

## A crise internacional e o Brasil

Diversos artigos têm sido publicados na imprensa sobre a crise internacional e a situação do Brasil. Seleccionamos para publicar como documentos dois textos de Paul Krugman, dois de Claudio Haddad e um de Ibrahim Eris.

### Salvando a Ásia: é hora de ser radical

PAUL KRUGMAN

*Revista Fortune*, 7/9/98 e *Jornal O Estado de S.Paulo*, 30/9/98

Aconteça o que acontecer: o Grande Tombo da Ásia já merece entrar para o Livro dos Recordes. Nunca antes no curso dos acontecimentos econômicos -nem nos anos iniciais da Depressão de 1930- um segmento tão amplo da economia mundial sofreu uma queda tão devastadora. A América Latina, outrora campeã em instabilidade econômica, perdeu seu título. Comparada com a debacle asiática, a crise do México de 1995 reduz-se a uma mera vacilação e a até agora aterrorizante crise da dívida dos anos 80 passou a ser um caso relativamente tranquilo.

Além disso, a Ásia ainda está longe de atingir o fundo do poço: enquanto as moedas da região parecem ter parado de cair, suas economias reais estão ficando mais fracas, e não mais fortes. Hong Kong anunciou na sexta-feira passada que sua economia encolheu 5% no segundo trimestre de 1998, após ter amargado uma retração de 2,8% no primeiro trimestre, sua pior recessão desde a Segunda Guerra Mundial. Economistas predizem que o PIB da Indonésia deveria encolher à espantosa taxa de 15.1 % este ano. Para comparação: a pior recessão dos Estados Unidos no pós-guerra foi de 2.1 % em 1982. E acontece que a grave dívida bancária do Japão não é de US\$ 550 bilhões, como já foi anunciado, mas sim de um espetacular trilhão de dólares. A repercussão de todas essas notícias negativas está sendo sentida agora, recentes oscilações em Wall Street incluídas.

Já foram muitas as recriminações sobre quem teria sido o culpado da catástrofe. A crise é uma punição pelos pecados asiáticos ou a obra nefanda de maldosos especuladores? Teria o Fundo Monetário Internacional (FMI) agido corretamente e num momento difícil ou apenas lançado mais lenha na fogueira? Essas questões são válidas: descobrindo o que destruiu a Ásia, seria possível evitar - ou controlar melhor - a próxima crise. Deveríamos - ou seja o FMI, o Tesouro norte-americano e os países atingidos - ater-nos ao Plano A, a estratégia adotada até agora? Ou teria chegado a hora de tentar o Plano B? Aliás, o que são esses planos?

A resposta mais simples é que chegou a hora de pensar seriamente no Plano B. E este é bastante óbvio. Só que ninguém, nem mesmo os mais contundentes críticos do Plano A, quiseram discuti-lo abertamente. Porém, antes disso, convém lembrar como chegamos onde estamos.

## O QUE DEU ERRADO

A esta altura dos acontecimentos, as linhas gerais do desmantelamento da Ásia já são conhecidas. A decadência da região foi, pelo menos parcialmente, uma punição de seus pecados. Hoje nós todos sabemos o que deveríamos ter sabido durante os anos do acelerado crescimento: que havia um “lado sombrio” dos valores asiáticos “; que o sucesso de um número excessivo de empresários asiáticos dependeu menos do que sabiam do que de quem conheciam. O capitalismo de compadres baseou-se particularmente nos investimentos desnecessários- edifícios de escritórios inúteis na periferia de Bangcoc, egocêntricos projetos de diversificação empresarialde algunsfigurões sul-coreanos – financiadosde bom gradopelos bancos locais, desde que o devedor conhecesse as pessoas certas no governo. Mais cedo ou mais tarde, um ajuste de contas seria inevitável. Até mesmo antes da crise, quando os bancos estrangeiros ainda emprestavam e a dívida da Indonésia era considerada razoável, a fachada começou a desmoronar: grandes empresas coreanas faliam e bancos tailandeses fechavam as portas.

Mas os excessos financeiros, incitados por influência política indevida, e a ressaca subsequente não são particularmente asiáticos. O aspecto *sui generis* da volta à realidade na Ásia não está na hediondez do crime mas na severidade da punição. O que tomou catastrófica uma situação financeira ruim foi a maneira pela qual a perda de confiança se transformou em um pânico auto-destrutivo. Em 1996, cerca de US\$ 100 bilhões fluíram para a Ásia emergente; no segundo semestre de 1997, uma importância igual saiu da região. Uma reversão desse tamanho levaria inevitavelmente à queda das bolsas e à recessão. E, desde então, a situação só piorou. O desfecho: conviria citar o relatório do Banco de Compensações Internacionais (BIS) uma organização sediada em Basileia, Suíça, e pouco dada a floreios : “A recessão, a queda das bolsas e as crises bancárias tendem a agravar-se mutuamente quando a redução do crédito bancário reduz os preços dos ativos e piora ainda mais a situação econômica. O que, por sua vez, cria problemas adicionais aos bancos, forçados a poupar ainda mais. Círculo vicioso é um termo desgastado, mas descreve perfeitamente a crise asiática”.

## O QUE FAZER?

No início da crise asiática, Stanley Fischer – o economista dos economistas e também o segundo homem do FMI – advertiu seus ouvintes em Hong Kong quanto à “possibilidade de ataques (especulativos) se tornarem profecias autorealizá-

veis”. Ele demonstrou sua preocupação, por exemplo, quanto à “possibilidade de que um ataque especulativo que force a desvalorização das moedas e o aumento de juros enfraquecer também o sistema financeiro.

Dito em outras palavras: não podemos acusar o FMI de ingenuidade. Desde o início seus funcionários reconheceram o círculo vicioso tão eloquentemente descrito pelo BIS, empenhando-se a fundo em evitá-lo. Trabalhando em estreita cooperação com o Tesouro dos EUA (cujo número 2 é Lawrence Summers, outro peso-pesado da macroeconomia), o FMI desenvolveu a seguinte estratégia:

1. Empréstimo de dinheiro aos países afetados, ajudando-os a superar a crise;
2. Condicionar os empréstimos à reforma econômica, eliminando os maiores excessos da economia de compadres;
3. Exigir manutenção das taxas de juros num nível elevado, animando a permanência do capital no país;
4. Aguardar o retorno da confiança e da transformação do círculo vicioso num círculo virtuoso.

Mesmo em retrospecto, essa estratégia não tem nada de estúpida. Imagine por um momento que os Estados Unidos não têm nenhum seguro de depósito, e que dúvidas quanto à capacidade de gerenciamento dos maiores bancos provocassem uma corrida dos poupadores. O que faria então o Federal Reserve (Fed, o banco central norte-americano)? Provavelmente emprestaria moeda sonante, permitindo aos bancos atender a demanda imediata por moeda; como condição desse empréstimo, exigiria que o presidente despedisse seu afilhado, instruindo o banco a tentar manter os depósitos, oferecendo juros melhores. Depois, todos poderiam ficar fazendo figa à espera de dias melhores.

