

# O FISCO E AS DIVISAS: UM NOVO ENFOQUE PARA A DÍVIDA EXTERNA

Edmar Lisboa Bacha \*

## 1. INTRODUÇÃO<sup>1</sup>

As sucessivas renegociações da dívida externa brasileira têm padecido de um pecado capital: o não reconhecimento de que o problema da dívida, no caso brasileiro, tem menos a ver com a escassez de divisas do país, do que com a falta de recursos em mãos do governo.<sup>2</sup> Neste texto, argüimos que, para estabilizar a economia e retomar o crescimento, é essencial uma mudança nos termos da renegociação da dívida externa, passando a encará-la como parte integral do processo de ajuste das contas do setor público.

Discutem-se sucessivamente a dupla transferência requerida pelo pagamento da dívida externa (Seção 2), o argumento de que os credores externos nada têm a ver com o ajuste interno por ser o superávit do comércio exterior estrutural (Seção 3), o mesmo argumento sob a alegação de que o superávit externo é necessário para a sustentação do nível de emprego (Seção 4), e a dificuldade retórica de introduzir a questão fiscal na renegociação da dívida externa (Seção 5).

As interações entre o enfoque fiscal e a proposta de descentralização do processo de renegociação são discutidas na Seção 6. As Conclusões estão sumariadas na última seção, na forma de recomendações de política para a implantação do enfoque fiscal na renegociação da dívida.

---

\* Professor da PUC/RJ.

1. A versão original deste texto foi preparada para a Secretaria de Assuntos Internacionais da Secretaria de Planejamento da Presidência da República. A responsabilidade pelas opiniões aqui expressas é exclusiva do autor. Sem implicá-los pelos resultados, agradeço os comentários de Maria Sílvia Bastos Marques, Sérgio Amaral e Rogério Werneck a uma versão anterior.

2. O conceito de governo adotado nesse texto corresponde à soma do setor público não-financeiro com o Banco Central.

## 2. DUPLA TRANSFERÊNCIA

Desde o debate entre Keynes e Ohlin sobre as reparações alemãs após a Primeira Guerra Mundial, se reconhece que o pagamento da dívida externa pública cria, para o governo, um problema de dupla transferência.<sup>3</sup> Primeiro, é preciso aumentar os impostos, ou reduzir os gastos correntes do governo, para se obterem os recursos necessários à transferência externa. Segundo, é preciso que esses recursos assumam a forma de divisas - ou seja, de excesso de exportações sobre importações - para que o governo possa fazer a transferência na moeda exigida pelos credores.

Assim, por exemplo, de nada vale o governo produzir um superávit fiscal se o comércio exterior também não é superavitário, pois, nesse caso, as exportações não terão gerado um excedente de dólares para ser vendido ao Tesouro, em troca dos cruzeiros produzidos pelo superávit fiscal. A transferência externa não pode ser feita devido à escassez de divisas do país. O remédio seria, então, provocar uma recessão ou desvalorizar o câmbio, para aumentar as exportações e reduzir as importações, gerando-se assim o superávit necessário de divisas.

Toda a interpretação da crise da dívida externa brasileira e latino-americana teve o raciocínio acima como pressuposto. O problema era gerar as divisas, a transferência interna de alguma forma seria feita. Assim, ainda hoje a estimativa da necessidade de recursos externos, nas sucessivas renegociações da dívida externa, é feita a partir das contas do balanço de pagamentos. Projetam-se as exportações e as importações e, por comparação com o montante de juros devidos, obtém-se a necessidade de dinheiro novo do país. Se essas contas batem ou não com os recursos fiscais em mãos do governo, conforme necessários para comprar as divisas produzidas pelo excedente do comércio exterior, é considerado assunto interno, nada tendo a ver com a renegociação da dívida externa.

Ocorre que a história brasileira na Década dos Oitenta não correspondeu à hipótese de ser a escassez de divisas a principal restrição para o país manter-se em dia com o pagamento de sua dívida externa. Graças à adoção de uma agressiva política econômica, voltada para a geração de superávits comerciais, à maturação dos investimentos em bens comerciáveis feitos na Década dos Setenta, e à contenção dos investimentos públicos e privados, foi possível gerar superávits comerciais suficientemente altos para pagar os juros da dívida externa, sem necessidade da obtenção de dinheiro novo dos bancos credores.

