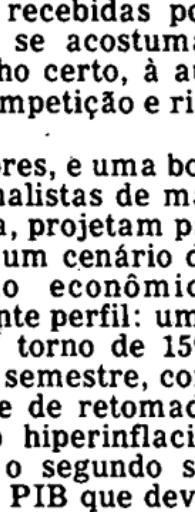


24 JAN 1991

Expectativas e fragilidades financeiras



**Renaldo Antônio
Gonçalves***

"Se todos pensarem a mesma coisa, ninguém estará pensando nada" (provérbio judeu).

O ano de 1990 trouxe uma série de novidades em matéria de política econômica, como a reintrodução do risco na área cambial e financeira, algumas surpresas nos índices apurados de inflação (como a falta de fôlego para a retomada do processo inflacionário) e muita determinação na implantação de medidas inusitadas como maior abertura às importações e manutenção do superávit do Tesouro.

Evidentemente, essas medidas liberalizantes não foram bem recebidas por setores que se acostumaram ao ganho certo, à ausência de competição e risco.

Esses setores, e uma boa parte dos analistas de macroeconomia, projetam para este ano um cenário de desempenho econômico com o seguinte perfil: uma inflação em torno de 15% no primeiro semestre, com possibilidade de retomada do processo hiperinflacionário para o segundo semestre; um PIB que deverá recuar 4% ou mais; um desemprego que será maior que o de 1982/83 e juros que serão reais e fortemente positivos, com grande número de falências e concordatas; o câmbio deve acompanhar a inflação e evoluir acima desta para estimular as exportações e fomentar uma política anti-recessiva. Se avaliarmos o desempenho de dívidas variáveis estratégicas de política econômica, câmbio e juros, em 1990, observaremos que suas trajetórias foram desenhadas para evitar expectativas convergentes entre inflação, juros e câmbio.

Assim, na área cambial, a existência de paridade flutuante permitiu o desenvolvimento de um ciclo de negócios que em 1990 apresentou a seguinte dinâmica: o esforço de exportação de março a setembro tornou o dólar subvalorizado e estimulante para as importações, e essas só ocorreram de forma mais intensa a partir de setembro. De setembro ao início de dezembro, as importações e remessas de lucro promoveram uma forte desvalorização no cruzeiro, tornando as exportações atraentes.

O câmbio flutuante praticado permitiu ao Banco Central descobrir os segmentos que são competitivos internacionalmente, nas suas exportações, e quais os setores que são potencialmente frágeis, com uma paridade baixa.

Dessa forma, a baixa paridade verificada de março a setembro estimulou a importação de carros, bebidas finas, tecidos, etc., e viabilizou a exportação de minérios e alguns produtos agrícolas como o cacau e a soja, além das exportações que dependem de contratos comerciais ou são estratégicas para empresas que desejam manter sua participação em alguns mercados internacionais. A forte correção cambial de setembro ao início de dezembro reverteu o quadro citado acima.

Com essas atitudes ficou explícito que o objetivo do BC é acumular reservas internacionais no balanço de pagamentos e não apenas perseguir superávits na balança comercial. Dessa maneira, se o BC indexar o câmbio à inflação e promover desvalorizações para estimular as exportações, estará fazendo uma política anti-recessiva. Se o câmbio apresentar uma trajetória errática, não guardando qualquer proporção com a inflação e não acumulando ao longo do primeiro trimestre grande defasagem, o BC estará sinalizando para um processo de desindexação da economia e criando oportunidades de exportação e importação.

Caso contrário, se o câmbio acumular uma grande defasagem na paridade, isso deve significar um forte estímulo aos importadores e à estabilização de preços.

Para os exportadores, a paridade defasada pode significar o retorno aos produtos em que o País apresenta vantagens comparativas e simultaneamente um encurtamento do mercado interno para as empresas industriais.

Se houver um retorno ao câmbio administrado e fixado à inflação, observaremos que as empresas serão indiferentes às exportações e ao mercado interno, além de reduzir as expectativas de paridade cambial a uma só.

