

# A crise é séria, mas a guerra continua

Luiz A. Pereira da Silva \*

(Continuação da página A-1)

Mas isso é natural em um país com propensão a taxas de inflação mais elevadas do que as da Coréia ou da Tailândia. Evidentemente, em uma crise é fácil apontar culpados com o benefício da experiência já vivida.

Não obstante alguns pontos bem apanhados e comentados com grande ironia por muitos críticos acadêmicos da política adotada anteriormente no Brasil, não tem a menor utilidade agora denunciar o Fundo Monetário Internacional (FMI) ou as falhas da política econômica anterior. Agora, mais do que tudo são necessárias propostas práticas para evitar um colapso maior e para reverter as expectativas. Abaixo, enumerei cinco destas propostas. Mas antes, vejamos por que um pessimismo excessivo seria prematuro nessa altura dos acontecimentos.

A rápida e acelerada desvalorização ("overshooting") do real em relação ao dólar americano já está acontecendo e assinala claramente o ceticismo do mercado quanto à capacidade do Brasil de controlar uma futura inflação.

Depois de nove dias de livre flutuação, no dia 27 de janeiro a cotação do real no mercado à vista fechou a 1,91 por dólar, com uma queda de 58% em relação ao seu valor administrado de 1,21, antes da crise. Entretanto, o padrão de desvalorização, depois da decisão de deixar a moeda flutuar, é comparável, e não

## Ao antecipar uma inflação elevada, os mercados apostam em possível reindexação

maior, à do México em dezembro de 1994: depois de flutuar por um período equivalente, o peso perdeu 60% de seu valor anterior à crise. No entanto, a situação é claramente diferente dos dois recentes episódios asiáticos de desvalorização acelerada depois do início da flutuação (por exemplo, na Tailândia, em julho de 1997, e na Coréia, em novembro-dezembro de 1997).

Paradoxalmente, os programas e as cartas de intenção do FMI, ao permitir uma melhor divulgação de informações-padrão sobre as obrigações de curto prazo, contribuíram para criar um pânico que se auto-alimentava nos mercados de câmbio, onde os operadores tinham de tomar decisões extremamente rápidas baseados em sua compreensão da macroeconomia de um ajuste que seguia as normas do FMI.

Entretanto, a boa notícia é que, depois do "overshooting"

interpretação da taxa de desvalorização do real no mercado à vista, como único indicador da tendência do mercado. O volume de negócios no País é escasso e, assim como na crise asiática, muitos exportadores estão retenendo seus ganhos em moedas fortes. Uma tendência muito mais preocupante é que os preços cotados nos mercados futuros brasileiros (para dólares e outros contratos) indicam claramente as expectativas de uma inflação maior (e indexação) para os próximos 4 a 5 meses (embora as mais recentes cotações em dólar de contratos a vencer em fevereiro estejam agora ligeiramente abaixo da taxa do mercado à vista, a R\$ 1,85 por dólar). Não obstante, em certo sentido, não deveríamos nos surpreender com a magnitude da desvalorização do real.

Outra das razões para os brasileiros manterem a calma é a possibilidade de a queda livre do real ainda não ter terminado. O peso mexicano continuou caindo entre 3 e 6 meses depois do início da flutuação. A experiência com o que ocorreu na Ásia (Tailândia, Coréia) sugere que naqueles países o verdadeiro "overshooting" ocorreu muito depois também, quando o mercado foi atingido por um mar de "má notícia". No caso da Coréia, isso ocorreu quando começou a ser divulgado o volume das dívidas de curto prazo em moeda estrangeira das principais corporações. No caso da Tailândia, aconteceu duas vezes. Inicialmente, quando foram revelados os volumes de contratos futuros do banco central em moeda estrangeira (20 de agosto de 1997) e quando o governo não conseguiu anunciar uma estrutura adequada para fechar as financeiras falidas e dar um destino a seus ativos (dezembro de 1997).

Paradoxalmente, os programas e as cartas de intenção do FMI, ao permitir uma melhor divulgação de informações-padrão sobre as obrigações de curto prazo, contribuíram para criar um pânico que se auto-alimentava nos mercados de câmbio, onde os operadores tinham de tomar decisões extremamente rápidas baseados em sua compreensão da macroeconomia de um ajuste que seguia as normas do FMI.

