

# Dúvidas e fantasias sobre o Brasil

Foi um calote interno e externo; em empréstimos de maior risco e em créditos garantidos comerciais; atingiu quem capitalizou subsidiárias e quem deixou quebrar. O risco de o Brasil seguir a Argentina, na cabeça dos investidores, é o que basta para abandonar o país, a despeito de algumas boas notícias.

O paralelo com a Argentina, contudo, é um equívoco, por várias razões. A primeira delas é que quando há uma crise de confiança externa e o regime é de câmbio fixo (Argentina) ou controlado (Brasil até 98), a situação tende a se agravar sem parar: as reservas somem, os juros disparam e a economia entra em colapso. Quando o câmbio é flutuante e o Banco Central deixa ele flutuar, a crise externa provoca desvalorização, o que ajuda a reduzir a dependência externa. A economia contrai, pela falta de crédito externo, mas o juro básico não precisa, necessariamente, subir.

Esta é a terceira crise cambial desde 99 e o ajuste já feito é impressionante. Todo mundo repete o bordão de que "o Brasil precisa US\$ 50 bilhões por ano" e aí está a vulnerabilidade externa. Não é bem assim. Em 98, auge do câmbio controlado, o Brasil precisou de US\$ 63,4 bilhões (US\$ 33,4 bilhões de déficit em conta corrente e US\$ 30 bilhões de amortizações). Nos últimos 12 meses encerrados em junho deste ano, as necessidades externas ficaram em US\$ 48,2 bilhões (déficit em conta corrente de US\$ 18,2 bilhões e amortizações de US\$ 30 bilhões).

O choque da desvalorização deste ano pode produzir números surpreendentes em 2003. Se o superávit da balança comercial ficar perto de US\$ 7 bilhões, o déficit em conta corrente pode cair para US\$ 16 bilhões ou pouco mais. As amortizações es-

de caixa para US\$ 16 bilhões ou pouco mais. As amortizações estão calculadas em US\$ 23,9 bilhões, mas estão superestimadas por razões que serão explicadas em seguida. A necessidade de recursos, portanto, ficariam em torno de US\$ 39,9 bilhões ou menos, uma queda de 40% em relação a 1998.

Quem achar que um superávit na balança comercial de US\$ 7 bilhões é otimista, vai ficar surpreso ao descobrir, no final deste mês de agosto, que o superávit comercial, em 12 meses, já estará em torno de US\$ 7 bilhões. É claro que parte do resultado se deu pela contração da economia que, espera-se, terá melhor desempenho no próximo ano. No entanto, é preciso lembrar três coisas: a importação partirá de um patamar menor; o câmbio estimulou e

estimula substituições de importações; e as exportações estão crescendo, apesar da deterioração da economia mundial.

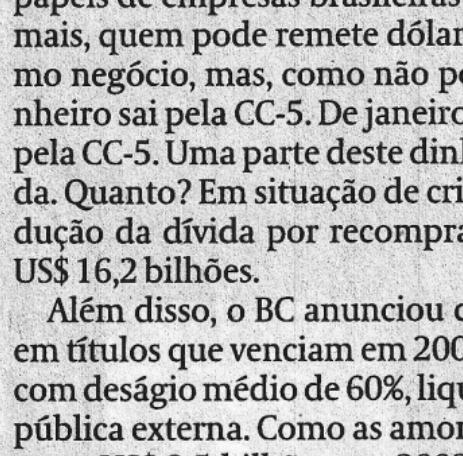
O gráfico ilustra o desempenho do risco das empresas brasileiras em comparação com os emergentes globais. O eixo vertical mede o prêmio de risco em pontos-base, variando de 400 a 2.400. A linha preta representando o Brasil mostra uma forte subida a partir de Junho de 2002, atingindo 1.877 em Agosto de 2002. A linha cinza representando os emergentes sem o Brasil permanece relativamente estável entre 400 e 800 pontos-base ao longo do período.

Mês	Brasil (EMBI+*)	Emergentes sem o Brasil
Dez 2001	~800	~750
Fev 2002	~750	~700
Abr 2002	~700	~550
Jun 2002	~1000	~550
Ago**	1.877	747

Fonte: Bloomberg, JP Morgan e VPE.\* EMBI+ em fim de período, calculado pelo JP Morgan \*\* Em 21/08/02.

**Prêmio de risco**  
EMBI+\* - em pontos-base

— Brasil — Emergentes sem o Brasil



em descontos de 30%, 70% ou e recompra dívida. É um ótimo ser feito oficialmente, o dia julho, saíram US\$ 3,8 bilhões. Isto foi para recompra de dívida semelhante, em 98 e 99, a reconstatada pelo BC chegou a

e recomprou US\$ 2,3 bilhões em 2004. Se comprou os títulos da dívida US\$ 3,8 bilhões em dívida. As ações do governo central só é possível que não haja nada anho com a redução privada,

Isto quer dizer que, se o Brasil não captar um único centavo de dólar até o final de 2003 (hipótese absurda), mas o próximo presidente mantiver o acordo com o FMI, as contas fecham. As reservas estão hoje em US\$ 37 bilhões, dos quais US\$ 19 bilhões disponíveis, pelos termos do acordo com o FMI. Em dinheiro novo entrarão mais US\$ 30 bilhões do fundo (US\$ 6 bilhões este ano), US\$ 7 bilhões entre Banco Mundial e BID, mais uma rolagem automática de US\$ 8,9 bilhões em amortizações ao FMI.

(que não estão incluídos na conta de amortizações anterior). Se for considerado que, num sistema de câmbio flutuante, rolagem de dívida privada é problema privado (como tem sido até agora), as amortizações e juros da dívida externa pública, de hoje ao final de 2003, são uns US\$ 12 bilhões, menos o que já foi recomprado. Ou seja, sobram muitos dólares.

Quer dizer, aceitar o acordo com o FMI significa garantir o fechamento das contas externas até o final de 2003 e, portanto, permite crescer um pouco mais, mesmo num cenário externo adverso. É claro que, quando o mercado tiver certeza disto, reabrirá linhas para o Brasil: os bancos estão sempre prontos para

emprestar para quem não precisa. Para atrapalhar, há uma aversão geral ao risco e uma piora do cenário externo. Mas os dados mostram que, enquanto o risco dos países emergentes, exceto Brasil, subiu 320 pontos desde março, melhor momento do ano, o do Brasil subiu 1.300 pontos (ver gráfico). A aversão é, acima de tudo, ao Brasil, por dúvidas pertinentes e fantasias. Se as fantasias saírem de cena, a situação tenderá a aliviar, apesar da conjuntura internacional difícil. O risco de a crise fugir de controle existe, mas, para isso, o futuro presidente precisará errar muito.

**E-mail** celso.pinto@valor.com.br