DOIS ANOS DE CARÊNCIA
6. OBRIGAÇÕES: A TVA TERÁ DE MANTER RESERVAS DE 20 BILHÕES DE CRUZEIROS

A crise está montada:

Em 1980 os juros brasileiros atingem 2 dígitos, ou seja 99% ao ano.

JUROS EM 1980  
AMORTIZAÇÃO  
RESERVAS  
FURO DE CAIXA

89,1 BILHÕES  
0,0 BILHÕES (CARÊNCIA)  
20,0 BILHÕES  
69,1 BILHÕES

4% ao ano para 0,5% por ano em dezembro de 1984 — exatamente as mesmas medidas que o FMI está impondo ao Brasil.

A imprensa americana estaria enfurecida com a afronta à soberania dos Estados Unidos e os pedidos de moratória, vindos dos deputados e senadores democratas, irritariam sobremaneira os banqueiros brasileiros, que não estariam dispostos a participar nos Projetos 5 e 6 para salvar a TVA da bancarrota.

A Primeira Ministra Margaret Thatcher sairia a público dizendo que a TVA deveria arcar com as consequências e o prêmio Nobel de Economia, Milton Friedman, iniciaria uma campanha contra o Fundo Monetário e a TVA. A imprensa brasileira por sua vez, noticiaria em suas primeiras páginas histórias de corrupção da diretoria da TVA, a total incapacidade administrativa dos executivos americanos e a moleza inerente do povo norte-americano.

Obviamente alguma coisa está errada com a análise feita pelo FMI e o prêmio Nobel de Economia. O problema neste cenário hipotético nada tem a ver com a diretoria da TVA, nem com a sabedoria de seus investimentos mas exclusivamente com a inflação brasileira, que estaria embutida nas taxas flutuantes de juros, pactuadas por ambas as partes no contrato de financiamento segundo as práticas atualmente vigentes no sistema internacional.

Este exemplo torna bem claro a todos os banqueiros americanos e imprensa internacional que o problema não é a falta de previdência brasileira mas, exclusivamente, a inflação americana. Para eles, taxas de juros de dois dígitos soam muito familiares: são as taxas que prevalecem hoje nos Estados Unidos.

O Prime Rate nos Estados Unidos, principal fonte do capital emprestado ao Brasil, atingiu os dois dígitos há tempos, embora nunca tivesse chegado aos 99% neste nosso caso hipotético. Mas não há limite de dois dígitos abaixo do qual as taxas são toleráveis e acima do qual as taxas são intoleráveis.

Nós, brasileiros, estamos sendo vítimas de um sistema internacional de financiamento criado numa época em que os países não possuíam uma inflação muito acentuada, o que não ocorre hoje.

Entretanto, a inflação norte-americana e a prática de embutir indiretamente a inflação do país emprestador nas taxas de juros internacionais, em vez de embutir-la nas amortizações, são as principais causas do ingente problema da dívida externa do Brasil. A mesma análise se aplica a

\*Prof. Titular do Deptº de Contabilidade da FEA-USP

dezenas de outros países em desenvolvimento e dependentes pela sua dívida. A pior recessão mundial pós-guerra e a crise financeira internacional foram causadas por uma falácia contábil. É preciso criar urgentemente um sistema de financiamento baseado em taxas de juros reais, mantendo o poder de compra das amortizações, vale dizer, do principal.

Como reconheceu tardivamente um banqueiro americano, se os juros em 1980 tivessem chegado a 100% eles teriam levado o mundo à falência. Mas como somente chegou aos 20%, o mundo acabou tendo de pedir concordata.

### Um Plano viável para a nossa dívida externa

O Brasil não precisa de uma moratória para resolver os seus problemas financeiros. Embora tal ato faria um bem danado para o amor próprio da nação, seria péssimo para o futuro financeiro de nossos filhos. Além do mais, as simulações feitas dos efeitos de uma moratória mostram que ela seria uma solução de muito curto prazo e em 1992 estariamos de volta às portas do FMI.

Uma moratória seria também um reconhecimento público de nossa incapacidade de pagar os juros da dívida, e isto, simplesmente, não é verdade. O Brasil está em dia quanto aos seus juros reais. O problema é que o sistema financeiro internacional ainda não funciona com base de juros reais, mas sim com base em juros nominais, mais corretamente, juros irreais (Quadro 2).

Para que sair na história financeira do mundo como uns bandidos, quando na realidade somos vítimas de um sistema financeiro internacional tecnicamente obsoleto? Para que pedir uma moratória e mais tempo para que possamos adaptar a nossa economia, quando quem precisa se adaptar à nova realidade internacional são eles?

A razão pela qual o Plano FMI não é viável e uma moratória não resolve a situação, é que ambos atacam o problema errado. As simulações (em anexo) do Plano FMI, do Plano Celso Furtado e outros, que pedem uma moratória de 3 a 5 anos, mostram claramente sua ineficácia do ponto de vista técnico e político.

Para resolver o impasse financeiro criado pelos juros inflacionados ou também chamados nominais, propomos as seguintes reformas para o mercado financeiro internacional. Estas propostas resolvem não somente o problema do Brasil mas de todos os países que se encontram em apuros:

#### Proposta nº 1: Correção monetária da dívida

O primeiro ponto da negociação deveria cingir-se à questão dos juros inflacionados.

**Ponto 1.** A taxa de juros não deve refletir a inflação internacional. Os países devedores irão pagar taxas de juros reais e não nominais (ou corretamente definidos como inflacionados ou irreais). Esta taxa tem sido da ordem de 2% a 4% nos últimos 50 anos.

A inflação americana assim eliminada seria paga, mas somente no momento certo. Ela seria paga no momento da amortização da dívida, normalmente feita em parcelas que variam de 5 a 10 anos.

**Ponto 2.** O Brasil pagaria também um juro adicional para cobrir esta diferença entre o juro-nominal e o juro-real, que denominaríamos juro-relativo-à-inflação, e que seria exatamente a taxa de inflação americana, determinada por algum índice combinado entre as partes. Poderia ser o *Consumer Price Index*, o *Wholesale Price*

*Index* ou a variação de preço de algum dos produtos que o Brasil exporta.

#### QUADRO 2 Dando Nome aos Bois

Alguns conceitos poderão ser úteis para a compreensão deste plano:

**JUROS NOMINAIS OU SIMPLESMENTE JUROS:** É o que bancos cobram e investidores recebem por emprestarem dinheiro.

**JUROS REAIS:** É o que sobra dos juros nominais depois que se considera os efeitos negativos da inflação sobre o capital emprestado. Você pode achar que ganhou 10% de juros ao mês, mas se o seu capital foi depreciado por uma inflação de 6%, seu juro real será de somente 4% (ou 3,7% para ser exato).

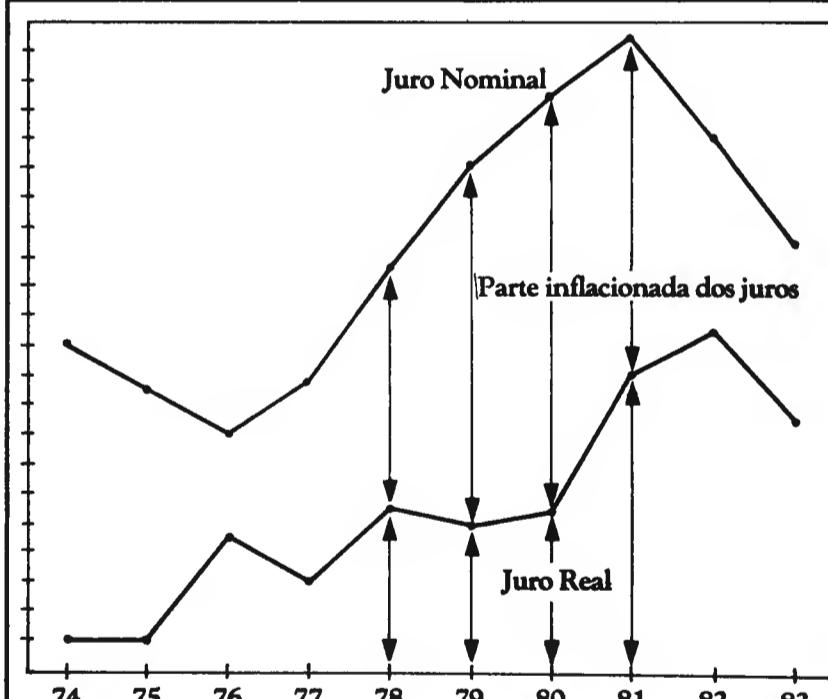
**JUROS IRREIAIS:** por definição (inclusive deles) os juros nominais deveriam ser chamados de juros irreais. São estes que o Brasil está pagando atualmente.

**JUROS INFLACIONADOS:** uma forma mais amena para definir juros nominais, uma vez que são a soma de juros reais mais a inflação — neste caso a inflação americana.

**JUROS-RELATIVOS-A-INFLAÇÃO:** Esta é a parte inflacionária dos juros nominais, que propomos sejam desdobrados e colocados na planilha de amortização e não na planilha de juros. Ela seria idêntica à inflação ocorrida no período.

**JURO-REAL-GARANTIDO:** É quando o devedor se compromete a pagar um juro real, acima da inflação, qualquer que seja a inflação futura. Pode se cobrar muito por esta garantia na forma de juros garantidos menores, uma vez que hoje o investidor não possui esta garantia. Hoje você aplica e se arrisca quanto à inflação futura.

**O DESDOBRAMENTO DOS JUROS:** Este plano propõe a separação da componente inflacionária dos juros da planilha de pagamento de juros e a coloca no seu devido lugar: na planilha de pagamento das amortizações. Um Sistema de Juros Duplos.