Não se conseguiu foi gerar os superávits fiscais, ou seja, fazer a transferência interna de recursos, do setor privado para o governo, previamente ne-

3. KEYNES, (1929), OHLIN (1929).

cessária para que este pudesse honrar o serviço da dívida externa. Em consequência, a compra dos dólares do superávit comercial se tem feito, não com recursos fiscais, mas com a emissão de dinheiro e o lançamento de títulos do governo no mercado, que implicam elevação da taxa de inflação e da taxa real de juros na economia.

Tudo isso se resume em considerar a igualdade entre poupança e investimento numa economia aberta com governo:  $X - M = (T - G) + (S - I)$ , onde  $X$  são as exportações,  $M$  as importações,  $T$  os impostos,  $G$  o gasto corrente do governo,  $S$  a poupança do setor privado e  $I$  o investimento.<sup>4</sup> Para acomodar um aumento de  $X - M$ , sem uma correspondente elevação em  $T - G$ , é preciso um aumento involuntário em  $S - I$ , provocado ou por um imposto inflacionário mais alto ou por uma taxa de juros mais elevada.

Com o agravamento da situação de endividamento do governo, cresce a expectativa de que ocorra uma hiperinflação e/ou um repúdio da dívida, gerando-se então comportamentos adversos dos agentes econômicos, tanto nacionais quanto estrangeiros. Entre os residentes no país, manifesta-se uma fuga da moeda nacional e dos títulos do governo, bem como de outros ativos domésticos, em direção às divisas estrangeiras ou ativos “dolarizáveis”, não sujeitos a confisco ou taxaço por parte do governo. Devido às restrições existentes para a saída de capitais para o estrangeiro, essa fuga toma a forma principalmente de um prêmio extraordinariamente elevado do dólar no paralelo, que acaba forçando uma elevação da taxa interna de juros, além de colocar pressão para uma desvalorização do câmbio oficial, pelo efeito negativo que o prêmio tem sobre o saldo comercial.

Entre os não-residentes, manifesta-se uma retração dos investimentos diretos, uma aceleração das remessas de lucros e de repatriamento de capital, e uma redução dos financiamentos oficiais, bilaterais e multilaterais. Assim, ao não conseguir fazer a transferência interna, o governo termina por provocar uma saída de capitais do país, de tal monta que torna insuficiente para pagar os juros da dívida externa mesmo os mega-superávits comerciais que o país demonstrou ser capaz de produzir. Restabelece-se assim, pela porta dos fundos, a escassez de divisas.

---

4.  $X - M$  deve ser lido não como o saldo do balanço de pagamentos em conta corrente, mas como a transferência líquida de recursos para o exterior. Assim, a equivalência contábil requer que os pagamentos de juros do governo ao exterior não sejam deduzidos de  $T$ . Assim, também,  $S$  deve englobar os pagamentos de juros e dividendos do setor privado ao exterior. Para maiores detalhes, ver BACHA (1990).

### 3. SUPERÁVIT ESTRUTURAL?

O argumento anterior fundamenta a proposta de que, doravante, a renegociação da dívida externa deva ser feita a partir da restrição relevante, ou seja, o montante de recursos fiscais disponíveis em mãos do governo para fazer a transferência externa. Neste sentido, é preciso descartar a idéia de que os credores externos nada têm a ver com o processo da transferência interna. Pois, se se conclui que - tendo em conta as restrições e objetivos relevantes - essa transferência não pode ou não deve ser feita, então a transferência externa também não pode ser feita, ainda que o país tenha condições de produzir um mega-superávit comercial. A retórica que os credores externos nada têm a ver com o problema de transferência interna tem sido lastreada por duas idéias equivocadas. A primeira é que o superávit comercial externo é estrutural.<sup>5</sup> A segunda, talvez uma variante da primeira, é que esse superávit é necessário para sustentar o nível de emprego.<sup>6</sup> Seja porque o superávit é estrutural, seja porque é necessário, o fato é que, segundo esse argumento, ele está dado. Portanto, de nada adiantaria para o equilíbrio das contas do governo (definido como a soma do Tesouro com o Banco Central) que o país conseguisse um alívio na transferência externa. Pois, mantido o regime cambial do país, o governo continuaria tendo que comprar as divisas excedentes - estrutural ou necessariamente produzidas pelos exportadores -, as quais apenas se acumulariam como reservas internacionais adicionais, ao invés de serem usadas para pagamentos aos credores externos. As necessidades internas de financiamento do setor público seriam as mesmas se se tivesse feito a transferência externa.

