

Celso Pinto



Na zona de turbulência

economia - Brasil

Cinco meses depois do início da crise externa, em agosto, o Brasil acumula uma perda de mais de US\$ 40 bilhões através dos câmbios flutuante e comercial. Na crise asiática de 97, ao contrário, no quinto mês depois da crise, havia um ganho líquido acumulado de US\$ 3,6 bilhões, que subiu para US\$ 11,1 bilhões ao final de seis meses. A observação é do ex-presidente do Banco Central, Affonso Celso Pastore. Ela reforça sua conclusão de que a velocidade de redução dos juros deverá ser menor do que a observada na crise asiática, porque os efeitos da atual crise têm sido muito maiores.

O espaço para reduzir os juros ficou ainda mais estreito, nos últimos dias, pelo forte aumento nos juros dos títulos da dívida brasileira no exterior e pela queda das reservas. O governador Itamar Franco, como ficou claro na entrevista que deu no sábado, achou divertido o impacto de sua moratória. Com um sorriso e muita ironia, disse estar "muito preocupado com minhas ações em Tóquio, Hong Kong e Nova York".

Os mercados, contudo, não acharam graça na moratória. Emissões brasileiras foram adiadas e o prêmio de risco pago pelos IDUs (títulos da dívida externa brasileira) subiram para quase 1.600 pontos básicos de porcentagem acima dos títulos do Tesouro americano, a pior marca desde outubro. É o dobro do que o Brasil pagava no Natal e 60% acima dos 980 pontos que pagava logo antes da moratória.

O aumento da rentabilidade do papel brasileiro no exterior acaba atraindo aplicações de quem aceita correr o risco Brasil e pode optar entre colocar o dinheiro aqui ou lá fora (o que inclui investidores brasileiros). No passado, quando a remuneração do IDU esteve muito superior aos juros internos, houve saída mais forte de dólares.

Tomando por base cálculos do Banco Liberal, com o IDU rendendo 20,5% ao ano (prêmio de risco de 1.570 pontos), a taxa de juro líquida no Brasil teria que estar em 40% para ser competitiva e não em 29%. Isso, sem considerar o Imposto de Renda, que elevaria a taxa bruta para mais de 44%. Os 40% permitiriam ter um rendimento igual ao do IDU, com proteção contra desvalorização cambial.

Em outros termos, com o aumento da remuneração dos papéis brasileiros no exterior, pela maior percepção de risco, a pressão é para subir os juros, como forma de reduzir o risco de saída de capitais.

Os termos do acordo do Brasil com o FMI também empurram para cima os juros. As reservas líquidas ajustadas, que não consideram o dinheiro da ajuda externa do FMI e do G-7, já estariam em torno de US\$ 32 bilhões, no cálculo de um grande banco americano. Já é menos do que o piso que, pelo que se sabe, está embutido no acordo com o FMI para todo o primeiro trimestre (US\$ 33,2 bilhões). Quando a reserva cai abaixo deste piso, o acordo induz a um aperto monetário gradual compensatório, ou seja, empurra para cima os juros.

A dificuldade em conciliar a pressão política crescente e ampla pela redução dos juros, com a pressão "técnica" pelo aumento dos juros, por sua vez, aumenta ainda mais a desconfiança dos mercados. Por trás desta dificuldade se forma uma percepção: o custo recessivo embutido na estratégia de defesa da taxa de câmbio está ficando alto demais. Quando há dúvidas políticas sobre a capacidade de levar a estratégia adiante, aumentam as dúvidas sobre o futuro do regime cambial.

A força da crise externa só complica o cenário. Na crise asiática de 97, a perda de reservas foi aguda, mas rápida. No câmbio comercial, como mostra o trabalho de Pastore e da professora Maria Christina Pinotti, já no terceiro mês após o início da crise o saldo havia ficado positivo em US\$ 277 milhões. O câmbio flutuante continuou negativo, mas já a partir do quinto mês, os ganhos acumulados no câmbio comercial (US\$ 18 bilhões) permitiram ao país ter um saldo cambial positivo, apesar do câmbio flutuante. A resposta do mercado ao aumento de juros foi rápida e positiva.

Desta vez, o saldo acumulado nos dois câmbios continua muito negativo. No final do quinto mês, em dezembro, pelo comercial o saldo acumulado estava negativo em US\$ 21,2 bilhões e pelo flutuante em US\$ 18,1 bilhões, um total de US\$ 39,3 bilhões. Considerando a perda adicional de US\$ 880 milhões na primeira semana de janeiro, a perda acumulada supera US\$ 40 bilhões.

Em novembro e dezembro, observa o trabalho, as saídas superaram US\$ 7 bilhões, numa velocidade semelhante à de outubro, no pico da crise, apesar do pacote de apoio externo e dos juros altos. O prêmio de risco, com a ajuda de Itamar, também voltou aos níveis de outubro. O Brasil voltou a uma zona de intensa turbulência.