Nossos problemas começaram em 1977 quando a parte inflacionada dos juros nos obrigou a pré-pagar a nossa dívida antes do prazo estipulado.

Este juro seria pago juntamente com as amortizações e, a soma dos dois juros propostos, o juro-real e o juro-relativo-à-inflação, teoricamente, seria idêntica ao juro nominal cobrado atualmente. Os bancos e investidores estariam recebendo o mesmo juro, só que desdobrados em suas verdadeiras componentes.

O brado de guerra para esta proposta seria a "Correção Monetária da Dívida". Para a comunidade internacional tenho utilizado a frase *The Unbundling of Interest Rates*,

uma sutil referência ao fato que hoje os dois juros vêm empacotados juntos e que nós vamos separar a incorreção em juros-reais e juros-relativos-à-inflação.

O que estamos propondo a rigor é um sistema de taxas de juros duplos, o desdobramento da atual taxa inflacionada nas suas componentes. Estamos propondo um *Two Tier Interest System* para aqueles que estão negociando com banqueiros internacionais.

Fica claro agora para aqueles que entendem do sistema brasileiro de correção, que o Brasil está sendo obrigado a pagar toda a correção monetária de toda a sua dívida no ato. Se o BNH cometesse este mesmo erro, um mutuário com uma renda familiar de Cr\$ 900.000,00 por mês e uma dívida de 30 milhões de cruzeiros, teria de pagar mensalmente 3 milhões de cruzeiros só de juros, se considerarmos uma taxa de correção monetária de 10% ao mês. Somados a este valor a prestação, comida, educação e os gastos mensais que o nosso pobre mutuário tem, gastaria 3,9 milhões por mês e estaria quebrado, implorando ajuda ao FMI.

Em troca de empréstimos de emergência para cobrir o furo de caixa, nosso mutuário teria de assinar humilhantemente uma carta de intenções, comprometendo-se a reduzir as suas despesas familiares drasticamente, cortar o salário da empregada e reduzir os investimentos com a educação de seus filhos, exatamente o que o Brasil se comprometeu a fazer, aliado à promessa de ganhar mais, isto é, exportar mais e importar menos.

Estes dois pontos permitiram aos bancos internacionais emitir debêntures ou CDBs com inflação garantida, ou até cadernetas de poupança ou *savings account* a prova de inflação. O Brasil estaria ajudando a criar um mercado internacional baseado em taxas reais sobre saldos devedores corrigidos e não taxas nominais sobre saldos devedores, corroídos pela inflação, uma evolução mais do que benvinda no mercado financeiro internacional.

Os banqueiros internacionais não teriam nada a temer de um plano destes quanto a sua futura rentabilidade, uma vez que eles continuariam a cobrar taxas de intermediação fixas, acima da taxa de juros. Só que agora seriam acima de taxas reais e não nominais. Inclusive é fácil demonstrar que a lucratividade dos bancos iria até aumentar um pouco.

As projeções financeiras destes dois pontos iniciais mostram que somente esta medida já eliminaria a necessidade de pedir ajuda ao FMI e nos devolveriam as reservas internacionais de que tanto precisamos.

O Brasil não está atrasado em seus pagamentos de juros. É o sistema financeiro internacional que está atrasado na sua teoria contábil em regimes de inflação. Os economistas do FMI (e alguns dos nossos também) estão lançando amortizações da dívida na nossa conta de lucro e perdas e não é à toa que somente apresentamos prejuízos.

Ou, colocado de outra forma para quem entende o mínimo de contabilização de dados econômicos, estão lançando as despesas de juros, mas não estão reconhecendo a receita não realizada da corrosão da nossa dívida pela inflação americana.

## Proposta 2: Uma forma de reduzir os juros reais

O segundo problema que o Brasil enfrenta atualmente refere-se à elevada taxa de juro-real do mercado

atual. Além dos juros nominais estarem elevados porque incorporam a inflação americana, também os juros reais estão elevados devido ao déficit do tesouro americano e a instabilidade e insegurança do mercado financeiro internacional. Por isto o investidor exige uma taxa de juros mais elevada para investir num banco que empresta para o Brasil do que se investisse em Letras do Tesouro Americano. Só o agiota está disposto a emprestar ao Brasil — dado o clima de insegurança reinante — e cobra caro pelo seu risco.

Não temos dúvida que a implantação dos dois primeiros pontos já contribuiria para reduzir o clima de insegurança e, por conseguinte, as taxas de juros. É só analisar as projeções financeiras da Proposta 1 em anexo.

Mas podemos reduzi-los ainda mais. Como?

**Ponto 3.** O Brasil garantirá um juro real positivo, à taxa que for combinada entre as partes. Hoje o investidor americano não possui este tipo de garantia. Obviamente o Brasil irá cobrar caro por esta garantia, sob a forma de oferecer juros-reais-garantidos muito inferiores aos juros reais esperados.

Um investidor somente conhece o juro real auferido pelo seu depósito, depois de transcorrido o período de aplicação e por isto o chamamos de juros-reais-esperados. Aplica-se numa letra de câmbio hoje que renderá 150% nos próximos 12 meses, mas somente saberemos se ganhamos ou perdemos depois de transcorridos estes 12 meses e for conhecida a taxa de inflação.

Esta insegurança quanto a remuneração, obviamente, eleva a taxa de juros para o Brasil. E o Brasil paga este ágio à toa.

As taxas de juros reais no mercado internacional estão por volta dos 4,0%, enquanto que a média histórica tem sido de 2%.

Agora, pergunte a qualquer investidor estrangeiro qual das opções ele prefere:

- a) Um provável juro real de 4%, mas incerto?
- b) ou um juro real garantido de 3,5%?

Ou pergunte a si mesmo: você preferiria 6% de juros numa caderneta com base em ORTNs expurgadas e manipuladas ou somente 1% de juros mais a inflação medida pelo DIESE? E neste caso estamos reduzindo o juro real de 5 pontos percentuais; e mesmo assim, a maioria prefere 1% com o índice do DIESE.

Os 12 banqueiros americanos e jornalistas internacionais a quem colocamos esta pergunta, escolheram os 3,5%. Continuavam a preferir 3,0% garantidos aos 4% incertos. Somente quando abaixamos os juros para 2,5% é que alguns preferiram correr o risco dos 4% incertos. Mas fica claro que a grande maioria prefere um juro real menor, mas garantido, do que um juro real maior, mas incerto. Muitos brasileiros prefeririam 0% de juros reais mais a inflação medida pelo DIESE do que a caderneta com base em ORTN.

Somente esta medida reduziria a nossa taxa de juros entre 0,5% a 1,5% ao ano proporcionando uma economia de mais de 1 bilhão de dólares ao ano para a nação brasileira.

Essa garantia, por sinal, é uma consequência direta e automática da Proposta 1 que garante também, através dos juros-relativos-à-inflação, a manutenção do poder de compra do dinheiro depositado pelo investidor. Parece que

estamos dando boas vantagens — mas na realidade estamos nos beneficiando mais do que eles. É que hoje já garantimos a inflação americana — disfarçada que ela está nos juros. Nossa proposta é que tornemos esta garantia explícita em contrato e cobremos por esta garantia através de taxas de juros mais baixas.

Pode o Brasil garantir a inflação americana? A resposta é positiva. Na realidade o Brasil já a garante, embutida que está nos juros.

E se a inflação americana subir 100%? Provavelmente os preços de nossas exportações também subirão entre 95% a 105%. Contanto que o Brasil tenha uma pauta de exportações mais ou menos diversificada, e a tem, não há problemas. E seriam muito menores do que uma *Prime Rate* de 102% que esta inflação geraria.

Nossas projeções mostram que seria muito mais fácil garantir a inflação americana usando a Proposta 1 do que usando a sistemática atual de renegociação da dívida.

### **Proposta 3: Devolvendo estabilidade financeira ao mercado**

Uma das regras básicas da atividade bancária é que empréstimos a longo prazo devem ser lastreados por depósitos aplicados por período idêntico ao empréstimo. Deveria haver um perfeito casamento entre os recursos financeiros e os empréstimos no que concerne ao período de aplicação.

Mas esta regra não tem sido obedecida no mercado internacional. A maioria dos bancos, incluindo o nosso BNH, estão captando recursos a curto prazo e aplicando a longo prazo.

Operações não lastreadas com períodos a descoberto são possíveis, mas elas aumentam a instabilidade financeira internacional e, de vez em quando, ocorre uma crise de liquidez — como esta que estamos enfrentando atualmente.

Os banqueiros internacionais não são totalmente culpados por esta prática um tanto arriscada: a verdadeira culpada é a inflação americana. Foi ela que destruiu o mercado de aplicações a longo prazo, uma vez que o risco da inflação se tornou muito elevado. Ninguém mais sabe qual vai ser a inflação americana daqui a dois anos, e por isto a maioria dos aplicadores somente investe em títulos de 6 meses ou 1 ano. Na Argentina, ninguém aplica por mais de 4 dias.

Para contornar este problema, os banqueiros internacionais criaram contratos de empréstimos, com taxas de juros flutuantes, uma saída que pareceu muito inteligente na época. Com taxas flutuantes os banqueiros puderam novamente aplicar a longo prazo apesar de estar captando somente a curto, porque países como o Brasil se comprometeram a pagar a taxa de juros de curto prazo em vigor a cada 6 meses, qualquer que fosse ela. Embora fossem operações não lastreadas, eles poderiam rolar a dívida facilmente com depósitos a curto prazo, uma vez que a taxa já estava garantida.