Entretanto, a boa notícia é que, depois do "overshooting"

(veja Coréia e Tailândia), o câmbio volta para um novo nível "de equilíbrio". Aproximadamente, a nova taxa nominal se ajusta a um nível mais ou menos igual à taxa cambial antiga mais a "inflação anual esperada", mas a desvalorização real corrigida, levando em conta a supervalorização da moeda. Mais especificamente, a correção a partir de um "overshooting" pode ser feita de uma das duas formas seguintes: a) depois de uma significativa desvalorização nominal da moeda, os preços internos sobem (foi o que ocorreu no México em 1995); ou então, b) depois de uma desvalorização inicial significativa da moeda, os preços internos sobem moderadamente e a taxa cambial nominal se valoriza. Por exemplo, no caso da Coréia, o won agora está sendo negociado a aproximadamente KRW1200 por dólar, ou seja, à taxa anterior (KRW 1035) mais a inflação (6,6%) mais uma desvalorização real de cerca de 9%. No Brasil, se o real se estabilizar em torno de 1,6 por dólar, isso representará a taxa antiga (1,2) mais uma inflação de 10% mais uma desvalorização real de cerca de 20%. Mas isto dependerá de o Brasil adotar o caminho (tradicional) latino-americano (inflacionário) ou o caminho asiático para corrigir seu "overshooting".

Mas o custo "extra" da desvalorização, mesmo quando o real se estabilizar estará ali. Em todo caso, a desvalorização atual de 58% está claramente além do que é necessário para corrigir o atual déficit em conta corrente (cerca de 4% do PIB em 1998) e/ou a "supervalorização" do real. Se a inflação continuar sob controle à taxa atual de 2 a 3% ao ano (proposta cada vez menos plausível neste momento), a desvalorização corrente "real" (digamos, de 55-56%) seria inconsistente com os fundamentos no Brasil. Ela só pode ser compreendida no contexto de uma inflação muito maior. Além disso, apesar de seu efeito positivo previsível sobre a economia real, um real cotado a 1,9 ou 2 por dólar criará graves problemas para bancos, empresas e para as contas fiscais do setor público. Primeiro, os benefícios da desvalorização desaparecerão se a taxa não se estabilizar e, segundo, se não se estabilizar a um nível "razoável". Qual seria este "nível razoável"? A desvalorização real da moeda brasileira precisa ser mantida em torno de 15 a 20% (isto é, com uma desvalorização nominal de cerca de 25-30%). E por quê? Porque uma desvalorização excessiva do real cria custos insustentáveis para os agentes econômicos. Devemos lembrar que o Brasil tem uma considerável dívida externa e uma dívida pública indexada ao dólar. O total da dívida externa brasileira (em setembro de 1998)

totalizava cerca de US\$ 225 bilhões (29% do PIB): uma desvalorização de 25% tem um impacto negativo sobre o pagamento da dívida dos setores público e privado.

Portanto, a desvalorização do real aumenta o custo: a) dos pagamentos dos juros sobre o estoque da dívida externa; e b) da amortização do principal da dívida externa. Quanto à amortização

da parte da dívida interna indexada ao dólar, a desvalorização aumentará o equivalente em reais do principal a ser amortizado, criando a necessidade de um nível mais elevado de rolagem da dívida interna.

São duas as nossas principais conclusões nesse estágio (inicial):

1. Não se deve ficar pessimista demais com o atual "overshooting" do real (uma desvalorização de 58%, até agora). Esse fenômeno ocorreu em outros lugares (na Ásia e na América Latina) e pode ser explicado por expectativas do mercado de alta inflação e reindexação. O "overshooting" pode ser revertido, como na Coréia e na Tailândia. Mas as expectativas de inflação precisam ser mantidas baixas.

2. Com uma desvalorização controlada e limitada do real, a correção fiscal adicional necessária para manter a mesma meta de excedente fiscal primário não requer o uso de pressupostos "heróicos" com respeito ao declínio nas taxas de juros domésticas no ano de 1999.