E tem mais: essa estratégia funcionou da última vez. Em 1995, o México viveu uma crise que, no início, parecia ser pior do que a asiática. Robert Rubin e companhia partiram para a salvação do país com uma considerável série de créditos; os mexicanos trataram de salvar seus bancos prestes a naufragar, as taxas de juros aumentaram vertiginosamente e, no fim, todos ficaram torcendo. Seguiu-se um ano terrível para a economia mexicana mas, afinal, tudo funcionou: o dinheiro voltou a fluir para o país, os juros baixaram e, depois de registrar uma redução de 6,2% no PIB no primeiro ano, o México conseguiu recuperar-se com espantosa rapidez.

Dito em outras palavras: o Plano A foi a tentativa natural. Poderíamos até dizer inevitável. Tendo em vista não apenas a lógica econômica como também política da situação, e considerando o sucesso de uma estratégia similar no México dois anos antes, por que o FMI e o Tesouro não deveriam tentar uma repetição de seu triunfo anterior?

## OS CRÍTICOS

Mesmo que a reação do FMI à crise asiática tenha sido baseada em um sucesso anterior, isso não significa que ela deixou de enfrentar objeções. Houve, desde

o início, um coro de desaprovação que desgastou bastante a imagem pública do Fundo. Alguns críticos talvez até tenham tido razão em parte – mas só alguns, pois os críticos discordam mais entre si do que do FMI. Grosso modo, metade dos críticos é do tipo que gosta de moeda sólida; gente para quem o FMI causou a crise ao encorajar os países a desvalorizar, quando deveria ter defendido a manutenção das taxas de câmbio inalteradas. A outra metade é do tipo que gosta de moeda fraca e pensa que o FMI atribuiu muita ênfase à estabilidade monetária. Os dois lados não podem estar certos.

Na verdade, alguns deles estão totalmente errados. A crítica dos partidários da moeda forte ao Plano A – crítica feita principalmente nas páginas de opinião da Forbes e do Wall Street Journal e por outros economistas “supply-siders” conservadores – equivale a dizer que os países asiáticos deviam ter defendido suas moedas a qualquer custo.

Mas fazer isto diante da maciça evasão de capital significaria reduzir drasticamente a quantidade de moeda em circulação, levando a taxas de juros extremamente altas, muito mais altas do que as taxas que esses países têm sido obrigados a praticar.

Além disso, um banco central que não pode imprimir dinheiro porque precisa manter a taxa de câmbio fixa não pode agir como emprestador de último recurso, fornecendo dinheiro a bancos locais ameaçados por uma corrida aos seus caixas. (A Argentina, cuja “âncora monetária” e política de “um peso, um dólar” são muito elogiadas pelos conservadores, ficou apenas observando inerte quando seu sistema bancário começou a implodir em 1995; felizmente o Banco Mundial foi em seu auxílio).

Se alguém perguntar aos defensores da moeda forte por que eles acham que seus planos teriam dado certo (ao invés de provocar uma catástrofe maior) a única resposta é a de que, se a Tailândia não tivesse desvalorizado, ou se a Indonésia tivesse instituído uma âncora cambial, a confiança teria voltado e tudo andaria muito bem. Talvez – mas esse é um raciocínio circular. Afinal de contas, qualquer plano econômico para a Ásia teria dado certo se tivesse conseguido recuperar instantaneamente a confiança. Por que não ignorar a âncora cambial e simplesmente pedir que as pessoas sorrissem mais?

E, quanto aos que pensam que esta crise não teria ocorrido se ainda adotássemos o padrão-ouro, convém lembrar que a última vez que as principais moedas estiveram atreladas ao ouro foi em 1929.

Os partidários da moeda fraca que criticam o FMI, como Jeffrey Sachs, de Harvard – ele pensa que se devia ter dado menor ênfase à estabilidade monetária – estavam em melhor situação.

Eles argumentaram, com razão, que as altas taxas de juros que o FMI exigiu dos países causariam recessão e aperto financeiro e, como consequência, até bancos e companhias sólidos acabariam falindo. Portanto, em vez de insistir que os países elevassem as taxas de juros para defender suas moedas, os críticos acharam que o FMI devia ter mandado que os países mantivessem embaixo os juros e tentassem garantir o crescimento real de suas economias.

Esse conselho parece muito bom, por isso mesmo é importante entender por que pessoas inteligentes como Fischer e Summers não o adotaram.

Para início de conversa, o modo como o conselho foi dado – envolto em cáticas acusações de que o FMI era fechado e incompetente – não ajudou muito. Porém, o mais importante é que os críticos da moeda fraca nunca explicaram o que, para todos os efeitos, aconteceria com as taxas de juros.

No fim de 1997, o won coreano perdeu metade de seu valor em poucas semanas. Ele não teria caído ainda mais se a Coreia não tivesse elevado os juros? Isso não teria criado o risco de hiperinflação – sem falar da falência instantânea de todos os bancos e companhias que tinham ele vadas dívidas em dólares?

Essas perguntas nunca tiveram um resposta clara. Jeffrey Sachs pareceu às vezes sugerir que a redução dos juros teria fortalecido, em vez de enfraquecer, as moedas asiáticas – ou seja, embora os investidores recebessem menores ganhos por terem wons ou bahts, as perspectivas de melhoria da economia geral restaurariam a confiança.

Em outras ocasiões, Sachs simplesmente pareceu argumentar que, embora as moedas se desvalorizassem, não se desvalorizariam tanto, e os danos seriam pequenos. Talvez – mas até novembro do ano passado, tal solução não parecia uma aposta tão boa quanto o plano A.

Portanto, vamos de Plano A. Mas as coisas não deram muito certo.

## POR QUE O PLANO A FALHOU

No segundo semestre do ano passado, ninguém imaginava que o Ano I da crise asiática podia ser pior do que 1995 para o México. Mas foi: a Indonésia está em frangalhos e há pouca esperança mesmo para os países que obedecem ao FMI. O que saiu errado? Eis uma lista parcial.

Erros do FMI: Simplesmente o FMI entendeu mal os detalhes – e alguns detalhes eram muito importantes. O Fundo insistiu que os países cortassem os gastos e elevassem os impostos – uma política deflacionária gratuita que agravou a recessão e a situação em geral.

Dívidas: O México conseguiu atravessar um ano com juros a 75% e sobreviver. Conforme ficou demonstrado, as economias da Ásia eram muito mais vulneráveis porque as grandes empresas estavam muito mais endividadas. Quando a dívida de uma companhia corresponde ao quádruplo ou ao quántuplo de seus ativos – algo impensável no Ocidente, mas comum na Coreia do Sul – não demora muito para que a recessão, aliada aos juros altos, liquide o devedor.

Japão: A segunda maior economia do mundo – com um governo estável, sem dívida externa e sem inflação – devia ser uma locomotiva para seus vizinhos, como os EUA são para o México. Ao contrário, o Japão tem sido grande parte do problema.

Por causa de todos esses fatores, e talvez por outros motivos que ainda não entendemos, o último ano foi de uma ruindade quase impensável. É verdade que as descontroladas oscilações da moeda no ano passado diminuíram e as moedas se

estabilizaram o bastante para que alguns governos asiáticos tentem reduzir as taxas de juros, mas essas taxas continuam altas demais para permitir a recuperação de suas economias devastadas. Ao mesmo tempo, o duplo aperto dos juros altos e das economias deprimidas está levando paulatinamente à falência até as companhias mais bem administradas.

