

## A máxi seria um desastre

SÓ UM PROGRAMA DE AJUSTE FISCAL PODE RECONQUISTAR A CONFIANÇA PERDIDA PELOS INVESTIDORES

OCTAVIO DE BARROS

**E**m artigos recentes, alguns importantes economistas estrangeiros e brasileiros sugerem que uma forte desvalorização seria a solução mais eficiente e rápida para a superação dos empecilhos ao crescimento no Brasil. Nossa ponto de vista é que a tese da máxi, como resposta à crise, parece estar longe de equacionar os constrangimentos atuais pelas razões e reflexões que passamos a apresentar.

Existe uma crise internacional e o País tem de posicionar-se diante dela e não diante de uma dimensão autocentradade dos problemas macroeconômicos. É necessário agir de forma serena para não correr o risco de jogar fora a água do banho com a criança dentro.

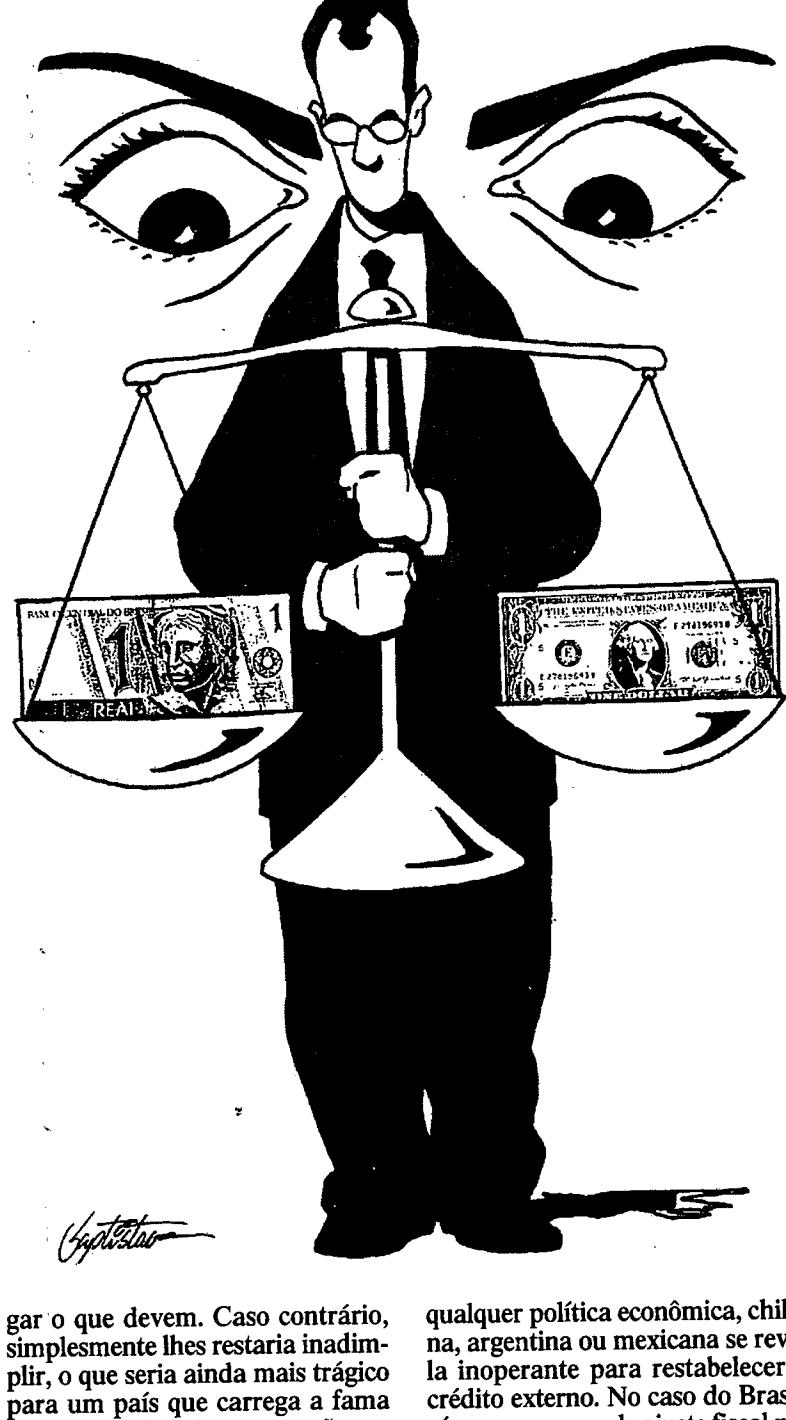
Primeiramente, não parece razoável a hipótese de que uma maxi-desvalorização, por si só, levaria à forte queda de juros. Diante da natureza da atual crise internacional, que é, acima de tudo, uma crise de confiança, isso é pura ficção. O impacto fiscal de uma desvalorização é comparável e, possivelmente, mais longo e doloroso do que aquele resultante do aumento temporário dos juros. Temos mais de R\$ 160 bilhões em dívidas brutas do setor público – governo federal, Estados, municípios e todas as estatais incluindo bancos públicos em geral –, denominadas ou diretamente em moeda estrangeira. Quase US\$ 100 bilhões de externa e R\$ 54 bilhões de dívida interna com correção cambial.

