

Política monetária

O risco do Brasil é de excesso de euforia

Angela Bittencourt e
Luiz Sérgio Guimarães
De São Paulo

Um ano e meio depois da crise cambial que mudou o alto comando do Banco Central, o Brasil perdeu o medo dos choques externos. Não que se sinta invulnerável aos imprevistos e solavancos internacionais. Mas hoje o grande risco é interno: um eventual excesso de euforia pode sabotar as conquistas recentes. É o que pensa um dos expoentes dessa nova fase, o diretor de Política Monetária do Banco Central, Luiz Fernando Figueiredo.

"Nenhum choque externo tem hoje condições de minar a sustentabilidade conseguida desde março de 1999", garante ele com a tranquilidade de um homem de mercado que deixou emprego bem remunerado em banco de ponta para aceitar convite rejeitado por emergentes PhDs. "Não há dinheiro que pague a satisfação que sentimos hoje", diz Figueiredo. Aos 36 anos, só lamenta o tempo roubado à família e ao jogo da capoeira.

Para Figueiredo, como o balanço de pagamentos está sendo adequada e completamente financiado por investimentos diretos, não há vulnerabilidade a capitais voláteis cuja atração exigiria aumento de juros. Um desaquecimento nos EUA não teria, por outro lado, a capacidade de desencadear pressões sobre a inflação doméstica. Por isso, o único perigo real é interno: uma confiança exacerbada capaz de gerar uma demanda formidável por crédito. O BC está atendo a isso, pois considera este o ano da consolidação. Para falar sobre o momento atual da economia brasileira, Figueiredo recebeu **Valor** na sexta-feira, na sede do Banco Central em São Paulo. A seguir, os principais trechos da entrevista:

Valor: A recém-finalizada operação de troca de títulos da dívida externa brasileira também não teve o objetivo de mudar a referência do risco Brasil?

Luiz Fernando Figueiredo: Nunca fazemos uma operação tendo apenas um objetivo em mente. O alvo primordial sempre

O superávit primário está permitindo baixar o juro real, diminuir a dívida e alongar prazos. O círculo é virtuoso."

foi alongar o perfil do endividamento externo e reduzir o seu custo. E, isso, por meio de uma troca: saem os papéis velhos, de prazos curtos, e entra um novo, mais longo e abrangente. Na colocação do Global de 40 anos, não aceitamos nenhuma compra cash. Tivemos uma demanda equivalente a US\$ 2,8 bilhões por aquisições diretas do papel. Mas não aceitamos, porque queríamos a troca. E não demos moleza para quem quis trocar. Quem está trocando é porque está que-



Figueiredo, responsável pela Política Monetária: "Nenhum governo consegue tomar, na prática, decisões que vão contra a racionalidade econômica"

rendo trocar e não fazer arbitragem. Com a troca, em um prazo de cinco anos, iremos reduzir o pagamento de juros e principal em cerca de US\$ 500 milhões.

Valor: Os bradies brasileiros, notadamente o C-Bond, sempre foram papéis muito líquidos, por isso mesmo as vedetes da especulação internacional. Ao encolher esse mercado via colocação do Global 40, o BC não estaria evitando a ocorrência de crises futuras?

Figueiredo: O Global 40 tem uma série de vantagens em relação aos bradies. E não só do nosso ponto de vista. Nem todos os investidores podem, por exemplo, comprar dívida estruturada sob a forma de bradies. Trata-se de um mercado seletivo, de acesso limitado a poucos participantes. O Global, ao contrário, é um papel que todos podem comprar.

Valor: A democratização do mercado secundário da dívida é apenas um efeito colateral desejável?

Figueiredo: O mercado de brady é dos mais líquidos e sofisticados. O estoque de C-Bond refere-se a US\$ 7 bilhões, mas, devido as operações compromissadas reversas, movimenta na verdade US\$ 30 bilhões. Do preço pago pelo investidor ao adquirir um C-Bond, apenas 20% saem efetivamente do seu bolso. Os restantes 80%, financiam no mercado a custos baixos porque o lastro é muito bom. O investidor faz uma compra financiada e, em seguida, pode alugar o papel. O volume de operações cresce em cima de uma base não muito expressiva. As pessoas gostam do C-Bond por ter um prazo médio muito bom, de sete a oito anos.

Valor: Não seria interessante intensificar a troca do C-Bond por papéis com menor grau de especulação, até porque o C-Bond também forma o risco Brasil?