Portanto, o que restou do Plano A? Bem, a Coreia e a Tailândia prosseguem o saneamento dos bancos segundo a fórmula que salvou o sistema de poupança e empréstimos nos EUA. Isso é decididamente bom – mas não está claro se contribuirá para estimular a recuperação econômica a curto prazo. (A menos que – adivinha – restaure a confiança).

De qualquer forma, em face da profunda recessão, a reforma do sistema bancário persegue um alvo móvel: empréstimos que eram bons estão tornando-se incobráveis enquanto você lê esse artigo. De resto, parece que o plano se transformou numa versão econômica de Esperando Godot, a peça de Samuel Beckett: ganhar tempo, na esperança que algo bom acabe acontecendo.

E pode acontecer. Talvez o novo primeiro-ministro do Japão assombroso mundo comum vasto plano de incentive estímulos ao desenvolvimento econômico querire não só o Japão como toda a Ásia do buraco. Talvez haja uma mudança espontânea no comportamento dos investidores e montanhas de dinheiro sejam transferidas das ações de provedores da Internet como Yahoo! e Netscape para os bônus asiáticos. Talvez – bem, talvez tenha chegado a hora de pensar seriamente no Plano B.

## O PLANO B

Os advogados da moeda forte têm estado surpreendentemente quietos em relação à tragédia da Ásia. Fazem declarações ocasionais dizendo que nada disso teria acontecido se o conselho deles tivesse sido seguido.

Porém, eles não parecem estar fazendo nenhuma sugestão sobre o que fazer agora. Os defensores da moeda fraca são mais explícitos: como sempre, insistem que os países da Ásia devem reduzir os juros para ter uma chance de recuperação. E provavelmente estão certos. O problema é que a objeção original à redução dos juros ainda permanece.

Como disse Stanley Fischer recentemente: “Não posso acreditar que pessoas ‘sérias’ acreditem que poderíamos ter contido o problema (da queda das moedas) sem um aumento temporário nos juros”.

No fim de junho, Bob Rubin fez um tour pela Ásia pressionando os países para ater-se às suas políticas monetárias restritivas, provavelmente temendo que, se não o fizerem, as moedas da região entrarão mais uma vez em queda livre.

Em resumo, a Ásia está num dilema: suas economias estão atoladas, mas tentar algo mais drástico para colocá-las em movimento pode provocar outra onda de fuga de capital e uma crise ainda pior. De fato, a política econômica da região tornou-se refém de investidores ariscos. Existe alguma saída?

Sim existe, mas é uma solução tão fora de moda, tão estigmatizada, que quase ninguém ousou sugerir. As palavras impronunciáveis são “controle de câmbio”.

Os controles de câmbio costumavam ser a resposta-padrão de países com crise no balanço de pagamentos. Os detalhes variavam bastante de país para país, mas geralmente funcionavam mais ou menos assim: exigia-se dos exportadores que vendessem as moedas estrangeiras para o governo a uma taxa de câmbio fixa, ou administrada pela autoridade monetária; essas moedas eram entregues aos estrangeiros à mesma taxa apenas para os pagamentos aprovados, basicamente importações e pagamento dos juros e serviço da dívida. Embora alguns países tentassem tornar outras transações de câmbio ilegais, outros permitiam um mercado paralelo.

De qualquer forma, uma vez que o sistema estivesse implantado, um país não precisava se preocupar que a redução dos juros derrubasse a moeda. A taxa de câmbio era um parâmetro, e ficava fixa ou era ajustada a algum tipo de indicador inflacionário. Talvez a taxa de câmbio paralela despencasse, mas isso não afetava os preços das importações nem os balanços patrimoniais das empresas e bancos.

Se isso parece fácil demais, é porque é mesmo. Na prática, os controles de câmbio apresentam muitos problemas. Além do trabalho da papelada e burocracia envolvidos no processo, esses controles são – surpresa! – passíveis de irregularidades: os exportadores têm um incentivo para esconder seus recibos de câmbio; os importadores, um incentivo para superfaturar.

Todos os países que têm tentado manter os controles de câmbio por um período muito longo acabam descobrindo que as distorções que se acumulam são intoleráveis e há um consenso virtual entre economistas que os controles de câmbio funcionam mal. Além disso, a autoridade monetária sempre ficará tentada a fazer alquimias com a taxa de câmbio para ajudar a cumprir suas metas de política monetária.

Mas quando você se defronta com o tipo de desastre que está ocorrendo agora na Ásia, a pergunta deve ser: mal comparado com o quê? Depois que o México impôs controles de câmbio durante a crise da dívida de 1982, amargou cinco anos de estagnação – um resultado melancólico, mas quando o seu PIB encolheu 5%, 10% ou 20%, a estagnação ficou parecendo um paraíso.

E pense na China neste momento: um país cujo capitalismo de apadrinhamento faz a Tailândia parecer uma Suíça e cujos banqueiros fazem o filho de Suharto parecer J.P. Morgan. Porque a China não foi tão duramente atingida como seus vizinhos? Porque tem conseguido reduzir, e não elevar, suas taxas de juros nesta crise, a despeito de manter uma taxa de câmbio fixa. O motivo pelo qual tem sido capaz disso é porque tem uma moeda não-conversível, também conhecida como câmbio controlado.

Esses controles são frequentemente sonogados e produzem muita corrupção, mas ainda assim dão à China um grau de espaço de manobra que o restante da Ásia desesperadamente desejaria ter.

Em resumo, o Plano B envolve abandonar por um tempo a questão de tentar reconquistar a confiança de investidores internacionais e forçar a quebra do vínculo entre taxas de juros domésticas e a taxa de câmbio. A liberdade de política que

a Ásia precisa para reconstruir suas economias evidentemente terá um preço, mas à medida que a queda se torna cada vez mais profunda, cada vez mais está começando a parecer que seu preço vale a pena ser pago.

Vocês não precisam concordar que chegou a hora de adotar o Plano B – nem que um dia ele virá, de uma maneira ou de outra – para admitir que alguma coisa desse tipo seja a alternativa óbvia para a atual estratégia de esperar e confiar. E ainda assim é muito difícil encontrar alguém, mesmo entre os maiores críticos do Fundo Monetário, falando disso. Por quê?

## O SILÊNCIO

Não é de surpreender que o FMI e o Tesouro dos Estados Unidos não tenham mencionado alternativas para a estratégia monetária da Ásia. Os jogadores-chave não são nem estúpidos nem ortodoxos demais, mas, por uma questão de política, é claro que precisam expressar sempre uma confiança completa no remédio amargo que receitam, seja qual for.

Além disso, mesmo uma insinuação sobre a possibilidade de adotar controle de câmbio pode provocar fuga de capital e forçar os países asiáticos a elevar as taxas de juros em vez de abaixá-las. Em outras palavras, o Plano B é como uma desvalorização: as autoridades sempre negam categoricamente até mesmo que pensem nisso até a hora de convocar a imprensa para esclarecer as medidas já tomadas.