Além disso, uma máxi, que é um pouco sem fundo com remotas chances de ser estabelecido de forma controlada, levaria o País a uma recessão mais intensa do que o cenário atual de ajuste sugere, afetando dramaticamente as receitas públicas. Por mais que a forte retomada da inflação, decorrente de uma eventual máxi, possa queimar despesas públicas não corrigidas, o desequilíbrio fiscal se agravararia, aumentaria automaticamente o custo dos serviços prestados ao Estado e explodiria o serviço da dívida dolarizada e, consequentemente, o déficit público. A relação dívida pública/PIB aumentaria, atingindo preocupantes níveis elevados. Por exemplo, supondo-se que fosse possível uma máxi de 30%, a relação dívida pública/PIB passaria no ato dos 40,5% estimados para 1998 para 45,9%. Imaginemos então o estrago de uma máxi à mexicana.

Portanto, apesar de o componente “expectativa de desvalorização” embutido nas taxas domésticas de juros ser um dado de realidade, a preservação ou mesmo o agravamento do desequilíbrio fiscal inviabilizaria a mudança de expectativas. Isso sem falar do fato de que o risco país percebido de fora não cairia, devendo, possivelmente, aumentar com as incertezas quanto à volta da inflação, da indexação e da instabilidade política decorrente de mais uma eventual frustração social do fracasso de outro plano de estabilização.

Também já há recente e ampla evidência empírica de que a forte desvalorização não repercute automaticamente, como há alguns anos, no aumento das exportações. Com o comércio mundial afetado pela crise, a competição externa ficou muito mais complexa, dependendo cada vez menos de preço e cada vez mais de uma política agressiva de competição, pragmática ao extremo. Nesse aspecto, o Brasil ganharia mais se lograsse comprometer, com metas realistas, as empresas transnacionais operando no Brasil a exportar mais. Elas, que já são responsáveis por quase 50% das exportações totais brasileiras, são as únicas que têm efetiva facilidade de penetrar em mercados de difícil acesso. Um maior envolvimento e a motivação dessas empresas seriam o pulo-do-gato para alcançar mais rapidamente as metas de 2002. A atual política de comércio exterior brasileira é consensualmente percebida como indo na boa direção.

Da mesma forma, não se pode perder de vista o impacto de uma máxi sobre o endividamento em moeda estrangeira das empresas privadas e dos bancos privados brasileiros, que é de quase US\$ 130 bilhões (sem incluir o endividamento doméstico das empresas e pessoas físicas indexado ao dólar). As primeiras não apenas dificilmente renovariam seus débitos no exterior, pois sua capacidade de pagamento seria questionada pelo mercado num quadro de melhora dos fluxos, como teriam de ajustar-se, reduzindo ainda mais os investimentos e os empregos para poderem pa-



gar o que devem. Caso contrário, simplesmente lhes restaria inadimplir, o que seria ainda mais trágico para um país que carrega a fama de caloteiro. Ironicamente, não podemos esquecer: há sempre a possibilidade de o Estado assumir para si o prejuízo, como foi feito nos anos 80, o que redundaria em mais dívida e mais déficit. Nesse caso, é fácil imaginar o desgaste e as incertezas de mais uma reestruturação da dívida externa após menos de cinco anos da conclusão do último processo. Se o passado condena, o presente correria o risco de condenar mais uma vez, impregnando ainda mais a imagem do País como cronicamente instável.