A história presente mostrou que este foi o erro financeiro do século, e que foram as taxas flutuantes que nos colocaram nesta crise internacional sem precedentes, além de manter os juros reais elevados. Vejamos:

Suponhamos que um investidor americano queira retirar o dinheiro que investiu por 5% ao ano, por um prazo de 6 meses. Como o banco internacional não tem o dinheiro disponível, uma vez que ele está investindo em projetos

como Itaipu, o banco terá que convencer o investidor, de alguma maneira, a manter o dinheiro aplicado pelo menos por mais seis meses. Para isto ele possui uma poderosa arma: a taxa de juros. O investidor é convencido a não mais ir àquele cruzeiro marítimo que pretendia fazer, em troca de um juro de, digamos, 7% ao ano, e não mais os 5% que estava recebendo.

Talvez o gerente do banco consiga convencê-lo oferecendo uma taxa menor do que 7%, digamos, 6%, mas o ponto onde queremos chegar é que simplesmente não existe a preocupação por parte dos banqueiros estrangeiros em manter a taxa de juros baixa. Para eles tanto faz, uma vez que o Brasil assinou de antemão um contrato dizendo que pagaria a taxa que fosse necessária para manter o investidor satisfeito.

Em quanto esta prática aumenta as taxas de juros nunca saberemos, mas acreditamos que ela mantém os juros pelo menos 0,5% acima do que deveriam ser. E isto nos custa 500 milhões de dólares a mais por ano.

Verdade seja dita, o Brasil não tinha outra alternativa na época a não ser aceitar contratos com juros em aberto e, na década dos 70, quando a maior parte da dívida foi contraída, a inflação americana era baixa. Ninguém poderia ter imaginado, quando assinou os contratos de empréstimo, que a taxa de juros chegaria aos níveis de 20% como chegaram em 1980 e 1981.

Mas, esta forma de contrato com juros em aberto foi o início de nossos problemas. A proposta de juro real fixo traria de volta a segurança financeira para o Brasil. Saberíamos de antemão a verdadeira taxa de juros que estariam pagando.

Poderíamos também oferecer taxas maiores para investimentos a longo prazo, hoje totalmente inexistentes. Ninguém aplica por 5 anos a taxas fixas com medo da inflação. Mas, à medida que o Brasil garanta a inflação americana, investimentos a longo prazo voltarão a existir se remunerarmos com uma taxa de juro real maior do que o juro oferecido para aplicações a curto prazo.

E este ágio adicional não precisa ser muito grande. Se remunerarmos com 2% aplicações por 1 ano, muitos investidores serão atraídos por um *bond* ou debênture de 5 anos que ofereça 2,75%. Obviamente, os investidores comprariam um pouco de cada tipo de prazo. Companhias seguradoras certamente iriam ser atraídas por prazos maiores e taxas maiores.

Com este novo sistema, estariam lentamente eliminando a perigosa prática bancária internacional de captar a curto prazo (6 meses em média) e aplicar a longo prazo (5 anos em média).

De início, recomendariamos aos países devedores a oferecer estas vantagens de juros-reais-garantidos somente para aplicações superiores a 2 anos, por exemplo, ou para contratos ainda mais longos com repactuações de juros somente a cada dois anos. Um contrato de 4 anos, teria um juro real fixo por 2 anos ao fim dos quais, seria repactuado com a taxa de juro real da época. Uma grande diferença com relação ao que acontece hoje, quando um contrato deste prazo teria 8 taxas de juros diferentes e não somente duas.

**Ponto 4. Juros reais garantidos serão oferecidos somente a depósitos ou empréstimos superiores a 3 anos.**

Em todo caso, é bom lembrar que juros reais variam muito menos do que juros inflacionados ou nominais. Na

maioria dos anos, a taxa de juros reais se manteve entre 0 e 1,8% ano após ano, enquanto que os juros inflacionados variaram de 4 a 20%, uma diferença de 16% entre o máximo e o mínimo.

Não somente estaríamos melhorando a segurança e diminuindo a instabilidade financeira internacional, mas dando real sentido aos períodos de carência. O Brasil descobriu um tanto tarde que o período de 3 anos obtidos para construir Itaipu de nada adiantou, dadas as taxas de juros de 20% que prevaleceram em 1980 e 1981. Tivemos que pagar 60% da dívida durante o dito período de carência quando o projeto nem estava ainda na fase operacional e, naturalmente, quebramos. E não por culpa nossa como alardeia a opinião pública internacional.

É por isto que quebramos logo após o México, apesar da assertiva do Delfim de que isto não aconteceria conosco porque o Brasil tivera o cuidado de tomar empréstimos de longo prazo, pagando *spreads* de acordo. De nada adiantaram empréstimos a longo prazo quando a inflação americana os tornou de curto prazo.

Este fenômeno não atingiu somente os países em desenvolvimento, por "estranha" coincidência. Nos Estados Unidos o nível de falências e concordatas cresceu 45% em 1980 e 1981 e aproximadamente 44% somente no primeiro semestre de 1982. O que a maioria dos americanos não percebeu é que este fato foi devido à inflação incorporada nos empréstimos e não a uma má administração financeira por parte das empresas americanas de um ano para outro.

#### Proposta 4: Uma fórmula para reduzir as taxas de intermediação ou *spreads*

Um terceiro problema que estamos enfrentando são as elevadas taxas de intermediação que os bancos estão nos cobrando para renegociar a dívida. Do ponto de vista dos banqueiros, eles simplesmente estão nos cobrando um ágio adicional devido ao risco maior que estariam incorrendo. Atualmente estamos pagando 1,7 a 2% de *spread* além dos juros inflacionados. Normalmente estes *spreads* têm variado em torno de 0,5% a 1,00%.

Alguns banqueiros já perceberam que cobrar um *spread* muito elevado simplesmente aumentará ainda mais o seu risco e dificultará, senão inviabilizará, o recebimento da dívida.

Pela análise que estamos apresentando, o risco do Brasil ocorreu somente porque os bancos utilizaram juros inflacionados e não o sistema de juros duplos que estamos propondo. O risco portanto inexiste e os *spreads* mais elevados não se justificam.

Uma saída interessante seria oferecer *spreads* à prova de inflação americana, uma consequência natural deste plano, uma vez que agora seriam calculados sobre o saldo devedor corrigido e não mais sobre um saldo devedor fixo.

Este item seria um forte incentivo para os bancos aceitarem as demais propostas deste plano. Afinal *spreads* fixos pela duração do contrato, a prática atual, significam uma perda a cada ano por causa da inflação. Para um empréstimo de 7 anos a perda inflacionária poderia chegar a 30% no total dos anos.

Obviamente não seremos tolos e, esta garantia de correção de *spreads*, só seria dada em troca de uma redução na taxa de *spreads* de, no mínimo, 0,5 pontos percentuais.

O Quadro 3, mostra que com 0,50 de redução, a lucratividade do banco permaneceria idêntica, com a vantagem para o Brasil de uma redução adicional de 500 milhões de dólares para 1984 e 1985.

QUADRO 3

Como Reduzir os <i>Spreads</i>		
Spreads sobre saldo corroído pela inflação — 1,75%	Spreads sobre saldo corrigido à prova de inflação mas menores — 1,25%	Calculados sobre uma dívida de 90.000 milhões
1984	1.575	1.125
1985	1.472	1.125
1986	1.376	1.125
1987	1.286	1.125
1988	1.202	1.125
1989	1.123	1.125
1990	1.049	1.125
1991	981	1.125
1992	917	1.125
1993	857	1.125
Total	11.836	11.250

(milhões de dólares em 1983)

Pagar 1,25% corrigido daria um alívio de 400 milhões de dólares em 1984 e 1985 e não faria diferença para os banqueiros, uma vez que receberiam o mesmo total nos 10 anos — com uma vantagem: garantia contra a inflação. Se oferecermos 1,40% ao invés de 1,25% eles estariam ganhando a longo prazo, e nós a curto prazo, com relação à sistemática atual.

Consideraríamos justo pagar uma taxa de intermediação de 20% a 30% da taxa de juro-real. Estes 20% já são um padrão nos últimos tempos. Só que agora seriam calculados sobre o juro-real e não sobre o juro inflacionado.

**Ponto 5.** Os *spreads* seriam fixados em 20% a 30% da taxa de juro real, uma remuneração justa entre aplicador e instituições financeiras envolvidas. Pagaríamos 30% da taxa de juros reais somente para empréstimos superiores a 10 anos. Em troca pagaríamos estes *spreads* sobre saldo devedor corrigido e não sobre um saldo fixo, depreciado anualmente pela inflação americana.

Esta proposta teria o efeito de reduzir as taxas de intermediação para os níveis pré-crise, que eram de 0,5% a 0,9%. Isto obviamente está muito longe dos *spreads* cobrados hoje em dia, injustamente por sinal.

Novamente, esta não teria, a rigor, de ser uma exigência muito forte por parte do negociador neste momento em que estamos sem nenhum poder de barganha. Mas não custa mostrar a lógica aqui exposta. Implantando os pontos 1 a 3, pelas projeções financeiras apresentadas adiante, vemos que em poucos anos teríamos reservas internacionais suficientes para barganhar *spreads* mais reduzidos. O próprio risco se reduz dada a evidência de um país dispor de reservas internacionais.

A intenção desta proposta é simplesmente acelerar este processo de redução da taxa de risco, uma vez que o risco foi na realidade causado pela inflação deles e não pela nossa, e simplesmente não existe se observada pela contabilidade correta.

Agora, poderíamos oferecer os mesmos *spreads* de 2% sobre o saldo devedor corrigido aos primeiros 20 bancos que se adaptarem ao novo sistema, e com isto quebraríamos a inviolabilidade do sistema, um forte argumento para se utilizar na hora de renegociar com os demais banqueiros.

### Proposta 5: Superávits comerciais que promovam o crescimento e não a recessão

O Fundo Monetário Internacional está exigindo que o Brasil consiga um superávit “lucro comercial” superior às suas despesas de juros, o que parece uma proposta muito lógica e sensata. Afinal, se um país não conseguir obter um superávit que não cubra sequer os juros, como é que ele conseguirá pagar a dívida?