Essa norma se aplica não apenas a autoridades mas a qualquer um que esteja associado com a estratégia; banqueiros, grandes investidores institucionais e assim por diante. Existe até mesmo uma pressão moral autoimposta sobre aqueles que não têm papel político, mas apesar disso são amplamente solidários com os mentores da política e seus dilemas. Considere, por exemplo, a situação de um professor de economia e jornalista bissexto que conheceu Fischer e Summers durante toda a sua vida profissional, deseja-lhes o melhor e entende porque eles inicialmente tentaram o Plano A. Como você pode imaginar, ele estaria muito relutante em expor em público as suas dúvidas, digamos para sugerir em uma revista importante que chegou a hora do Plano B – a menos que esteja absolutamente convencido de que o Plano A enveredou para um beco sem saída.

O que surpreende é que nem os críticos ocidentais do FMI nem os próprios asiáticos têm falado muito sobre como reduzir as taxas de juros sem lançar as moedas em uma queda livre. Mais uma vez, algumas dessas pessoas são muito espertas e o pensamento de que talvez seja preciso recorrer a controles de câmbio temporários lhes deve ter passado pela cabeça. Por que não dizer isso? Suspeita-se que um raciocínio de vendedor possa estar tendo uma influência nisso: reduzir as taxas de juros soa muito sedutor; a imposição de controles de câmbio com sua reputação merecidamente detestável, não; assim, talvez a coisa seja enfatizar o positivo e se preocupar com as ilações desagradáveis mais tarde.

E quanto aos próprios asiáticos, essa reversão da sorte simplesmente talvez tenha sido demais para ser engolida de uma só vez. Há coisa de um ano, essas eram

as economias do futuro; admitir que talvez precisem voltar o relógio no tempo para implantar o tipo de medidas de emergência que os latino-americanos adotaram durante a década de 80 pode ser mais humilhante do que podem simplesmente suportar.

Será que podemos realmente culpá-los? Se as nações asiáticas decidirem controlar o câmbio, terão que se preparar para um período ainda mais duro. As chances de atrair novos investimentos estrangeiros simplesmente desaparecerão. Os mercados financeiros provavelmente terão outras síncope. Mas o estrago, embora doloroso, será apenas temporário. Com a queda dos juros, as economias locais eventualmente se recuperarão, a confiança voltará (de verdade!) e aqueles detestáveis controles de câmbio poderão ser abandonados – espera-se que para sempre.

Mas se a Ásia não agir rapidamente, podemos estar aguardando um cenário de verdadeira depressão – o tipo de queda que há 60 anos devastou sociedades, desestabilizou governos e, no fim, conduziu à guerra.

Situações extremas exigem medidas extremas – está na hora de falar sobre o Plano B.

## SEM SAÍDA

Os controles de câmbio têm estado fora de moda há muitos anos.

A maioria dos economistas de mercado livre gosta dos controles de câmbio tanto quanto os vampiros gostam de alho. É fácil entender por quê. Quando um país tenta estabelecer o valor de sua moeda artificialmente, podem ocorrer distorções de todos os tipos. Os governos precisam contar com grandes (e dispendiosas) burocracias para manter o sistema. Os mercados paralelos de moedas florescem juntamente com outras formas de corrupção. Nas últimas duas décadas a maioria dos países em desenvolvimento – Tailândia e Indonésia inclusive – abandonaram os controles de câmbio.

Dito isso, quando os tempos são desesperadores, pode haver necessidade de adoção de medidas extremas. Os controles permitiriam às nações asiáticas manter as respectivas moedas estáveis, dando-lhes o tempo necessário para respirar, reduzir os juros e voltar a se movimentar. Como funcionam os controles monetários? Os exportadores geralmente são pagos em moeda estrangeira. Havendo controle, eles são obrigados a vender o que ganharam em moeda estrangeira ao banco central, à taxa oficial. O banco, por sua vez, usa as divisas estrangeiras para compensar as transações com importadores e bancos estrangeiros. Em vez de permitir que as taxas de juros flutuem livremente, de acordo com as forças do mercado, o banco central fixa o câmbio em bases regulares. Isso geralmente é feito com base em informações relativas à oferta e à demanda de moeda na economia. Mas a política muitas vezes também influencia. Estabelecer uma taxa artificialmente baixa estimula as exportações. Sabe-se, entretanto, que os governos fixam taxas altas demais na suposição de que uma moeda forte seja indício de que o estado é forte.

Freqüentemente há grandes restrições à soma de dinheiro que qualquer pessoa

pode transferir para dentro ou para fora do país. Até 1990, os investidores precisavam obter a aprovação do banco da Tailândia antes de transferir quaisquer ganhos de capital para o exterior. Pessoas físicas só tinham permissão de levar US\$ 5.000 consigo ao sair do país.

Em alguns casos, um governo pode se recusar totalmente a fazer qualquer transação com o exterior – um meio inadequado de impedir a entrada ou saída de capital. Ou pode permitir que o dinheiro flua só em uma direção. Sabe-se que alguns países impuseram taxas de câmbio diferentes a diferentes setores da economia. De 1985 a 1995, a África do Sul manteve uma taxa de câmbio favorável aos investimentos estrangeiros, denominada rand financeira e uma taxa menos atraente para todas as demais transações denominada rand comercial.

Naturalmente, quanto maior a regulamentação, tanto mais confusos são os resultados da política (financeira). “Às vezes as camadas de controle são tantas que fica difícil determinar quais os incentivos”, afirma Kathryn Dominguez, professora de administração pública da Universidade de Michigan. Por exemplo, as normas que evitam a fuga de capital tendem a afugentar justamente os investidores que visavam atrair. O simples rumor de que um governo está prestes a impor controles de câmbio pode acelerar a fuga de capital, pois os residentes tratam de transferir o dinheiro para fora antes que as normas entrem em vigor. Após a imposição de taxas fixas, o capital muitas vezes continua a ser enviado para fora do país, especialmente no mundo atual de transferências eletrônicas. Portanto, o Plano B é evidentemente desesperado. Mas a situação econômica da Ásia também é desesperada. E ao que parece ninguém tem um Plano C.

## The confidence game: how Washington worsened Asia's crash

PAUL KRUGMAN

Revista *The New Republic*, outubro/98

---

Even in private, officials at the International Monetary Fund and the U.S. Treasury Department still think that they did the right thing on Asia and that their medicine will eventually work. And they do have some favorable numbers to cling to: interest rates in South Korea and Thailand have been dropping, and, with the exception of Indonesia, the collapse in output – devastating as it has been – is no worse than that of Mexico in 1995. But most people outside Washington's corridors of power are far less sanguine: they are all too aware that, at every point in this crisis, the real consequences of financial turmoil have been worse than anyone anticipated and that, in recent weeks, the crisis, far from being contained, has appeared to be spreading, especially to the hitherto largely immune economies of Latin America.

The human and economic costs of the slump are self-evident, as is the damage

to Western influence. Less attention, however, has been paid to the effects of this crisis on the credibility of America's economic policy-making establishment. So it is not too soon to make sure that the story of what went wrong is told the right way.

Here is how I fear the story will get told: The best and the brightest – the smartest economists in America – went to Washington; they applied orthodox economic analysis to Asia; and the result was disaster. So, from now on, let's ignore the advice of economists and rely on businessmen, or journalists, or, at least, somebody without intellectual pretensions to make economic policy.

