

Com o minipacote econômico, divulgado na quinta-feira passada (no qual o governo se compromete a manter a correção monetária colada à cambial, e as duas à inflação, e relança as ORTN com cláusula cambial), buscavam-se três objetivos principais: 1) conter os juros; 2) conter a especulação cambial; 3) estancar os saques da poupança.

Infelizmente, há fortes evidências de que o pacote será efêmero como uma declaração de Delfim, ineficaz como um diagnóstico de Galvêas, embora pretensioso como Langoni em seu jatinho oficial. Não conseguirá provocar a queda dos juros nem conter a especulação cambial, e ainda ajudará a diluir mais depressa os possíveis efeitos positivos da maxidesvalorização do cruzeiro.

### Como o câmbio afeta a balança e os juros

Para entender melhor esse quadro, vamos remontar à situação que originou a maxidesvalorização.

Quebrado, o Brasil recorreu ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Nas negociações que se seguiram, comprometeu-se a desvalorizar o cruzeiro mensalmente em 1% acima da inflação — o que dá um acumulado anual de 12,7%.

A política cambial tem influência direta sobre dois setores importantes da economia: a balança comercial e as taxas de juros.

Sobre a balança comercial porque, quando o cruzeiro é desvalorizado em relação às moedas estrangeiras, exporta-se mais, importa-se menos.

Quanto aos juros, a influência decorre do fato de que há dois mercados de crédito no País: um operando em cruzeiros; o outro, em dólares.

O mercado de dólares é constituído daqueles empréstimos tomados através das resoluções 1431 (diretos) e 63 (através dos bancos comerciais brasileiros).

Nesse mercado, o tomador não recebe em dólares. Estes ficam depositados no Banco Central, enquanto o tomador recebe o equivalente em cruzeiros. Mas, qualquer desvalorização do cruzeiro obrigará o tomador de 1.431 e 63 a recolher mais cruzeiros para o pagamento dos dólares que tomou emprestado.

Para diminuir essa instabilidade, o governo soltou mais duas resoluções, permitindo-lhes liquidar antecipadamente sua operação com o Banco Central. Este fica com os dólares até o final do prazo, responsabilizando-se pelas desvalorizações cambiais posteriores.

Com essas duas novas resoluções, o que ocorreu, na prática, foi a ligação entre o mercado de dólares e o de cruzeiros. Se os empréstimos em cruzeiros comessem a ficar mais baratos do que a previsão de custo dos empréstimos em dólares, ocorreria uma transferência dos clientes do mercado de dólares para o de cruzeiros. O aumento da procura aumentaria as taxas do mercado de cruzeiros, até o ponto em que comessem a ficar desinteressantes para os clientes do mercado de dólares. A partir daí, o fluxo se estabilizaria, conservando as taxas no novo patamar.

Com o tempo, essa ligação tornou-se extremamente inconveniente, devido à diferença de dimensão entre os dois mercados, já que o governo impôs limites quantitativos de crédito ao mercado de cruzeiros; e deixou livre o mercado de dólares.

O mercado de crédito de dólares ficou imenso. Em dezembro passado ele possuía o equivalente a 5,7 trilhões de cruzeiros — 5,7 vezes a base monetária. Assim, qualquer aumento leve da transferência de contratos para o mercado de cruzeiros provoca turbulências incalculáveis. É como um elefante espreguiçando-se numa jangada.

A partir dessas constatações, alguns economistas — entre eles Adroaldo Moura da Silva, assessor do ministro Delfim Neto —, passaram a elaborar uma série de raciocínios, todos convergindo para a máxi.

Em suma, Adroaldo sustentava que a nova política cambial prejudicava tanto a balança comercial

como os esforços para se baixar os juros.

A balança comercial porque, a cada mês que passasse, o exportador passaria a receber mais por suas vendas (já que todo mês o cruzeiro se desvalorizaria 1% em relação à inflação) e o importador a pagar mais por suas compras. Assim — na opinião de Adroaldo — ocorreria uma postergação das exportações, e uma antecipação das importações.

Os juros seriam afetados porque a nova política cambial encareceria bastante as projeções sobre os custos dos empréstimos externos. Sobre os custos anteriores se acrescentariam mais 12,7% de diferencial entre a correção cambial e a inflação.

Na opinião de Adroaldo, foi essa constatação que provocou uma aceleração da fuga de tomadores do mercado de dólares para o de cruzeiros, elevando ainda mais os já estratosféricos patamares das taxas de juros reais.

Com a máxi, não haveria mais a postergação das exportações. Quanto aos juros, haveria, de imediato, um enorme prejuízo para os tomadores de empréstimos em dólares. Mas, levado o tranco, o elefante sossegaria. A decisão de sair desse mercado dependeria de como esses tomadores encarassem o futuro, e não da pancada que levaram no passado.