Com uma máxi, os bancos privados, por seu turno, não apenas aumentariam brutalmente seus créditos de liquidação duvidosa, como elevariam ainda mais seus spreads. Alguns bancos menores poderiam eventualmente sumir. Em outras palavras: com a hipótese da máxi, de nada terá servido o preventivo e providencial Proer, que melhorou substancialmente a saúde do sistema bancário brasileiro.

Além disso, uma maxidesvalorização provocaria uma ruptura longa no extraordinário ciclo atual de investimentos diretos estrangeiros – melhor aliado do País neste momento –, sem precedentes na história econômica brasileira. Esse ciclo só foi possível por causa da estabilização monetária e da recuperação da confiança. Isso poria ainda mais lenha na fogueira do problema do financiamento externo. Uma máxi frustraria a taxa de retorno em moeda forte daqueles que terão investido diretamente no Brasil em termos brutos quase US\$ 60 bilhões, de janeiro de 1994 a dezembro de 1998. E isso apenas em investimentos diretos e reinvestimentos de lucros.

Perder essa confiança seria fatal. E qualquer eventual repercussão positiva que uma desvalorização cambial possa vir a provocar no resultado comercial não compensará as sequelas do afastamento e da frustração do investidor estratégico no Brasil. Não podemos esquecer que, antes da estabilização, as empresas produtivas multinacionais ficaram mais de uma década sem investir no Brasil.

O México teria aprendido a lição. Em 1995, acabou desvalorizando sua moeda em mais de 100% e, no entanto, a crise que enfrenta hoje tem a mesma cara feia que tem a crise no Brasil. O México, que opera com regime de flutuação cambial, tem as portas do mercado internacional de crédito igualmente trancadas. A inflação lá corre solta e a parcela da dívida interna pós-fixada tem crescido. A única diferença é que eles preferiram a inflação à queda de reservas. Não é por acaso que a democracia no México tem dificuldades incomparavelmente maiores do que a brasileira. Diante de tal crise internacional,

qualquer política econômica, chilena, argentina ou mexicana se revela inoperante para restabelecer o crédito externo. No caso do Brasil, só um programa de ajuste fiscal pode reconquistar a confiança perdida pelos investidores financeiros.

Há ainda um outro ponto essencial. A recuperação da credibilidade externa é a melhor aposta que o País pode trazer hoje, por causa do fato de que, ao contrário de um passado até recente, a percepção dos agentes econômicos domésticos passou a ser radicalmente balizada, e freqüentemente determinada, pela percepção dos investidores financeiros internacionais. Todas as mais importantes empresas e bancos brasileiros têm fortes vínculos ou presença no exterior. A internacionalização das empresas brasileiras ampliou-se significativamente nos últimos anos. Temos entre 800 e 1.000 empresas e bancos brasileiros com estreitos relacionamentos financeiros internacionais. Isso é o que explica esta esdrúxula novidade, crescentemente ventilada no mercado, de que haveria risco de calote da dívida interna, parecendo esquecer que, no auge da hiperinflação, 100% da dívida interna era rolada no overnight. Essa talvez seja a grande diferença entre o Brasil de hoje e o de dez anos atrás: a integração internacional dos atores econômicos domésticos. A lógica do investidor financeiro doméstico é, portanto, fortemente condicionada pela percepção do investidor não residente. Seria ingenuidade achar que isso tem volta. Em outras palavras: por mais estranho que possa parecer, não dá para sonhar com a reconstrução da poupança interna e com a diminuição da taxa de juros doméstica sem a redução dos prêmios de risco pagos aos investidores externos.

Não há regime cambial estável com forte desequilíbrio fiscal estrutural. De nada adiantaria uma forte desvalorização porque a ciclotimia na política econômica continuaria presente, o padrão de gasto público permaneceria o mesmo, as agendas de longo prazo seriam abandonadas e a democracia perderia mais uma chance de aperfeiçoar-se. Hoje, essa oportunidade de aperfeiçoamento democrático está sendo dada pela estabilização. Pior seria aceitar o financiamento dessa saída de crise via inflação. Seria o mesmo que voltar à estaca zero e jogar no lixo os benefícios da estabilização, seguramente a melhor forma de construir agendas, à medida que ela torna os problemas sociais mais visíveis e mais enfrentáveis com instrumentos adequados.