A conclusão é impecável, mas a premissa é incorreta. Em primeiro lugar, porque a produção dos mega-superávits tem requerido uma substancial renúncia fiscal por parte do governo. Isto, na medida em que as exportações não só têm sido isentas de pagamento de imposto de renda, como recebem créditos fiscais (via Befiex) e subsídios creditícios (via Finex) do governo. Além disso, as exportações se têm beneficiado de preços subsidiados dos insumos produzidos por empresas estatais, como aço, energia elétrica e nafta petroquímica. Do lado das importações, houve uma progressiva concentração da pauta em produtos isentos do imposto de importação, afastando-se os demais através de rígidos controles quantitativos (via Cacex).

Do ponto de vista da alocação de recursos, seria melhor obter o mesmo superávit comercial substituindo-se o atual sistema de "incentivos-com-restrições"

---

5. Essa idéia tem sido veiculada principalmente por A. B. Castro. Veja-se, por exemplo, CASTRO, SOUZA (1985).

6. Essa é uma idéia freqüentemente exposta nas análises de conjuntura do Instituto de Economia Industrial da UFRJ. Veja-se, por exemplo, BOLETIM DE CONJUNTURA (1989).

por uma taxa real de câmbio mais alta. Do ponto de vista fiscal, entretanto, a questão não é tão clara - por um lado o governo ganharia em termos de arrecadação fiscal, mas por outro lado perderia ao ter que comprar a um preço mais alto as divisas necessárias para fazer a transferência externa. Trata-se de uma questão que merece estudos mais detalhados.

De todos os modos, há muito pouco de estrutural num superávit produzido às custas de tanta renúncia fiscal e de tanto controle quantitativo sobre as importações. Seria de fato interessante saber a quanto cairia esse superávit - dada a taxa real de câmbio - caso o governo eliminasse os controles quantitativos e passasse a taxar exportações e importações com um imposto equivalente ao das demais atividades econômicas do país. Mesmo ignorando a resposta a essa experiência, basta imaginar o que ocorreria com o superávit, caso o governo decidisse revalorizar ainda mais a taxa de câmbio. Certamente, haverá uma taxa de câmbio suficientemente baixa para fazer desaparecer o suposto superávit comercial.

#### 4. SUPERÁVIT E EMPREGO

Esse argumento sugere que, na verdade, a idéia do superávit comercial estrutural depende de sua variante keynesiana: caso o superávit desaparecesse, o nível de emprego cairia. Esse ponto é particularmente interessante, por sugerir que o superávit, ao invés de ser um custo, é um benefício para o país. Frequentemente, na verdade, argúi-se que a recessão não é ainda pior porque as exportações estão sustentando o nível de emprego.

Em primeiro lugar, é um fato auspicioso que o país consiga gerar um superávit externo sem a necessidade de provocar-se desemprego na economia. Temos sido uma exceção na região latino-americana a esse respeito. Ou seja, não temos um déficit externo estrutural, que só pode ser corrigido com a queda no nível de emprego.

Mas daí a concluir que temos um superávit estrutural vai um longo caminho. Na verdade, o que pode restringir o nível de emprego caso o superávit externo caia é a incapacidade de o governo financiar-se organicamente.<sup>7</sup>

Explicando melhor: o que parece ocorrer na economia brasileira hoje são duas coisas. Primeira, o investimento do setor privado está restrito não pela falta de recursos financeiros desse setor, mas sim pelo baixo nível de investimentos do governo em infra-estrutura. Maiores gastos do governo em infra-estrutura abririam novas oportunidades de lucro para o setor privado, estimulando-o a in-

---

7. Para uma elaboração teórica dessa discussão, veja BACHA (1989).

vestir mais. Entretanto, o governo esgotou seu acesso aos financiamentos de longo prazo, externos ou internos, só dispondo do recurso à expansão inflacionária da liquidez para financiar novos investimentos.

Para manter o emprego, caso o superávit externo caísse, o governo precisaria acelerar as emissões e, portanto, a inflação. Caso o governo não quisesse inflacionar ainda mais a economia, não disporia de recursos para investir e, em consequência, o nível de emprego cairia.

