

**Entrevista** Queda das taxas ajudaria na retomada da economia e também teria impacto nas contas públicas

# Ex-economista do FMI prevê corte dos juros no Brasil

**Tatiana Bautzer**  
De Washington

O ex-economista-chefe do Fundo Monetário Internacional (FMI), Michael Mussa, acha que o momento de reduzir os juros no Brasil está próximo. Mussa acredita que juros mais baixos evitariam a entrada excessiva de capitais de curto prazo e melhorariam o gerenciamento da dívida pública. Para o economista, o que falta é a confirmação dos próximos índices de que a inflação já atingiu seu pico, e isso não vai demorar mais que um ou dois meses. Ele acredita que em um ou dois meses o BC já terá números mostrando queda da inflação para embasar a decisão. O sinal verde definitivo, diz, é a queda da projeção de mercado para os juros num prazo de 30 dias abaixo da taxa overnight (Selic). "Um ou dois pontos percentuais de diferença já seria suficiente", afirma Mussa, lembrando entretanto que é perigoso o Banco Central tentar antecipar-se ao mercado. Nesta semana, a ata conservadora do Copom esfriou as apostas em torno de corte.

A queda do dólar no Brasil não preocupa o economista, que foi responsável durante dez anos pela respeitada análise anual da economia mundial ("World Economic Outlook"). Para ele, só seriam preocupantes níveis R\$ 2,30 e R\$ 2,50, semelhantes aos anteriores à crise de 2002. E diz que o BC tem que aproveitar o momento para resgatar a dívida cambial.

Ex-conselheiro econômico do presidente Ronald Reagan na década de 80, Mussa trabalhou no FMI entre 1991 e 2001. Afável, mas objetivo nas respostas, Mussa diz estar feliz e num cargo com "menos pressão" em seu escritório na sede do International Institute of International Economics (IIE), um "think tank" no centro de Washington. Em entrevista ao Valor, Mussa prevê que o dólar continuará frágil em relação ao euro. E afirma que nunca acreditou no sucesso da proposta de criar mecanismos de concordatas para países feita pelo FMI.

**Valor:** Que papel desempenharam os problemas da economia americana nas crises da América Latina de 2002?

**Michael Mussa:** Não acho que seja primordial na crise da América Latina a reação a eventos na economia dos EUA. Houve uma desaceleração global nos fluxos de investimento direto para paí-

ses emergentes em geral, a China sendo a exceção principal, refletindo a desaceleração econômica global. Mas houve também muita preocupação com incertezas relativas às eleições no Brasil e à situação na Venezuela, na Colômbia, na Argentina. Foram fatores negativos importantes sobre os investimentos. O humor claramente mudou nos últimos dois ou três meses, e o Brasil conseguiu lançar um novo bônus e os fluxos de capital estão aumentando. Acho que o investimento direto vai demorar um pouco mais a se recuperar, vai depender um pouco mais da recuperação da economia mundial. Mas o problema principal na América Latina é em grande parte doméstico, mais do que induzido pelos investidores estrangeiros. No ano passado a crise de confiança em relação ao Brasil não ocorreu só nos mercados internacionais, mas também no doméstico. Isso acabou resultando na alta dos juros. O Banco Central manteve a Selic em 18% por muitos meses, mas teve que aumentá-la com as ameaças à inflação. Ainda há alguma reverberação nas taxas de juros domésticas, apesar de as taxas de juros internacionais terem caído substancialmente, aumentando o diferencial.

**Valor:** A recuperação atual não está ocorrendo com recursos de curto prazo?

**Mussa:** Houve uma recuperação dramática na percepção do mercado, os spreads dos bônus brasileiros caíram de 2500 pontos-base para 800 pontos. Isso ajuda a economia, embora as taxas de juros ainda continuem altas e não sejam suficientes para estimular o investimento doméstico. Acho que o fator principal relativo às taxas de juros domésticas é a inflação, que haja provas claras de que a inflação chegou ao pico e que agora está caindo. Quando isso ficar aparente, acho que o Banco Central poderá reduzir as taxas de juros overnight. Mas o BC não pode se mover antes do mercado, sob o risco de novamente enfraquecer a moeda e criar problemas. Espera-se que os números de inflação do próximo mês ou dois mostrem que o pico foi atingido e que a inflação está caindo. Então o processo que nós já vimos no Brasil nos últimos cinco anos, de alta nos juros e posterior redução gradual, vai ocorrer novamente. Mas ainda não chegamos lá. Sobre capitais de curto prazo, acho que o si-