O Brasil paga por volta de 12 bilhões de dólares só de juros por ano. Portanto, ele deveria ter um superávit de pelo menos 12 bilhões por ano. Quando Margaret Thatcher diz que chegou a hora de acertar as contas, é a esta conta que ela se refere. Se conseguirmos 13 bilhões, então, a rigor, o país poderia até amortizar 1 bilhão de dólares da dívida e neste ritmo, levaria 95 anos para quitar a dívida por inteiro.

Mas, esta exigência econômica não somente é recessiva para a economia brasileira como é totalmente falaciosa. O padrão de avaliação correto seria exigir que os países devedores cobrissem os seus pagamentos de juros-reais, com certa margem de folga, e não os seus pagamentos de juros-inflacionados ou mominais.

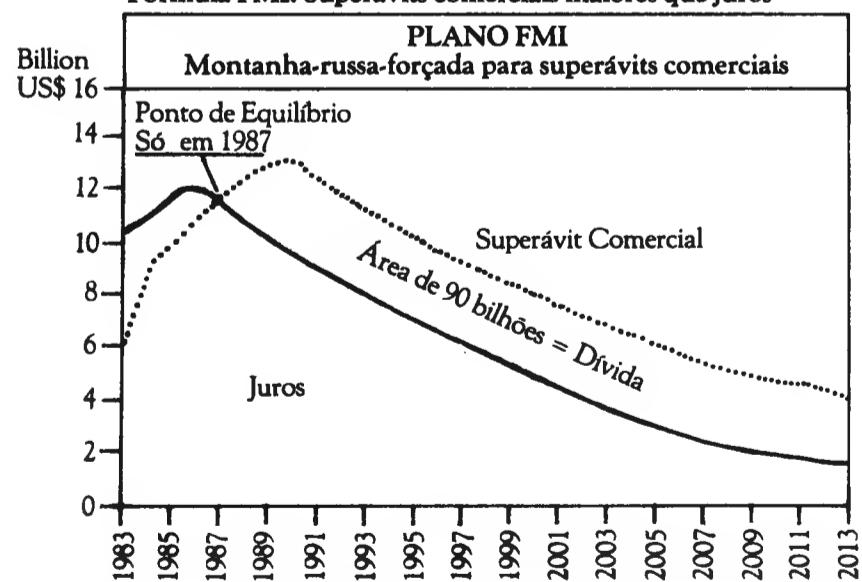
Em vez de cobrir juros inflacionados calculados sobre uma dívida fixa, propomos que o FMI mude a sua rídicula exigência atual para uma fórmula mais realista: os países deveriam cobrir os juros reais calculados sobre a dívida corrigida.

Este pequeno detalhe muda radicalmente o efeito recessivo das propostas do FMI. Vejam o caso brasileiro: Com um superávit de 6,5 bilhões alcançado em 1983 o Brasil já superou em 300% as suas despesas de juros-reais. Para 1984, com uma promessa de 9 bilhões estaríamos superando as nossas necessidades em 500%, com graves sacrifícios para a economia. Para que? Somente para satisfazer um padrão contábil de um sistema financeiro que desconhece os efeitos de sua própria inflação?

Porque forçar o país numa Montanha-Russa do FMI onde ficaria muito difícil, de 1983 até 1988, galgar as necessidades de superávits comerciais cada vez maiores e, a partir daí muito fácil atingi-las uma vez que seriam lentamente corrídas pela inflação americana, como mostra o Gráfico 1.

GRÁFICO 1

Fórmula FMI: Superávits comerciais maiores que juros



Depois de reorientar totalmente a nossa economia dentro de um modelo exportador para atingir 14 bilhões de superávit, é óbvio que não iríamos voltar atrás e reduzir estes superávits lentamente ano após ano. E aí os americanos

estariam reclamando deles, como fazem continuamente com o Japão.

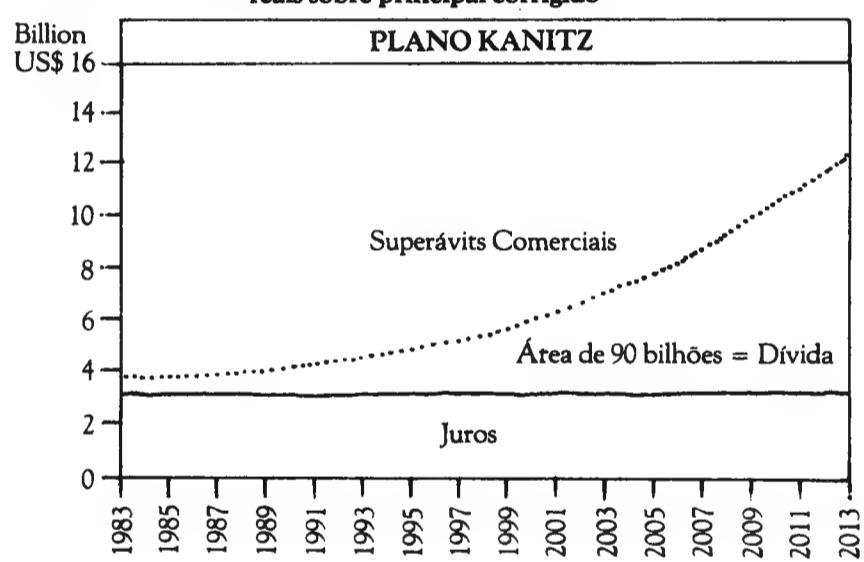
Esta proposta de renegociação incluiria o compromisso do país de obter superávits nas suas transações comerciais de pelo menos 25% acima dos pagamentos de juros-reais nos primeiros anos, aumentando a cada ano até 100%, uma margem bastante aceitável para a maioria dos banqueiros internacionais.

**Ponto 6.** Os países tomadores se comprometeriam a conseguir um superávit comercial 25% maior do que o pagamento dos juros reais calculados sobre a dívida ou saldo devedor corrigido, nos primeiros dois anos, aumentando a margem gradualmente até 100% no período de 10 anos. Não seriam mais obrigados a obterem superávits superiores aos juros nominais ou inflacionados.

No caso do Brasil, os superávits para 1983 e 1984 estariam entre US\$ 2 bilhões e US\$ 4 bilhões — ao invés dos herculeos US\$ 9 bilhões estabelecidos em carta de intenções ao FMI.

O Gráfico 2 mostra a projeção deste ponto número 6, uma forma muito mais correta de distribuição de superávits ao longo do período da dívida. Notem que em ambos os gráficos, a área de excedente corresponde exatamente aos 90 bilhões da dívida.

GRÁFICO 2  
Fórmula Realista: Superávits comerciais maiores do que juros reais sobre principal corrigido



Notem que os juros agora são uma reta, apesar de serem calculados sobre saldo devedor corrigido. Por que? Porque o gráfico está em termos de dólares de 1983 ou seja, deflacionado. Com o aumento do saldo devedor, haveria um aumento mais ou menos correspondente nos preços de nossas exportações. Em termos de sapatos, por exemplo, o Brasil teria de exportar sempre o mesmo volume.

A rigor deveríamos superar estes juros em 3 bilhões ao ano para, no período de 30 anos, saldar a dívida inicial de 90 bilhões. O que equivaleria a uma outra reta acima da reta dos juros.

Mas esta seria uma solução ilógica, uma vez que o Brasil e o mundo estarão crescendo nestes 30 anos e assim cresceriam as nossas exportações e superávits. Portanto, em vez de um superávit fixo de 6 bilhões ao longo dos 30 anos, seria muito mais lógico embutir uma taxa de crescimento nestes 30 anos, de tal sorte que os superávits iniciais seriam menores do que os superávits finais, tal como o gráfico apresentado.

Com o compromisso de obtermos superávits

superiores aos juros-reais e não juros-irreais poderemos retomar o crescimento industrial e agrícola deste país, permitindo que as importações cresçam 25% em 1984.

#### Proposta 6: Uma salvaguarda constitucional para nunca mais acontecer

A fim de restabelecer a segurança e a estabilidade financeira mundial e brasileira, a seguinte salvaguarda deveria ser seguida com rigor no futuro.

**Ponto 7.** O Brasil se compromete a manter, como reservas internacionais, os superávits gerados por este plano na balança de pagamentos, até atingirem no mínimo 20% da dívida.

Estas reservas seriam utilizadas para o financiamento de exportações, garantindo que as metas de superávits comerciais sejam de fato alcançadas. Sob os ditames do Plano FMI será muito difícil alcançar as metas de superávits, justamente pela ausência de reservas e recursos para financiar as exportações.

Parte destas reservas, digamos 25%, poderiam ser administradas pelo próprio FMI, ou por um *Eximbank* Americano e Brasileiro a fim de tranquilizar a comunidade financeira, um tipo de penhor ou caução, mas sobre o qual teríamos um certo controle.

Esta proposta resolveria o impasse criado entre o Brasil e os banqueiros: eles não querem permitir ao Brasil acumular reservas com medo de que, com isso, possamos decretar uma moratória e sermos bem sucedidos. Por outro lado, sem reservas não iremos obter os superávits que eles exigem.

Uma vez atingida a meta de 20% poderíamos escolher entre três hipóteses:

- começar lentamente a saldar a dívida externa;
- aumentar as reservas até atingirem a relação para 25 a 30% da dívida, algo que, pessoalmente, recomendariamos;
- contrair novas dívidas — desde que a relação reservas/dívidas se mantivesse superior a 20%.

Esta salvaguarda de 20% serviria a muitos propósitos. Daria confiança aos banqueiros de que nossos futuros governos não cairiam na tentação de sair logo gastando as reservas recém conquistadas em novas obras. Uma salvaguarda que deveria ser discutida na próxima constituinte e incluída na nossa carta magna.