Figueiredo: Apenas alguns economistas usam o C-Bond como referência para o risco Brasil. Mas só como referência. O mercado sabe que, por suas características, esse brady não reflete acuradamente o risco Brasil. Essa função é melhor exercida por índices calculados por instituições privadas que tomam como referência uma cesta de papéis brasi-

leiros. O risco Brasil está sendo atualmente melhor medido pela curva de juros doméstica. A curva de seis meses reflete a expectativa de inflação, mas a de um ou dois anos sinaliza o risco do país.

Valor: Até setores da oposição vêm elogiando a reestruturação da dívida pública interna. Ela também tem impacto na credibilidade externa e no risco Brasil, uma vez que a relação dívida interna e PIB é das mais observadas internacionalmente? Quais são os próximos passos nessa reestruturação?

Figueiredo: Estamos alongando a dívida no ritmo adequado, sem pressa e sem forçar o mercado em qualquer direção. Ampliamos o prazo médio de vencimento para 29 meses, o que já é muito bom. O que tem acontecido é a ampliação da parcela da dívida em títulos prefixados e a redução da fatia referenciada em papéis pós e cambiais. O problema que ainda temos é que um volume da dívida relativamente pequeno, representativo de 15% a 20%, é bastante longo, enquanto a maior parte vence no curto prazo. Embora o prazo médio seja bastante razoável, temos uma distribuição que não é razoável. A boa notícia é que esse problema está acabando com uma velocidade espantosa. Há dois anos, todos os meses venciam uma quantidade muito relevante de papéis, algo entre R\$ 30 bilhões a R\$ 40 bilhões. Hoje, vencem entre R\$ 15 a 30 bilhões, os papéis são renovados, e o prazo médio passa a ser de 29 meses.

Valor: Se o prazo está deixando de ser um problema, o custo de rolagem ainda não tem impacto nominal negativo sobre as contas públicas?

Figueiredo: No passado, independentemente do prazo da dívida, era a taxa de juro real extremamente elevada o problema crucial. A dificuldade não estava nem no tamanho, nem no prazo, mas na brutal velocidade de crescimento dessa dívida. Em 1998, o juro real foi de 28,5%, uma loucura. Hoje está em 10%. Não é só o prazo que está aumentando, mas o custo e a velocidade de crescimento da dívida diminuem.

Valor: Qual a relevância do ajus-

te fiscal no equacionamento da dívida interna?

Figueiredo: Crucial. Todos os avanços só se tornaram possíveis por causa do superávit primário do setor público. É o lado fiscal que de fato provoca uma redução do endividamento. Se você tem um resultado fiscal muito ruim, você só consegue rolar a dívida a custos elevados e prazos curtos. A dívida acaba crescendo e piorando o lado fiscal. Trata-se de um círculo vicioso que contamina toda a economia. Hoje, ocorre justamente o contrário: por causa do superávit primário está sendo possível baixar o juro real, diminuir a dívida e alongar prazos. O Brasil ingressou em um círculo virtuoso.

Valor: O que pode romper esse círculo virtuoso? Um novo choque externo teria o poder de reintroduzir o país no círculo vicioso?

Figueiredo: Nosso balanço de pagamentos é hoje superbem financiado, só por investimentos produtivos de longo prazo. E cada vez é melhor investir no país. O aporte externo de capital, além de muito expressivo, é de longo prazo. Não se trata de um fenômeno de curto prazo. Não dependemos mais de capitais voláteis para fechar as contas externas. As taxas de juros internas não precisam mais subir para evitar saída de capital, pois esse dinheiro veio para ficar décadas.

Valor: Mas o que garante que, no ano que vem, entre a mesma quantidade de dinheiro produtivo necessária para se fechar o balanço de pagamentos?

Figueiredo: Temos de olhar a origem, a fonte desse dinheiro. Um empresário estrangeiro compra, por exemplo, uma empresa brasileira que, apesar do seu enorme potencial, é malgerida e endividada. Considera o seu preço uma pechincha. Mas não basta comprá-la. Precisa continuar investindo muito dinheiro para que se torne rentável. O ciclo do investimento produtivo não pára nunca. Em setores de tecnologia de ponta, persiste quase indefinidamente.

Valor: O Brasil estaria imune a choques externos?

