

Liberação poderá trazer a queda dos juros

Economistas advertem, porém, para a necessidade de recuperação da credibilidade do País

WILLIAM SALASAR
Especial para o Estado

A desvalorização do câmbio provocou um imediato temor da possível volta da inflação, que vinha sendo mantida baixa por meio de um real valorizado. Agora, sem câmbio favorável, isto é, sem uma moeda valorizada que permita o controle dos preços via importações, como o governo poderá impedir repasses da maxidesvalorização aos preços? Juros altos, que afugentam o consumidor do credálio, aumentam seu endividamento no banco e cartão de crédito, impedem o comerciante de formar estoques e o obrigam a baixar o preço para vender. "A taxa de juros será uma variável-chave neste novo ambiente", salienta Odair Abate, economista-chefe do banco Lloyds. "A inflação poderá ser controlada, se o Banco Central utilizar uma política monetária agressiva e a taxa de câmbio permanecer, na média, entre R\$ 1,40 e R\$ 1,55."

O deputado federal Delfim Netto, o economista Paulo Yokota, da Idéias Consultoria, Lauro Vieira de Faria, da FGV, e Paulo Mallmann, do BicBanco, entendem que a liberação do câmbio permitirá uma queda sensível dos juros, desde que restabelecia a credibilidade do País, que recupere o fluxo de capitais internacionais e evite a fuga de capitais domésticos. Isto posto, os juros poderiam recuar dos atuais 33% ao ano, para 18%. "Como a abertura da banda foi feita antes do ajuste fiscal, é vital sua aprovação

para recuperar a credibilidade e o ingresso de capitais nos próximos dois meses", avalia Mallmann.

Para eles, a liberação do câmbio traz uma bem-vinda e muito necessária liberdade de manejo da política monetária, o que antes não existia, porque, ao atrair capitais externos para sustentar o real, o BC tinha de esterilizar essas entradas de dólares elevando os juros. Como os juros subiam, atraíam mais capitais de fora, e assim por diante. "O BC estava preso a uma política monetária endógena, que pode ser substituída por outra, exógena, que permite à autoridade monetária perseguir suas próprias metas de liquidez", sustenta Mallmann.

O problema é que o nível existente das taxas de juros ("lunares, demolidoras de qualquer atividade econômica em qualquer país", segundo Faria, da FGV) implicam manter e/ou aprofundar a recessão e o desemprego e também crescimento tipo bola-de-neve do déficit público, da União, Estados e municípios. "Por isso, discordo totalmente dos que acham que a economia vai crescer; a recessão vai continuar e é por isso que as importações vão despencar e a balança comercial melhorar, não necessariamente por causa do câmbio", frisa Abate, do Lloyds, que sempre foi cético quanto à possibilidade de apenas a desvalorização incentivar as exportações.

Exportações – Para que o câmbio funcione como indutor das exportações, lembra Abate, é preciso atentar para: a) o crescimento das economias que importam bens do Brasil; b) suas próprias taxas de câmbio (exemplo: os países asiáticos fizeram suas maxidesvalorizações tempos atrás e estão ganhando mercados; o Japão deve continuar e aprofundar a recessão); c) como ficarão as negociações setor por setor, pois os importadores estrangeiros vão tentar descontar no preço o valor da desvalorização do real, como ficou evidente com a busca baixa dos contratos futuros de produtos agrícolas nas bolsas de Chicago e Nova York. E também a reação de nossos vizinhos, sobretudo a Argentina.

Esse é um caso especial, de fato. O jornal *Página 12* estampou a manchete "Pagar os pratos rotos do vizinho" (pagar pelos pratos quebrados do vizinho), ao noticiar e comentar o ajuste cambial do Brasil. Mas a Argentina tem um déficit em conta corrente de

US\$ 15 bilhões, ou 4% de seu Produto Interno Bruto (PIB) e exporta para o Brasil cerca de US\$ 7 bilhões, ou 2% de seu PIB. O superávit comercial argentino com o Brasil, ou se preferir o déficit brasileiro com o outro lado do Prata, tem uma relação direta com o câmbio valorizado do real ante o dólar, que é a moeda de fato da Argentina, pois o peso vale, por força de lei, sempre o mesmo que US\$ 1.