### Há um erro nessas conclusões do economista

Vamos analisar por partes as conclusões de Adroaldo.

Nos últimos anos, o comércio internacional sofreu uma retração considerável. Caiu o consumo dos países industrializados, aumentou o protecionismo, aumentou o número de países em desenvolvimento insolventes e despencaram as exportações brasileiras.

Assim, não deixa de se constituir numa avaliação extraordinariamente otimista supor que o exportador brasileiro tivesse, à sua disposição, a possibilidade de trocar os compradores de hoje por compradores eventuais de amanhã.

Ainda mais sabendo-se que, concretizada a exportação, fechado o contrato de câmbio, recebidos os cruzeiros das vendas, o exportador conseguiria no mercado financeiro interno taxas muito mais atraentes do que esse 1% ao mês acima da inflação, proporcionado pela política cambial vigente.

Em todo caso, a premissa falsa não invalida a conclusão. Teoricamente, uma máxi de 30% facilita mais a vida dos exportadores do que 12,7% a prestação.

O ponto mais discutível é sua análise sobre o comportamento das taxas de juros.

Coloque-se na pele do diretor financeiro de uma empresa endividada em dólares. Na hora de tomar a decisão sobre permanecer ou não nesse mercado, a não ser que seja extremamente vesgo, ele partirá de duas hipóteses básicas: 1) a de que a política cambial será seguida; 2) a de que a política cambial não será seguida.

De que adianta ele formular cálculos em cima dos 12,7% ao ano, se de uma penada o governo altera tudo com uma máxi?

Atribuir o aumento do fluxo do mercado de dólares para o de cruzeiros, com a correspondente elevação das taxas de juros, apenas à divulgação da nova política cambial, é simplificar o diagnóstico e comprometer a terapia receitada.

Não se deve esquecer que, desde o primeiro semestre, os boatos sobre a maxidesvalorização já estavam no ar.

A partir de setembro, as cotações do dólar no câmbio negro saltaram para um patamar de 70% acima do oficial, mantendo-se aí, com poucas alterações, até janeiro. A especulação cambial e o salto das taxas de juros no mercado de cruzeiros antecedeu a divulgação de uma política cambial do 1% em vários meses.

Tudo leva a crer que a onda causada pelos cálculos daqueles que acreditavam na manutenção da política do 1% foi engolfada pelo vagalhão dos que apostavam na máxi.

## O problema que as novas medidas não resolveram: falta de confiança no governo.

A credibilidade da política econômica do governo é essencial para que a máxi dê certo, explica nosso analista Luís Nassif. Como as medidas anunciadas na semana passada não restauram esse crédito, o objetivo da maxidesvalorização — baixar juros e conter a especulação cambial — dificilmente será atingido.

### Máxi e preços relativos

A	B	C	D-C	B/C
100	130	100	100	30
100	130	106	106	23
120	137,8	123,6	123,6	11
144	160,7	147,3	147,3	9

A — Preços dos produtos internalizados. B — Preço dos externalizados, corrigido pela taxa de câmbio. C — Inflação (80% da inflação dos internalizados + 20% da inflação dos externalizados). D — Taxa de câmbio. B/C — Ganho do exportador.

### Um diagnóstico falso compromete a terapia

Concretamente, em que essa constatação altera a conclusão de que a máxi seria inevitável?

Em muita coisa. Se se admitir que o principal fator da fuga dos tomadores de empréstimos em dólares foi o diferencial de 12,7% entre a correção cambial prometida e a inflação, torna-se mais fácil equacionar a máxi. Por que isso?

Entrando no FMI, o País seria obrigado, de qualquer maneira, a promover uma desvalorização do cruzeiro. Com a máxi, a obrigação estaria cumprida. Passava-se, então, a uma política cambial que se limitasse a acompanhar a inflação. Desaparecido o diferencial de 12,7%, o elefante sossegaria.

### Taxas de juros do Banco do Brasil (operações com o setor privado)

Porte das empresas	Operações de capital de giro e investimento (1)				Operações de desconto (2)	
	Sudam-Sudene		Demais regiões		Duplicatas	Notas Promissórias
	Até 179 dias	Mais de 179 dias	Até 179 dias	Mais de 179 dias		
Pequeno/médio	83,7% a.	CM + 6,0% a.	90,4% a.	CM + 8,0% a.	72,0% a.	78,0% a.
Grande	96,4% a.	CM + 8,0% a.	103,1% a.	CM + 10,0% a.		

Investimentos Rurais: CM + 6,0% a. (3) Cheque-ouro: 72,0% a. (4)

CM — Correção monetária postecipada, idêntica a das ORTN.

