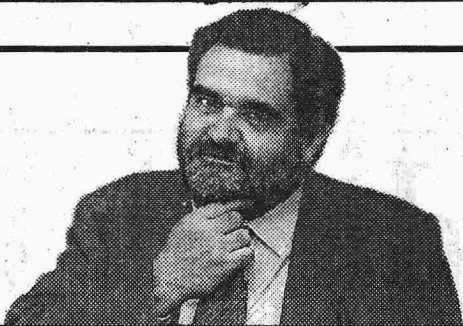


# Celso Pinto



## O "pouso suave"

Dos US\$ 20 bilhões em reservas que o Brasil ganhou desde a crise da Ásia, talvez uns US\$ 15 bilhões sejam aplicações de curto prazo, que vão vencer antes das eleições de outubro. Arriscado? Armínio Fraga, ex-diretor do Banco Central, hoje administrador de fundos de investimento de George Soros em Nova Iorque, acha que nem tanto. Mesmo com muito dinheiro de curto prazo (os US\$ 15 bilhões, ressalva, são um cálculo aproximado), ele acha pequena a chance de o Brasil mergulhar numa nova crise monetária neste ano, como me disse numa conversa, esta semana, em Nova Iorque.

Riscos existem, é claro. Um cenário realmente ruim, contudo, só acontecerá se houver uma enorme queda na bolsa americana, um salto nos juros ou uma nova crise muito forte na Ásia.

Ainda existem muito banqueiros céticos em relação ao Brasil em Nova Iorque. A restrição ao crescimento, derivada da restrição nas contas externas, coloca dúvidas sobre a manutenção da política cambial a médio prazo.

A aposta de Armínio é outra. Ele acha que existem boas chances de o Brasil fazer uma "aterrissagem suave" nos próximos dois anos. Ou seja, trazer o déficit fiscal para algo entre 3% e 4% do PIB, os juros para uns 12%, caminhar suavemente em direção a uma nova política cambial e voltar a crescer de forma mais expressiva. Como?

No caso dos juros, os 24% atuais, a seu ver, se explicam por quatro componentes: 1) 7,5% vêm da desvalorização cambial; 2) 5,5% são os juros americanos, que servem de piso aos investidores externos; 3) 4% são o prêmio Brasil que o investidor exige para comprar papéis brasileiros; 4) 7% são o medo de uma desvalorização cambial.

Os quatro somam um enorme juro e garantem a atração de dólares para o Brasil. Armínio exclui do cálculo o Imposto de Renda. Seu argumento é que os investidores externos conseguem compensar os gastos de impostos em seu país de origem (caso dos EUA), ou negociam compensações no mercado, de uma forma ou de outra.

Dos quatro componentes, ele acha que os 7,5% da desvalorização podem cair, gradualmente, para uns 3,5% ou 4%. O prêmio Brasil pode cair para uns 2% e o medo da desvalorização pode sumir, à medida que a estratégia econômica der resultado.

Ele é contra desacelerar, já, o ritmo de desvalorizações cambiais, mas acha que a mudança pode ser feita sem traumas. Em vez de diminuir o ritmo de reajustes cambiais, ele acha que o BC vai abrir uma distância entre a taxa de compra e de venda do dólar. A taxa de venda continuaria sendo desvalorizada ao ritmo atual, enquanto a taxa de compra passaria a ser reajustada de forma mais lenta.

Com isso, o BC abriria, naturalmente, uma banda de flutuação no câmbio, sem deixar de desvalorizar o teto da banda de forma mais agressiva. Sem a crise da Ásia, ele achava que o BC poderia começar a introduzir essa mudança já a partir do início do provável segundo mandato de Fernando Henrique. Depois da crise da Ásia, ele atrasou seu cronograma em uns seis meses, ou seja, seria possível mudar a partir de meados de 99.

As razões para seu otimismo fiscal são mais discutíveis. Ele acha que as privatizações ajudarão bastante e que a redução dos juros vai ter forte impacto no déficit nominal. Admite, contudo, que as pressões de gastos são grandes e que, embora esteja convencido de que o presidente vai brigar pela segunda geração de reformas, não será uma tarefa simples. Crucial, a seu ver, seria aprovar a fase 2 da reforma da Previdência.

A mudança no câmbio só deveria vir no momento em que o mercado se convencesse de que o Brasil caminha na direção de reduzir a restrição externa e a fiscal. Esse, contudo, é todo o problema.

E se o mercado resolver atacar novamente o Brasil? A menos que isso aconteça em meio a uma catástrofe, como um *crash* em Wall Street, diz Armínio, o governo vai subir outra vez os juros, restringir o crescimento e defender com sucesso a moeda.

Muita gente atribui aos fundos mais especulativos (*hedge funds*), como o de Soros, o poder de formar opinião e levar o resto do mercado atrás. Se a regra valer, o Brasil pode ficar tranquilo.