Esta fórmula permitiria uma função mais inteligente e sadia para o FMI. Em vez de exigir reformas draconianas quando não há mais tempo e espaço para manobras, eles exigiriam pequenos ajustes paliativos sempre que as reservas caíssem abaixo dos 20% da dívida — enquanto o País ainda dispõe de tempo.

Finalmente, esta relação mínima de reservas garantiria uma segurança financeira e um lastro para enfrentar as constantes variações nos termos de troca, um problema grave de todo país essencialmente agrícola.

#### Considerações Políticas

Um dos aspectos mais promissores destas seis propostas é a sua viabilidade política. Ela possui aspectos políticos extremamente interessantes. É uma solução elegante e vendável para ambos os lados. E o que é mais importante:

permite a ambos os lados parecerem vitoriosos nos seus respectivos países, um aspecto que nenhum político pode deixar de apreciar.

O Brasil voltará a crescer e precisará de superávits menos recessivos, de acumular reservas e de criar uma estabilidade econômica e social.

Os banqueiros, apesar de fazerem algumas importantes concessões, poderão dizer aos seus acionistas que o Brasil se comprometeu a pagar um juro real e positivo, pela primeira vez na história, além de garantir o poder aquisitivo do dinheiro emprestado. Poderão dizer também que o Brasil se prontificou a pagar duas taxas de juros em vez de uma, o que pode parecer um negócio da China. E nunca mais os países em desenvolvimento terão aquela "mamata" de desfrutarem taxas de juros negativas, às custas do investidor americano, como fizeram em 1974 e 1976 — e nem queremos. Taxas negativas acabam custando muito caro anos depois, como estamos sentindo na pele hoje.

Existe uma corrente que propõe soluções políticas para a dívida, o que significa negociações governo a governo, embora não seja muito clara a solução técnica a ser discutida entre ambos. Agora, diante do péssimo trabalho de lobby feito pelo governo brasileiro perante a opinião pública mundial, as perspectivas de sairmos com vantagens destas negociações políticas são bastante remotas. No mínimo teríamos, por exemplo, de entregar a indústria de informática.

Esta proposta é elegante, no sentido científico da palavra, é uma solução tecnicamente lógica e correta, que permite uma saída política honrosa para ambos os lados. O *Journal of Commerce* fez um editorial desta proposta com o título: "Uma saída para o impasse?". O impasse sendo a provável recusa do povo brasileiro em "agüentar" o FMI, e a recusa deles em aceitar uma moratória.

Soluções do tipo pagarmos somente X% de nossas exportações não são operacionais e não são políticas. Não há como incorporar esta solução no contrato de empréstimo entre o *Wells Fargo Bank* e uma empresa brasileira. Soluções deste tipo simplesmente centralizariam e estatizariam ainda mais nossa economia.

Esta proposta independe de governo. É uma solução de mercado, não requer a boa vontade do Presidente Reagan, nem concessões políticas de nossa parte.

Que os banqueiros, ou talvez os advogados dos banqueiros que "bolaram" financiamentos com taxas flutuantes, são os grandes culpados, não há dúvida. Mas enquanto a "casa está pegando fogo", não é hora de se discutir quem é o culpado, mas sim tentar apagá-lo. E, se percebermos que os banqueiros estão ajudando nesta tarefa, talvez a sentença seja mais branda na hora do julgamento definitivo e final.

Isso não significa que esta proposta não requer atividade política. Uma, por exemplo, seria a luta para conseguirmos de volta as reservas perdidas de 1980 para cá. Este plano permitiria novamente o acúmulo de reservas, mas nada poderia fazer com relação às reservas que deveríamos ter neste momento e que perdemos devido ao sistema atual.

Um dos caminhos seria o Banco Brasil-Americano para Exportação que mencionamos na Proposta 6, onde o governo americano entraria com recursos equivalentes aos colocados pelo Brasil, duplicando as reservas que iríamos acumular. Mas isto não devolveria os 20 bilhões que deveríamos ter hoje e não temos.

Mais cedo ou mais tarde, um sistema de juros-duplos será implantado, não temos a menor sombra de dúvida. Por uma razão muito simples: há um vasto mercado para ele. Existem bilhões de dólares à espera de um instrumento financeiro que garanta a inflação. É só observar o mercado do ouro, que não rende juros e não garante totalmente a inflação. Somente esperamos que essa implantação não seja feita tarde demais para a nação brasileira.

Finalmente, o sistema atual de financiamentos internacionais está conceitualmente errado. Só tem a tradição e inércia a seu favor.

Temos sido criticados constantemente com o argumento de que os banqueiros não aceitariam tal proposta, por pessoas que, infelizmente, sequer tiveram o trabalho de discuti-la com banqueiros. Simplesmente acham que haverá resistência, o que não tem sido verdade. Eles têm sido muito receptivos. Já conhecem a projeção do tipo FMI apresentada neste trabalho e sabem que terão uma árdua tarefa até 1998, financiando os juros não pagos do Brasil — mas que outra alternativa eles têm? Mas, ultimamente, estão começando a se preocupar com o fato de que, para seus acionistas e a opinião pública internacional, eles estão jogando dinheiro bom atrás de dinheiro ruim ano após ano. E já temem que seus acionistas não continuarão permitindo isto — inviabilizando o único plano que tinham. Com esta proposta eles não precisam jogar dinheiro bom atrás de dinheiro ruim. A parcela que não pudermos saldar (a parte de juros inflacionados), ficamos desobrigados de pagá-la, eliminando assim nossos atrasos. Mas, esta diferença será automaticamente acrescida à dívida, sem novos empréstimos.

Precisamos mostrar que o Brasil não está atrasado em seus pagamentos, mas que é o sistema internacional que está atrasado em sua contabilidade. Precisamos também mostrar, de forma firme, que o Brasil não será o único a se adaptar às novas realidades financeiras internacionais e os banqueiros terão de se adaptar, mesmo que isto signifique mudar um ou outro regulamento bancário.

Agora, se eles acham que nós seremos os únicos a adaptarmo-nos, eles estão redondamente enganados.

#### QUADRO 4

##### Economias para 1984-1986 deste plano:

	Dólares
O Desdobramento dos Juros .....	4,0 bilhões
Juros Reais Garantidos mas Menores .....	2,0 bilhões
Spreads sobre saldo corrigido mas menores ...	0,8 bilhões
<b>TOTAL POR ANO .....</b>	<b>6,8 bilhões</b>

#### O Plano do FMI

Nossas projeções financeiras mostram que se o Brasil renegociar sua dívida internacional de US\$ 90 bilhões este ano, usando os atuais modelos contratuais, teremos que recorrer sucessivamente ao FMI para obtenção de recursos adicionais, até o ano de 1998, por mais 15 anos. Pior do que isso, estaremos sem reservas internacionais até aquele ano, comprometendo a segurança nacional e nos deixando, durante este período, sem nenhum poder de negociação.

Depois que as primeiras modestas reservas internacionais se acumularem — em 1999, se chegarmos até lá — serão necessários outros 15 anos, até 2013, para que o Brasil

possa gerar reservas superiores à dívida, em 1983. Finalmente, três anos mais tarde, em 2016 — 33 anos depois do acordo com o FMI — todos os atuais e futuros empréstimos estarão liquidados.

Além dos recorrentes apelos a novos auxílios do FMI — no mínimo mais 27 cartas de intenções não cumpridas — e dos longos períodos necessários para reconstruir as reservas e quitar a dívida de 1983, existem outros aspectos questionáveis sobre a viabilidade do plano do FMI.

**Hipóteses utilizadas:** para garantir a comparabilidade, todas as projeções financeiras estão baseadas nas mesmas hipóteses básicas. Estas hipóteses incluem um crescimento econômico médio mundial de 2,5% a 3,5% anualmente e uma inflação média anual nos Estados Unidos de 5% durante 1983 e 1984, aumentando para 7% daí em diante. Uma hipótese muito provável, e que irá trazer muitas dores de cabeça em termos de um aumento ainda maior nas taxas de juros. O superávit comercial começa com os US\$ 6,5 bilhões estabelecidos na carta original de intenções do Brasil ao FMI. As taxas de juro real, incluindo os spreads, mantém a média de 7,2%.

As projeções do superávit comercial começam com os US\$ 6,5 bilhões estabelecidos para 1983, US\$ 9 bilhões para 1984, crescendo, daí em diante, a uma taxa de 3,6% ao ano. Mas, embora a marca dos US\$ 6,5 bilhões tenha sido alcançada ano passado, ela foi conseguida através de severa supressão das importações, dizimando os estoques estratégicos e comprometendo numerosas indústrias que dependem de importações. Repetir este ano o feito dos 6 bilhões de 1983 é altamente questionável, quanto mais conseguir o objetivo de um superávit comercial de US\$ 9 bilhões em 1984.

Além disso, o modelo assume que a entrada adicional de capital (i.e., investimentos estrangeiros e novos empréstimos espontâneos dos bancos) totalizará US\$ 4.020 milhões, à taxa histórica este ano e crescerá, em média, 3,5% ao ano, daí em diante. Mas, nas condições atuais, isto é demasiado otimista. O governo admite, que mesmo as projeções feitas no começo deste ano, foram no mínimo 50% mais altas do que os US\$ 1,5 bilhões previstos para investimentos estrangeiros.

Resumindo, renegociar e depois repagar a atual dívida brasileira, dentro das práticas financeiras aceitas hoje em dia, na melhor das hipóteses, será um processo longo, árduo e incerto. Somente no ano 2002 conseguiremos reservas iguais a 20% do total da dívida.

Peço ao leitor demorar-se um pouco na Tabela PLANO FMI. É uma projeção de país concordatário. É nesta projeção que o mundo se baseia e que se comenta como sendo a verdadeira situação do Brasil.