Essa redução do leque de expectativa cambial a um só valor desmonta um mecanismo extremamente importante para a evolução dos negócios que é a relação entre expectativas e oportunidades.

Quanto aos juros, a divulgação de metas monetárias a serem atingidas, o fim do financiamento automático das carteiras das instituições financeiras e o fim do anúncio das taxas de juro praticadas pelo BC introduziram o risco e o prejuízo no mercado, ampliando o leque da expectativa de inflação e flutuação dos juros no futuro para todos os agentes econômicos.

Evidentemente, se o mercado acreditasse em um superávit fiscal para este ano, que não ampliasse a colocação de títulos para rolagem da dívida interna, as perspectivas de juros internos poderiam ser declinantes, bem como as expectativas de inflação. Ocorre que o mercado não acredita em superávit fiscal para este ano e acredita que o BC trocou a "zeragem automática" por uma janela de liquidez chamada redesconto, que alimenta o processo inflacionário e torna frágil o sistema de empréstimos.

A proposta de empresas e bancos para reduzir sua fragilidade financeira seria o retorno ao esquema de taxas de juro declaradas pelo BC na abertura do mercado financeiro, reduzindo a flutuação das taxas e permitindo maior estabilidade na arbitragem do spread bancário. O principal argumento para esse retorno é o de que as flutuações excessivas dos juros acarretam enormes danos à política econômica e dificultam o estabelecimento de uma política de crédito para as empresas. Dessa maneira, a medida correta para estabilizar a economia seria uma austera política fiscal, e não bruscas flutuações de juros no dia-a-dia.

O retorno a um mercado com as taxas declaradas pelo BC no início do dia facilitaria as instituições financeiras a melhorar sua arbitragem entre inflação, câmbio e juros, mas fecharia o leque das expectativas sobre os juros no futuro, reabilitando a interferência formal do governo na economia e voltando à condição de estabilidade das taxas que garantem a todos os portadores de títulos financeiros uma remuneração mínima igual ou superior à taxa de inflação do mês, reindeixando formalmente o mercado financeiro.

Uma alternativa para evitar essa reindeixação formal seria aumentar a transparência entre os agentes econômicos, especialmente no mercado financeiro, criando, por exemplo, uma classificação dos bancos (o que o mercado já faz informalmente), pelo Banco Central, em conservadores (primeira linha), normais (segunda linha) e agressivos (terceira linha), pelo seu "leverage" e por sua carteira de crédito. Quanto maior o "leverage" e mais concentrada a carteira de crédito em poucos clientes ou clientes duvidosos, maior a agressividade do banco e maior a sua fragilidade financeira, características, portanto, típicas de um banco de terceira linha.

Esses bancos de terceira linha, ao contrário do que se pensa, são desejáveis e importantes no processo de estabilização econômica, pois permitem criar um mercado de títulos secundários (com grandes deságios) de empresas concorrentárias ou que apresentem projetos econômicos arrojados, além de ser uma porta de entrada para o mercado financeiro. O BC neste caso controlaria e estipularia os níveis de alavancagem e concentração dos bancos em clientes duvidosos toleráveis para a saúde do mercado financeiro.

A padronização e tipologia dos bancos, feita dessa maneira, permitiria o desenvolvimento de um mercado de crédito de curto prazo (mercado secundário de títulos) e outro de longo prazo, pela estabilidade das relações entre os bancos e seus clientes (pois os bons devedores/credores não desaparecem do dia para a noite), estruturando um relacionamento que torna mais fácil pactuar juros e prazos mais longos entre as partes envolvidas.

Essa medida não conflita com o mercado, pois classifica e padroniza o risco (o que ocorre em todos os outros mercados), reduzindo a fragilidade financeira do sistema, pela transparência da relação entre os pares, mantendo diferenciadas as expectativas de juros, câmbio e inflação.

O retorno ao câmbio e juros atrelados à inflação, neste momento, é uma proposta que resgata a indexação formal e acelera a inflação.

A manutenção da atual política de flutuação de juros e câmbio (com a ampliação das salvaguardas), ao contrário, facilita a estabilização econômica e reorienta os agentes para o mercado.

* Professor da FEA-PUC/SP.