Isso quer dizer que o superávit é necessário para manter o nível de emprego? Não necessariamente, pois se os investimentos do governo pudessem ser financiados externamente, não provocariam uma pressão inflacionária sobre o mercado financeiro interno. Os gastos adicionais do governo poderiam, nesse caso, exercer um efeito multiplicador benéfico sobre o nível de atividade, compensando o impacto interno da queda do superávit externo.

Isto quer dizer que o nível de emprego ficaria em princípio invariante a uma troca envolvendo uma redução das exportações compensadas por um aumento equivalente dos investimentos do governo, desde que esses fossem financiados externamente, e não por via da expansão inflacionária da liquidez interna.

Consideremos, por exemplo, as conseqüências de um alívio nas transferências externas, por via do Plano Brady ou de um aumento dos financiamentos oficiais, o qual reduzisse o saldo da balança comercial necessário para o governo manter-se em dia com os pagamentos dos juros da dívida externa. De posse dos recursos externos adicionais, o governo poderia então aumentar seus investimentos, gerando um aumento da demanda interna. Deste modo, sem risco de queda do nível de atividade, poderia provocar uma redução do superávit comercial, reduzindo os subsídios à exportação, ou substituindo os controles quantitativos à importação por tarifas aduaneiras, ou valorizando o câmbio. Qualquer das três alternativas reduziria adicionalmente as necessidades internas de financiamento do governo, propiciando uma nova rodada de aumento de gastos ou uma redução de seu endividamento interno.

Certamente, haverá problemas de transição, pelo fato de os setores associados às atividades de exportação e de substituição de importação não serem necessariamente os mesmos que se beneficiariam do aumento da demanda interna, conseqüente a um alívio da dívida externa. Trata-se de uma colocação pertinente, que deveria ser melhor pesquisada, comparando-se, num quadro de insumo-produto, a estrutura de dependência dos diversos setores de atividade, respectivamente dos gastos internos (do governo ou do setor privado) e do saldo exportador. Mas esses ajustes são inevitáveis, já que não se pode esperar que a estrutura da produção permaneça invariante a uma mudança substantiva nas condições de financiamento do setor público. Fica de todo modo claro o argumen-

to anterior que, de um ponto de vista macroeconômico, o problema que o país enfrentará ao engendrar um alívio da dívida externa será muito provavelmente de excesso e não de falta de demanda agregada.

## 5. RETÓRICA DA RENEGOCIAÇÃO

Coloca-se, finalmente, uma dificuldade de retórica para fazer a inclusão do argumento fiscal no processo de renegociação da dívida externa. Pois é mais facilmente aceito que um país tenha dificuldade em fazer a transferência externa do que em fazer a transferência interna. Isto porque, como se argüi com frequência, em última análise, o governo sempre pode emitir cruzeiros, mas não tem como emitir dólares.

No limiar da hiperinflação, entretanto, se está num ponto em que a emissão de cruzeiros deixa de gerar novos recursos para o governo - porque se ultrapassou a taxa de inflação que maximiza a arrecadação de senhoriagem. O problema brasileiro hoje, entretanto, é que o governo não pode emitir cruzeiros para financiar o déficit público pois isso recolocaria o país na rota da inflação.

Isso traz à baila outra dificuldade: ao deslocar o eixo da negociação do balanço de pagamentos para o orçamento do governo, abre-se o flanco para a introdução de condicionalidades internas por parte dos credores externos. Seguramente, esse tema foi, no início da crise da dívida, um campo de batalha dos devedores: manter a condicionalidade somente sobre as variáveis do balanço de pagamentos, a fim de evitar ingerências externas na administração econômica interna.<sup>8</sup> Mas, naquela época, tratava-se de evitar o *overkill*, ou seja, a exigência do FMI de um programa recessivo para gerar o superávit externo necessário para o pagamento dos compromissos externos. Essa postura continua válida. Mas o problema agora é outro. Trata-se de dividir os custos do ajuste, entre os credores externos e os residentes no país. Uma vez feita esta partilha, é razoável que se introduza um sistema de condicionalidades recíprocas, nos termos do qual os credores externos zelariam - normalmente, via um programa de ajuste acordado pelo país com FMI - para que o país devedor cumpra sua parte do acordo, e esse, de seu lado, zelaria - via moratória consentida pelo FMI (como agora, no mundo pós-Plano Brady, já pode ser o caso) - para que os credores externos cumprissem sua parte.<sup>9</sup> O importante é politizar desta forma - ou seja, negociando uma divisão apropriada dos custos do ajuste - o tema da renegociação da dívida externa.