This story is half-right. The best and the brightest did indeed go to Washington. Never before in history, as far as I can tell, have so many first-rate academic economists held so many high policy positions. (Deputy Treasury Secretary Lawrence Summers and his team, in particular, are an unprecedented group of all-stars.) But they did not apply orthodox economic analysis. On the contrary, from the very beginning of the crisis, the response from Washington has been to throw away the textbooks. If orthodoxy has been applied, it has been that of bankers, not economists.

Why? Because, from the beginning, Washington's preoccupation has been not economic fundamentals but market confidence. And what does it take to restore confidence? Policies that may not make sense in and of themselves but that policy-makers believe will appeal to the prejudices of investors – or, in some cases, that they believe will appeal to what investors believe are the prejudices of their colleagues.

Whatever one's views about the ultimate causes of the Asian crisis, the proximate cause – the shock that turned miracle into debacle – is not in dispute: the global capital market did it. Right up to the eve of the crisis, Asian economies could, in the eyes of people with money to invest, do no wrong. In 1996 alone, foreign banks lent the countries now in crisis more than \$100 billion, and nonbank investor-spoured in tens of billions more. These enormous inflows of capital allowed Asian countries to spend far more than their incomes. In the second half of 1997, however, those same banks called in more than \$50 billion worth of loans.

Now suppose that you were to buy a copy of the best-selling textbook on international economics. What would it tell you about how to cope with such a sudden loss of confidence by international investors? Well, not much. (Trust me – I'm the co-author of that textbook.) But, to the extent that it does offer an answer, it suggests that the affected country should try to roll with the punch: let its currency decline, maybe even cut interest rates to keep the economy from slumping. That, after all, is what the United States did in 1985, when markets finally began to wonder whether the mounting trade deficits of the early Reagan years could be sustained forever. We cheerfully let the dollar slide from 240 yen to 140, from three Deutsche marks to 1.8; the Fed even helped the process along by cutting interest rates; and the U.S. economy continued to expand.

When the Asian crisis struck, however, the response that Washington urged on the afflicted nations – and demanded as a condition for emergency IMF loans – was very different. True, countries were not told to defend their exchange rates at all

costs: the baht, the won, and the rupiah were allowed to slide against the dollar. But countries were told to raise interest rates, not cut them, in order to persuade some foreign investors to keep their money in place and thereby limit the exchange-rate plunge. And they were implicitly told to accept the resulting recessions – recessions that have, admittedly to everyone’s surprise, turned out to be the world’s worst since the 1930s. In effect, countries were told to forget about macroeconomic policy; instead of trying to prevent or even alleviate the looming slumps in their economies, they were told to follow policies that would actually deepen those slumps.

So where was recovery supposed to come from? Well, reform – closing the bad banks, getting rid of the cronies – was supposed to bring about a restoration of confidence. Do the right thing, countries were told, and international capital will eventually come flooding back.

It is still possible that this was the right policy – that the alternatives would have been even worse. But, right or wrong, Washington’s response to the Asian crisis represented a break with, even a betrayal of, a sort of deal that capitalism and its economists made with the public two generations ago.

Call this deal the “Keynesian compact.” Its origins lie in the 1930s, when it was natural for even moderate observers to conclude that free markets had failed and that only a highly regulated economy, perhaps even a centrally planned system, could avoid devastating economic slumps. What restored faith in free markets was not just the recovery from the Depression but the assurance that macroeconomic intervention – cutting interest rates or increasing budget deficits to fight recessions – could keep a free market economy more or less stable at more or less full employment. And, in the United States, that compact has been honored. Oh, there are recessions now and then. However, when they occur, everyone expects the Fed to do what it did in 1975, 1982, and 1991: cut interest rates to perk up the economy.

But, when it comes to “emerging market” economies, suddenly the deal is off. Look at what is happening right now in Brazil – a country which has carried out substantial economic reforms, moving toward much freer markets, but whose unemployment rate has been steadily rising for the past few years. Inflation in Brazil is low; by rights, one might expect the country to be able to cut interest rates and get some job creation under way. Instead, Brazil is being urged to avoid a devaluation of its currency, the real, at all costs. And to keep the real stable, it is told it must raise interest rates to punitive levels and slash the budget deficit. In other words, far from fighting the slowdown in its economy, Brazil – like Thailand and South Korea – is being instructed to take steps that will clearly ensure a nasty, perhaps disastrous, recession. Again, maybe this is the right advice. But why did the high-powered economists near the top of the IMF and the Treasury, as soon as they encountered a crisis, throw away the textbooks – indeed, do almost the opposite of what the textbooks would have suggested?

Of course, Thailand is not the United States. Imports are a much larger share of consumption, so that too large a currency depreciation could produce a surge in

inflation – perhaps even a runaway wage price spiral. Also, many corporations and banks in Asia have large dollar debts; a sharp drop in their currencies, which would make those debts suddenly far larger in baht or won or rupiah, might push those borrowers into insolvency. So even economists who strongly believe in benign neglect when it comes to the dollar become more cautious when it comes to the currencies of small developing countries.

But there is a deeper reason why the policies Washington urges on developing countries are so different from those it follows at home: fear of speculators.

Imagine an economy that isn't perfect. (What economy is?) Maybe the government is running a budget deficit that, while not really threatening its solvency, is coming down more slowly than it should or maybe banks with political connections have made too many loans to questionable borrowers. But, as far as anyone can tell by going over the numbers, there are no problems that cannot be dealt with given goodwill and a few years of stability.

Then, for some reason – perhaps an economic crisis on the other side of the world – investors become jittery and start pulling their money out en masse. Suddenly the country is in trouble, its stock market plunging, its interest rates soaring. You might think that savvy investors would see this as an opportunity to buy. After all, if the fundamentals haven't changed, doesn't this mean that assets are now undervalued? Not necessarily. The crash in asset values may cause previously sound banks to collapse; an economic slump plus high interest rates may cause sound companies to go bankrupt; and, at worst, economic distress may cause political instability. Maybe buying when everyone else is rushing for the exits isn't such a good idea after all; maybe it's better to run for the exit yourself.

Thus it is possible in principle that a loss of confidence in a country can produce an economic crisis that justifies that loss of confidence – that countries may be vulnerable to what economists call “self-fulfilling speculative attacks.” And, while many economists, myself included, used to be skeptical about the importance of such self-fulfilling crises, the experience of the '90s in Latin America and Asia has settled those doubts, at least as a practical matter.

True, many of the investments made in Asia in recent years now look extremely foolish, and it seems only natural to conclude that they were the product of a deeply corrupt “crony” system – and that the massive loss of investor confidence in Asia was therefore wholly justified on that basis. But how sound would our own financial institutions look if we experienced a comparable loss of investor confidence? Scaling up Thailand's experience to the size of the U.S. economy, it would be as if the roughly \$200-billion per-year net inflow of foreign investment that currently helps stabilize our financial markets were next year to become an outflow, not of \$200 billion, but of a trillion dollars. How many loans that looked reasonable at the time would suddenly become “nonperforming”? How many seemingly sound banks would be defunct? In short, whatever the sins of the Asian

economies, it's important to understand that most of what is now wrong with them is the consequence, not the cause, of their crisis.