Não podemos subestimar os efeitos extraordinários da queda da inflação na reconstrução de horizontes, na redução das desigualdades sociais, na crucial introdução da noção de restrição orçamentária na vida das famílias e das empresas, no aumento da poupança doméstica e no processo decisório de investi-

mento de longo prazo. Fora isso, é uma santa ingenuidade acreditar que a espinha dorsal da indexação no Brasil já está quebrada: volta imediatamente com a inflação. Trinta anos de indexação estão vivos na memória das empresas, bancos e assalariados.

Para recuperarmos o crescimento econômico, a restauração da credibilidade externa é saída mais rápida do que voltar à idade da pedra da inflação alta e da reindexação, via desvalorização desestruturadora da confiança depositada dentro e fora do País. A redução do risco país permitiria uma sensível queda dos juros domésticos que afetam o conjunto da dívida interna (e não apenas a dolarizada) e chancelaria a preservação de uma política cambial ainda gradualista por algum tempo, mesmo se mais agressiva no crawling peg.

Ainda que distante, o futuro da política cambial parece óbvio para todos: a flutuação. Mas depende de tantas precondições que seria preferível, por enquanto, começar apenas levando um pouco mais a sério o início de uma longa construção da moeda única de um Mercosul ampliado para outros países da América Latina. Esse tema agora ganha pertinência e o apoio que não tinha antes. No curto prazo, o que interessa não é a moeda única em si, considerando que se trata de uma construção de no mínimo dez anos, mas sobretudo o significado de uma harmonização macroeconômica, institucional e política. A história do sucesso na instituição do euro mostra claramente que o futuro está na convergência monetária que reduz consideravelmente as possibilidades de ataques especulativos. Seria vergonhoso que, por 10% ou 15% de eventual apreciação da taxa de câmbio, o País sucumbisse a uma desvalorização que arruinaria a estabilização conquistada. Ainda mais contando com um regime cambial flexível que permite desvalorizações anuais importantes (superiores a 7,5% em 1998).

Assim, chega a ser leviano, hoje, falar que faltariam US\$ 15 bilhões, US\$ 20 bilhões ou US\$ 25 bilhões para fechar o balanço de pagamentos em 1999, uma vez que as condições externas, e especificamente as do Brasil, deverão modificar-se enormemente daqui para frente. Isso, obviamente, caso se consiga restaurar a credibilidade no plano fiscal e transmitir a ideia de perseverança nos objetivos estabelecidos. O verdadeiro desafio que se apresenta é a gestão do tempo da política econômica para que o País possa transitar de uma estabilização construída pela poupança externa, mas que só pode ser sustentada no longo prazo pelo fortalecimento da poupança interna. A partir daí, começa o salto do desenvolvimento: a melhor poupança externa é aquela que se tem à disposição quando não se precisa tanto dela. Ela cria saltos de desenvolvimento. Esse parece ser o caminho a trilhar: apostar na recuperação da poupança interna e continuar absorvendo alguma poupança externa sem precisar atrai-la com taxas de juros altas.

Não há nem o que pensar. A prioridade do País neste momento deve ser a de reduzir, urgentemente, a percepção externa de risco país. O Brasil de hoje é, de longe, o país que tem melhores condições para conseguir isso. Deve lançar mão de toda a sua influência, peso econômico e prestígio recém-reconquistado para obter um inequívoco apoio externo e manter o programa de estabilização. O estatuto internacional adquirido pela economia brasileira é único entre os países em desenvolvimento. Certamente mais importante do que seu peso no PIB e comércio mundiais. Isso porque todo o mundo sabe que o Brasil é, economicamente,

### História de sucesso do euro mostra que o futuro é a moeda única do Mercosul

mente, o mais importante de todos os países emergentes, locomotiva do continente representando 42% do PIB da América Latina (incluindo México) e um dos mais, se não os mais, promissor local de valorização do capital produtivo. Sua economia tem consistência, produtividade e eficiência crescentes. Não chamado lado real, o País não precisa provar mais nada para ninguém. Já deixou de ser uma promessa há muito tempo. Portanto, agir sobre expectativas, restaurar a credibilidade é, de longe, a melhor estratégia.

Octavio de Barros é diretor-técnico da Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica (Sobee).

■ Octavio de Barros é diretor-técnico da Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica (Sobee).

■ Octavio de Barros é diretor-técnico da Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica (Sobee).