

SETOR EXTERNO

O setor externo e o Programa de Estabilização Econômica

Teresinha da Silva Bello*

O Programa de Estabilização Econômica, dentre todos os demais planos de estabilização propostos nos últimos anos, a começar pelo Plano Cruzado, parece ser aquele com mais chances de alcançar os objetivos para os quais foi criado, graças à excepcional situação financeira externa do País. Tanto a balança comercial como o afluxo de capitais externos vêm apresentando saldos positivos, os quais têm permitido que o nível das reservas externas do País garanta uma certa continuidade ao processo de ajustamento proposto pelo Governo.

Externamente, cooperaram a folga na política monetária americana e o excesso de liquidez do sistema financeiro internacional, cujo resultado se refletiu em baixas taxas de juros externos e permitiu o surgimento de mercados emergentes, para onde se dirigiram os capitais especulativos. Até então, apenas as grandes praças financeiras do Mundo eram os receptáculos desses capitais. Com taxas internas de juros bastante superiores às taxas internacionais e com o preço das ações cotadas em seu mercado acionário abaixo dos seus valores reais, o Brasil tem sido um desses mercados emergentes mais atrativo para o capital externo.

Além disso, o pagamento de *spreads* elevados na emissão de bônus pelas empresas brasileiras, juntamente com os baixos níveis de endividamento das mesmas, também atuou favoravelmente, no sentido de atrair parte dessa grande massa de recursos disponíveis no Exterior.

Tais fatos permitiram que o nível das reservas cambiais do País fechasse o ano de 1993 alcançando os US\$ 32,2 bilhões e, ao final de janeiro de 1994, já batia os US\$ 35,4 bilhões. No conceito de caixa, isto é, com disponibilidade imediata, em janeiro deste ano as reservas ficaram em torno de US\$ 29,1 bilhões contra os US\$ 25,9 bilhões registrados ao final de dezembro de 1993, o que, certamente, vai garantir ao Governo uma razoável margem de manobra na gestão do Programa de Estabilização Econômica. Nos demais planos que o antecederam, a realidade era bem diversa. No Plano Cruzado, o nível das reservas era de US\$ 9,7 bilhões; no Plano Bresser, de US\$ 5,6 bilhões; no Plano Verão, de US\$ 9,5 bilhões; e, no Plano Collor, havia se reduzido a US\$ 7,4 bilhões.

É intenção do Governo lastrear a nova moeda (real) em reservas cambiais, prática utilizada em programas de estabilização como forma de garantir a credibilidade da

* Economista da FEE e Professora da PUC-RS.

moeda e de restringir o poder de criar moeda do órgão emissor, o Banco Central, com vistas a reduzir o ritmo inflacionário, estabelecendo-se, assim, uma âncora cambial. Para tanto, o nível das reservas é fundamental, já que estas vão dar sustentação à âncora cambial, mantendo a paridade entre o dólar e o real. Além da utilização das reservas já existentes, a venda de ações de empresas estatais com liquidez no mercado internacional também vai ajudar a garantir o lastreamento da moeda, com vistas a preservar o seu poder de compra. Entretanto, conforme reiteradas declarações dos mentores do Programa, não é intenção do Governo permitir a dolarização plena da economia, dando-se curso livre à moeda estrangeira, o que esbarraria em dificuldades técnicas e políticas. Isto porque, embora a base monetária hoje represente algo em torno de apenas 0,6% do PIB, no momento em que a inflação despencar, como esperam os gestores do Programa de Estabilização Econômica, é natural que haja uma re monetização da economia, que, no caso, teria de ser acompanhada de um aumento na quantidade de dólares existentes na economia brasileira.

Nesta segunda fase do Programa de Estabilização Econômica (implantação da URV), a desvalorização cambial continuará diária, com o dólar acompanhando a URV, até para assegurar que o novo indexador seja confiável. A partir da transformação da URV em moeda (terceira fase do Programa de Estabilização), é esperado um congelamento do câmbio, pelo menos durante algum tempo.