Essas conclusões, entretanto, não são compartilhadas pelo mercado no atual estágio. Também não se refletem nos preços correntes no mercado à vista e nos mercados futuros de moeda estrangeira. Eis por que é importante acalmar os temores do mercado respondendo a algumas de suas preocupações imediatas e mostrando que soluções estão a caminho para as questões a longo prazo. Penso que no momento a questão-chave é reverter as expectativas

do mercado de que a inflação fugirá ao controle, resultando inevitavelmente ao retorno da reindexação. Os mercados provavelmente podem aceitar uma certa inflação, mas definitivamente temem a perda de controle. Portanto as políticas devem ser direcionadas levando isto em conta. Também creio que, nesse estágio, os mercados precisam ser sacudidos por alguma boa notícia "inesperada", em vez da repetida reafirmação do prosseguimento puro e simples de tendências passadas.

Assim, sugiro que, além do esforço atual de renegociação do acordo stand-by com o FMI, os seguintes pontos sejam postos em discussão.

1. Um programa de ajuste fis-

cal mais duro, em parte decorrente dos novos custos incorridos pela desvalorização cambial e parte por motivos contingentes. O programa deve ter um calendário exequível a prazo curto/médio para a amortização da dívida pública interna, e nenhuma renegociação dos acordos de reescalonamento das dívidas dos Estados.

Embora inevitavelmente haverá discussões sobre um novo federalismo fiscal, a abertura de uma caixa de Pandora nesse estágio certamente aumentaria as dívidas acerca da capacidade do governo federal de honrar sua dívida pública interna. O programa de ajuste poderia mostrar um caminho viável, incluindo os custos estimados adicionais resultantes da desvalorização do real, com programas substitutos no caso de metas não atingidas e medidas alternativas.

2. Uma proposta para tornar o banco central uma instituição totalmente independente deve ser posto na ordem do dia do Congresso. Evidentemente, uma primeira manifestação da disposição do banco central de lutar contra as expectativas inflacionárias no momento é manter as taxas de juros altas e limitar a expansão da liquidez doméstica. Outra demonstração de independência seria rejeitar os pedidos de mudança no atual regime cambial (nesse estágio, uma "dolarização" ou mesmo um "currency board" requereriam mudanças significativas na legislação).

3. Um pacto social (como o programa de estabilização de 1985 em Israel) entre os maiores sindicatos e empregadores (incluindo o setor público) garantindo um determinado dispendio social em troca de apoio às metas inflacionárias estabelecidas pelo governo. Um ponto difícil nessas circunstâncias atuais, mas um "plus" definitivo para reduzir as expectativas de inflação.

4. Uma negociação rápida com o FMI e outros credores oficiais para acelerar o desembolso do que já foi acordado e aliviar a

tensão no mercado cambial à vista. Isso poderá ocorrer se as condições forem totalmente cumpridas, e num período menor do que o previsto no

atual sistema de monitoramento do FMI para o acordo stand-by com o Brasil.

5. Um acordo de cavalheiros com a Argentina para melhorar a coordenação de anúncios e propostas de política visando interromper os boatos sobre regimes e políticas cambiais que prejudicam ambos os países e o Mercosul. ■

\* Economista sênior do Banco Mundial, atualmente comissionado no Export-Import Bank of Japan. As opiniões expressas no artigo são de exclusiva responsabilidade do autor.

**Cartas de Leitores** com opiniões, observações e informações sobre quaisquer temas ou fatos serão sempre bem acolhidas por este jornal, depois de selecionadas, publicadas. Resumiremos as cartas mais longas ou pouco concisas e transcreveremos os tópicos mais relevantes. As cartas devem ser enviadas por e-mail (red@gazetamercantil.com.br) ou pelo correio endereçadas à seção Correio (Gazeta Mercantil / Rua Engenheiro Francisco Pitta Brito, 125; Cep 04753-080 / São Paulo). Só serão consideradas as cartas com o RG, telefone e o endereço do remetente. Originais não serão devolvidos.

## Tornar o banco central independente deveria estar na ordem do dia do Congresso

atual sistema de monitoramento do FMI para o acordo stand-by com o Brasil.

\* Economista sênior do Banco Mundial, atualmente comissionado no Export-Import Bank of Japan. As opiniões expressas no artigo são de exclusiva responsabilidade do autor.