

# Celso Pinto



## Uma mudança de modelo

O Brasil precisa dar uma guinada em seu modelo econômico para poder viver com menor disponibilidade de dólares. Recessão e juros altos são soluções temporárias e custosas.

Podem implicar num custo menor do que o de mergulhar numa crise gerada, por exemplo, por uma desvalorização descontrolada. No entanto, uma economia que cresce 1% ao ano e cujo governo paga juros médios de 15%, como o Brasil neste ano, está numa trajetória insustentável. A opção é aumentar as exportações, apesar das dificuldades do mercado externo.

A análise é da economista Eliana Cardoso, assessora especial do Banco Mundial para a América Latina e o Caribe e ex-Secretária Internacional da Fazenda neste governo. Eliana participou ontem de um seminário internacional sobre Dívidas Externas na América Latina e a Crise do Sistema Financeiro Internacional, na Fundação Getúlio Vargas, no Rio.

Macroeconomista respeitada internacionalmente, ela discutiu as respostas boas e ruins à crise atual e rebateu a idéia que os investimentos diretos são uma garantia contra crises financeiras. As únicas proteções concretas contra crises são ter políticas macroeconômicas consistentes e um sistema de supervisão bancária que imponha limites aos riscos que os investidores estão dispostos a correr.

Os fluxos de capitais para países emergentes deu um salto nos anos 90 (de US\$ 50 bilhões em 90 para mais de US\$ 200 bilhões ao ano, nos últimos anos). Um parte crescente veio sob a forma de investimentos diretos (de 21% do total em 90 para 70% este ano), atraídos pelas privatizações e pelos retornos mais altos.

Argumenta-se que é um capital mais estável, menos sujeito a crises. Na Ásia, contudo, os fluxos de investimento direto variaram de 30% do fluxo total na Indonésia a mais de 100% na Malásia e isso não impediu a fuga de recursos e o colapso das moedas.

Na verdade, argumenta Eliana, estes investidores reagem como os outros e encontram várias formas de tirar capital do país. Além disso, em países que controlam a entrada de capitais, às vezes o que entra registrado como investimento direto é capital de outra natureza. Só se descobre estas discrepâncias de informações tarde demais.

As crises da Ásia e da Rússia não foram apenas crises clássicas, provocadas por sobrevalorização cambial e déficits externos crescentes, seguidos por desvalorização e recessão. Houve um componente financeiro, gerado pelo acúmulo de ativos de alta volatilidade por bancos e empresas, descasamento de prazos e moedas entre ativos e passivos (por exemplo, empréstimos em dólares de curto prazo financiando investimentos de longo prazo em moeda local).

Uma forma de lidar com estes riscos é adotar modelos de "valor-em-risco" para o mercado. O valor-em-risco de uma carteira mede a perda máxima potencial, num certo tempo e dentro de um intervalo de confiança, em razão da mudança de preços de ativos (juros, câmbio, ações, etc.). Não resolve riscos gerados por mudanças de paradigmas de retornos financeiros, mas ajuda a reduzir o risco geral do sistema.

E o que fazer com câmbio e juros? Eliana acha que num mundo de fluxos de capitais substanciais e voláteis, manter o câmbio fixo (ou controlado, como no Brasil) equivale a dar um subsídio ao investidor financeiro: se não tivesse a garantia do câmbio dada pelo governo, ele teria que comprar proteção (hedge) contra flutuações. Ela defende o câmbio flutuante. Admite, contudo, que seria muito arriscado mudar o regime cambial do Brasil hoje, em meio à crise.

Em relação aos juros, a receita é complexa. Elevar os juros para defender a moeda (como fez o Brasil) pode ser eficaz, mas tem custos e riscos. Se o mercado percebe que o custo dos juros é alto demais, aumenta o medo de uma moratória e de desvalorização, o que pode levar a uma fuga ainda maior de capitais. Foi o caso da Rússia, mas não é o caso, hoje, do Brasil.

Quanto aos controles de capitais, podem ter alguma eficácia a curto prazo, mas tornam-se inoperantes a longo prazo. São, também, inúteis para prevenir crises derivadas de políticas macroeconômicas inconsistentes.