No Plano Cruzado, de fevereiro de 1986, optou-se por um congelamento da cotação do dólar oficial. Já no Plano Bresser (junho de 1987), foram mantidas minidesvalorizações diárias. No Plano Verão, implantado em janeiro de 1989, foi concedida uma maxidesvalorização, seguida de congelamento. E o Plano Collor (março de 1990) decretou o fim da intervenção oficial na fixação das cotações, criando-se o câmbio flutuante.

Num sistema de câmbio fixo, há o risco de haver um atraso cambial, tal como aconteceu com o México e com a Argentina. Esses países estabeleceram uma relação rígida de suas moedas nacionais com o dólar e, como consequência, enfrentam hoje sérios problemas de déficit comercial.

O México estabeleceu uma fixação cambial apenas no período inicial do seu programa de ajustamento, passando, a seguir, a pré-fixar o câmbio; mesmo assim, gerou um atraso cambial.

Já a Argentina fixou o câmbio em abril de 1991 e, até o presente, não permitiu modificações em sua política cambial. Reintroduziu uma espécie de padrão-ouro, ao atrelar rigidamente sua moeda ao dólar, gerando, com isso, uma inflexibilidade da taxa de câmbio e do mercado monetário. A inflação despencou imediatamente, mas persistiu uma inflação residual na nova moeda, que originou uma sobrevalorização do peso.

No caso brasileiro, tem sido afirmado pelas autoridades encarregadas do Programa de Estabilização que a URV não será atrelada ao dólar de modo rígido, como ocorreu na Argentina, onde o Governo abriu mão de corrigir distorções e praticar política monetária. Depois de um período de câmbio fixo, é idéia dos gestores do Programa implantar um sistema de "bandas" — faixa de variação do dólar em relação ao real —, em que o Banco Central estabelecerá as cotações mínima e máxima, à semelhança do ocorrido no Chile e em Israel. Nesses países, o Banco Central intervém sempre que ocorrerem desajustes da paridade real acima ou abaixo de determinada porcentagem. No caso chileno, esse percentual é de 10%.

Nesta segunda fase do Programa, antes da implantação do real, o valor da URV tem sido o parâmetro para o teto da cotação de venda do dólar pelo BACEN, tanto a

do comercial quanto a do flutuante, ou seja, sempre que a cotação atinge o valor da URV, o BACEN intervém em ambos os mercados (comercial e flutuante) vendendo dólares. Até a implantação da URV, o BACEN intervinha em ambos os mercados, sem divulgar o nível em que a autoridade estava disposta a intervir. Agora, o ponto de intervenção fica claro, já que o valor da URV é definido na véspera pelo BACEN e, ao se abrirem os trabalhos do mercado intermediário de câmbio, já é possível se saber o nível máximo de cotação do dólar. Com isso, os mercados do dólar comercial e flutuante praticamente se equiparam. Mas essa unificação dos dois mercados cambiais pode retirar do BACEN um poder de manobra até então por ele utilizado, já que, de acordo com a necessidade, até esse momento, o Banco Central podia comprar dólares num mercado e vender no outro, e vice-versa, sem precisar recorrer às reservas cambiais. Agora, com a tendência à unificação e com o teto máximo de cotação para o dólar, no qual o BACEN deverá intervir vendendo moeda, essa intervenção deverá dar-se via utilização das reservas, já que a possibilidade de jogar com os dois mercados, que antes havia, deixa de existir.

A estimativa do Governo, caso o real seja criado em julho, é de uma inflação residual em torno de 15% até o final do ano. Se o câmbio ficar fixo, certamente haverá uma sobrevalorização cambial no segundo semestre, sem contar a defasagem cambial existente até agora, estimada por algumas instituições em algo ao redor dos 10%.

A sobrevalorização já existente, aliada àquela esperada para os próximos meses, certamente trará impactos negativos sobre o saldo da balança comercial, ao desestimular as exportações e ao incentivar um aumento nas importações. Entretanto outros aspectos devem ser levados em conta, quando se analisa a questão, como é o caso da formação do próprio mercado de câmbio. Este, além da oferta e da demanda por moeda estrangeira, ligadas à balança comercial, também abrange as demais transações do balanço de pagamentos, como as contas de serviços e de capital. Assim, o mercado de câmbio reflete não apenas os movimentos de bens tangíveis (exportações e importações) como outros fluxos de moeda estrangeira. Portanto, uma análise do movimento cambial não pode se ater somente ao fluxo de mercadorias.