Big, rich countries like the United States are generally invulnerable to such a self-ratifying loss of market confidence and can still operate on the assumption that the financial markets will more or less appropriately reward good policies. But smaller countries, with a shorter record of economic success, are always at risk -and avoiding such collapses of confidence becomes a central concern of economic policy.

The peculiar thing is that, because speculative attacks can be self-justifying, following an economic policy that makes sense in terms of the fundamentals is not enough to assure market confidence. In fact, the need to win that confidence can actually prevent a country from following otherwise sensible policies and force it to follow policies that would normally seem perverse.

Consider again the plight of Brazil. Many economists believe Brazil's currency is overvalued - that is, if one could ignore the question of market confidence, the country would benefit from a devaluation that would make its exports more competitive on world markets. Examples of successful devaluation abound: the drop in the value of Britain's pound in 1992, while a humiliation for the government, led to a rapid economic recovery that was the envy of continental Europe. But Brazil's leaders (and Washington officials) fear, with good reason, that investors hold developing countries to a different standard: that any comparable move in Brazil would be the signal for a massive run on the currency and would be an economic catastrophe. It's not that devaluation is a terrible thing per se, but investors believe that it would be, and, in a world of self-fulfilling crises, believing makes it so.

The same logic applies to Brazil's interest rate and budget policy. Raising interest rates to defend the currency may be a destructive policy from a strict economic viewpoint; so is reducing spending and raising taxes in the face of a recession. But investors believe that, if Brazil does not do these things, there will be a terrible crisis, and they are surely right, because they themselves will generate that crisis.

Now consider the situation from the point of view of those smart economists who are making policy in Washington. They find themselves dealing with economies whose hold on investor confidence is fragile; almost by definition a country that has come to the United States and/or the IMF for help is one that has already experienced a devastating run on its currency and is at risk of another. The overriding objective of policy must therefore be to mollify market sentiment. But, because crises can be self-fulfilling, sound economic policy is not sufficient to gain market confidence; one must cater to the perceptions, the prejudices, and the whims of the market. Or, rather, one must cater to what one hopes will be the perceptions of the market.

In short, international economic policy ends up having very little to do with economics. It becomes an exercise in amateur psychology, in which the IMF - whose top economist, Stanley Fischer, boasts credentials just as impressive as those of Summers and his crew - and the Treasury Department try to convince countries

to do things they hope will be perceived by the market as favorable. No wonder the economics textbooks went right out the window as soon as the crisis hit.

Unfortunately, the textbook issues do not go away. Suppose that Washington is right, that a country threatened with an investor panic must raise interest rates, cut spending, and defend its currency to avoid devastating crisis. It still remains true that tight monetary and fiscal policies, together with an overvalued currency, produce recessions. What remedy does Washington offer? None. The perceived need to play the confidence game supersedes the normal concerns of economic policy. It sounds pretty crazy, and it is.

During the past four years, seven countries – Mexico, Argentina, Thailand, South Korea, Indonesia, Malaysia, and Hong Kong – have experienced severe economic recessions, worse than anything the United States has seen since the '30s, essentially because playing the confidence game forced them into macroeconomic policies that exacerbated slumps instead of relieving them. It now looks extremely likely that Brazil will be forced down the same route and that much of the rest of Latin America will follow. This is a truly dismal, even tragic, record. Isn't there a better way?

Well, as long as countries are wide open to massive movements of hot money – to huge inflows when the markets like them, then to equally large outflows when confidence is shaken for some reason – the answer is no. As long as capital flows freely, nations will be vulnerable to self-fulfilling speculative attacks, and policy-makers will be forced to play the confidence game. And so we come to the question of whether capital should really be allowed to flow so freely.

Of course, it is not easy to limit the international movement of capital – at least not without threatening to strangle international trade as well. Discuss the issue with the experts in Washington, and they will raise many pointed technical objections. They will also remind you that, in 1995, the IMF and the Treasury Department played the confidence game on behalf of Mexico and Argentina and won it.

But they do not seem to be winning this time. And even if, miraculously, Asia recovers and Latin America avoids disaster, and even if another crisis does not materialize a couple of years later, the Keynesian compact will still remain broken: developing countries will consistently find that, when a recession strikes, financial markets force them to act in a way that makes that recession even worse.

Maybe such a system can survive, but I doubt it. If allowing free capital movement means that economic policy must play by the rules of the confidence game, sooner or later the world is going to decide that it is a game not worth playing.

# Fazer a coisa certa

IBRAHIM ERIS

Jornal *Folha de S.Paulo*, 1/10/98

---

Menos do que apontar o dedo para os culpados, o momento é de manter a cabeça fria e procurar soluções viáveis. Entre a postergação das medidas que enraizariam o Plano Real e a crise internacional duradoura, perdemos a opção de continuar a financiar com recursos externos nossos desequilíbrios inter s. Vale dizer: ou explicitamos para o mundo que assumimos um compromisso com uma saída operária ou veremos o Brasil fracassar novamente.

Aceitando isso, a objetividade exige que deixemos de lado sonhos de soluções fáceis ou escapistas. Acreditamos que podemos receber do mundo bilhões de dólares só porque a crise brasileira abalaria os pilares do capitalismo é manifestação de desconhecimento absoluto de como funcionam as engrenagens decisórias em democracias amadurecidas. Por outro lado, falar em moratória é ignorar quanto ainda estamos pagando por erro semelhante em 1987, que resultou na percepção renitente de um “risco Brasil” agigantado.

O que devemos procurar, dentre as soluções amargas, é aquela que imponha o menor sofrimento possível à nossa sociedade. Assim, se quisermos trazer a necessidade de financiamento do setor público para um patamar sustentável, devemos pensar em reduzi-la dos quase 8% do PIB (Produto Interno Bruto) em que está hoje para algo como 3% nos próximos 12 a 24 meses.

Ora, cogitar de alcançar essa meta pela redução do déficit primário do setor público (que desconsidera a inflação e o pagamento de juros da dívida) seria impor uma carga de sofrimento intolerável e totalmente prescindível.

De fato, é inimaginável a hipótese de conseguir os US\$ 40 bilhões do esforço fiscal requerido, no prazo almejado, exclusivamente por um aumento de impostos, com redução de dispêndio.

Do lado da receita, depois de elevar competentemente a arrecadação real em mais de 50% durante seu governo, a equipe econômica sabe que tentar ultrapassar significativamente os mais de 30% do PIB hoje abocanhados pelo “leão” provavelmente mataria a galinha dos ovos de ouro – seja pela inviabilização de inúmeras empresas nacionais, seja pela remessa à marginalidade de um sem-número de contribuintes, os quais passariam a chamar evasão fiscal de legítima defesa.

De outro lado, também há limites físicos ao esforço fiscal, sob pena de ser provocado um retrocesso na atuação social do governo, que transformaria em revolta o sonho popular de ver amortizado, no segundo mandato de FHC, um pedaço da dívida social.

Essas ponderações, por si sós, sugerem a diretriz de ação que deveria estar prevalecendo nos contatos que se supõe estejam sendo mantidos entre governo e FMI: a meta fiscal relevante para medir nosso esforço deve ser quantificada em

relação ao déficit nominal, não ao primário. Realmente, só com a redução radical e permanente do nível dos juros pagos pelo governo (para algo como um terço da taxa atual) poderemos, simultaneamente, derrubar a necessidade de financiamento do setor público e preservar parte das conquistas sociais do plano de estabilização.