Fica claro também que o plano do FMI não significa apenas 2 ou 3 anos de sacrifício, como muitos acreditam. E ficar 12 anos sem reservas internacionais não é somente uma questão de segurança econômica, mas também de segurança nacional — algo que a oposição há muito tempo já sabia e, agora, alguns militares estão percebendo. Outros, já estão em dúvida se cumprem a promessa de dar cobertura militar aos nossos economistas por um período que, pelo exposto, será muito superior ao que foram levados a crer.

Precisamos pelo menos mostrar ao mundo que a projeção foi feita usando conceitos antiquados. O Brasil parece mal porque estão exigindo que o país pague toda a correção monetária de toda a sua dívida, todo ano: um absurdo eco-

**QUADRO 5**  
**PLANO FMI**

**Hipóteses:** Prime Rate incluindo spread = 13% em 83 e 84 aumentando para 15% em 85 em diante. Inflação americana de 5% em 83 e 84 aumentando para 7% em 85 em diante. Superavit de 9 bi em 84 aumentando 3.6% ao ano. Juro real efetivo de 7.8%.

**Resultados:** Empréstimos adicionais do FMI até o ano de 1998, embora em escala decrescente. Ficaremos sem reservas internacionais até 1999 mas que crescerão exponencialmente após 1999, e no ano 2013 pagaremos a dívida original e em 2016 as subsequentes.

Ano	Dívida Bruta	Juros Dívida	Outros Serv.	Juros Reserv.	Super-ávit	Capit. Adic.	Ajuda FMI	Excedente	Reser. Inter.	Div Liq.	Liqui. Dez.	Super-ávit Ac.
1983	90000	11306	3500		6500	4020	-4286	0	0	94020		6500
1984	94020	11811	3623	0	9000	4161	-2273	0	0	95976		15500
1985	95976	13765	3749	0	9324	4306	-3884	0	0	97887		24824
1986	97887	14039	3881	0	9660	4457	-3803	0	0	99744		34484
1987	99744	14305	4016	0	10007	4613	-3701	0	0	101532		44491
1988	101532	14562	4157	0	10368	4774	-3577	0	0	103241		54859
1989	103241	14807	4302	0	10741	4942	-3427	0	0	104856		65600
1990	104856	15038	4453	0	11128	5115	-3249	0	0	106360		76727
1991	106360	15254	4609	0	11528	5294	-3041	0	0	107736		88255
1992	107736	15452	4770	0	11943	5479	-2800	0	0	108967		100199
1993	108967	15628	4937	0	12373	5671	-2521	0	0	110030		112572
1994	110030	15781	5110	0	12819	5869	-2203	0	0	110904		125390
1995	110904	15906	5289	0	13280	6074	-1840	0	0	111563		138670
1996	111563	16000	5474	0	13758	6287	-1429	0	0	111981		152429
1997	111981	16060	5665	0	14253	6507	-965	0	0	112127		166682
1998	112127	16081	5864	0	14767	6735	-444	0	0	111970		181449
1999	111970	16059	6069	0	15298	6971	0	141	141	111475	1.00	196747
2000	111616	16008	6281	20	15849	7215	0	794	926	110602	1.01	212596
2001	111528	15995	6501	133	16419	7467	0	1523	2388	109311	1.02	229015
2002	111699	16020	6729	343	17011	7728	0	2333	4565	107555	1.04	246026
2003	112120	16080	6964	655	17623	7999	0	3232	7498	105186	1.07	263648
2004	112784	16176	7208	1075	18257	8279	0	4228	11236	102449	1.10	281906
2005	113685	16305	7460	1611	18915	8569	0	5330	15830	98986	1.14	300820
2006	114816	16467	7721	2270	19596	8869	0	6546	21341	94832	1.18	320416
2007	116173	16662	7992	3061	20301	9179	0	7887	27832	89920	1.24	340717
2008	117752	16888	8271	3992	21032	9500	0	9364	35376	84173	1.30	361749
2009	119549	17146	8561	5074	21789	9833	0	10989	44050	77511	1.36	383538
2010	121561	17434	8860	6318	22573	10177	0	12773	53942	69844	1.44	406111
2011	123785	17753	9171	7736	23386	10533	0	14731	65144	61076	1.52	429497
2012	126220	18103	9492	9343	24228	10902	0	16879	77761	51104	1.60	453725
2013	128864	18482	9824	11153	25100	11283	0	19230	91904	39813	1.70	478825
2014	131717	18891	10168	13181	26004	11678	0	21804	107696	27083	1.80	504829
2015	134779	19330	10523	15446	26940	12087	0	24619	125270	12779	1.91	531769
2016	138048	19799	10892	17966	27910	12510	0	27695	144769	-3242	2.02	559678

FONTE: Um Plano Para a Dívida Externa Stephen Charles Kanitz/USP

nômico e financeiro. Não é à toa que o nosso balanço é ruim no início. Mas, à medida que a inflação vai corroendo o capital tomado, atingimos um ponto de equilíbrio em 1999. Depois tudo será muito mais fácil. O duro será chegarmos até lá

Os US\$ 4,2 bilhões de empréstimos do FMI, nada mais são do que a perda de valor aquisitivo da dívida, ou seja a correção monetária que não deveríamos pagar e não temos sequer recursos para tanto. Os bancos estão sendo obrigados a nos emprestar recursos adicionais para cobrir esta parcela, contra a vontade de seus acionistas.

Muitos banqueiros têm visto esta proposta como uma excelente saída — eles não seriam obrigados a emprestar esta quantia adicional, ela seria automática.

#### A Tese do desdobramento dos juros

Por outro lado, se somente nossa proposta de desdobramento dos juros tivesse sido adotada pelo Brasil em 1983, a situação seria muito melhor. O país já teria gerado reservas equivalentes a 20% da dívida por volta de 1992 e 30% em 1996, levando-nos a uma situação muito mais segura, sem precisar recorrer à ajuda do FMI.

Se o leitor observar as projeções financeiras a seguir, irá notar que em nenhum ano sequer o país precisaria recorrer ao Sistema financeiro Internacional com mais recursos de emergência. Até o ano 2002, daqui a 19 anos, o Brasil teria gerado reservas internacionais no valor de sua

dívida de 1983 — inclusive corrigida — e estaria apto a liquidá-la, se quisesse. Dezenove anos é um período mais do que razoável, para qualquer banqueiro, especialmente se considerarmos que a dívida foi contraída para financiar projetos a longo prazo como usinas de aço, hidroelétricas, ferrovias etc.

Compare estas projeções com a do PLANO FMI, que usa as mesmas hipóteses básicas da economia. É difícil acreditar que ambas as projeções se referem ao mesmo país. A primeira mostra um país quebrado. A outra, um país com reservas crescentes e sem depender do FMI em nenhum ano sequer. Ambas liquidam a dívida totalmente em 2016 com o mesmo superávit acumulado durante todos estes anos.

Em qual dos dois “países” você investiria? Para qual dos dois você, como banqueiro, emprestaria mais dinheiro?

Obviamente o segundo “país”. O que paga juros reais agora e juros-relativos-à-inflação quando ela deve ser paga. Mesmo que não consigamos convencer os bancos e investidores a adotar este plano proposto, precisamos pelo menos mostrar nosso verdadeiro balanço, aquele elaborado dentro das técnicas contábeis corretas.

Agora, a prova dos 9: as projeções da hipótese de desdobramento dos juros seriam exatamente as projeções financeiras deste país — na hipótese de não existir inflação americana. Exatamente iguais. E aí chegamos à verdadeira conclusão: sem inflação americana as projeções brasileiras seriam lindas. Os juros cairiam. Mas, por outro lado, a

**QUADRO 6**  
Plano Kanitz (somente o desdobramento dos juros)

**Hipóteses:** Exatamente as mesmas utilizadas na análise do plano FMI: Prime Rate incluindo *spread* = 13% em 83 e 84 aumentando para 15% em 85 em diante. Inflação americana de 5% em 83 e 84 aumentando para 7% em 85 em diante. Superávit de 9 bi em 84 aumentando 3,6% ao ano. Juro real efetivo de 7,8%.

**Resultados:** Nenhuma ajuda do FMI necessária. Reservas internacionais crescentes a partir de 1984. No ano de 2002 a dívida original é liquidada, e em 2016 saldaremos as dívidas subsequentes. Exatamente o mesmo ano do plano FMI.