Outro aspecto que também não pode ser ignorado, ao se analisar a formação do preço da moeda nacional em relação às moedas estrangeiras, é o nível de reservas.

Assim, analisar a cotação da moeda unicamente sob o aspecto da balança comercial é, no mínimo, duvidoso, já que outros elementos podem influenciar o mercado de câmbio no que se refere à oferta e à demanda de moeda estrangeira. Uma coisa possível, e mesmo recomendável que seja feita, é analisar em que medida a taxa de câmbio afeta a balança comercial, e outra é regular essa taxa levando-se em conta apenas o comércio exterior, deixando de lado os demais fluxos de moeda e o estoque de reservas internacionais do País.

No caso brasileiro, não só o grande afluxo de capital externo, que tem ocorrido nos últimos dois anos, pode afetar as condições de oferta e demanda de dólares pelo País. Também a unificação dos mercados livre (comercial) e flutuante pode pressionar o mercado cambial no que se refere à cotação cambial. Isto porque o Governo vem, gradativamente, introduzindo nos registros contábeis do balanço de pagamentos do País rubricas que até então estavam atreladas ao mercado paralelo do dólar, por serem transações com o Exterior não permitidas pelo Governo. Com essa legalização de operações até esse momento consideradas ilegais, o mercado de câmbio oficial — isto é, aquele registrado nas contas do balanço de pagamentos do País — contabiliza um aumento da participação de outras transações que não de comércio de mercadorias na

sua composição. Ou seja, as contas de serviços e de capital aumentam sua participação no balanço de pagamentos.

Por tudo isso, é de se esperar que a taxa de câmbio vigente seja capaz de refletir, efetivamente, as reais condições de oferta e demanda de moeda estrangeira; ou seja, a defasagem cambial deve ser mensurada a partir de uma taxa de câmbio de equilíbrio, que abranja todas as contas do balanço de pagamentos e o próprio nível das reservas cambiais do País.

Até mesmo um componente especulativo que possa pressionar a cotação do real em relação ao dólar não pode ser descartado nessa fase de transição. Isto porque, frente à perspectiva de valorização cambial futura, isto é, diante da expectativa de que o real deve ser valorizado frente ao dólar num futuro próximo, muitos agentes tenderão a antecipar ou a retardar suas operações com o Exterior.

Pelo lado dos ofertantes de moeda estrangeira, isto é, daqueles que recebem dólares do Exterior e que desejam convertê-los em moeda nacional, pode-se esperar uma antecipação no fechamento de seus contratos de câmbio, visto que a expectativa de valorização cambial implicaria perdas para esse segmento da sociedade. Tal é o caso dos exportadores de mercadorias, daqueles que tomam recursos no Exterior e dos que vendem serviços no mercado internacional, por exemplo.

Já os demandantes de moeda estrangeira, como os importadores de mercadorias, os recebedores de serviços do Exterior, os que precisam amortizar dívidas em dólares e os que têm lucros a remeter para o Exterior, provavelmente tentarão postergar suas operações externas, na expectativa de conseguirem preços mais baixos para o dólar.

Diante desse quadro, pode-se esperar um aumento na oferta interna de dólares e uma redução na demanda pela moeda estrangeira. Assim, nos primeiros meses de implantação do Programa de Estabilização Econômica, é possível que ocorra um aumento não só no saldo comercial como também no saldo financeiro do movimento cambial do País, apesar da valorização esperada do câmbio. Posteriormente, porém, isso tudo poderá gerar uma pressão mais forte por desvalorizações no real, já que os que tinham de vender dólares já venderam e os que desejam comprar moeda estrangeira ainda não o fizeram. Esse será, pois, um dos momentos críticos do Programa, onde sua continuidade poderá correr fortes riscos.