(1) — Encargos exigidos ao término de cada trimestre civil.

(2) — Encargos cobrados no ato do desconto.

(3) — A periodicidade (semestral ou anual) da cobrança dos encargos varia em função da natureza do investimento financiado.

(4) — Encargos cobrados semestralmente.

## O Banco do Brasil começa a divulgar suas taxas de juros

Todos os jornais brasileiros de grande circulação publicam hoje o quadro acima, onde o Banco do Brasil mostra as taxas de juros que cobra do setor privado. Com a publicação desses números, a instituição está cumprindo a Resolução 804, baixada pelo Conselho Monetário Nacional na última quinta-feira. Antes da determinação do CMN, o Banco do Brasil negava à imprensa a explicitação de suas taxas.

Também ontem, o presidente do Banco Central, Carlos Geraldo Langoni, negou a intenção de con-

vocar os dirigentes dos bancos estaduais para que essas instituições — as principais já nas mãos da oposição, a partir de hoje — reduzam os juros praticados na captação e na aplicação.

De acordo com a tabela distribuída ontem, em vigor desde janeiro, o Banco do Brasil cobra juros de 72% ao ano nas operações de desconto de duplicatas de 78% nas aplicações lastreadas com notas promissórias — encargos cobrados antecipadamente. A divulgação da taxa antecipada — por dentro, no jargão bancário — ainda impedirá o público de conhecer os juros efetivos, com base nos recursos líquidos liberados ao tomador. Já os portadores do "cheque-ouro" pagam taxas efetivas de 72% ao ano.

Nas demais linhas de capital de giro e investimento para o comércio e a indústria, os encargos variam de acordo com a região e o porte da empresa.

Mas, se se admitir que o principal fator de fuga dos tomadores de empréstimos em dólares era a sua expectativa em relação ao futuro, o quadro muda de figura.

Ocorre que a máxi é um monumental fator de exacerbação de expectativa. Quando se adota uma máxi, a primeira reação dos agentes econômicos é indagar-se quando virá a próxima. Eles passam a ter uma sensibilidade de nervo exposto. Como Adroaldo julgava o diferencial de 12,7% o fator mais importante, ele se permitiu passear olímpicamente por sobre a questão da credibilidade da política econômica. Em seus artigos, ele concede que a questão é importante, mas limita-se a concluir que não se deve rejeitar a máxi com base nesses argumentos.

Caso considerasse que o fator principal eram as expectativas dos agentes econômicos, o quadro mudaria de figura. A credibilidade da política econômica passaria a ser fundamental. A partir dessa constatação, a pergunta principal que o analista econômico deveria responder, em relação à máxi, é: que medidas devem ser tomadas, a nível político e econômico, para restaurar a credibilidade na política econômica? Ao chegar-se à conclusão de que o problema da falta de credibilidade é insolúvel, abandona-se a idéia de máxi. Pois, ao contrário do que o professor Adroaldo sustenta, a alternativa não é entre uma máxi bem administrada e uma máxi pessimamente administrada.

Uma máxi pessimamente administrada é muito pior do que não se fazer nada.

### A máxi e a mudança dos preços relativos

Deixemos, por ora, a questão da credibilidade, para nos debruçarmos mais um pouco sobre os aspectos técnicos da máxi.

Muitos analistas acreditam que, adotada uma máxi, bastará fazer com que, no futuro, a política cambial acompanhe a inflação, para que os ganhos do exportador sejam defendidos.

Não é bem assim.

Uma máxi dá certo quando os exportadores ganham com ela, e passam a exportar mais. Mas o que vai garantir que os efeitos da máxi se manterão ou não não é apenas a política cambial futura (que visa defender os exportadores contra a inflação interna), mas também a forma como se comportarão os preços dos produtos internalizados, frente aos produtos externalizados (de importação e exportação).

Vejam a tabela acima. Lá, dá para se ver, de forma clara que, mesmo se a correção cambial acompanhar a inflação, o aumento dos preços dos produtos internalizados poderá anular os efeitos da máxi, diminuindo os ganhos dos exportadores.

Para o governo impedir essa anulação dos efeitos da máxi, teria de deter a marcha dos preços dos produtos internalizados.

Ocorre que o Brasil possui uma economia altamente indexada. Isso quer dizer o seguinte: quando aumenta a inflação, automaticamente aumentam a correção monetária, os salários, os débitos financeiros e fiscais, a remuneração dos aplicadores etc.

Assim, a única maneira de conseguir essa mudança nos preços relativos seria a desindexação da economia.

