

# Expectativas com sinal trocado



**José Paulo Kupfer**

**C**onsolidam-se, a cada dia que passa, duas linhas de expectativas que operam com sinais trocados e em direções opostas. Numa delas, acumulam-se as indicações de que a economia brasileira superou com saúde os abalos da mudança no regime cambial processada há um ano. Com a acomodação dos preços no atacado, dissolveram-se os temores remanescentes quanto a um eventual repique inflacionário. Com a aceleração no ritmo das exportações, generalizaram-se as projeções de um superávit comercial robusto. No plano das expectativas, o ponto em que as duas curvas se cruzam — a da inflação na descendente e a da balança comercial na ascendente — indica uma retomada do crescimento econômico depois de dois anos de estagnação. Há, em resumo, uma dinâmica em andamento e essa dinâmica, impulsionada pela mudança de preços relativos, produzida

pela desvalorização do real, conduz ao ajuste nas bases de sustentação da economia.

A segunda linha de expectativas reúne indícios de que a expansão acelerada da economia americana é um elástico que pode se romper a qualquer momento. Na semana passada, por exemplo, o presidente do Federal Reserve (Fed), Alan Greenspan, repisou, e já agora um tom acima, o ponto em que mais tem insistido há pelo menos dois anos: os gastos privados nos Estados Unidos estão crescendo mais rápido do que a renda e isso pode produzir desequilíbrios indesejáveis, capazes de desembocar em surtos inflacionários. Poucos dias depois de aplicar mais um aumento de 0,25% na taxa básica de juros americana, com o que completou 1% de alta em um ano, Greenspan advertiu que poderá ser obrigado a elevar mais rápido os níveis dos juros para acalmar o ritmo dos negócios.

Não há bola de cristal capaz de avisar com a devida antecipação quando e de que maneira o elástico vai se romper. Mas é difícil imaginar que isso não terminará por acontecer. Está, sim, tomando corpo uma nova economia. Há, sim, estupendos ganhos de produtividade. Existe, sim, o influxo da Internet,

Mas, como ressaltou o próprio Greenspan, no depoimento de quinta-feira aos membros do Comitê Bancário da Câmara dos Deputados, "seria imprudente considerar que os ciclos econômicos não mais fazem parte das economias de mercado, uma vez que as expectativas humanas continuam sujeitas a arrabios de euforia e decepção".

"O Brasil deveria estar se preparando para quando as bolhas na economia americana começarem a estourar", acha o economista Joaquim Elói Cirne de Toledo, professor da USP e vice-presidente de finanças da Nossa Caixa. Isso significa, na opinião dele, começar a trabalhar para que a taxa de câmbio suba um pouco mais. A idéia embutida na proposta é reduzir, preventivamente, o impacto de uma inevitável desvalorização mais forte do real frente ao dólar quando as famosas bolhas estourarem. "Carregamos um expressivo endividamento externo que seria diretamente afetado pela desvalorização", explica Toledo. "Ainda que a medida

resultasse num pouquinho mais de inflação, se o dólar começasse a subir agora, o estrago poderia ser bem menor." Toledo avalia que um dólar até cerca de 10% acima da taxa dos últimos dias — ou seja, entre R\$ 1,85 e R\$ 1,90 — estaria de bom tamanho.

Além de reduzir o impacto do estouro da bolha americana nos passivos externos brasileiros, acelerar as desvalorizações ajudaria

a alcançar outros objetivos, de acordo com a visão de especialistas como Ruben Almonacid, livre-docente e ex-professor da USP. Almonacid calcula que, com a desvalorização do real ocorrida desde janeiro de 1999, os preços

relativos sofreram uma mudança de 20%. Ele entende que isso é insuficiente para acomodar as múltiplas tensões que impedem um deslanchar sustentado da economia. "A mudança de preços relativos deveria ter sido de 30% e, portanto, está faltando um pouco de câmbio para garantir o ajuste", calcula. Na verdade, Almonacid considera que seria necessário desvalorizar mais do que o suficiente

para alcançar o ponto de ajuste dos preços relativos para compensar o que ele chama de "efeito Gustavo". "Efeito Gustavo", segundo Almonacid, foi aquele que, por conta das estratosféricas taxas de juros utilizadas para manter o câmbio fixo, produziu elevações desnecessárias na dívida externa e, em consequência, no montante de seu serviço.

De olho na evolução do déficit em transações correntes e de seu efeito no estoque de dívida externa, diversos economistas também apontam para a necessidade da produção de superávits na balança comercial bem acima dos US\$ 4 bilhões ou US\$ 5 bilhões compatíveis com os atuais níveis de taxa de câmbio. Almonacid, porém, não acredita que o governo aceite mudar, voluntariamente, o compasso das desvalorizações. "Embora pareça vir de outro mundo, Armínio Fraga<sup>2</sup>, na essência, filia-se à mesma escola de pensamento de Malan e Gustavo Franco", diz ele. "Essa escola dá excessiva importância à taxa de juros como motor macroeconômico e acredita que não custa manter o câmbio valorizado para garantir a estabilização." ■

**"O Brasil deveria estar se preparando para quando as bolhas na economia americana começarem a estourar"**

E-mail: jpkupfer@gazetamercantil.com.br