Um outro aspecto crucial para o sucesso e a sorte do Programa diz respeito à fórmula a ser adotada pelo Governo para gerir a monetização da economia a partir da queda na inflação, já que as pessoas tenderão a trocar posições em aplicações financeiras por dinheiro vivo na medida em que os preços se estabilizarem, e isso pode gerar pressões inflacionárias. Na Argentina, a maneira encontrada foi limitar a emissão de dinheiro pela quantidade de reservas internacionais. No caso brasileiro, onde a economia nunca foi tão dolarizada como a economia argentina, tal alternativa se mostra insuficiente, já que o instituto da correção monetária aqui implantado sempre permitiu uma salvaguarda contra a inflação, ao mesmo tempo em que o volume de aplicações no mercado financeiro do País sempre foi, proporcionalmente, muito maior do que na Argentina. Além da venda de estatais ao Exterior, outra fórmula que vem sendo cogitada é a de emissão de títulos públicos ao investidor estrangeiro, o que seria feito de forma gradual.

A entrada de capital externo parece ser uma variável fundamental para o bom êxito do Programa, pelo menos nos seus primeiros meses, já que, através de ingressos adicionais de financiamentos externos, o Governo poderia reduzir seus gastos financeiros. Por outro lado, a fase de juros altos durante o Programa de

Estabilização poderá atrair excessivos capitais especulativos, prejudicando a execução de uma política monetária mais rígida. Ao mesmo tempo em que a valorização cambial deverá pressionar uma saída de divisas do País, as altas taxas de juros praticadas internamente poderão servir de atrativo ao capital proveniente do Exterior, conforme já vem acontecendo. Com o atrelamento do dólar ao real as taxas de juros reais, em dólar, ficarão extremamente convidativas, pelo menos enquanto a queda da inflação não for capaz de reduzir as taxas de juros. Depois da estabilização, caso esta venha realmente a se concretizar, os juros internos talvez se reduzam, induzindo a uma fuga dos capitais especulativos que aqui aportaram, podendo até desestruturar uma das bases do Programa, que é o afluxo de capital externo para manter o nível das reservas.

Enquanto isso não ocorre e o afluxo de capitais externos para o País ainda é razoável, o Governo tem tomado algumas medidas no sentido de regulamentar o excesso de entrada desses capitais, até porque seus efeitos sobre o endividamento público são bastante significativos.

Isto porque, quando o saldo cambial é alto, o BACEN joga na economia uma grande quantidade de moeda nacional para comprá-lo, aumentando a chamada "base monetária". Para recolher o excesso, o Governo endivida-se via lançamento de títulos da dívida pública.

Dentre as medidas adotadas nos últimos meses, visando conter esse ingresso de capitais especulativos no País, o Governo, no final de 1993, taxou em 3% e 5% de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), respectivamente, os ingressos de capital externo via empréstimo em moeda e aplicações em fundo de renda fixa.

Já em 1994, foi estabelecido que os títulos de empresas brasileiras emitidos no mercado internacional (eurobônus) não mais poderiam ser renovados por um período inferior a três anos. Além disso, o BACEN estipulou em oito anos o prazo mínimo para que essas renovações fiquem isentas do Imposto de Renda.

Outra medida para restringir a entrada de capital externo instituiu penalidades contra as antecipações de contrato de câmbio realizadas sem o efetivo embarque da mercadoria. O exportador que fizer isso ficará impedido de realizar nova operação por 90 dias, na primeira vez. Em caso de reincidência, essa suspensão poderá chegar a 360 dias.

Em face dos inúmeros pedidos realizados no mês de fevereiro para que o Banco Central autorizasse a captação de *commercial papers* e outros papéis de renda fixa, em 02 de março de 1994 o BACEN suspendeu o dispositivo de autorização automática para essas operações. Até então, sempre que não houvesse manifestação do Banco Central a uma solicitação para captação externa no período de até cinco dias úteis, o pedido era dado como automaticamente autorizado, e o interessado podia dar andamento à operação.

O Governo também vem estudando a hipótese de criar um mecanismo de retenção compulsória de parte dos recursos externos ingressados no País. Dentre as alternativas, é possível que seja estabelecido um teto mensal para compra de reservas internacionais, à semelhança do que foi adotado no Chile.