---

8. Veja-se a respeito a proposta de mudança do sistema de condicionalidades do FMI em BACHA (1986).

9. Sobre o conceito de condicionalidades recíprocas, no contexto de programas de ajuste voltados para o crescimento, veja BACHA (1987).

O que compete discutir é, pois, como se vai fazer a repartição do ajuste das contas do governo - entre aumento de impostos e redução de gastos correntes, de um lado, e redução das transferências externas, de outro. O resultado vai depender das forças políticas em jogo, mas pelo menos - ao colocar a renegociação da dívida externa neste contexto fiscal - se estará formulando o problema de uma maneira correta. E um problema bem formulado é meio caminho andado para sua resolução.

Entre outros benefícios, por exemplo, se compreenderá melhor porque foi tão danosa à economia nacional a conversão de dívida externa pública em investimentos no setor privado. E porque o retorno a tais mecanismos de conversão somente deverá ser permitido numa segunda fase do processo de ajuste, quando, obtida a estabilização dos preços, se puder partir para uma retomada dos investimentos. Aí, então, a conversão da dívida seria uma alternativa a considerar, competitivamente com outras propostas de renúncia fiscal para incentivo à inversão privada.

## 6. RENEGOCIAÇÃO DESCENTRALIZADA?

Um tema relacionado ao enfoque fiscal da dívida é a proposta de descentralização do processo negociador. O que se tem proposto é que, ao invés de o Banco Central renegociar com o comitê de bancos credores toda a dívida externa do país, cada instituição devedora renegocie sua própria dívida com os respectivos bancos credores.<sup>10</sup>

A lógica desta proposta parece ser a seguinte: dentro do setor público, alguns devedores têm capacidade de pagar e outros não. Cada um deles tem uma função-objetivo empresarial ou administrativa que quer maximizar, sujeito a suas próprias restrições orçamentárias.

Ao centralizar o processo, o Banco Central socializa os prejuízos que os bancos credores teriam caso fossem negociar com seus devedores internos insolventes. Ao mesmo tempo, o Banco Central não consegue apropriar-se dos pagamentos que os devedores solventes acabam conseguindo fazer aos bancos, por via das conversões informais. Ou seja, o Banco Central banca os prejuízos dos devedores internos, mas não consegue apropriar-se de seus lucros.

Se fosse possível forçar os devedores internos solventes a efetivamente depositar os valores devidos no Banco Central, o segundo problema seria resolvido.

---

10. A formulação mais acabada desta proposta encontra-se em FREITAS, OHANA (1989).

Mas isto implicaria exercer um estrito controle administrativo sobre as finanças das empresas estatais brasileiras, o qual corresponderia aos interesses de seu acionista principal, o Tesouro Nacional, mas não aos dos quadros gerenciais dessas empresas. Mantida a descentralização administrativa, cabe então descobrir formas de renegociação da dívida externa que compatibilizem os diversos interesses relevantes em jogo dentro do país.

Da mesma forma, caso o Banco Central pudesse fazer com os credores externos uma negociação diferenciada segundo o tipo de devedor interno, poderia resolver o primeiro problema. Mas, dado o formato centralizado da negociação, prevalece o “risco Brasil” (aqui medido pela probabilidade de insolvência do setor público como um todo) sobre o “risco comercial” (aqui medido pela probabilidade de insolvência do devedor individual) e como, no caso dos devedores insolventes, o “risco Brasil” é menor que o “risco comercial”, o Banco Central termina pagando aos credores mais do que estes poderiam obter numa negociação descentralizada.

Esses são os benefícios potenciais, mas quais são os custos e os riscos de uma negociação descentralizada?

Em primeiro lugar, há o problema do contágio. Na medida em que, apesar da descentralização, o mercado internacional - em virtude do controle cambial exercido pelo Banco Central - continue percebendo um “risco Brasil” indiferenciado por devedores dentro do país, as recompras de dívidas feitas pelos bons devedores reduzirão esse risco, aumentando portanto o preço da dívida brasileira no mercado secundário e tornando mais onerosa as futuras recompras que seriam em princípio feitas pelo Banco Central. O devedor individual livra-se de sua dívida mas aumenta o valor da dívida do Banco Central.

