

# Celso Pinto



## Um fórum de câmbio e juros

A sessão especial do fórum nacional organizado por João Paulo dos Reis Velloso, ontem, no Rio, pretendia discutir estratégias de desenvolvimento para os quatro anos do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso. A maior parte do tempo, contudo, acabou discutindo câmbio e juros, o que é um bom termômetro do grau de incerteza que ainda existe sobre a retomada sustentável do crescimento.

O ministro da Fazenda, Pedro Malan, e o diretor do Banco Central, Francisco Lopes, reafirmaram que a política cambial não muda e os juros caem, mas no ritmo do ajuste fiscal. Lopes foi longe nos argumentos.

Disse que a fixação dos juros tem mais a ver com a política fiscal do que com a necessidade de atrair dólares (ou evitar fuga de capitais), embora tenha admitido que "a questão do cupom martiriza". Cupom cambial é a remuneração de um investidor externo, no Brasil, e acaba determinando um piso mínimo para os juros.

Lopes diz que o cupom é formado por três componentes: os juros americanos (hoje 5%), a desvalorização (7%) e um prêmio de risco. Como os juros têm oscilado entre 20% e 40%, o prêmio de risco tem variado de 8% a 28%.

Para Lopes, o prêmio de risco é tão alto porque a reputação do Brasil é ruim, e ela é ruim, especialmente, por falta de ajuste fiscal. A falta de equilíbrio fiscal, certamente, não ajuda a reputação, mas a verdade é que uma parte enorme do prêmio de risco vem do medo de uma desvalorização dado pela falta de sustentabilidade das contas externas.

Lopes resumiu os efeitos de qualquer desvalorização em recessão e inflação. "Na nossa visão, a desvalorização é só uma forma de gerar recessão", simplificou. No México, a cotação do peso em relação ao dólar subiu mais de 100%, mas a inflação subiu a 50% e, hoje, só teria sobrado uma desvalorização real de 10%, ao custo de uma queda de 6% do PIB e de 25% no salário real. Na Ásia, as desvalorizações geraram recessão, as exportações caíram e "não houve recuperação".

Como o Brasil fará uma desvalorização real de 10%, em dois anos, sem recessão, segundo Lopes, isso provaria a superioridade da política cambial brasileira. Sem recessão? Bem, ele admitiu que o crescimento ficará próximo de zero este ano, mas previu que continuará próximo de zero em 99, ou talvez até seja positivo e não 1% negativo, como prevê o governo. Aí, a recessão some.

Na verdade, o México foi levado a uma desvalorização selvagem praticamente sem reservas cambiais, com US\$ 30 bilhões de títulos vencendo a curto prazo e uma enorme incerteza política. É difícil dizer que o Brasil de hoje está na mesma situação. O colapso asiático não foi consequência de uma desvalorização, foi a razão para a desvalorização descontrolada. Perdeu-se financiamentos e por isso a exportação caiu. Hoje, contudo, Tailândia e Coreia já registram forte aumento na quantidade exportada, que começa a se refletir no valor.

Outro tema cambial que esquentou o debate do fórum foi levantado por Ricardo Hausmann, economista-chefe do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Ele disse que a América Latina provou, nesta crise, que prefere subir os juros do que deixar o câmbio flutuar. E concluiu: no segundo semestre de 99, voltará o debate sobre câmbio na região, mas para a defesa do câmbio fixo, à la Argentina (sistema de "currency board"). "Em cinco anos a América Latina pode ter menos moedas do que hoje", previu.

É mais um exemplo de como cresce o círculo de economistas e autoridades internacionais que defendem o sistema de currency board. O ex-presidente do BC, Affonso Celso Pastore, e o deputado do PT, Aloizio Mercadante, criticaram duramente a idéia. Pastore disse que a defesa do câmbio fixo e do "currency board" na América Latina não é uma tendência, mas "um modismo de economistas".

O câmbio fixo só ajuda quando há livre mobilidade de fatores de produção, inclusive mão-de-obra, numa certa região, permitindo que uma área em recessão, por exemplo, possa sair mais rápido dela se a outra área estiver crescendo. Se não houver mobilidade, contudo, o câmbio fixo acaba perpetuando a recessão, de um lado, e o crescimento, do outro. Entre Brasil e Argentina não há, nem haverá, mobilidade de mão-de-obra, diz Pastore, muito menos entre outros países da América Latina. Logo, o "currency board" não faz nenhum sentido.