A desvalorização foi um baque para os argentinos, cuja flexibilidade cambial e monetária praticamente inexiste. Os argentinos, ao eleger o sistema de currency board (ou caixa de conversão, como existia no Brasil, no início do século, para sustentar as exportações de café e os cafeicultores), optaram por sacrificar a flexibilidade em favor da credibilidade de sua moeda, tanto interna quanto externamente. É um regime cambial em geral adotado por países pequenos, de economias abertas, como Hong Kong, Ilhas Cayman, Bermudas.

"A semelhança entre as caixas de conversão e o padrão ouro é impressionante", escreve Barry Eichengreen, da Universidade de Califórnia, Berkeley, em *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*. "Sob o padrão ouro, estatutos permitiam aos bancos centrais emitir mais moeda somente quando adquirissem ouro ou, às vezes, divisas internacionais conversíveis.

As regras são semelhantes sob uma caixa de conversão, exceto que normalmente não se faz provisões para o ouro. Sob o padrão ouro, a manutenção de um preço doméstico para o ouro resultava numa taxa de câmbio fixa. Sob a caixa de conversão, a moeda doméstica é fixada diretamente a uma moeda estrangeira."

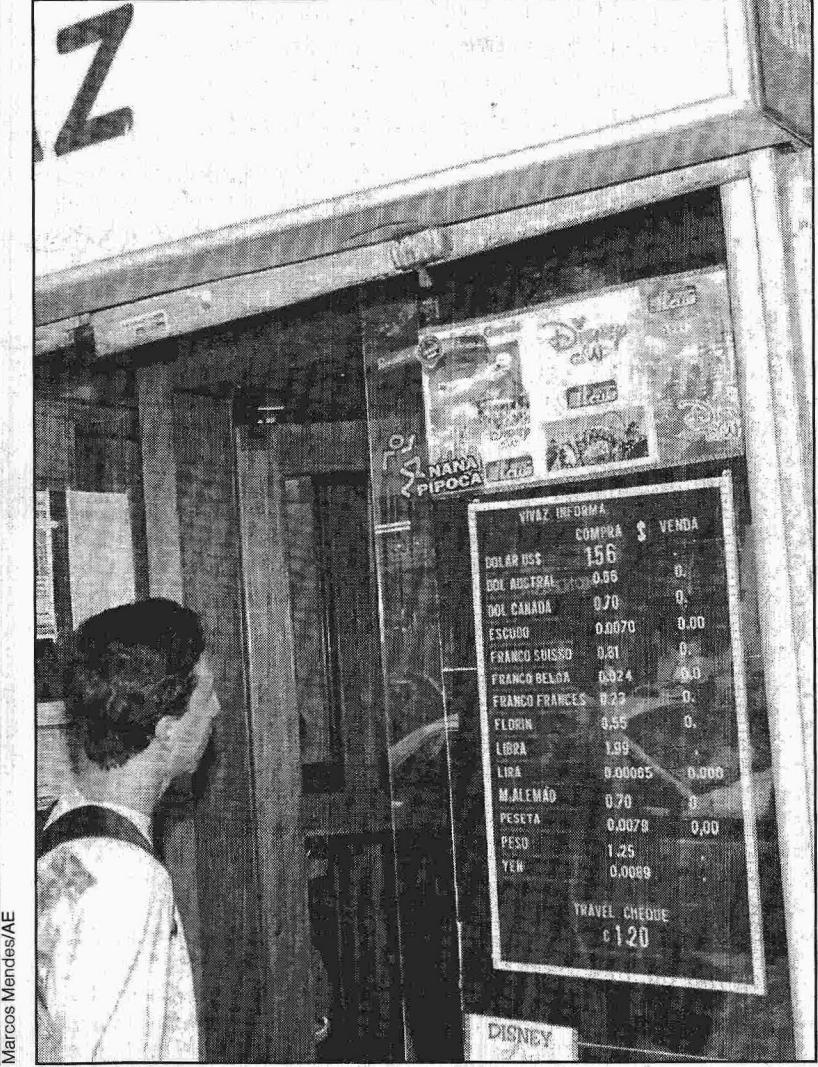
O problema com o sistema da caixa de conversão é que a ocorrência de uma crise bancária pode levar a um colapso financeiro geral. Quando se trata de países com sistemas bancários rarefeitos ou com forte presença de instituições estrangeiras, o perigo é menor. Na Argentina, quando da crise do México, em 1994, somente o socorro do Fundo Monetário Internacional (FMI), de US\$ 8 bilhões, impediu o colapso total, no ano seguinte, lembra Eichengreen.

