

# A estabilização passa pela consolidação da dívida externa

Carlos A. Longo (\*)

Os recém-divulgados orçamentos monetário e das estatais sugerem dificuldade não aparente para se atingirem as metas propostas. A política de estabilização apóia-se na eliminação virtual dos subsídios creditícios à agricultura e à exportação e no corte drástico dos gastos, tanto com pessoal quanto com investimentos. Com isso, procura-se reduzir a variação anual da oferta monetária de 96 para 50%, sem auxílio da colocação líquida de títulos públicos e sem alterar substancialmente o perfil da dívida externa.

O controle da oferta monetária é otimista diante do quadro de inadimplência das estatais para liquidação da sua dívida externa, cujo saldo atinge US\$ 2 bilhões em dezembro. Quando as estatais não pagam suas dívidas em moeda, o Banco do Brasil o faz e credita-se junto às autoridades monetárias na conta Aviso GB 588. Na medida em que a dívida externa é rolada, a variação do saldo da conta GB 588 transforma-se em crédito novo e, portanto, eleva a oferta monetária. Por outro lado, o quadro de inadimplência das estatais tende a agravar-se daqui por diante, dado seu elevado índice de endividamento e capacidade ociosa: além do mais, pouco se pode esperar no cenário internacional em termos de redução nas taxas de juros e elevação do nível de atividade, diante da assimétrica política fiscal e monetária americana.



de ser atenuado com aumento do endividamento público interno (o que deve acontecer), com consequência desastrosa sobre as taxas de juros.

Uma política de estabilização inteligente passa primeiro pela consolidação da dívida externa. Cabe notar que dois terços dos empréstimos em moeda são de responsabilidade das estatais (Lei nº 4.131) e o resto do setor privado (Resolução nº 63). Acontece que o grosso da dívida do setor privado foi repassada ao governo através de depósitos especiais junto ao Ban-

co Central (Resolução nº 432) e ORTN cambiais. Esses depósitos em moeda contribuíram para a destruição de meios de pagamento em 1983, mas isto não se repetirá em 1984 porque a dívida externa agora é pública.

Observa-se, nesse contexto, que o Brasil passou de importador a exportador líquido de capitais (exportações menos importações de mercadorias e serviços, exclusive juros e amortizações), tendo recebido US\$ 2,4 bilhões ao exterior no ano passado (US\$ 4,6 bilhões em 1984).

O serviço da dívida para ser pago depende de novos empréstimos e de superávits crescentes na balança comercial. Mais razoável é o governo aproveitar-se do superávit das contas externas e da sua condição de monopolista da nossa dívida externa para renegociá-la na medida da capacidade de pagamento do País, ou seja, emitindo, digamos, bônus com juros de 2 ou 3% em termos reais (proposta Dornbusch) e entregando-os aos credores em moeda (operações financeiras relacionadas com créditos comerciais à parte).

Complementarmente, eliminar-se-iam os depósitos em moeda no Banco Central e a cláusula cambial dos títulos públicos, o que permite acelerar as desvalorizações cambiais, sem afetar diretamente as operações passivas e ativas do mercado financeiro. Os juros internos tenderiam a encontrar seu patamar natural, desvinculados da crise cambial, viabilizando dessa forma investimentos não especulativos. Recursos fiscais para financiar, temporariamente, atividades prejudicadas diretamente por essas me-

didadas advêm do superávit orçamentário que decorre da desdolarização da dívida e do alongamento dos seus prazos de vencimento.

A longo prazo, uma reforma tributária que deslocasse a ênfase de arrecadação do produto para a renda auferida, e desta para a pessoa física no progressivo, é compatível com a elevação da carga tributária e a redução do financiamento inflacionário.

(\*) Professor de Finanças Públicas da Universidade de São Paulo.

Portanto, se as estatais não conseguem recursos para liquidar toda sua dívida externa, o governo precisará emitir moeda; as estatais pensam rolar Cr\$ 9,8 bilhões de sua dívida externa em 1984. A política de estabilização do orçamento oficial penaliza a renda corrente, garante a acumulação passada e inviabiliza investimentos reais. O resultado será a continuidade da queda do nível de atividade e a reversão do processo de aceleração inflacionária. Este processo po-