Ano	Dívida Bruta	Juros Dívida	Outros Serv.	Juros Reserv.	Super-ávit	Capit. Adic.	Ajuda FMI	Excedente	Reser. Inter.	Div. Liq.	Liqui Dez.	Super-ávit Ac.
1983	90000	7020	3500		6500	4020	0	0	0	94020	1.00	6500
1984	94020	7334	3623	0	9000	4161	0	2205	2205	95976	1.02	15500
1985	98181	7658	3749	172	9324	4306	0	2395	4600	97887	1.04	24824
1986	102487	7994	3881	359	9660	4457	0	2601	7201	99744	1.07	34484
1987	106944	8342	4016	562	10007	4613	0	2824	10025	101532	1.09	44491
1988	111557	8701	4157	782	10368	4774	0	3066	13090	103241	1.11	54859
1989	116332	9074	4302	1021	10741	4942	0	3327	16418	104856	1.14	65600
1990	121273	9459	4453	1281	11128	5115	0	3610	20028	106360	1.16	76727
1991	126388	9858	4609	1562	11528	5294	0	3917	23945	107736	1.18	88255
1992	131681	10271	4770	1868	11943	5479	0	4248	28193	108967	1.21	100199
1993	137160	10698	4937	2199	12373	5671	0	4607	32801	110030	1.23	112572
1994	142831	11141	5110	2558	12819	5869	0	4995	37796	110904	1.25	125390
1995	148700	11599	5289	2948	13280	6074	0	5415	43211	111563	1.28	138670
1996	154774	12072	5474	3370	13758	6287	0	5869	49081	111981	1.30	152429
1997	161061	12563	5665	3828	14253	6507	0	6361	55442	112127	1.33	166682
1998	167569	13070	5864	4324	14767	6735	0	6892	62333	111970	1.36	181449
1999	174304	13596	6069	4862	15298	6971	0	7466	69800	111475	1.39	196747
2000	181274	14139	6281	5444	15849	7215	0	8087	77887	110602	1.41	212596
2001	188489	14702	6501	6075	16419	7467	0	8758	86645	109311	1.44	229015
2002	195956	15285	6729	6758	17011	7728	0	9484	96129	107555	1.47	246026
2003	203684	15887	6964	7489	17623	7999	0	10268	106397	105286	1.50	263648
2004	211683	16511	7208	8299	18257	8279	0	11116	117513	102449	1.53	281906
2005	219962	17157	7460	9166	18915	8569	0	12032	129545	98986	1.57	300820
2006	228531	17825	7721	10105	19596	8869	0	13022	142567	94832	1.60	320416
2007	237399	18517	7992	11120	20301	9179	0	14091	156659	89920	1.64	340717
2008	246578	19233	8271	12219	21032	9500	0	15247	171906	84173	1.67	361749
2009	256079	19974	8561	13409	21789	9833	0	16495	188401	77511	1.71	383538
2010	265911	20741	8860	14695	22573	10177	0	17844	206245	69844	1.75	406111
2011	276088	21535	9171	16087	23386	10533	0	19301	225545	61076	1.79	429497
2012	286621	22356	9492	17593	24228	10902	0	20874	246420	51104	1.83	453725
2013	297523	23207	9824	19221	25100	11283	0	22574	268993	39813	1.87	478825
2014	308806	24087	10168	20981	26004	11678	0	24409	293402	27083	1.92	504829
2015	320485	24998	10523	22885	26940	12087	0	26391	319793	12779	1.96	531769
2016	332572	25941	10892	24944	27910	12510	0	28531	348324	-3242	2.01	559678

FONTE: Um Plano Para a Dívida Externa - Stephen Charles Kanitz/USP.

dívida não seria corroída pela inflação americana — mesmo assim as projeções seriam róseas, mesmo usando a taxa de juros reais-mais-spreads de 7,8% — indiscutivelmente elevada.

Portanto esta análise prova que o problema não é o Brasil e os demais países do terceiro mundo. O problema é, exclusivamente, a inflação americana.

#### Projeção do Plano por Inteiro. A Verdadeira Situação

No entanto, nossa primeira projeção é uma visão incorporando somente o desdobramento dos juros e as exigências do FMI quanto ao objetivo de alcançar os US\$ 9 bilhões como superávit comercial em 1984 — uma exigência absurda e incorreta como já vimos.

Se todo plano ultimamente proposto viesse acompanhado de suas projeções perderíamos muito menos tempo com idéias que não funcionam. Por isto, vamos analisar detalhadamente as projeções financeiras dos 6 pontos propostos. Dizemos isto porque nenhum banqueiro agüenta mais escutar novas soluções, já que economistas americanos as estão produzindo numa média de 3 por dia e soluções brasileiras ficam sem ser ouvidas.

Numa projeção completa relevamos a carga de uma meta quase impossível para 1984 — os US\$ 9 bilhões — e permitimos que o superávit comercial caia para um valor mais realista, atingível e conceitualmente mais correto de

US\$ 2,9 bilhões, crescendo, daí em diante. Neste caso, mesmo com um superávit menor, nossas reservas cresceriam a partir de 1984 e teríamos reservas equivalentes a 20% da dívida em 1990 e chegariam a 30% em 1994.

Um superávit comercial de US\$ 2,9 bilhões em 1984, nesta projeção realista, significaria um aumento nas importações de 23%, enquanto as exportações precisariam crescer apenas 1,6% a mais que 1983, eliminando a recessão causada pelas restrições às importações.

Só em 1997 o Brasil precisaria obter o sufocante superávit de US\$ 9,2 bilhões, prometidos na sua recente carta de intenções ao FMI. Até lá, a maturação de investimentos como, por exemplo, o projeto de exportação do minério de ferro de Carajás já estaria gerando recursos volumosos. A entrada de capital no país (i.e., investimento estrangeiro) seria também mais provável, pois não haveria distúrbios sociais devido à recessão econômica e reduções de importações, e as reservas estariam sendo geradas e usadas para um sadio fluxo comercial. A dívida bruta cresceria apenas 14% durante os próximos 15 anos — um crescimento bastante discreto.

De qualquer modo, seja com a projeção pessimista ou a realista, o plano permitiria ao Brasil acumular reservas em moeda estrangeira desde o início, reservas estas que poderiam ser usadas para superar a atual crise de liquidez do país, reativando o crescimento econômico e o comércio internacional. O superávit comercial prometido sob este

**QUADRO 7**  
Plano S. Kanitz (analisando os pontos 1 a 5 do plano)

**Ponto 1:** Juros reais de 2% ao ano. **Ponto 2:** Amortizações corrigidas pelo *Consumer Price Index*. **Ponto 3:** Spreads limitado 20% da taxa de juros. **Ponto 4:** Superávit em 84 de 2.9 bi e não o danoso 9 bi. **Ponto 5:** Manteremos reservas de 20% da dívida.

**Resultado:** Nenhuma ajuda do FMI necessária. Os % bi de superávit prometidos para 84 seriam necessários somente em 1997 quando condições de obtê-lo. Conseguiremos uma saída politicamente atraente para ambos e reduziremos os spreads para os níveis pré-crise de 0,4%. A dívida seria paga em 17 anos e o fluxo de divisas adicionais deverão voltar para um país que possui reservas e não precisa de ajuda do FMI.

Ano	Dívida Bruta	Juros Dívida	Outros Serv.	Juros Reserv.	Super-ávit	Capit.						Div. Fim	Patri-mônio Brasil	Endividamento	Reduç. de Endiv.	Cresc. Dívida Liquid.
						Adicio-nais	Ajuda FMI	Excede-ente	Reser. Inter.	Dívida Líquid.	Liqui-Dez.					
1983	90000	2160	3500		6300	4020	0	4660	4660	89630	1.05	6300	94020	900	9.03	0
1984	94020	2351	3623	112	2900	4161	0	1200	5860	92321	1.06	9200	98181	932	9.02	0.00
1985	98181	2455	3749	141	3900	4306	0	2143	8003	94484	1.00	13100	102487	964	8.93	-0.01
1986	102487	2562	3881	192	4300	4457	0	2506	10509	96435	1.10	17400	106944	998	8.81	-0.02
1987	106944	2674	4016	252	4600	4613	0	2775	13284	98273	1.12	22000	111557	1033	8.69	-0.04
1988	111557	2789	4157	319	5200	4774	0	3347	16632	99700	1.14	27200	116332	1069	8.53	-0.06
1989	116332	2908	4302	399	5800	4942	0	3930	20562	100711	1.17	33000	121273	1106	8.34	-0.08
1990	121273	3032	4453	493	6300	5115	0	4423	24985	101403	1.20	39300	126388	1145	8.14	-0.10
1991	126388	3160	4609	600	6700	5294	0	4825	29810	101871	1.23	46000	131681	1185	7.92	-0.12
1992	131681	3292	4770	715	7200	5479	0	5332	35142	102018	1.26	53200	137160	1227	7.68	-0.15
1993	137160	3429	4937	843	7500	5671	0	5648	40790	102041	1.29	60700	142831	1270	7.44	-0.18
1994	142831	3571	5110	979	7900	5869	0	6067	46857	101843	1.32	68600	148700	1314	7.19	-0.20
1995	148700	3717	5289	1125	8200	6074	0	6393	53250	101524	1.34	76800	154774	1360	6.95	-0.23
1996	154774	3869	5474	1278	8900	6287	0	7122	60372	100689	1.37	85700	161061	1408	6.68	-0.26
1997	161061	4027	5665	1449	9200	6507	0	7464	67836	99732	1.40	94900	167569	1457	6.41	-0.29
1998	167569	4189	5864	1628	9522	6735	0	7832	75668	98635	1.43	104422	174304	1508	6.14	-0.32
1999	174304	4358	6069	1816	9855	6971	0	8215	83884	97391	1.46	114277	181274	1561	5.87	-0.35
2000	181274	4532	6281	2013	10200	7215	0	8615	92498	95990	1.49	124477	188489	1615	5.61	-0.38
2001	188489	4712	6501	2220	10557	7467	0	9031	101529	94427	1.52	135035	195956	1672	5.35	-0.41
2002	195956	4899	6729	2437	10927	7720	0	9464	110993	92691	1.54	145961	203684	1730	5.08	-0.44
2003	203684	5092	6964	2664	11309	7999	0	9916	120909	90774	1.57	152721	211683	1791	4.82	-0.47
2004	211683	5292	7208	2902	11705	8279	0	10386	131295	88668	1.60	168976	219962	1853	4.57	-0.49
2005	219962	5499	7460	3151	12115	8569	0	10875	142170	86361	1.62	181090	228531	1918	4.31	-0.52
2006	228531	5713	7721	3412	12539	8869	0	11385	153554	83845	1.65	193629	237399	1986	4.05	-0.55
2007	237399	5935	7992	3685	12978	9179	0	11915	165470	81109	1.67	206606	246578	2055	3.80	-0.58
2008	246578	6164	8271	3971	13432	9500	0	12467	177937	78142	1.69	220030	256079	2127	3.54	-0.61
2009	256079	6402	8561	4270	13902	9833	0	13042	190979	74932	1.72	233940	265911	2201	3.29	-0.64
2010	265911	6648	8860	4584	14388	10177	0	13641	204620	71469	1.74	248328	276088	2278	3.04	-0.66
2011	276088	6902	9171	4911	14892	10533	0	14263	218883	67739	1.76	263220	286621	2358	2.79	-0.69
2012	286621	7166	9492	5253	15413	10902	0	14911	233794	63729	1.79	278633	297523	2441	2.54	-0.72
2013	297523	7438	9824	5611	15953	11283	0	15585	249379	59427	1.81	294586	308806	2526	2.30	-0.75
2014	308806	7720	10168	5985	16511	11678	0	16287	265666	54819	1.83	311097	320485	2615	2.05	-0.77
2015	320485	8012	10523	6376	17089	12087	0	17016	282682	49890	1.85	328186	332572	2706	1.81	-0.80
2016	332572	8314	10892	6784	17687	12510	0	17775	300457	44624	1.87	345873	345082	2801	1.57	-0.83
2017	345082	8627	11273	7211	18306	12948	0	18565	319022	39008	1.89	364179	358030	2899	1.33	-0.85
2018	358030	8951	11668	7657	18947	13401	0	19386	338408	33023	1.91	383126	371431	3000	1.09	-0.88
2019	371431	9286	12076	8122	19610	13870	0	20240	358648	26653	1.93	402736	385301	3105	0.85	-0.91
2020	385301	9633	12499	8608	20296	14356	0	21128	379776	19880	1.95	423032	399656	3214	0.61	-0.93
2021	399656	9991	12936	9115	21007	14858	0	22052	401828	12686	1.97	444039	414514	3326	0.38	-0.96
2022	414514	10363	13389	9644	21742	15378	0	23012	424040	5052	1.99	465781	429892	3443	0.15	-0.98
2023	429892	10747	13857	10196</												