Aqui, cabe lembrar que a conclusão de que a queda de juros é tecnicamente indispensável para viabilizar o equilíbrio fiscal tem também um fundamento de longo prazo, que tem sido olímpicamente ignorado pelas autoridades econômicas: é indispensável abortar essa trajetória de destruição das empresas nacionais e oligopolização da economia brasileira que a permanência da atual política de juros tem provocado.

Ao insistir na tese (que temos defendido há anos) de que só com a redução dos juros o Brasil poderá retomar uma rota de crescimento sustentável, estamos simplesmente nos submetendo a uma lógica de difícil rejeição.

Mas como derrubar juros? Se não quisermos cair no imaginário, só há um caminho: a desvalorização cambial. Realmente, enquanto os agentes econômicos continuarem a introjetar estimativas de desvalorizações nas suas projeções de juros, a igualdade entre as taxas externa e interna impedirá quedas significativas dos níveis atuais.

Essa constatação implica a imediata rejeição de teses neogradualistas de abertura progressiva da banca cambial, que impõem custos instantâneos e benefícios diferidos. A desvalorização deverá ser introduzida de um só vez, pois acelerar as desvalorizações periódicas elevaria os juros internos, traria maiores sofrimentos no curto prazo e tornaria impossível reduzir o serviço da dívida pública – e, conseqüentemente, cumprir a meta fiscal.

Mas uma solução que depende de desvalorização cambial não é solução, alegam os defensores empedernidos da política cambial atual. Argumentam que seria impossível promover um ajuste ordenado de câmbio em momento de turbulência, como constataram Tailândia e México em situações semelhantes.

Falso. A lição correta a extrair desses casos é que é impossível reajustar o câmbio quando a credibilidade e as reservas foram para o ralo.

Se o governo for capaz de produzir um programa de ajuste fiscal crível (ou seja, se os agentes econômicos nele acreditarem porque podem computar como pilar do ganho fiscal a redução da astronômica conta de juros atual), caminhar para uma flutuação cambial realista e dispuser de algo como US\$ 40 bilhões numa linha de suporte à estabilidade cambial, bancada pelos países desenvolvidos (donde a necessidade do aval do FMI), não só teremos um reforço decisivo de nossas reservas remanescentes para enfrentar ataques ao real como, provavelmente, nem precisaremos fazer uso do poder dissuasório que tal trincheira daria ao governo.

Claro que o dia seguinte seria atribulado, mormente para os endividados em moeda forte e os que montaram seus negócios contando com importações subsidiadas pelo atraso cambial. Mas certamente, será mais barato tratar problemas localizados do que vermostodo o ganho no combate à inflação ser tragado pelo imobilismo ou pelo voluntarismo.

## Voltar atrás o relógio?

CLAUDIO HADDAD

Jornal Folha de S.Paulo, 4/9/98

---

Em resposta à turbulência recente dos mercados financeiros, já se ouvem vozes, aqui e no resto do mundo, sugerindo voltar atrás o relógio: controles de câmbio, restrições a viagens internacionais, maiores proteção tarifária e subsídios às exportações e por aí vai. Afinal, a abertura econômica foi longe demais, e a causa fundamental dos atuais males do mundo é a volatilidade excessiva dos capitais, que perderam toda relação com a produção. Certo?

A resposta é um sonoro não. Concentremo-nos no Brasil que, evidentemente, é o que mais nos importa. Tanto o diagnóstico quanto a prescrição recomendados acima estão redondamente equivocados.

O diagnóstico está errado porque foram justamente as forças de livre mercado, impulsionadas pela abertura econômica, pela desregulamentação, pelos menores déficits públicos nas grandes economias ocidentais, pelas privatizações e pelo livre fluxo de capitais, que acarretaram crescimento praticamente uniforme e sem precedentes nas economias mundiais nos últimos dez anos.

No Brasil, essas mesmas forças trouxeram à economia brasileira uma consolidação extremamente saudável, com enormes ganhos de produtividade na indústria e nos demais setores, que reverteram em substanciais ganhos de renda real para a população.

É natural, em um processo de ajustamento de tal envergadura – não nos esqueçamos de que o Brasil era uma das economias mais fechadas do mundo -, que se incorra em custos. Entretanto, é visível que os benefícios compensaram de longe esses custos.

O problema básico da economia brasileira é que há uma grande assimetria entre o nível micro e o macro. Os grandes avanços no micro contrastam como baixo desempenho no macro.

É bem verdade que se eliminou a inflação, o que não é absolutamente desprezível. Mas tal eliminação deveu-se a uma combinação de câmbio controlado e juros substancialmente acima dos internacionais – que, em conjunto com a constante geração de expectativas favoráveis, possibilitou enorme acúmulo de reservas internacionais.

Por sua vez, o péssimo desempenho fiscal, aliado a esse mesmo acúmulo de reservas, acarretou crescimento ainda mais rápido da dívida pública interna. Os elevados déficits fiscais, aliados ao câmbio controlado via juros, engessam a economia e põem num beco sem saída – principalmente agora, em um ambiente internacional adverso.

Em que medida as restrições às importações e a compra de divisas ajudam a resolver esse problema? Em nada. Pelo contrário: ajudam a destruir justamente a

parte que está indo bem, o lado micro, terminando por afugentar de vez os capitais externos de que precisamos para crescer. E, se o problema principal é o déficit público, como justificar subsídios às exportações ou outros disfarçados sob o codinome e “política industrial”?

Decididamente, não é por aí que vamos resolver nossos problemas. Tais medidas trazem grandes benefícios concentrados a poucos (que se tornam, evidente, bastante “vocalizados” em sua defesa) e miséria a muitos. Ou já nos esquecemos da economia brasileira nos 20 anos que antecederam o Plano Real, quando esses elementos estavam presentes a todo o vapor?

O que precisamos é sair da armadilha macro em que nos encontramos, aprofundando ao mesmo tempo o processo de abertura e desregulamentação no lado micro, no qual ainda há muito a fazer. Como proceder no lado macro?

A prioridade número um é ajustar o setor público. O Brasil hoje arrecada, nas três esferas de governo, cerca de 33% do PIB (nível dos EUA), gasta uns 40% (nível do Reino Unido), e boa parte de sua população vive em condições africanas. Como pode ser isso?

A resposta simples é que os gastos públicos são ineficientes, beneficiando principalmente quem já tem recursos e concentrando ainda mais a renda. Não é com mais impostos que se vai resolver o problema – haja visto o pacote fiscal deste ano, mais do que compensado por maiores dispêndios. Dar mais receita para um perdulário só vai piorar a situação. Há que cortar gastos de forma corajosa e profunda.

Como contraí-los? Dois itens são essenciais (o que não elimina a busca de ganhos nos demais): salários/pensões e juros. Quanto aos salários, por mais que se diga que nada se pode fazer, o que falta mesmo é disposição política para enfrentar o problema e simplesmente fazer valer a Constituição: não mais que 60% do orçamentos devem ser gastos com salários. Só essa medida já geraria ganhos apreciáveis, principalmente em estados e municípios.