nal chave é a relação entre a taxa de juros para 30 dias e a taxa de juros overnight. Quando a taxa de 30 dias começa a cair abaixo da taxa overnight, não precisa ser 3 ou 4 pontos, 1 ou 2 pontos abaixo, esse é o sinal de que os mercados financeiros recuperaram confiança, e o Banco Central pode começar o processo de reduzir a taxa overnight. Mas é muito perigoso agir antes do sentimento do mercado. Acho para o sentimento de mercado mudar, é necessária uma indicação clara, que ainda não vimos, de que a inflação já chegou ao seu pico. Acho que provavelmente isso já aconteceu, mas mais números precisam confirmar isso. Acho que veremos essas taxas de curto prazo, não overnight mas de 30 dias, cair abaixo da Selic e o BC pode começar a reduzir as taxas. Isso ocorreu em 1997, depois da crise da Rússia, e no Brasil depois da crise de 1999, quando as taxas chegaram a 45% em dezembro e caíram a 20% em junho. Quando o mercado vir o fim da ameaça da inflação, os juros poderão cair rapidamente.

**Valor:** O sr. acha que a apreciação do real afetará as exportações?

**Mussa:** Olhando esse fator isoladamente, se a taxa de câmbio se apreciar de volta para R\$ 2,30 ou R\$ 2,40, de níveis anteriores à crise de 2002...

**Valor:** Já estamos em R\$ 3,00...

**Mussa:** O nível de R\$ 3,00 por dólar ainda é uma depreciação substancial em relação aos 2,30 anteriores à crise. Mas se voltar a isso, então, há mais preocupação. Entretanto, o comércio exterior não é um fator tão importante para a economia brasileira, tem uma participação pequena (*no PIB*). O principal problema é que as taxas de juros domésticas reais continuam muito altas e a disponibilidade de crédito externo existe para o governo, mas não tanto para as empresas privadas. O desafio mais importante é baixar as taxas de juros domésticas para níveis mais razoáveis, tanto para o crescimento quanto para o impacto fiscal. A apreciação do real reduz as pressões inflacionárias e ajuda nesta parte. Seria sábio, nessas circunstâncias, resgatar parte da dívida indexada ao dólar, e vender mais dívida indexada à moeda local. Especialmente quando as taxas de juros começarem a cair. Hoje parece mais caro ter dívida doméstica do que indexada ao dólar. Mas manter dívida indexada a moeda



**Mussa:** governo Bush passou a concentrar atenção no FMI como o principal emprestador de recursos em vez do Bird

estrangeira é sempre uma ameaça, porque se a crise voltar e o dólar subir, é uma vulnerabilidade. Eu tiraria vantagem da baixa no câmbio para reduzir esta dívida. Não é exatamente uma intervenção no mercado de câmbio, mas tem um efeito semelhante. Não digo eliminar, mas reduzir a participação dessa dívida para níveis mais moderados, que existiam antes que a crise na Argentina se aprofundasse em 2002.

**Valor:** O sr. acha que a vitória da proposta de cláusulas de ação coletiva (CAC) em bônus de emergentes sobre o mecanismo de concordata proposto pelo FMI marcou uma vitória do Tesouro dos EUA?

