

Rota masoquista para a credibilidade

Martin Wolf *

Em 16 de setembro de 1992, a libra esterlina foi liberada do mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu. No curso daquele dia turbulento, as autoridades britânicas elevarão brevemente a taxa básica de juro de 10% para 15%, em uma tentativa fútil de evitar a desvalorização. A tentativa fracassou. Uma vez fora do mecanismo cambial, as taxas de juro caíram progressivamente, para apenas 5,25% no começo de 1994.

Para a economia britânica, esse foi um ponto de inflexão. A taxa de câmbio declinou acentuadamente de início para em seguida estabilizar-se. A inflação permaneceu sob controle.

O mais importante é que a economia continuou a apresentar vigorosa recuperação, com o produto crescendo 2,5% no ano até o terceiro trimestre de 1993 e então 4,9% no ano até o terceiro trimestre de 1994. Uma recuperação tão expressiva não poderia ter ocorrido sem taxas de juro mais baixas.

É uma história de final feliz. Mas poderia não ter sido. A Inglaterra poderia ter ficado nas mãos do Fundo Monetário Internacional (FMI). Se o FMI tivesse agido como de costume, teria insistido em taxas de juros mais altas. É até fácil adivinhar seu argumento. A Inglaterra, o pessoal do FMI teria observado, é um país com um histórico desfavorável de inflação e uma longa história de desvalorização cambial. A posição fiscal também estava em rápida deteriora-

ção. Agora que a âncora cambial fracassara, a Inglaterra teria de recuperar a confiança do mercado. Assim, o que teria o Dr. Fundo proposto? Taxas mais altas de juros.

Com taxas mais altas, a economia em colapso e a posição fiscal em deterioração, só Deus sabe em que confusão a Inglaterra teria se metido.

Um pesadelo? Sem dúvida. Inconcebível? Difícil. A visão canônica do FMI sobre taxas de juro em momentos de crise cambial é clara e brutalmente simples. Por definição, sustenta o Fundo, o país está sofrendo de perda de confiança. Corre o risco de ser colhido numa espiral letal de inflação e desvalorização. Além disso, o risco de tal espiral surge quase independentemente do histórico do país. De fato, esse ponto foi ressaltado explicitamente na avaliação do FMI quanto a seu desempenho na crise asiática. Taxas de juro

reais mais elevadas, afirma o FMI, são uma condição necessária para se restaurar a confiança perdida.

Em decorrência dessa visão é que o curso das taxas de juro no Brasil foi tão diferente do curso na Inglaterra. Altas taxas de juro foram usadas, sem sucesso, na tentativa tola (com o apoio do FMI e dos Estados Unidos) de sustentar o atrelamento do real ao dólar, tendo sido este o maior erro do Brasil. Mas a situação, em vez de me-

lhorar, agravou-se após a flutuação do real em 15 de janeiro. As taxas de juro de curto prazo foram então aumentadas acentuadamente, de 29%, em meados de janeiro, para cerca de 39%, no começo de fevereiro. Depois saltaram para 45% em 4 de março. Mesmo assim, o pânico persistiu.

É preciso não esquecer que, até o choque da desvalorização, a inflação estava mantendo-se baixa no Brasil. As taxas de juro reais adotadas pelo Brasil foram incoerentes com um crescimento econômico saudável. E agora elas vão ajudar a gerar uma recessão. O mais recente protocolo econômico brasileiro, que acompanha o acordo com o FMI anunciado no dia 8, sugere que a economia encolherá entre 3,5% e 4% neste ano. A experiência sugere que essa avaliação preliminar dos resultados de um pacote de desvalorização aliado a taxas de juro elevadas é otimista em excesso. O J.P. Morgan já prevê um recuo de 5,5% no Produto Interno Bruto em 1999.

Prepare-se, Brasil, que aí vem a recessão! É horrível pensar que isto é o melhor que a profissão de economista consegue oferecer. Pelo que o FMI está dizendo (sob aplauso de participantes do mercado, bancos centrais e ministros das Finanças ao redor do mundo), a única maneira de um governo restaurar a confiança do mercado é demonstrar sua disposição de infligir miséria a si mesmo e à sua sociedade. Essa, em resumo, é a rota do masoquista para a credibilidade.



Teria sido injusto dizer que não há nenhuma defesa para tal política. Taxas de juro reais elevadas aumentam a disposição das pessoas de reter uma determinada moeda, outras condições permanecendo constantes. Mas observe que a taxa anualizada de juros exigida para convencer as pessoas a manter uma moeda, com desvalorização esperada de 1% ao dia, é superior a 3.800%, e não 45%. Observe, especialmente, que

a extensão em que políticas insustentáveis conseguem restaurar a credibilidade é, no mínimo, aberta a discussão.

Por que uma política de taxas de juro elevadas é insustentável no Brasil? Uma resposta óbvia é que nenhum governo achará fácil sobreviver a uma depressão. Mas existe uma razão mais direta: a posição fiscal. É quase que universalmente aceito que as políticas de pré-desvalorização do governo brasileiro careciam de credibilidade por dois motivos: a sobrevalorização do real e o conseqüente desequilíbrio externo (com déficits em Contas Correntes atingindo cerca de 4% do PIB) e o déficit fiscal.

Agora apenas o déficit fiscal persiste. Em cerca de 50% do PIB, o endividamento público brasileiro não é tão elevado. Além disso, o País tem uma meta de superávit fiscal primário (saldo, sem pagamentos de juros) de 3,1% do PIB para este ano. Desse modo, o déficit fiscal do Brasil de 8% do PIB no ano passado é explicado inteiramente por pagamentos de juros. Sua dificuldade, entretanto, é que o custo de 70%

de sua dívida interna é determinado pela taxa de juro flutuante. Segundo o J.P. Morgan, a uma taxa de juro de 40% e uma taxa cambial de R\$ 2 para o dólar, os custos do serviço de dívida transformam-se no nível assustador de 17% do PIB.

Por esse motivo, as taxas de juro elevadas são elas próprias a principal causa da perda de confiança na estabilidade monetária interna que supostamente deveriam curar. Pior ainda, se o

O Brasil tenta restabelecer a confiança com políticas que mais fazem miná-la

impacto das taxas de juro elevadas sobre a economia for bastante ruim, até o superávit orçamentário primário provavelmente desaparecerá à medida que os contratos de receita e os gastos em produtos e serviços crescerem. Este é então um verdadeiro círculo vicioso. O Brasil está tentando restabelecer a confiança do mercado com políticas que parecem miná-la.

Haverá alternativas economicamente menos prejudiciais e mais eficazes? A resposta depende do que determina esse ativo indefinível, a confiança. Se é verdade que o sofrimento aparentemente desnecessário é a única rota para o coração do mercado, então pode de fato não haver alternativa ortodoxa. Diante de um pânico nos mercados e carecendo de acesso a recursos cambiais suficientes para deter a espiral cambial descendente, o País terá de abraçar o sofrimento. Mas é isso, realmente, o melhor que o mundo pode recomendar? E, se for, por quanto tempo conseguirá sustentar a ortodoxia que proclama? ■