No que se refere às pensões, os números falam por si: os funcionários públicos, apenas 15% da força de trabalho, respondem por 50% das pensões pagas. Enquanto a pensão média no setor privado é de 1,7 salário-mínimo, a do funcionário público é dez vezes isso – para a qual, aliás, ele não contribuiu com um só tostão de seu ordenado.

Essa situação absurda tem de ser corrigida o mais cedo possível, instituindo-se uma contribuição para o funcionalismo compatível com a que paga um trabalhador do setor privado, independentemente das discussões sobre reforma da Previdência ora em curso.

Quanto aos juros, é fundamental sairmos da armadilha em que nos metemos. Não há sentido em que o Banco Central continue a se engajar nessa mega-arbitragem negativa, captando a 15% ao ano e aplicando as reservas a 5%. A ideia de que se trata de um seguro justifica-se por um curto espaço de tempo. Não por quatro anos mais um horizonte a perder de vista.

Há que dar muito mais flexibilidade ao câmbio, permitindo que a taxa de

juros convirja para níveis internacionais. Simultaneamente, deve-se aumentar a confiança na moeda, tornando-a totalmente conversível, eliminando todas as restrições à sua livre negociação e possibilitando que indivíduos e empresas usem qualquer moeda em seus contratos. É melhor fazermos isso dentro de um processo organizado, enquanto ainda temos reservas, do que no desespero, como foi o caso dos países do Sudeste Asiático.

Cada uma dessas medidas, tomada isoladamente, pouco vai adiantar. Em conjunto – e paralelas a um continuada liberalização no lado micro-, colocarão o Brasil novamente em condições de iniciar novo surto de crescimento. dessa vez de forma sustentada. No entanto, temos de correr. Não há mais tempo a perder.

## Vão-se os anéis?

CLAUDIO HADDAD

*Jornal Folha de S.Paulo, 24/9/98*

---

A crise alcançou em cheio o Brasil. O vírus encontrou aqui terreno fértil para sua propagação graças à nossa fragilidade macroeconômica, que decorre basicamente de dois fatores até certo ponto relacionados: a) um elevado déficit público (semelhante ao da Rússia), com o governo gastando mais do que arrecada; b) um elevado déficit em transações correntes, refletindo gastos do país superiores à sua renda.

Até recentemente, a engrenagem da política econômica de “adiar para o futuro” era alimentada por dois fatores: um clima mundial positivo para os mercados emergentes e uma taxa de juros calibrada para fazer com que a ganância vencesse o medo.

A quebra da Rússia desmontou essa engrenagem. O clima, para mercados emergentes, que já estava ficando ruim desde outubro do ano passado, tornou-se diretamente hostil. Bancos, fundos e investidores privados sofreram perdas consideráveis, as alavancagens continuam se reduzindo – e não há fim à vista para esse processo.

Além disso, a taxa de juros também perdeu sua magia. Sempre se soube que ela não seria solução definitiva, uma vez que sua elevação agrava o desequilíbrio fiscal, tornando o processo insustentável. Os investidores mais ousados achavam que poderiam ganhar muito e sair antes que a economia explodisse. A experiência da Rússia trouxe uma novidade: deixou mortos e feridos pelo caminho e fez com que até os mais afoitos tirassem o time de campo.

Ou seja, estamos diante de uma nova realidade. Nessenovo quadro, que coelho se pretende agora tirar da cartola? Um pacote de recursos consideráveis do FMI, BID e Banco Mundial, segundo se anuncia, com um mínimo de condicionalidades, dentro de uma operação de salvamento da América Latina.

Embora se saiba que, na prática, qualquer pacote desse tamanho toma tempo

e é extremamente complexo no que diz respeito a garantias e metas de desempenho, vamos supor, para efeito de raciocínio, que Papai Noel exista e que o Brasil receba, de fato, de US\$ 25 bilhões a US\$ 30 bilhões a perder de vista, com mínimas condicionalidades. Resolvi do o problema? Não.

Para princípio de conversa, convém lembrar que, pouco antes de quebrar, a Rússia foi agraciada com um pacote de recursos de US\$ 22,6 bilhões, dos quais US\$ 4,5 bilhões foram desembolsados. Esse dinheiro foi imediatamente neutralizado por uma fuga de capitais.

Quando as expectativas se tornam muito negativas, só um volume gigantesco de recursos (o que nem os mais otimistas, em sã consciência, esperariam) segura o “estouro da boiada”. Sozinho, o pacote só adia o problema, não resolvendo nenhum dos desequilíbrios apontados no início deste artigo.

E se o aporte de recursos vier acompanhado de um profundo ajuste fiscal? Obviamente, isso seria imprescindível e estaria na direção certa; mas o problema é que a deterioração nas contas e no balanço do setor público já foi considerável. No início do Plano Real, o governo federal tinha US\$ 40 bilhões em reservas, contra uns R\$ 60 bilhões de dívida interna (montante em reais). Hoje, para cerca de US\$ 48 bilhões em reservas, o governo tem uma dívida interna de R\$ 300 bilhões, dos quais uns R\$ 50 bilhões dolarizados.

Somam-se a essa dívida de US\$ 12 bilhões, US\$ 15 bilhões vendidos no mercado futuro de dólares, para segurar a taxa de câmbio. Além disso, a recente alta dos juros fará com que neste ano o déficit público ultrapasse 8% do PIB, resultado bem pior do que o previsto pelos analistas mais pessimistas.

Por maior que seja o esforço fiscal, a esta altura dos acontecimentos dificilmente ele conseguirá economizar mais que uns 2,5% do PIB (e estamos falando de algo perto de US\$ 22 bilhões, cifra já considerável), o que ainda deixaria um déficit de 5,5% do PIB em 99.

Será isso suficiente para inverter as expectativas desfavoráveis? Pode ser, mas é provável que não, dado o clima atual. Seria preciso um ajuste brutal para isso, o que é praticamente impossível no Brasil ou em qualquer país do mundo. Ora, se as expectativas não se invertem, como financiar a conta corrente e evitar a contínua fuga de capitais? Controles de importações por meio de tarifas, cotas e licenças, além de provocar um grande estrago na economia real, são pouco eficazes, pois não estimulam as exportações.

Conclui-se que dificilmente escaparemos de um ajuste da taxa de câmbio. Fazê-lo é tarefa complexa e trará grandes riscos de descontrole. E esses riscos aumentam com a redução dos dólares em poder do Banco Central. A curto prazo, o ajuste cambial agrava as contas públicas, devido à dívida líquida dolarizada do governo. Mas, a médio e longo prazo, o efeito é positivo. O fato é que o ajuste cambial, com todos os seus problemas, seria fundamental para reduzir o déficit em conta corrente em face da restrição financeira externa.

A desvalorização, sem dúvida, seria um baque no Plano Real e na sua estrutu-

ra. Mas é melhor um baque do que o colapso a que estamos assistindo na Rússia e no leste da Ásia, onde a desvalorização ocorreu sob desespero.

A política atual do governo é dobrar a aposta, como tem feito ao vender papéis cambiais e ao intervir no mercado futuro de câmbio. Pode funcionar, porém as chances de sucesso são cada vez menores. Não é preferível deixar levar os anéis, mas ficar com os dedos enquanto ainda há tempo ?