Entretanto, mais do que medidas restritivas adotadas pelas autoridades governamentais visando inibir o ingresso de capitais especulativos no País, o aumento nas taxas de juros nos Estados Unidos a partir de março deste ano pode ser o fator mais determinante para reduzir o afluxo desse capital ao País. Diante de um mercado mais seguro e com taxas mais atraentes, pode-se esperar um desvio de recursos para o

mercado norte-americano. Mesmo que as taxas de juros aqui praticadas sejam maiores do que as norte-americanas, a segurança lá encontrada pelos investidores certamente vai reduzir a procura por papéis brasileiros, aqui aportando apenas aqueles capitais extremamente especulativos, dispostos a correr maiores riscos frente à melhor remuneração.

O aumento nas taxas de juros nos Estados Unidos poderá não apenas restringir a entrada de capitais externos no Brasil, mas estimular a fuga de capitais que para cá já haviam se dirigido.

A grande incógnita é saber se o Federal Reserve Bank vai continuar em sua política de elevar os juros ou se vai parar por aí, com os títulos do Tesouro norte-americano rendendo em torno de 7% ao ano.

Em relação à balança comercial brasileira, o Programa, caso o câmbio seja mantido fixo por um período relativamente longo, poderá ocasionar dificuldades no setor exportador, numa repetição do que vem ocorrendo na Argentina. As exportações de produtos industrializados seriam as mais afetadas, visto que o aumento nos custos internos traria reflexos na sua competitividade externa. No caso da Argentina, onde grande parte das exportações está ligada aos produtos agrícolas, muitos deles cotados em bolsas de mercadorias, a moeda valorizada não exerce um efeito tão danoso como no caso brasileiro, onde mais de 70% da pauta de exportações é composta de produtos industrializados. O exportador marginal, isto é, aquele que exporta esporadicamente em razão de uma conjuntura favorável tenderá a ser o mais prejudicado, uma vez que poderá ser levado para fora do mercado exportador. Já para o exportador tradicional, como o atraso cambial tende a aparecer depois de um certo tempo, os efeitos não serão tão imediatos, embora, num prazo mais longo, também venha a ser afetado negativamente.

Vale ressaltar, porém, que, no passado, defasagens cambiais teriam provocado efeitos muito maiores às vendas externas do País do que na atualidade. Isto porque, atualmente, a perda de competitividade via câmbio pode ser compensada pelo aumento da produtividade das exportações brasileiras. Além disso, as desvalorizações da moeda brasileira em relação às moedas dos demais países da América Latina, em particular dos membros do MERCOSUL, podem garantir uma folga para as exportações, mesmo que o real se valorize frente ao dólar, e, com isso, garantir a competitividade nesse mercado, que, paulatinamente, vem ocupando um maior espaço entre os parceiros comerciais do País.

Pelo lado das importações, além de um aumento esperado decorrente da valorização cambial, a redução nas tarifas aduaneiras também deverá pressionar um aumento nas compras ao Exterior.

Num primeiro gesto concreto, cujo efeito pode ser considerado, até o momento, mais psicológico do que econômico, o Ministério da Fazenda, frente ao que considerou aumentos abusivos nos preços internos, divulgou dia 11 de março de 1994 uma primeira lista de redução de tarifas de importação. Essa lista contém 14 itens, que abrangem cerca de 130 produtos, desde lâ de aço e fósforos de segurança a medicamentos, lâmpadas, tijolos, dentifrícios e sabonetes. As alíquotas de importação, que, para esses itens, variavam de 10% a 20%, foram reduzidas a 2%. A manutenção de uma alíquota baixa em vez da simples zeragem de tarifas é explicada pelas negociações no âmbito do MERCOSUL. Como os países do MERCOSUL têm margens de preferência tarifária, a redução a zero eliminaria esse benefício fiscal para a importação preferencial dos países do MERCOSUL.

Vale ressaltar, porém, que os efeitos de um rebaixamento tarifário na redução imediata dos preços praticados pelo mercado interno são discutíveis, já que nada garante que os produtos importados não terão seus preços majorados até o nível praticado pelos produtores nacionais. Além disso, corre-se o risco de promover-se um esvaziamento das reservas, comprometendo o bom desempenho do Programa de Estabilização Econômica, onde um dos alicerces é o lastro em dólar para a moeda nacional.