Figueiredo: Há dois anos, se al-

gum país asiático espirrasse, quem ficava resfriado era o Brasil. Hoje o quadro é inteiramente diverso. O que se discute é a sustentabilidade do Brasil. Todos os esforços e as vitórias alcançadas — superávit primário das contas públicas, câmbio flutuante, queda dos juros, redução da dívida pública versus PIB, alongamento da dívida externa, ingresso de investimento produtivo e a volta do crescimento — nos autorizam a dizer que hoje é impossível ao

O risco Brasil está sendo atualmente melhor medido pela curva de juros doméstica de um e dois anos "

país tornar-se insustentável. O sistema bancário está saudável, operando sem alavancagem, sob novas regras prudenciais, mais rígidas. Crises só ocorrem e prosperam quando os agentes operam alavancados.

Valor: Choques de oferta, como a recente alta dos preços do petróleo, não seriam capazes de alterar a rota descendente dos juros?

Figueiredo: Choques de oferta precisam ser analisados caso a caso. Não têm se mostrado perigosos ou duráveis. Provocam ondas que se revelam passageiras. No caso do petróleo, a acomodação veio logo, revelando que as decisões do cartel não são mais monolíticas. Os choques específicos, não globais, têm-se revelado de curta duração. A elevação das tarifas públicas no Brasil é outro exemplo de choque passageiro. As tarifas subiram agora porque, no ano passado, não sofreram ajustes. Por isso, não subirão no ano que vem. Não afetam em nada a sustentabilidade.

Valor: Pelo lado da demanda, não há o temor de imprevistos desagradáveis?

Figueiredo: Estamos muito longe da eventualidade de um choque de demanda produzir

pressões inflacionárias capazes de elevar os juros. As informações são de que as empresas que já operam perto da capacidade instalada estão dispostas a investir no aumento da produção.

Valor: Não há, então, nenhum risco para o Brasil?

Figueiredo: Um eventual excesso de euforia é o maior risco a que o país está exposto. Se todo mundo achar que não há risco nenhum, que tudo está resolvido, o crédito pode ficar fácil e farto demais. O risco será então de um choque de demanda.

Valor: É por isso que, não obstante a ousadia recente na redução dos juros, o BC sempre foi muito cauteloso na diminuição do juro?

Figueiredo: 2000 é o ano da consolidação, o ano de dar passos seguros em direção a um novo patamar de crescimento. Mas sempre consolidando as vitórias, sem retrocessos. Conseguimos dar sustentabilidade ao Brasil, mas temos de fazer coisas boas todos os dias.

Valor: Qual o papel do Banco Central na garantia da estabilidade política durante a transição para um novo governo?

Figueiredo: Estabilidade política vai haver sempre, independentemente das estratégias do BC para câmbio e moeda. O país passa por um processo de limpeza que nunca é tranquilo ou doloroso. Eticamente, trata-se de um país mais maduro. A corrupção não aumentou, apenas tornou-se mais visível por causa desta depuração. Na cabeça de algumas pessoas, ela se confunde com o governo, mas não tem nada a ver com o governo. Economicamente, está-se fazendo a revolução da sustentabilidade e da produtividade, tornando o país muito mais relevante em termos mundiais. E a política não pode atropelar a racionalidade.

Valor: O mercado interno e os agentes econômicos não temem a descontinuidade da atual política econômica, a instalação em 2002 de um governo que rompa com os atuais princípios econômicos?

Figueiredo: Nenhum empresário investirá milhões de dólares em uma fábrica achando que daqui a dois anos tudo será diferente. As decisões são cada vez mais racionais e cada vez de mais longo prazo. Nenhum governo poderia fazer um default da dívida externa. Isso dá cadeia. A Constituição proíbe o calote. Nenhum governo pode ir contra a racionalidade. Não acredito que o próximo presidente, seja ele quem for, tenha a possibilidade prática de tomar atitudes capazes de ir contra a racionalidade econômica.

Valor: Apesar disso, as agências internacionais de rating persistem hipercautelas, não querem melhorar a nota dada ao Brasil antes de terem informações mais seguras sobre a sucessão presidencial?

Figueiredo: Em 97 e 98, perdemos muita credibilidade. Isso é um fato com o qual temos de conviver. Temos todos os dias de mostrar que o país mudou. Paciência. Mas o mercado sabe, e as operações internacionais recentes provam isso, que reconquistamos a credibilidade. Antes o BC sinalizava e o mercado corria na frente. Hoje é ao contrário: fazemos primeiro, e o mercado vai atrás.