

Opções pouco invejáveis do Brasil

Richard Lapper e Geoff Dyer *

O Brasil está mostrando os primeiros sinais de colapso financeiro. O que começou como uma tentativa de desvalorização controlada transformou-se em pânico.

Uma missão do Fundo Monetário Internacional (FMI) esteve em Brasília na última semana, renegociando os termos do pacote de ajuda de emergência de US\$ 41,5 bilhões do ano passado. Mas Stanley Fischer, o vice-diretor-gerente do FMI, retornou a Washington sem nenhum sinal de que o Brasil e o Fundo estavam perto de um acordo. Existe crescente ceticismo de que o Brasil consiga realizar as reformas fiscais acertadas com o FMI em outubro passado.

Com a confiança declinando rapidamente, até George Soros teve de dar uma ajuda a Armínio Fraga, o novo presidente indicado para o Banco Central do Brasil e ex-diretor-gerente do Soros Fund Management. Soros declarou na conferência econômica mundial de cúpula em Davos, na Suíça, que o real estava "claramente subvalorizado".

Afinal, como o Brasil começou a desandar?

O governo encontra muito mais dificuldade para efetuar o serviço de sua dívida externa bruta de US\$ 94,7 bilhões em uma época em que está virtualmente interrompido seu acesso aos mercados internacionais de capitais. As empresas do setor privado estão em situação muito melhor, mas sua dívida externa conjunta mais que dobrou nos últimos dois anos, para US\$ 119 bilhões no fim de 1998.

Mais preocupante é a dívida interna do governo, de R\$ 320 bilhões, principalmente para bancos e outras instituições financeiras brasileiras. A recente desvalorização cambial aumentou o estoque da dívida, porque cerca de R\$ 60 bilhões estão vinculados ao valor do dólar. Cerca da metade dessa dívida vence neste ano. Existem dúvidas de que os investidores concordem em fazer a rolagem.

O aumento das taxas de juros — de 29% para 39% — elevou o custo do serviço da dívida. Um economista britânico estima que cada 1% de aumento da taxa de juros amplia os desembolsos do serviço da dívida em R\$ 2,5 bilhões ao ano. Quando o Brasil estava negociando seu pacote de ajuda de emergência com o FMI, a conta de juros do governo neste ano estava estimada em 7% do Produto Interno Bruto. Mas depois da desvalorização, e com as taxas de juros em 39%, a conta de juros provavelmente ficará mais próxima de 17% do PIB.

Felipe Garcia, analista da Idea, empresa de consultoria sediada em Nova York, afirma que alguns credores poderiam concluir subseqüentemente que as taxas de juros, ou rentabilidade — não importa quanto altos estejam —, não compensam o risco de ter papéis governamentais.

"Chegamos a um estágio em que se tornou muito difícil colocar dívi-

da governamental no mercado. O temor é de que em um estágio posterior esses investidores começariam a se livrar dos papéis", disse ele. "Mesmo que apenas 10% dos credores desejem vender, isso poderia desencadear uma reestruturação."

Desse modo, quais são as opções do governo? Em termos gerais, são três: declarar moratória, seguida por renegociação da dívida; reduzir os gastos públicos, para compensar o aumento de pagamentos de juros; e diminuir o valor real da dívida interna através da inflação. Nenhuma das opções é invejável, para dizer o menos.

A Duff & Phelps, entidade internacional de classificação de crédito, pensa que o País tem uma chance em três de declarar moratória da sua dívida interna.

Mas a moratória, como está descobrindo a Rússia, tem consequências tão devastadoras que o governo se esforçará para evitá-la. Um dos motivos é que a moratória da dívida interna seria um forte golpe contra o sistema bancário do Brasil. Os ativos em papéis governamentais representam entre 20% e 30% dos ativos do sistema bancário. Mesmo uma redução de 10% no valor desses papéis seria suficiente para eli-

minar os lucros de todo o setor no ano passado.

Pior ainda, em um momento em que as elevadas taxas de juros e a retração econômica estão aumentando o número de empréstimos que podem não ser quitados, a moratória poderia levar alguns bancos menores à insolvência. "Uma crise bancária seria inevitável", prevê Lacey Gallagher, diretor de classificação de dívida governamental latino-americana da Standard & Poor's. "A única maneira de impedir que os

bancos fiquem insolventes seria congelar também seus passivos (como depósitos bancários).

A moratória, entretanto, não é inevitável. O governo poderia intensificar a austeridade orçamentária.

É possível que o governo consiga estabilizar o câmbio, deter a saída contínua de dólares e reduzir as taxas de juros. De fato, o pânico da sexta-feira (5 de fevereiro) começou a diminuir quando o presidente Fernando Henrique Cardoso reafirmou que não tinha nenhuma intenção de confiscar as economias de seus compatriotas.

Para a estabilidade ser restaurada, o governo precisaria convencer os investidores, bancos e FMI de que

está conseguindo progresso sério em reduzir seu déficit fiscal, agora equivalente a 9% do PIB.

Fazer cortes dessa magnitude é politicamente controvertido. O Congresso já aprovou novos impostos e maiores contribuições previdenciárias dos funcionários públicos, que deverão produzir uma economia de R\$ 28 bilhões. Mas, com as taxas de juros tão altas, o risco do governo é correr e não sair do lugar. A economia fiscal já foi corroída pelo aumento do custo do serviço da dívida.

Com isso, resta a opção três: arriscar um surto inflacionário para reduzir o valor real da dívida interna. No Brasil é herético admitir que pode haver qualquer impacto positivo.

Armínio Fraga diz que para um país como o Brasil um pouco de inflação é como dar bebida a um alcoólatra em recuperação.

Paulo Paiva, ministro do Planejamento, acrescenta: "Preferimos bem mais reduzir gastos do que depender da ajuda da inflação para criar equilíbrio fiscal".

A dura realidade, entretanto, é que a inflação pode ajudar.

Com um histórico de inflação alta e o fracasso das autoridades em administrar as expectativas inflacionárias no passado, muitas empresas já estão começando a preparar uma nova onda de aumentos de preço. Os peritos em prognósticos do setor privado já estão prevendo aumentos de preço de pelo

menos 10% e muitos admitem que o índice poderá ser muito maior.

A inflação poderá aliviar os problemas de endividamento do Brasil. Mesmo que as taxas de juros nominais permaneçam nos níveis atuais, aumentos de preço de apenas 10% ao ano reduziriam as taxas reais e o ônus tanto da dívida existente como dos pagamentos de juros.

Além disso, enquanto a inflação eleva a receita governamental, muitas de suas despesas são fixadas em termos nominais, o que poderia ajudar ainda mais a reduzir o déficit fiscal e as exigências de financiamento.

Um aumento da inflação, entretanto, afetaria os assalariados e tornaria o governo impopular. E mesmo níveis modestos de inflação seriam enormemente controversos no Brasil.

A verdade é que os aumentos de preço trariam de volta o fantasma da indexação. O presidente Fernando Henrique acabou com a indexação há cinco anos, mas se os preços subirem o governo sofrerá enorme pressão dos sindicatos para adotá-la novamente.

"Um nível moderado de inflação ajudaria as autoridades a resolver o problema da dívida interna com muito menos impacto político do que uma moratória", afirma Gallagher. "Mas o retorno da indexação seria extremamente nocivo. Em virtude da história de inflação no Brasil, o equilíbrio é delicado. As autoridades enfrentam algumas opções difíceis." ■