

Reflexos da crise asiática

■ Francisco Lopes, do BC, aposta que insegurança dos investidores beneficiará o Brasil

VERA BRANDIMARTE

Brasília - José Roberto Serra

BRASÍLIA - O preço pago pelo Brasil na turbulência provocada pela crise cambial asiática foi, até agora, relativamente pequeno. Foi mais explícito na queda das bolsas de valores, que resultou em perdas de 17,5% para os investidores em agosto, e no aumento momentâneo do custo de captação das empresas brasileiras no exterior. E foi menor sobre as taxas de juros internas.

"A crise asiática aumentou nosso custo de financiamento da dívida pública, mas foi muito pouco, algo perto de 0,5% nas rolagens de papéis", avalia o diretor de política monetária do Banco Central, Francisco Lopes.

Hoje as bolsas estão voltando ao patamar de preços em que se encontravam antes da crise, da mesma forma que o custo de captação no exterior e as taxas de juros pedidas pelo mercado para comprar papéis públicos. Sem contar que as especulações no mercado futuro de câmbio foram abafadas pelo ação do governo ao aumentar a oferta de títulos públicos indexados ao dólar. Para analistas de bancos, os mercados continuam voláteis e podem voltar a ficar nervosos diante de indicadores negativos, mas, nesse primeiro round, o Brasil acabou saindo quase incólume do terremoto dos tigres asiáticos.

Chico Lopes, desde o início da crise, mantém sua aposta de que, no final da história, o Brasil vai acabar sendo beneficiado com a insegurança experimentada pelos investidores internacionais naqueles mercados emergentes. O Brasil vai distinguir-se, diz ele, principalmente pelo tipo de reação do governo, que não mudará as regras do jogo.

Reação - "O que nós notamos é que o tipo de reação à crise dos governos asiáticos não foi satisfatória. Na Tailândia, por exemplo, o governo praticamente entregou todas as reservas tentando fazer a defesa ao ataque nos mercados futuros, o que certamente é algo imprudente. A reação correta, a nosso ver, teria sido a defesa das reservas com aumento das taxas de juros", diz ele.

Para os asiáticos, diferenciá-los da Tailândia ficou mais difícil porque eles também tomaram atitudes imprudentes, como "atribuir a crise a especuladores, tentar fazer controle de capital, mandar polícia investigar banco por suspeita de especulação, reduzir o espaço para o livre funcionamento dos mercados".

Esta é, segundo Lopes, a defesa menos adequada. "Quando um governo identifica um ataque especulativo e se defende mudando a regra do jogo, ele dá um sinal de fragilidade, o que tende a piorar a situação". No merca-



Francisco Lopes: 'A crise asiática aumentou o custo da dívida pública'

do há sempre pessoas apostando contra o governo e outras apostando a favor, que são os parceiros. Quando sinaliza fragilidade, o governo, corre o risco de perder os parceiros porque cria um ambiente de insegurança para esses investidores.

"Em uma especulação clássica em bolsa, o especulador primeiro toma uma posição vendida, cria um boato de que a bolsa vai cair e torce para o investidor se apavorar. Quando este se apavora e sai vendendo, o especulador compra e sai da posição. Se o governo reage dando margem a dúvidas, o investidor fica inseguro, se apavora e nesse movimento o especulador consegue seu ganho". Na Ásia, comenta Lopes, "a gente sente que os governos estão ficando envolvidos nesse movimento".

Juros - Na conta que o país pagou em função da crise asiática, Lopes não inclui a decisão de manter inalteradas as taxas de juros básicas da economia, que há seis meses não saem do mesmo lugar. Apesar da deflação nos índices de preços e menor

demanda por bens de consumo, o BC decidiu manter para setembro a TBC e a Tban, taxas de redesconto que são o parâmetro para a taxa *overnight* de empréstimo entre as instituições financeiras. Essa decisão representa custo adicional para toda a economia e também para o governo.

"Essa pergunta é difícil porque envolve uma análise contra-factual, onde está sendo comparado o que aconteceu com o que teria acontecido. É como se você dissesse: não fosse a crise asiática, o Copom (Comitê de Política Monetária) teria decidido baixar os juros? Eu não apostaria nisso", afirma Lopes.

O diretor do BC lembra que as taxas básicas fixadas pela instituição só definem um piso para o mercado operar. As taxas que são cada vez mais relevantes para a economia são as de prazo mais longo, orientadas pela taxa de captação do governo em prazos que hoje são, no mínimo, de seis meses e chegam a dois ou até cinco anos, no caso das NTN-D. "Essas taxas, embora referenciadas no

piso, quem dita é o mercado e são elas que importam, por exemplo, para uma financeira que está captando por prazo mais longo para fazer empréstimos ao consumidor", diz ele.

Desde maio o BC deixou de baixar as taxas básicas e nem por isso as taxas de juros da economia de prazo mais longo se mantiveram constantes. Ao contrário, elas dispararam em abril, quando o BC anunciou a decisão de não baixar a taxa básica para maio, saltando de 21,10% ao ano para 23,75%, e depois voltaram para níveis de 21,5% no início de julho - taxas de *swap* de um ano. Essas taxas só voltaram a subir em meados de julho, quando estourou a crise da Ásia, foram a 22,5% e em seguida recuaram para níveis hoje próximos de 22%.

Frouxidão - O diferencial entre o piso dado pelas taxas básicas e as taxas de empréstimos depende muito da voracidade com que o governo, para cobrir seu déficit fiscal, está entrando na disputa por recursos disponíveis para empréstimos. Se o governo precisa tomar muito dinheiro, ele absorve recursos disponíveis na economia para serem emprestados e congestiona o setor privado.

O argumento forte que justifica a atual política monetária restritiva, argumenta ele, ainda é a frouxidão da política fiscal. O BC não pode simplesmente olhar para a inflação corrente, tem que relativizar a deflação registrada - até porque no ano não haverá deflação, e sua expectativa de taxa em 1997 é algo pouco abaixo de 5%. O Copom avalia o efeito da menor inflação sobre a taxa de juros real e tenta medir o impacto sobre o déficit do setor público para cada trajetória de taxa de juro real.

Mas a lógica não é baixar juros para melhorar o déficit. O raciocínio funciona ao contrário. "Quando o governo avança mais no ajuste fiscal, você tem mais segurança para fazer política monetária mais frouxa. Se o governo faz sua parte gerando mais superávit primário, a economia tende a se deprimir, porque está sendo tirada demanda da economia, através de menor pagamento a empreiteiras ou em salários para os servidores. Só aí faz sentido uma política monetária menos apertada para compensar, e, com queda de juros, estimular gastos privados que ocupem o espaço deixado pelo governo. Não há dúvidas de que o esforço na área fiscal ainda é insuficiente e, se a política monetária ficar frouxa, há o risco de se produzir excesso de demanda por bens e serviços, que resultará em inflação e problemas no balanço de pagamentos".