Em segundo lugar, há o problema da seleção adversa. Devedores internos de fato insolventes podem oferecer-se para quitar suas dívidas, na expectativa de que, por via de pressão política, poderão futuramente repassar a conta para o Tesouro Nacional. Esse pode ser um problema em nível seja da entidade descentralizada, seja de seus representantes individuais, negociando supostamente em nome da entidade mas de fato em seu proveito pessoal.

Em terceiro lugar, há o problema da falta de informação e de *expertise* em procedimentos de negociação, cuja aquisição envolve economias de escala e, nesse sentido, justifica um certo grau de centralização.

Em quarto lugar, há o problema do poder de barganha, pois pode esperar-se que o país se aproprie de uma parcela maior dos descontos vigentes no mercado secundário, numa situação de monopólio bilateral - comitê dos bancos vs.

Banco Central, do que numa situação de monopólio unilateral, em que o comitê dos bancos negocie individualmente com cada devedor no país.

Estas considerações sugerem algumas pistas para algumas mudanças no atual sistema de negociação centralizado. Basicamente, trata-se de internalizar, em nível da decisão do devedor individual, a restrição orçamentária do governo como um todo. O Tesouro poderia permitir que as entidades solventes se apropriassem do desconto da dívida externa, mas não do desconto médio e sim do marginal, levando em conta que, ao recomprar-se parte da dívida, sobe o preço da dívida restante. Isso poderia ser conseguido impondo-se um imposto sobre as operações de conversão informal.

Dado esse imposto, não fosse o problema da seleção adversa, em princípio, qualquer devedor poderia negociar sua dívida individualmente. Aqueles que optassem por não fazê-lo seriam declarados insolventes e entrariam num processo falimentar. Como entidades de administração pública direta - estados e municípios, notadamente - por definição não falem, sua dívida teria que continuar sendo negociada de modo centralizado pois, de outro modo, a conta acabaria caindo no Tesouro Nacional. O mesmo teria que ocorrer com empresas públicas cuja importância política e/ou econômica fosse tal que, na visão de seus administradores, o governo federal jamais as deixaria falir, o que induziria então o problema de seleção adversa, caso prevalecesse uma negociação descentralizada.

Estas considerações sugerem que a negociação descentralizada teria um papel apenas marginal, embora importante para algumas empresas estatais mais fortes. A mudança fundamental na verdade teria que se dar no conteúdo de negociação, deslocando-se seu eixo do balanço de pagamentos para a restrição orçamentária do governo.

## 7. CONCLUSÕES

Para se pôr em prática o enfoque fiscal na renegociação da dívida externa brasileira pode sugerir-se uma série de procedimentos, dentre os quais os seguintes:

i) Transferência da responsabilidade da renegociação da dívida externa do Banco Central para o Ministério da Economia. Possivelmente, se devesse criar nesse Ministério uma Secretaria da Dívida Pública, com duas diretorias, respectivamente encarregadas de gerir a Dívida Externa e a Dívida Interna. A dívida externa presentemente depositada no Banco Central seria transferida para a nova Secretaria.

ii) Preparação de um sistema de contas para o setor público que, à semelhança do balanço de pagamentos, mostre o impacto da dívida externa sobre as necessidades internas de financiamento do governo. Nada ilustra melhor o descalço do governo com o impacto fiscal da dívida externa do que o fato de até hoje tais contas ainda não terem sido desenvolvidas. Essas contas devem constituir-se na principal base de dados para as renegociações da dívida externa, sem prejuízo das projeções do balanço de pagamentos.

iii) Manutenção da suspensão dos pagamentos dos juros sobre a dívida pública de médio e longo prazos com os bancos comerciais estrangeiros até que, primeiro, se regularize o fluxo de recursos das entidades oficiais bilaterais e multilaterais de crédito, e, segundo, se firme um acordo de redução da dívida nos moldes do Plano Brady, o qual abranja toda a dívida acumulada até a data do acordo, incluindo os juros atrasados. O acordo de redução da dívida deve tomar como base os preços da dívida brasileira no mercado secundário de Nova York nos seis meses anteriores à posse do novo governo, o que sugere um desconto de 75% para operações de recompra à vista e de 50% para trocas por títulos com garantias externas.

iv) Acerto de um programa de estabilização com o FMI, mantendo-se, entretanto, a suspensão de pagamentos de juros aos bancos privados até que se firme um acordo de redução da dívida. Ou seja, os recursos do Fundo se destinariam a reforçar as reservas internacionais do país e não a pagar os bancos privados.