**Mussa:** A proposta da CAC é antiga, muitas pessoas debatiam o assunto depois da crise mexicana. Acho que essa proposta foi adotada pelo Tesouro dos EUA e por outros como algo que potencialmente pode ajudar ao lidar com crises de mercados emergentes que envolvam possível default soberano. Minha opinião, que não é muito diferente da de muita gente no Tesouro, é que as CACs podem ajudar, mas

não vão transformar defaults soberanos em algo fácil. Ainda será uma confusão, mas talvez um pouco menor se a instituição dessas cláusulas for generalizada pelos tomadores de mercados emergentes. Será um passo modesto à frente. Eu nunca acho que essa ideia do SDRM funcione, antes mesmo que a Anne Krueger, vice-diretora-gerente do FMI, fizesse a proposta. Eu sempre acho que qualquer mecanismo internacional suficientemente poderoso para ser útil seria inconsistente com princípios de soberania nacional. Os defaults soberanos são confusos e caros, mas não acho que haja um jeito de acabar com eles. O default da Argentina provavelmente será resolvido mais rapidamente que o da Enron, e os dois ocorreram com 30 dias de diferença.

**Valor:** A atitude do FMI mudou na administração republicana?

**Mussa:** Houve reflexos internos da tensão entre EUA e Europa por causa da guerra?

**Mussa:** Não é uma maneira direta. A atitude da administração Bush, e também de outras administrações republicanas, é menos simpática a organizações multilaterais que as administrações anteriores. Mas vem mudando. As declarações da administração Bush sobre o FMI pouco antes da eleição e logo após a posse sugeriam que o Fundo não seria mais fonte de recursos. E apesar disso vimos pacotes de ajuda recordes para o Brasil e Turquia, relativamente ao seu tamanho econômico. Acho que a maior mudança foi concentrar atenção no FMI como o principal emprestador, fazendo menos uso do Banco Mundial, do BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento), do Banco de Desenvolvimento da Ásia ou de créditos bilaterais. A única exceção foi o Uruguai, que recebeu recursos do BID.

**Valor:** Qual será o impacto econômico do corte de impostos proposto pelo governo Bush?

**Mussa:** Acho que o impacto será modesto e só virá na segunda metade do ano. Está claro que a economia estava muito desacelerada até, talvez, o início de abril. Acredito que o crescimento se acelere em maio. Estimo que o crescimento no ano fique em 2,5%. No primeiro semestre, deve

ficar abaixo de 2% anualizados e mesmo que atinja 4% no segundo semestre, ainda ficará abaixo de 3% no ano. A taxa de desemprego deve cair até as eleições de 2004, embora eu acredite que nos próximos meses ainda suba. Estamos hoje com 6%, acima de um mínimo de 4% no final de 1999. Mas 4% foi o nível mais baixo desde a Guerra do Vietnã, então dificilmente seria sustentável. Acho que a taxa sustentável seja mais próxima a 5% do que 4%. Em 2004 deve haver uma redução modesta da taxa, para não menos que 5%.

**Valor:** O efeito de longo prazo dos déficits será muito negativo?

**Mussa:** O corte de impostos significará a longo prazo taxas de juros ligeiramente maiores. A questão fundamental é a relação dívida/PIB, que hoje está em cerca de 40%, e com essa redução o mais provável é que ela se estabilize e não caia como se imaginava há alguns anos. Se essa relação subir 10 ou 15 pontos percentuais, provavelmente aumentaria os juros de longo prazo em 25 pontos base (0,25 ponto percentual). É um pouco negativo em relação à perspectiva de crescimento de longo prazo, mas não muito.

**Valor:** Com o encolhimento dos fluxos de investimento estrangeiro em todo mundo, como o sr. vê a crescente dependência dos EUA de poupança externa?

**Mussa:** Os EUA continuam a ter um grande déficit de conta corrente, que hoje financia em grande parte o déficit do governo e não do setor privado. Esses níveis de déficit de conta corrente de 5% do PIB não me parecem sustentáveis a longo prazo. Os EUA não podem continuar tendo contínuos influxos de capital dessa magnitude. A economia americana representa cerca de 30% da economia mundial, e está consumindo poupança mundial em excesso. Um ajuste será necessário nos próximos quatro ou cinco anos, com contração do déficit de conta corrente nos EUA e menor uso de poupança externa. A produção e o investimento não crescerão no mesmo ritmo da década de 90. Já vimos o dólar caindo em relação ao euro e outras moedas, e acho que isso pode se aprofundar um pouco mais.