Disciplina absoluta – Mas é um sistema que obriga a uma disciplina fiscal e monetária absoluta e, como no caso do padrão ouro, restringe a capacidade dos governos em promover políticas pró-emprego e de revitalização da economia. O sistema de livre flutuação, embora bem mais flexível, também exige disciplina. "O mérito de deixar para o mercado a tarefa de fixar o preço da divisa é que o próprio mercado fica com a responsabilidade pelos erros e pelos acertos", escreveu o professor Álvaro Antônio Zini Jr., da USP, uma das maiores autoridades em câmbio do País, até falecer, em abril passado, assinalando ainda: "A experiência internacional mostra que quando os países seguem políticas macroeconômicas consistentes, e, em particular, tomam provisões para diminuir a rigidez de preços nos mercados de bens e de fatores, faz pouca diferença se a regra cambial é de câmbio livre ou câmbio fixo."

O sistema que desapareceu no dia 15 possuía uma lógica intervencionista bastante antiga, que vem desde o início do século, e decorre de crises de divisas causadas pelas oscilações das receitas com as exportações de café, conforme Zini Jr. Esse regime passou por diversos sistemas de determinação da taxa de câmbio (que não deve ser confundida com regime cambial, que é a estrutura dentro da qual a taxa de câmbio pode se movimentar), até chegar à política das minidesvalorizações, concebida e executada pelo professor Antônio Delfim Netto. Ela manteve-se praticamente intacta até março de 1990, quando



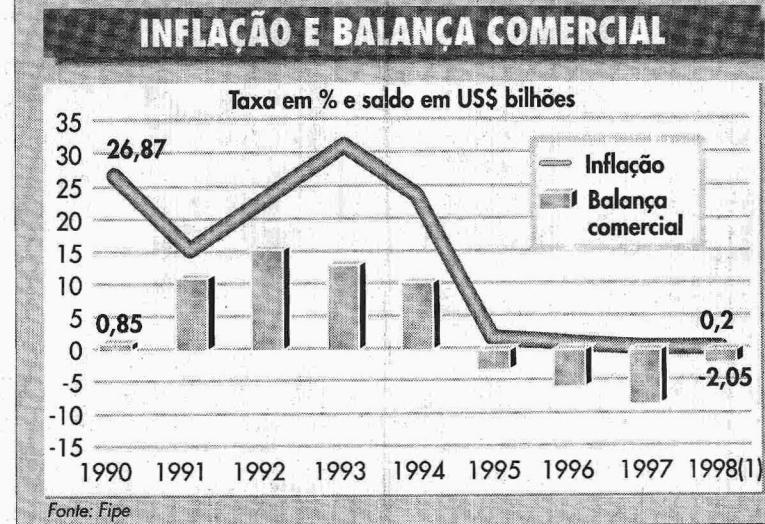
Paulo Yokota: com credibilidade, juros têm espaço para cair



O cidadão na maioria das vezes sequer encontra moeda para compra



**MEDIDA NÃO
BASTA PARA
ELEVAR VENDAS
EXTERNAS**



quando foi criado o câmbio flutuante, que, na verdade, foi sempre controlado pelo Banco Central.