O acordo da dívida externa

Após quase 12 anos de tentativas frustradas para negociar sua dívida externa com os banqueiros privados internacionais, tudo indica que agora o Brasil finalmente conseguiu chegar a um consenso com seus credores e fechar um acordo para os pagamentos devidos à comunidade financeira internacional privada.

Dos US\$ 134 bilhões devidos pelo Brasil, US\$ 52,9 bilhões fazem parte dessa renegociação e estão assim distribuídos: US\$ 35 bilhões para os credores privados internacionais; US\$ 6,9 bilhões para os bancos brasileiros no Exterior; US\$ 4 bilhões de dinheiro novo emprestado ao País em 1988 e US\$ 7 bilhões correspondentes aos juros atrasados entre 1991 e 1994. Ironicamente, depois de inúmeras cartas de intenções enviadas ao Fundo Monetário Internacional (FMI) nesses quase 12 anos de penúria enfrentados pelo País, com vistas a receber o aval necessário dessa instituição e, a partir desse aval, fechar o acordo com os banqueiros, desta vez este último se fez sem as bençãos do Fundo.¹

Ao contrário da expectativa do Governo brasileiro, o qual acreditava que o Brasil teria o aval do FMI, este limitou-se apenas a fazer uma declaração formal de apoio ao Programa de Estabilização que está sendo implantado no País sem, contudo, firmar um acordo *stand by* com o Brasil e, com isso, liberar os recursos necessários à aquisição dos cupons zero do Tesouro norte-americano pelo Governo brasileiro. O *stand by* é um empréstimo de curto prazo do FMI a um país que apresenta carta de intenções aprovada pelo Fundo e que, em geral, é utilizado para avalizar entendimentos com entidades privadas.

Depois de 11 experiências nesses quase 12 anos de cartas de intenções, que nunca passaram das intenções para a prática, desta vez o FMI quis esperar para ver os resultados do Programa de Estabilização Econômica antes de fechar outro acordo. O último acordo entre o Brasil e o FMI foi fechado em janeiro de 1992, ainda no Governo Collor. Já no primeiro trimestre desse mesmo ano, as metas acertadas foram descumpridas, o que levou o Fundo a suspender o desembolso dos recursos. Em julho de 1992, o Brasil acertou com os banqueiros internacionais seis modalidades de papéis, dentre as quais os banqueiros fariam a sua opção: bônus de desconto, bônus ao par, bônus

¹ Um breve histórico do processo de negociação da dívida externa brasileira encontra-se em BELLO, Teresinha da Silva(1992). Dívida Externa: 10 anos de penúria. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.20, n.2, p.46-51.

de capitalização, bônus de dinheiro novo, bônus de redução inicial de juros e bônus de reconversão. Com o advento do *impeachment* do ex-Presidente Collor, o processo de renegociação da dívida foi interrompido e só agora foi retomado.

Apesar das restrições colocadas pelo FMI, desta vez os banqueiros resolveram aceitar a troca dos títulos antigos da dívida brasileira pelos novos, desde que o País se comprometesse a apresentar garantias equivalentes a US\$ 2,8 bilhões em títulos do governo norte-americano (os cupons zero) até o dia 15 de abril de 1994. Essa rapidez sem precedentes na resposta dos credores em fechar o acordo com o Brasil, aceitando a nota de apoio do FMI como garantia suficiente, teve motivos políticos, tendo em vista que 1994 é ano de eleições presidenciais no País. Eles acharam melhor colocar logo o acordo em vigor — o que lhes garantiria o recebimento de, pelo menos, parte dos juros devidos — do que esperar pelo *stand by* com o FMI e deixar o processo se aproximar demais das eleições presidenciais, podendo, inclusive, não ser fechado até a posse do novo Presidente.

