



Adroaldo Moura da Silva



José Júlio Senna



Luís Gonzaga Beluzzo

EM DISCUSSÃO

Economia Brasil

Risco cambial: governo deve estatizar ou não?

As taxas de juros só vão cair quando se recomporam as reservas em dólares e o governo recuperar a credibilidade — afirmou ontem o economista José Júlio Senna, da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas. Senna e Adroaldo Moura da Silva, este da Fipe-USP, debateram no auditório da Andima — Associação Nacional dos Dirigentes do Mercado Aberto — em São Paulo, os temas mais importantes da economia brasileira na atualidade: o risco cambial, o nível elevadíssimo dos juros e as implicações desses dois itens sobre a política econômica e seus efeitos principais — como a recessão e o desemprego.

As divergências entre os economistas centraram-se numa questão: Adroaldo defende a estatização do risco cambial, que Senna rejeita. Estatizar o risco cambial é definir que o governo vai bancar a diferença entre a correção monetária e a correção cambial dos empréstimos. E isto, para Adroaldo, significa romper a "tensão cambial" que domina a sociedade. A resposta de Senna é que a proposta de Adroaldo implica a criação de um vultoso subsídio do governo ao capital, "e se é para falar em subsídio, eu proporia que existisse para a mão-de-obra, que é o principal". Adroaldo contestou com a afirmação de que mais cedo ou mais tarde o governo acabará decidindo-se pelo recurso que defende, para não cair em soluções ainda piores como as adotadas por um país, como o México, que expropriou os depósitos em dólares dos correntistas e pagou-os em pesos sobrevalorizados. A contra-argumentação de Senna foi a de que acabando o risco cambial para os devedores, ou seja, eliminando o risco do passivo das empresas em dólares, não faria sentido manter o ativo protegido — ou seja, preservar as ORTN

com cláusula cambial, como hoje.

Desconforto

Nesse momento do debate, o tema começou a incomodar os participantes, em sua maioria sócios ou executivos de instituições que atuam no *open market* e que têm grandes carteiras de ORTN. "A OR é um dólar podre" — afirmou Adroaldo, prevendo dias difíceis. E advertiu as empresas financeiras de que devem tomar cuidado com suas carteiras, "porque o custo do dinheiro continuará caro pacas" pelo menos até o final de maio, quando o Brasil terá de apresentar bons resultados no controle da moeda, "exigidos para obter a segunda tranche do empréstimo do FMI". Referindo-se às elevadíssimas taxas de juros no *overnight* (cujo custo, este mês, deverá ser da ordem de 11%), o economista da Fipe afirmou: "Não está caro porque o governo quer. Mudou a política monetária. É uma imposição do Fundo. Escreva aí que todos vão pagar o pão que o diabo amassou. Vai acabar a moleza. Esta fase já acabou".

Máxi

Adroaldo Moura da Silva, que já se incluirá entre os principais defensores da máxi de fevereiro, previu nova desvalorização real ao afirmar, que caso se fizesse uma avaliação do risco de que uma nova decisão desse tipo venha a ser adotada em quatro anos 100% das pessoas acreditariam nela; em três anos, novamente 100%; em dois anos, 90%; e em um ano, "zero por cento, só para não dar mais uma especulação em OR".

Juros

Em sua exposição sobre o risco de câmbio e as taxas de juros, Senna, que abriu a reunião, buscou separar o custo do dinheiro no *overnight* e o custo da captação em

geral (via CDBs ou papéis públicos) do custo do crédito. Este é influenciado por alguns fatores: controle quantitativo do crédito; IOF; segmentação do mercado de crédito; pressão sobre as reservas bancárias; e expectativa cambial.

O economista da FGV baseou sua argumentação na tese de que a taxa de juros interna é muito maior do que nas operações em dólares porque continua o medo da desvalorização cambial real. O preço desse medo é um diferencial que Senna chamou de **beta** e que não desapareceu mesmo "com a Resolução 802 do Banco Central". Por essa resolução as correções cambial e monetária e a inflação serão idênticas em períodos de um trimestre.

— Pensou-se que o diferencial **beta** iria desaparecer com a máxi — disse o economista da FGV. Os fatos estão mostrando o contrário. Por isso eu não achei a máxi importante. O que eu não queria é que houvesse a defasagem entre a desvalorização praticada do cruzeiro e a desvalorização real. As duas hipóteses — máxi ou aceleração dos mínis — pressionam os juros. O diferencial é hoje de 20%.

Senna mostrou ainda que hoje "o governo usa suas baterias contra o mercado aberto para eliminar o ágio das OR's com cláusula cambial", acrescentando: "O BC imagina — talvez até corretamente — que tudo que exacerba a expectativa cambial pode pressionar a taxa de juros. A preocupação é recomendável, mas o custo é muito alto. Há um desvirtuamento total das práticas de mercado". Criticou ainda a estatização do risco cambial proposta por Adroaldo argumentando que, após adotada a decisão, fica difícil sair dela. "Como eliminá-la, quando as autoridades não a quiserem mais? Será só anunciar que a partir de 5ª feira às 18h ela não vale mais?" — indagou.