Mesmo o sistema de bandas e minibandas do Plano Real alterou muito pouco o fundamento básico das minidesvalorizações, observa Paulo Yokota, da Idéias Consultoria. "Sempre se trata de corrigir a taxa de câmbio a determinados intervalos – ultimamente, era dia a dia – tendo certos indicadores internos e externos como critérios, tipo inflação, corrente de comércio, nível de atividade, taxa de juros, etc.", explica.

Taxa ideal – Pelo sistema de livre flutuação, o Banco Central permite até certo ponto que as forças do mercado hajam livremente para determinar a taxa de câmbio ideal, ou de equilíbrio, como dizem os economistas. A vantagem desse sistema, defendido desde 1956 por Milton Friedman, da Universidade de Chicago, é que, ao permitir a flutuação livre, o balanço de pagamentos deve ser, por hipótese, equilibrado, porque a oferta e a demanda por divisas estrangeiras se igualam num dado preço. Zini Jr., no livro citado, desaconselhava a adoção desse sistema no Brasil. "A maior vantagem do câmbio real trazida pela flutuação da moeda inibe as exportações; ademais, a inexistência de um mercado de capitais forte e confiável faz com que o dólar seja um ativo de proteção contra a inflação, o que cria uma demanda especulativa forte para essa moeda; e, principalmente, os problemas desse mercado teriam seus efeitos transmitidos para toda a economia e para o índice de inflação", escreveu.

Bem ou mal, contudo, esse sistema poderia acabar tendo de ser instituído por força do acordo com o FMI. Entre os chamados "critérios de desempenho" do Memorando Técnico de Entendimento entre o governo brasileiro e o Fundo, está estipulado que o Brasil se compromete a manter um nível das reservas cambiais de US\$ 20 bilhões. O significado disso, entende Faria, da FGV, é que "não se trata mais de responder apenas por contração da base monetária

(diminuição do dinheiro em circulação), como manda o critério do crédito líquido interno e cujos efeitos de eliminação da perda de reservas são defasados no tempo: a resposta terá de ser imediata e ela só poderá ser o fim da atual política cambial e sua imediata substituição pelo regime de livre flutuação do câmbio, cujo efeito é justamente o de preservar o citado patrimônio das reservas no BC".

Ajuste – Faria defende a adoção do sistema de livre flutuação, porém desde que cumprida a premissa de aprovação do ajuste fiscal. "Havia um ordenamento na questão da flexibilização cambial", explica. "Primeiro, aprovar o ajuste fiscal; segundo, assegurar apoio financeiro externo para a mudança; e, finalmente, mudar a política cambial ser alterada sem termos ainda o colateral do conjunto de medidas restritivas na área fiscal e numa situação de rebeldia de Estados importantes com referência ao pagamento de suas dívidas com a União", alerta.

O fim antecipado do regime de minidesvalorizações, provavelmente, decorreu da primeira desvalorização de 8% e da criação daquele mecanismo complicado de faixa deslizante ajustável a cada três dias. Para o economista da FGV, esse mecanismo, por não inspirar nenhuma confiança, teve de ser rapidamente substituído, sob pena de esgotar as reservas internacionais do Banco Central. "A consequência foi que, de fato, as autoridades conseguiram desmoralizar a própria ideia de flutuação cambial por faixas", resume.

Isso tudo não significa que acabou a estabilização, a abertura da economia para o exterior, o processo de privatização, nem o interesse do capital internacional em investir no Brasil. "Vai demorar algumas semanas para haver uma conscientização de que é um novo país, mas não um novo-velho país, que voltou a ser o país antigo de antes do real", sustenta Ralf Sommer, diretor do Banco HSBC Bamerindus. "Continuamos recebendo, praticamente todo dia, investidores, empresas e bancos interessados no Brasil; o ritmo das consultas não diminuiu; claro, agora com mais cautela; querem saber como fazer hedge da posição, etc.; mas o país ficou mais maduro, mais transparente."