Vamos conferir o que sucederia, quando o governo comesse a atacar essa indexação. Por partes:

1) Correção monetária — é um dos mais notáveis fatores de indexação da economia. Regula débitos e créditos fiscais, a prestação do BNH, a remuneração da poupança e dos CDBs, é um dos patamares de juros internos. Adroaldo concorda que a CM teria de ser expurgada dos efeitos inflacionários da máxi — ou seja, teria de andar mais devagar que a inflação. Bom, foi o que sucedeu nos dois primeiros meses do ano. E o fato provocou uma ameaça de fuga dos poupadores da caderneta tão intensa que obrigou o ministro Delfim a ir à televisão e praticamente pedir pelo amor de Deus para que parassem os saques.

2) Preços administrados — um dos grandes agentes da inflação no Brasil são os preços administrados pelo governo (serviços públicos, como energia elétrica, telefone, etc., e preços dos produtos produzidos pelas estatais, como o aço). Antes da máxi, as estatais estavam quebra-

das e endividadas em dólares. A máxi quebrou-as mais um pouco. Se uma empresa está quebrada, com sua capacidade de endividamento esgotada e com as fontes de recursos oficiais esgotadas, também não há o que discutir: a única alternativa é aumentar os preços.

3) Controle de preços — este é um recurso de efeitos discutíveis, mas tão discutíveis que dias antes de adotá-lo o próprio Delfim dava entrevistas dizendo que o controle é ineficaz.

4) Controle de salários — o governo tem três saídas: negociar politicamente uma redução de salários, impor na paulada ou fajutar os índices do INPC. Ele não tem envergadura política para negociar o acordo, nem consta, felizmente, que tenha condições de proceder a um fechamento político. Resta a alternativa da falsificação de índices. Mas, depois da primeira tentativa, canhestra, abortada por técnicos do IBGE, uma segunda torna-se complicada.

### Por que as medidas podem fracassar

Bom, esse era o quadro pré-máxi. O pós-máxi é pior.

Adotada a máxi, a especulação cambial ganhou novo fôlego, já que ela provocou a aguardada exacerbação de expectativas, e o governo não dispõe de nada que possa contrabalançar esses efeitos negativos: nem credibilidade, nem medidas complementares adequadas.

O governo se viu em palpos de aranha. Com a fuga de recursos do sistema financeiro para o mercado negro, ele passou a injetar entre Cr\$ 700 bilhões e Cr\$ 1 trilhão de cruzeiros diariamente no over night, a fim de impedir que as taxas estoursem. Com a fuga de recursos do sistema de poupança, o quadro tornou-se mais assustador.

Assim, o governo não teve outra alternativa do que a de soltar o pacote de quinta-feira passada. Primeiro, ele formalizou a promessa de que a correção monetária acompanhará a cambial, e ambas acompanharão a inflação.

Com isso, ele quer convencer os tomadores e os aplicadores de que tanto faz tomar ou aplicar em dólares ou cruzeiros, que o resultado final será o mesmo.

Ao mesmo tempo, relançou as ORTN com cláusula cambial para trazer o dinheiro do câmbio negro para o sistema financeiro.

Quais as possibilidades concretas de esse pacote dar certo?

Opinião sincera: nenhuma. Quando muito, ele conseguirá estancar provisoriamente a fuga da poupança.

Isso porque a máxi — como era previsto — deixou as expectativas dos agentes econômicos tão sensíveis como um nervo exposto.

Para que essas expectativas se diluam, será necessário que:

1) Aumentem as exportações e o superávit comercial.

2) O Brasil defina um esquema de renegociação da sua dívida em prazos mais longos, já que o atual, na melhor das hipóteses, não permitirá uma folga nem até o final do ano.

3) Não ocorra nenhum acidente de caixa nesse período de negociações.

4) Não ocorra nenhuma turbulência externa de monta.

5) Não ocorra nenhuma crise política interna grave.

Tenho um amigo economista que costuma afirmar que todo plano que depende de muitos se para dar certo está fadado ao fracasso.

No caso das exportações, adotada essa indexação total da economia, a máxi será tão fugaz como o voo de uma borboleta. A mudança interna dos preços relativos será engolida em dois tempos.

E o pior: a promessa de colar correção monetária e cambial à inflação é tão ousada que ninguém acreditaria. Promessa impossível não foi feita para ser cumprida.

Assim, a cada resultado negativo da balança comercial, a cada rodada de negociações, a cada espirro de Reagan, a cada novo escândalo na área federal, especular-se-á com mais vigor. E não adiantará o governo tentar convencer os especuladores a especular com ORTN cambial. Entre ela e o dólar no câmbio negro há uma pequena, porém fundamental, diferença: os dólares são garantidos pelo Tesouro norte-americano; as ORTN cambiais pelo Tesouro brasileiro — e pela palavra de Delfim.