

# Mudou a fórmula, mas o risco Brasil é o mesmo

PRECARIEDADE DO AJUSTE E ATRASO NAS REFORMAS MANTÊM JUROS ELEVADOS E BLOQUEIO DO CRESCIMENTO

CARLOS A. SARDENBERG

O presidente do Banco Central, Armínio Fraga, definiu com eficiente simplicidade a diferença entre a política econômica antes e depois da desvalorização do real. Antes, disse Fraga, "a taxa de câmbio cuidava da inflação e a taxa de juros, do balanço de pagamentos; agora, o câmbio cuida do balanço de pagamentos e o juro, da inflação".

Antes da desvalorização, o real estava atrelado ao dólar numa taxa, digamos, semifixa. O real sofria uma pequena desvalorização mensal, controlada e previsível, de tal modo que essa relação fazia a inflação do real convergir para a inflação do dólar. Era a âncora cambial, do real valorizado.

No outro lado da fórmula, a taxa de juros tratava de atrair os dólares para fechar as deficitárias contas externas. Por isso os juros tinham de ser elevados.

O piso era determinado, basicamente, por três fatores: os juros americanos (5% ao ano), já que o investidor, para deixar a segurança dos títulos americanos, tem de ganhar mais; a desvalorização do real (que era de 7% ao ano), já que parte dos ganhos financeiros em reais era devorada pela desvalorização; e o risco Brasil, que variava muito conforme os cenários externo e interno, mas que nunca foi inferior a 8 pontos percentuais.

Assim, o piso dos juros brasileiros era de 20% ao ano e mais a carga fiscal. Partia para a estratosfera. Para trazê-lo de volta ao chão, seria preciso, em especial, reduzir radicalmente o risco Brasil, vale dizer, alcançar um equilíbrio sustentado e duradouro nas contas públicas.

Não deu. Juros sempre elevados – nos melhores momen-

*Economia - Brasil*  
tos do Real, em 1996 e 97, até a crise da Ásia, a taxa real média foi de quase 17% ao ano – bloqueavam o crescimento da economia e aumentavam a dívida pública, pois elevavam a despesa financeira do governo. Com seu déficit estrutural, o governo é ao mesmo tempo causa e vítima maior dos juros altos. Era obrigado a fazer dívida nova para cobrir juros de dívidas antigas.

Depois da desvalorização, na atual política econômica, a taxa de câmbio, livre e fluante, passa a cuidar do balanço de pagamentos, isto é, das contas externas. Se há uma saída forte de dólares por qualquer motivo – se empresas, bancos, pessoas, investidores trocam reais por dólares para remetê-los para fora, por qualquer motivo, pagamentos ou medo de crise –, o efeito é o mesmo: sobe a cotação da moeda americana, como aliás ocorreu na semana passada.

O Banco Central não perde reservas, porque não está obrigado a sustentar uma determinada taxa de câmbio. Até 13/1/99, o BC era obrigado a vender o dólar a R\$ 1,25, para sustentar âncora cambial. Agora não, a cotação sobe ou desce ao sabor do mercado.

E, se o dólar sobe muito, isso provoca duas consequências: 1) desestimula novas saídas, porque fica caro comprar a moeda americana (importadores adiam compras, viajantes ao exterior mudam o destino para a Bahia, investidores deixam de remeter); e 2) estimula a entrada de dólares (exportadores ganham mais reais pelos dólares obtidos lá fora, turistas estrangeiros ficam mais ricos em reais, investidores idem). Assim, entram dólares e isso tende a puxar a cotação para baixo, reequilibrando a cotação. E segue o barco.

Enquanto isso, a taxa de ju-

ros, sempre seguindo a fórmula simples de Armínio Fraga, fica liberada para cuidar só da inflação. Se a inflação está em alta, o BC eleva os juros e encarece o financiamento ao consumo e ao investimento. As pessoas compram menos, os negócios esfriam e não há espaço para alta de preços.

Se, ao contrário, a inflação está em baixa, o BC pode ir reduzindo os juros, como aconteceu nos últimos meses. Isso estimula negócios, acelera a atividade econômica. O outro efeito importante é que, reduzindo-se cada vez mais a conta de juros paga pelo governo, é possível bloquear o crescimento da dívida pública. Quando esta se estabiliza, está tudo bem. Mais importante que o tamanho é a tendência.

Por que então a taxa básica de juros, fixada pelo BC, continua em 21% ao ano, elevadíssima mesmo considerando a aceleração da inflação em junho e julho? A meta de inflação para este ano é de 8%, medida pelo IPCA, índice do IBGE. É factível, já que no primeiro semestre, com maxidesvalorização, fechou em 3,96%. Considerando a meta anual, a taxa de juros real (descontada a inflação) é no momento de 13%, acima dos 10% previstos pelo governo para dezembro.

Assim, se é verdade que o juro cuida da inflação, pode cair. Mas aí entram fatos da vida real, complicando a fórmula simples. Esses fatos são: as contas primárias do governo (receitas menos despesas, exceto pagamento de juros); a cotação do dólar; a necessidade, que permanece, de receber dólares para fechar as contas externas; o FMI.

O governo tem de fazer um superávit nas contas primárias para que sobre dinheiro para amortizar dívida e juros. Se há ameaças a esse superávit – ajuste precário, contestação a impostos, falta de

andamento das reformas do setor público –, cresce a expectativa de que a dívida vai aumentar, de que ficará "impagável" e, assim, sobem as taxas de juros. Ou não caem mais, já que estão altas.

No câmbio livre, o dólar pode subir a qualquer nível? Digamos, pode passar de R\$ 2,00? Difícil. Começa que provoca inflação (encarece importados e produtos nacionais que competem com importados). E a expectativa de mais desvalorização provoca fuga de capitais. Logo, a cotação do dólar é livre, mas não tanto. E a forma de contê-la é juros altos para atrair dólares, até mesmo de curto prazo.

Mesmo sem fuga de capitais, o País ainda necessita da entrada de dólares para fechar as contas do ano. Como as exportações não decolaram, restam dólares de novos investimentos diretos (serão menores dado o atraso nas privatizações) e de empréstimos e aplicações em renda fixa, que exigem juros rentáveis aqui dentro.

O FMI entra na história, com sua ortodoxia (miopia, dizem muitos) exigindo a clássica receita de prioridade às contas externas e, logo, juros altos.

Resumo da ópera: a mudança de política econômica já permitiu forte queda dos juros, hoje mais baixos do que nos melhores momentos vividos antes da desvalorização. Mesmo assim, continuam elevados e bloqueando o crescimento maior e sustentado. E as causas disso são exatamente as mesmas que derrotaram a política anterior: a precariedade do ajuste das contas públicas, atraso nas reformas e nas privatizações, tudo colocando em dúvida a capacidade de o governo pagar suas contas ordenadamente.

Risco Brasil. Pode?

■ Carlos Alberto Sardenberg é jornalista  
e-mail: sarden@itanet.com.br