Além de servir como aval aos banqueiros, o acordo *stand by* com o FMI também é pré-condição para que o Tesouro norte-americano emita os *zero coupon bonds* que servem de garantia a alguns bônus de reestruturação da dívida externa, podendo, assim, o País adquirir esses cupons zero diretamente do governo norte-americano, sem taxas de corretagem. A recusa do FMI também fez com que o País deixasse de contar, além dos recursos do Fundo, com aportes financeiros provenientes de organismos financeiros internacionais, que seriam utilizados na compra de cupons diretamente do Tesouro dos Estados Unidos. O aporte de colaterais fixado em US\$ 2,8 bilhões deveria ser dividido, inicialmente, entre reservas cambiais (50%) mais um montante dividido entre o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial (BIRD) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), que, juntos, totalizariam a metade restante. Como não foi possível receber os recursos dessas instituições, o Governo brasileiro teve de utilizar-se de suas reservas cambiais para comprar os cupons zero no mercado financeiro e acabou pagando mais caro pelos papéis, já que os mesmos foram adquiridos junto ao mercado secundário. O normal teria sido comprar os colaterais diretamente do Tesouro norte-americano, com aval do FMI.

Além dos US\$ 2,8 bilhões oferecidos em garantia, o Brasil ainda precisa aportar, futuramente, mais US\$ 1,6 bilhão, perfazendo um total de US\$ 4,4 bilhões, a serem gastos, pelo País, na compra de cupons zero.

Os seis tipos de papéis que foram oferecidos aos banqueiros em julho de 1992 se reduziram para cinco, visto que ninguém optou pelos bônus de conversão. Assim, os antigos títulos da dívida brasileira serão trocados nas seguintes condições:

- **bônus de desconto**, que representaram 35% das opções dos credores. Garantidos pelo Tesouro dos Estados Unidos, abatem 35% do valor inicial da dívida, têm prazo de 30 anos e juros de mercado;
- **bônus ao par**, com 33,16% das opções dos banqueiros. Também garantidos pelo Tesouro norte-americano, têm prazo de 30 anos e juros tabelados abaixo das previsões futuras para as taxas internacionais;
- **bônus de capitalização**, com participação de 20,56% nas opções dos banqueiros credores. Têm prazo de 20 anos, 10 de carência, juros tabelados e pagamentos semestrais;
- **bônus de dinheiro novo**, representam 5,77% das opções dos banqueiros. Têm prazo de 15 anos, sete de carência, juros de mercado e pagamentos semes-

trais. A dívida trocada por esse papel representa dinheiro novo para o País, no total de US\$ 300 milhões;

- **bônus de redução inicial de juros**, com participação de 5,51% nas opções. Têm prazo de 15 anos, nove de carência, juros tabelados até o sexto ano de pagamento e, depois, juros de mercado e pagamentos semestrais;
- **bônus de conversão**, com participação de 0%. Têm prazo de 18 anos, 10 de carência, juros de mercado e pagamentos semestrais.

A partir da troca dos títulos, a dívida com os credores privados internacionais está praticamente toda reestruturada, normalizando-se as relações financeiras internacionais do Brasil junto à comunidade privada. Tal fato poderá permitir uma diminuição nas taxas de juros cobradas no Exterior a empresas nacionais quando da tomada de recursos externos pelas mesmas. Por outro lado, ainda resta negociar a dívida brasileira junto ao Clube de Paris, que reúne os países credores e junto às demais instituições financeiras internacionais, com vistas a alongar o perfil desse endividamento.

Para o atual Governo brasileiro, a normalização das relações com o Exterior é estratégia fundamental para o bom êxito do Programa de Estabilização Econômica. Isto porque, como o real será garantido pelas reservas cambiais, o Governo precisará ter condições de avaliar, a longo prazo, seus pagamentos externos feitos em moeda estrangeira, já que haverá uma proporção constante entre a quantidade de reais emitida pelo BACEN e o valor das reservas.

Além disso, é tecnicamente recomendado que as reservas mínimas de um país equivalham a quatro meses de importações, as quais, no caso brasileiro, estariam em torno de US\$ 8 bilhões. Somente há dois anos, o País tem um nível de reservas considerado confortável, o que lhe permitiu fechar o acordo da dívida mesmo sem o aval do FMI.

A conclusão que se pode chegar é que tanto o Programa de Estabilização como o fechamento do acordo da dívida externa pelo atual Governo só foram possíveis graças à conjuntura externa favorável ao País neste momento. Enquanto os juros internacionais, atualmente, se encontram na casa dos 4% ao ano, na época do Plano Cruzado, por exemplo, esses juros eram de 7,5% ao ano, as reservas do País giravam em torno de US\$ 9,7 bilhões e havia um impasse com os credores externos.