deslocar recursos para pagar as taxas de juros artificiais, deixando projetos de investimento de lado. E isto é recessivo.

Uma análise das intervenções do FMI, no mundo todo, mostra um saldo nada positivo. Logo após um plano de estabilização o país volta a ter uma crise. Ninguém sabe o porquê. A razão agora é simples de explicar. Após a ajuda do FMI existe uma entrada de dinheiro novo para ajustar as finanças e uma nova confiança no país. Este influxo aliado à inflação americana e seu efeito de antecipar o pagamento da dívida, praticamente garante a volta do país ao FMI novamente.

### Alternativas Para se Implementar um Sistema de Juros Duplos com Juros Reais Garantidos

De que modo o Brasil poderia implementar esta reforma?

Primeiro, poderíamos renegociar os contratos, caso por caso e banco por banco, substituindo-os por contratos novos ou títulos, que ofereceriam taxas de juros reais e mais os juros-relativos-à-inflação. Poderíamos insinuar que eles não teriam outra alternativa.

Se os bancos não fossem receptivos, o que não tem sido a nossa experiência, o Brasil poderia denunciar os contratos como leoninos, usando o conceito legal de *rebus sic stantibus*, que reza que as condições implícitas num contrato devem permanecer constantes durante seu período de validade. Qual seria a cláusula implícita nos contratos de empréstimo internacional assinados pelo Brasil no final dos anos 70? Que as taxas de juros não chegariam ao nível de dois dígitos e ficaríamos 6 anos discutindo na corte internacional de Haia. Embora seja uma alternativa correta e deva ser insinuada como saída, ela certamente seria contraproducente a longo prazo devido a retaliação dos banqueiros.

Segundo, se a renegociação, caso por caso, não funcionar, o Brasil poderia lançar um título jumbo de US\$ 90 bilhões e oferecê-lo sem alternativas. Não pagaremos a dívida sob as cláusulas vigentes mas, pagariamos sim, com juros reais positivos e garantia total da inflação americana. Isto nos parece uma proposta muito difícil de ser recusada. E se nós fizermos o nosso trabalho de divulgação corretamente, a imprensa irá nos apoiar, dizendo que a proposta brasileira tem um pouco de razão. Essa é uma solução intermediária entre a moratória e o comprometimento de pagar toda a dívida, em bases mais lógicas.

Como terceira alternativa, o Brasil poderia emitir títulos ajustados por uma *commodity*, o índice de inflação seria calculado a partir das cotações, na bolsa de Chicago, de uma *commodity* brasileira específica — café, por exemplo. Além dos juros, esses títulos ofereceriam correção de preços baseada no mercado de Chicago — na verdade, seria um contrato futuro com juros. Assim, muitos investidores que especulam com café, soja, ouro, alumínio, minério de ferro ou outras mercadorias brasileiras poderiam comprar esses títulos, assegurando a garantia de juros reais mais a variação do preço da *commodity*. O difícil será saber quando lançar o título, de preferência na alta e não na baixa.

A vantagem desta alternativa é que os especuladores e investidores que não quiserem usar o índice de preços ao consumidor poderiam comprar uma “cesta” de mercadorias, por exemplo: 50% de títulos de café, 10% de títulos de soja, 30% de títulos de alumínio etc, como uma garantia

contra a inflação. Isto também ajudaria o Brasil a ajustar suas finanças às suas principais exportações.

Poderíamos mudar a lei 4131 (que controla a remessa de lucros das subsidiárias de companhias estrangeiras) e dar um aperto nos investimentos estrangeiros, porque companhias estrangeiras estão, na verdade, remetendo ilegalmente lucros e patrimônio líquido disfarçados em juros. Isto porque a parte inflacionada dos juros não é na realidade juros, mas uma antecipação do principal, uma remessa de patrimônio líquido. A longo prazo, isto também seria contraproducente; mas, seria uma saída parcial a curto prazo, já que grande parte da nossa dívida se constitui de empréstimos de matriz a subsidiária.

Poderíamos também alterar a lei de remessa de lucros, reduzindo a alíquota de 12% para, digamos 5%, oferecendo em troca a atualização em dólar do capital efetivamente aplicado, segundo um índice de inflação americano.

Poderíamos oferecer debêntures para companhias de seguros americanas e fundos de pensão, com uma taxa de juros real garantida de 2% e proteção contra inflação com o aval do FMI. Na realidade, um aval é a única coisa que o FMI pode nos dar porque dinheiro, há muito eles não o têm.

Poderíamos também impor este sistema aos bancos americanos de forma retroativa. Poderíamos argumentar, de forma incisiva, que já pagamos os juros reais de nossa dívida pelos próximos 12 anos e que os futuros pagamentos seriam compensados de acordo. Uma forma de se fazer uma moratória com classe. O Quadro 7, a seguir, mostra como seriam as nossas contas se o sistema internacional tivesse utilizado, desde 1978, uma contabilização correta. Neste caso teríamos terminado o ano de 1983 com uma dívida maior, de fato, mas também teríamos reservas de 33 bilhões de dólares. O que significa que o Brasil acabou pagando antecipadamente os juros dos próximos 8 a 12 anos e terminou 1983 sem reserva alguma.

QUADRO 8  
Se este plano tivesse sido implantado em 1978

	Banco Central	Este Plano
Juros pagos no período. Fonte: Banco Central .....	48 bilhões	
Juros reais segundo este plano .....	15 bilhões	
Juros inflacionários pagos antecipadamente .....	33 bilhões	
	Banco Central	Este Plano
Dívida 12-83	94 bilhões	127 bilhões
Reservas 12-83	0 bilhões	33 bilhões
Dívida Líquida	94 bilhões	94 bilhões

Em ambos os casos a dívida líquida seria igual, conforme já demonstrado. Mas teríamos terminado o ano de 1983 com 33 bilhões de reservas e não com reservas nulas, porque no fundo, utilizamos estas reservas para pagar antecipadamente juros e principal — o equivalente aos próximos 12 anos de juros reais.

Posso ver Merrill Lynch e outras instituições financeiras que estão querendo acirradamente competir com os bancos, procurando estabelecer uma caderneta de poupança à prova de inflação, o que atrairia pelo menos 5% dos investidores americanos. Alguns bancos na Califórnia já estão oferecendo este tipo de aplicação.

Em tempos mais promissores, o Brasil poderia abrir um banco no exterior, oferecendo os termos descritos, i.e., taxas de juros fixos e poder de compra do principal garantido. Achamos que isto seria, particularmente, interessante aos investidores europeus, que têm mais consciência da inflação do que os americanos.

Recebemos algumas críticas, dizendo que tais propostas exigiriam que os bancos mudassem parte da sua carteira de empréstimos para o novo sistema para evitar um desencontro financeiro, o que é verdade.

Antes de mais nada, precisamos deixar bem claro que os bancos estão muito enganados se pensarem que o

Brasil é o único país que terá que fazer adaptações às novas realidades econômicas. O Brasil quer e já está mudando, mas espera que os bancos mudem também. Espera que mudem seu sistema financeiro para melhor, onde as taxas de juros reais sejam conhecidas antes da tomada do empréstimo por ambas as partes contratantes.

---

## ***SPE-Sociedade Brasileira de Planejamento Empresarial***

A Sociedade Brasileira de Planejamento Empresarial – SPE, é o único órgão no País que congrega profissionais que atuam em Planejamento Estratégico em empresas públicas, privadas e universidades, tendo por objetivos, entre outros:

- a) Intercâmbio de informações e experiências;
- b) formação de grupos de interesses para discutir tópicos relevantes (Metodologias de Planejamento Estratégico, Estudo e Projeções Ambientais, Bibliografia Técnica, Planejamento Estratégico de Setores de Economia);
- c) realização de análises e estudos de interesse profissional etc.

A SPE constitui-se portanto, de executivos e profissionais que estejam envolvidos com atividades de Planejamento Estratégico, que atuem, no mínimo, a nível de gerência.

Para contatos e obtenção de mais informações a respeito da SPE, favor comunicar-se com os telefones: (011) 211-6526 (direto) e (011) 211-0411 - ramais 234 e 235, com Sra. Marilda, na Secretaria da SPE.

---