

# Brasília está brincando com os investidores

SEBASTIAN EDWARDS  
The Wall Street Journal

O mundo sentiu um alívio coletivo em 12 de novembro, quando o Fundo Monetário Internacional (FMI) anunciou um pacote de ajuda de US\$ 41 bilhões para o Brasil. Com a armadura renovada e um plano de ajuste macroeconômico ambicioso, a oitava economia do mundo pareceu estar a caminho de resolver seu desequilíbrio fiscal perene. Além disso, a reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso, por uma vasta maioria, sugeriu um mandato para a reforma e uma chance real para o Brasil finalmente entrar na lista das economias estáveis.

Tal entusiasmo, entretanto, agora parece ter sido precipitado. O governo tem sido, recentemente, incapaz de conseguir apoio de deputados de sua própria coalizão. O Congresso tem sido relutante em aprovar até mesmo medidas fiscais modestas e o pacote de ajuste anunciado em outubro agora parece insuficiente. Recomeçaram os boatos de desvalorização e investidores continuam a exigir altas taxas de juros nos títulos brasileiros. Mais uma vez, o Brasil parece vulnerável e a apreensão do mercado, que caracterizou o ano passado, está ressurgindo. Nos primeiros 16 dias de dezembro, as reservas internacionais diminuíram em quase US\$ 2 bilhões.

Agora, as apostas são mais altas. Havendo recebido total apoio do FMI, do Tesouro dos Estados Unidos e do Grupo dos Sete (G-7), um colapso da economia brasileira – e, em particular, uma desvalorização do real – abalaria o mercado mundial. A confiança despencaria, os bancos americanos seriam profundamente afetados e o restante da América Latina tenderia a cair, no estilo do asiático.

O Brasil ainda tem tempo para um último esforço para pôr em prática as medidas corretivas. Um pacote confiável tem de ser baseado num ajuste fiscal com corte substancial de gastos, projeções de arrecadação realistas e

mecanismos de mercado dirigidos a alongar a maturidade da dívida interna. Isto tem de ser feito enquanto o País reafirma ao mundo que a moeda não será desvalorizada. Tal pacote permitiria que o Brasil diminuísse as taxas de juros dos atuais níveis inadmissíveis e ajudaria a encerrar a recessão. Mas o tempo está acabando.

O problema mais sério do Brasil é que o programa de ajuste fiscal não é crível. Numa análise mais profunda, parece uma coleção de erros de arredondamento. As projeções de arrecadação de impostos estão otimistas demais; presumem que a atividade econômica permanecerá mais forte do que a previsão da maioria dos analistas independentes.

## O problema mais sério do Brasil é que o programa de ajuste fiscal não é crível

Somente um item da agenda – o aumento do imposto sobre operações financeiras – é substancial. A previsão é que levante R\$ 7 bilhões. Mas sua passagem pelo Congresso está longe de ser garantida. Na verdade, a inépcia política do governo em aprovar até mesmo legislações modestas tem ficado dolorosa durante as últimas semanas. Uma lei destinada a limitar benefícios de seguridade social para ex-burocratas foi reprovada no dia 2 de dezembro por membros da própria coalizão do governo e os esforços para introduzir legislações-chaves receberam oposição do presidente do Senado, que supostamente apoia a administração, sob a alegação de que ele não havia sido devidamente informado.

O tamanho, prazo de vencimento, a estrutura cambial e o custo da dívida externa brasileira são uma outra área de preocupação. Já superando R\$ 300 bilhões, com um prazo médio de vencimento cada vez mais curto e juros que chegam a 35% ao ano, a situação da dívida é potencialmente explosiva. Além disso, de acordo com um estudo recente do Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica (PUC) do Rio de Janeiro,

a qualidade da dívida pública tem deteriorado significativamente. Isto é resultado de dois fatores: o resgate de três bancos privados pelo governo desde 1995 e a reestruturação generosa das dívidas estaduais nos últimos anos.

Além disso, as autoridades brasileiras negam a existência do problema da dívida interna. Alegam que os brasileiros, altamente patrióticos, vão manter os títulos emitidos pelo governo independentemente do que aconteça e ao emitir dívida indexada a juros de curto prazo, no mercado overnight – dívida de duração zero, no jargão técnico –, o público estará instantaneamente compensado por mudanças no humor do mercado, permanecendo com o investimento.

Ambas as promessas ignoram lições das crises recentes. Patriotismo está fora de questão. Residentes domésticos patrióticos estão tão dispostos a livrar-se de papéis do governo quanto os estrangeiros não tão patrióticos, quando uma crise parece iminente. Isto foi verdade no México, em dezembro de 1994, e na Rússia, em agosto deste ano, só para mencionar dois casos proeminentes. Além disso, a indexação da dívida não garante que ela será rolada automaticamente. Na verdade, durante o período entre 28 de agosto e 9 de setembro, o público não esteve disposto a comprar a dívida indexada oferecida pelo governo brasileiro. A situação estava tão difícil que no dia 4 de setembro, o governo conseguiu vender menos do que 20% da dívida que ofereceu.

## O governo conseguiu vender menos do que 20% da dívida que ofereceu

A maioria dos analistas tem interpretado as perdas massivas de reservas internacionais como uma indicação de que apesar do patriotismo e da indexação, investidores domésticos têm tentado proteger-se da incerteza cambial. Com um déficit do setor público acima dos 8% do Produto Interno Bruto (PIB), um pacote de ajuste sem credibilidade e taxas de juros obscenamente altas, o Brasil está à beira de uma crise.

O Brasil precisa de uma aborda-

gem mais ampla e criativa, baseada em três iniciativas adotadas simultaneamente. Primeiro, o governo deveria anunciar novos cortes de gastos. Ainda há bastante gordura no orçamento nacional e os cortes podem ser feitos por meio de leis que requerem aprovação por maioria simples, mais fácil do que a de emendas constitucionais, especialmente com o reduzido nível de frequência dos con-

gressistas. Para 1999, os cortes de gastos deveriam ser aumentados de R\$ 8 bilhões para R\$ 13 bilhões.

Em segundo lugar, o governo deveria aprofundar o processo de privatização, incluindo vacas sagradas como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Petrobrás. Finalmente, deveria adotar um conselho da moeda (currency board). Isto dissiparia de

## Processo de privatização deveria incluir vacas sagradas, como o BNDES e a Petrobrás

uma vez por todas a noção de desvalorização do real. Com cerca de US\$ 40 bilhões de reservas e uma linha de contingência de US\$ 41 bilhões, a adoção deste tipo de sistema, que serviu tão bem a vizinha Argentina, é tecnicamente factível. Com estas três medidas no lugar, as taxas de juros cairão rapidamente, o crescimento vai recomeçar e o Brasil poderá mover-se em direção ao que até agora tem sido uma prosperidade esquiva.

■ Sebastian Edwards é professor de economia internacional na Universidade da Califórnia