

Alternativas *Economia - Brasil* mais estreitas

A primeira reação dos mercados ao novo regime cambial brasileiro foi ruim. A Bolsa despencou, os dólares continuaram a sair, os mercados futuros dispararam e manteve-se a sensação, nos mercados internacionais, de que a pressão sobre o câmbio vai continuar.

Não é sinal de que a guerra acabou, mas não foi uma boa primeira batalha. Não ajudou nada o fato de a agência de avaliação de risco, Standard & Poors (S&P), ter rebaixado a classificação de risco do Brasil.

As justificativas usadas pela S&P acabaram reforçando algumas análises mais pessimistas, no mercado externo, sobre o Brasil. A curto prazo, sem ajuste fiscal, a mudança de câmbio é de alto risco, disse à coluna Lacey Gallagher, diretora da S&P, ainda que o câmbio mais flexível possa ser positivo a longo prazo. Só a Colômbia, entre países importantes, conseguiu mudar o câmbio sem problemas, mas com menos dívidas de curto prazo do que o Brasil.

Ela não acha que o Brasil é um caso comparável ao do México em 94, ou à Indonésia e Rússia em 98. Mesmo se tiver que flutuar o câmbio, o Brasil pode se recuperar à frente. O problema é que é preciso fazer o ajuste fiscal antes. Se conseguir completar o ajuste o Brasil pode melhorar a confiança e reverter a avaliação de risco. A curto prazo, contudo, o risco brasileiro aumentou. O novo câmbio exige juros mais altos, não mais baixos, o que complica a situação fiscal.

As dúvidas mais profundas sobre a mudança do câmbio podem ser resumidas à análise que faz o ex-presidente do Banco Central, Affonso Celso Pastore.

Ele diz que uma banda mais larga de flutuação pode funcionar bem mas, para isso, é preciso que o mercado perceba que a taxa de câmbio de equilíbrio esteja dentro do intervalo da banda.

Como defini-la? É a taxa de câmbio compatível com um déficit em conta corrente que seja sustentável pela entrada de investimentos diretos no país, ou seja, independente dos humores dos financiadores do mercado. No caso brasileiro, a entrada de investimentos pode representar de 2% a 2,5% do PIB.

Como o déficit em conta corrente será maior do que este, é possível tentar calcular que taxa de câmbio poderia gerar uma melhora das contas externas de forma a equilibrá-las ao nível da entrada do investimento direto. Pastore diz que os cálculos apontam para algo entre 18% e 20% acima da taxa que valia antes da desvalorização de 8,9% de quarta-feira.

Como quando se desvaloriza sempre parte da mudança nominal do câmbio acaba se transformando em aumento de preços e salários, é preciso uma desvalorização algo maior do que a desejada, para atingir a desvalorização necessária.

Em qualquer hipótese, a desvalorização já feita está abaixo destes cálculos. Quando a taxa percebida como de equilíbrio está dentro da banda de flutuação do câmbio, tudo bem. Se o mercado acha que não está, então a taxa de câmbio tende a ficar batendo no teto da banda o tempo todo, o que exige que o Banco Central venda dólares para satisfazer o mercado.

Neste caso, a vantagem de ter uma banda mais larga de flutuação do câmbio desaparece. Quando o câmbio pode oscilar mais, o custo de especular contra o real fica alto, porque pode haver oscilação do câmbio e o real valorizar e não desvalorizar.

Quando, no entanto, a cotação fica presa no teto e o BC tem que defendê-la vendendo dólares, isso equivale, na prática, a defender um câmbio quase fixo. Se as chances de o real se valorizar são pequenas, então o risco de especular contra ele também fica pequeno.

Além disso, se o câmbio não é de equilíbrio e está pressionado no teto, o governo tem que praticar uma taxa de juros alta para evitar saída de dólares. Quando existe ampla mobilidade de capitais, este equilíbrio entre a remuneração interna (considerada a desvalorização esperada) e a externa tem que ser preservada, caso contrário a saída de capitais aumenta. Juros ainda mais altos comprometem o ajuste fiscal e terão resistências políticas.

Pastore lembra que já saíram mais de US\$ 40 bilhões desde outubro pelos câmbios comercial e flutuante, apesar dos juros altos, do pacote fiscal e do apoio externo. Portanto, o ataque especulativo iniciado depois da crise russa de agosto, amenizou algum tempo, mas não acabou. Revertê-lo exigiria uma mudança de expectativa do mercado.

Imaginar que centralizar o câmbio para reduzir as saídas seria uma solução é um equívoco, diz Pastore. A única forma de tirar dólares seria o câmbio negro e o ágio cresceria muito, criando uma situação incômoda. Além disso, fechar a saída acabaria reduzindo também a entrada de capitais.