v) Ativação de empréstimos setoriais do Banco Mundial e BID, tendo como contrapartida os programas de reformas administrativa, patrimonial e fiscal contemplados nas Diretrizes do Governo Collor. Tendo em vista que tais empréstimos destinam-se ao ajuste das contas do governo, e não à realização de novos investimentos, deveria inexistir uma contrapartida interna de recursos para aplicação em projetos específicos. A exigência desses recursos internos de contrapartida tem sido um importante fator explicativo da redução do volume de empréstimos das agências oficiais de crédito e do aumento de seu custo para o governo. Novamente, deve ficar claro que os recursos do BM e do BID destinam-se a aliviar as necessidades internas de financiamento do governo e não a propiciar uma retomada dos pagamentos dos juros aos bancos privados. Deste modo, uma possível contrapartida financeira a esses recursos externos seria um compromisso do governo de reduzir a emissão de dívida pública interna.

vi) Adequação da política cambial, da política de incentivos fiscais à exportação (incluindo preços subsidiados de insumos estatais), e da política de impostos à importação à necessidade de se gerarem recursos financeiros adicionais para o governo. Isto implica uma decisão clara de abandonar a política de geração de mega-superávits comerciais, através de maxi-desvalorizações, renúncias fiscais

e controles quantitativos às importações. A meta da renegociação da dívida externa deve ser reduzir a necessidade de geração de superávits comerciais dos atuais 16 bilhões de dólares para não mais do que 9 bilhões de dólares por ano, nos dois primeiros anos de governo. Isto seria conseguido com uma redução de 3 bilhões de dólares nos juros da dívida com os bancos, e um aumento de 4 bilhões de dólares nos empréstimos oficiais. Reduções adicionais do superávit necessário poderiam ser conseguidas mais adiante, uma vez que se restabeleça o fluxo de inversões estrangeiras e haja uma repatriação de capitais brasileiros ora no exterior.

vii) Repúdio à proposta de liberdade cambial para o movimento de capitais. O elevado valor do prêmio no paralelo é conseqüência da fuga de capitais, que é função da crise financeira do setor público e da conseqüente taxaço pende sobre ativos internos, ao alcance do fisco ou de um repúdio da dívida interna. O objetivo do governo deve ser sanear as finanças públicas, inclusive pela renegociação da dívida externa, para assim reduzir o prêmio no paralelo. Como sugere a experiência da Argentina, liberalizar o câmbio sem resolver o problema de financiamento do governo é a receita mais rápida para se provocar uma hiperinflação no país.

viii) Finalmente, manutenção da suspensão das operações de *relending* e de conversão da dívida externa pública em investimentos no setor privado. O retorno a tais mecanismos somente deverá ser permitido numa segunda fase do processo de ajuste, quando, obtida a estabilidade dos preços, se puder partir para uma retomada dos investimentos. Aí, então, esses mecanismos poderiam ser reativados, desde que num contexto competitivo com outras propostas de renúncia fiscal para incentivo à inversão privada.

## BIBLIOGRAFIA

- BACHA, E. O futuro papel do Fundo Monetário Internacional na America Latina : questões e propostas. In: ---, RODRIGUEZ, M. *Recessão ou crescimento : O FMI e o Banco Mundial na América Latina*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1986. p. 101-122.
- . O sistema de condicionalidades do FMI : uma proposta de reforma. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 17, n. 2, p. 333-342, ago. 1987.
- . Um modelo de três hiatos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 19, n. 2, p. 213-232, ago. 1989.
- . Crise da dívida, transferências externas e taxa de crescimento dos países em desenvolvimento. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, v. 44, n. 3, 1990.
- BOLETIM DE CONJUNTURA, Rio de Janeiro : Instituto de Economia Industrial, v. 9, n. 3, dez. 1989.
- CASTRO, A. B., SOUZA, F. E. P. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1985.
- FREITAS, Carlos Eduardo, OHANA, Eduardo Felipe. *A renegociação descentralizada da dívida externa brasileira*. Brasília : [s.n.], 1989. (mimeo).
- KEYNES, J. M. The German transfer problem. *Economic Journal*. London, v. 39, p. 1-7, mar. 1929.
- OHLIN, B. The reparation problem : a discussion. *Economic Journal*, London, v. 39, p. 172-178, jun. 1929.