

Maldita Cachaça

Há uns anos atrás acreditava-se que as crises financeiras só poderiam ocorrer em economias onde as políticas económicas fossem insustentáveis. Os últimos 15 anos vieram demonstrar que nem sempre é assim. Algumas crises de liquidez não teriam existido se não tivessem ocorrido perdas bruscas de confiança por parte dos investidores, muitas das quais ocasionadas por factores alheios à política económica. Hoje acredita-se que a prossecução de políticas monetárias e orçamentais saudáveis é condição necessária mas não suficiente para prevenir crises financeiras. Isso significa que muitas economias emergentes vivem sob o espectro do equilíbrio múltiplo. Dependendo da forma como os agentes económicos avaliam o futuro, estas podem evoluir no sentido da estabilidade ou da instabilidade sem que, em qualquer dos casos, as expectativas dos agentes sejam goradas.

Um exemplo de economia com destino incerto é o Brasil. Ao longo dos últimos anos, economia brasileira tem sido fustigada por crises de confiança que nem sempre são atribuíveis a erros ou hesitações da política económica interna. É certo que persistem algumas dificuldades, nomeadamente ao nível político e um déficite teimoso nas transacções correntes. Mas, ao contrário da Argentina, que não conseguiu resolver atempadamente os problemas orçamental e de apreciação real, o Brasil abandonou a tempo a âncora cambial e implementou uma série de reformas que conduziram à melhoria das finanças públicas. Em resultado, o saldo primário do sector público passou de -1% do PIB em 1997 para +3.8% em 2001. O facto de esse ajustamento ter sido conseguido com inflação baixa e crescimento económico positivo tem merecido rasgados elogios por parte do FMI.

Mesmo assim, não se desvaneceram os receios dos investidores quanto à reversibilidade do processo de estabilização. À medida que novos choques atingem a economia (a crise energética de 2001, o agravamento da situação argentina, a perspectiva de mudança política em Outubro e sabe-se lá o que mais, no futuro), cresce a convicção de que não vai ser fácil conquistar a confiança dos investidores internacionais. O Brasil carrega consigo o fardo de já ter tido uma crise de dívida e de ter sido reincidente em matéria de inflação elevada e esse fardo tornou-se bem mais pesado após a recaída da vizinha Argentina. À cautela, os investidores procuram

defender-se, exigindo elevados prémios de risco, maturidades curtas ou remunerações indexadas nas suas aplicações em dívida brasileira. Esses mecanismos aparentemente salvaguardam as posições dos investidores individuais, mas geram problemas ao nível agregado. Com 75% da dívida pública interna ainda indexada ao dólar ou à taxa de juro, a economia brasileira mantém-se extremamente vulnerável a alterações no sentimento de mercado. Por sua vez, essa vulnerabilidade justifica a atitude defensiva dos investidores. Resumindo, a estrutura da dívida e os prémios de risco são ao mesmo tempo alimento e resultado da instabilidade da economia brasileira. Essa pescadinha-de-rabo-na-boca deve-se a uma falha de coordenação e não se resolve pelos mecanismos de mercado.

Uma forma de ilustrar o problema é comparando com o caso português. Em Portugal a dívida pública ronda os 57% do PIB e a recente violação do Pacto de Estabilidade não passou despercebida nos meios financeiros internacionais. Mesmo assim, o facto de a taxa de juro das obrigações do tesouro estar abaixo dos 5% mostra que os investidores não se alarmaram com a crise orçamental. No Brasil, a dívida pública ronda os 53% do PIB e as autoridades têm praticado uma grande disciplina nas finanças públicas. Se os investidores brindassem a dívida brasileira com condições semelhantes às da dívida portuguesa, o risco de instabilidade provavelmente desapareceria e todos, incluindo os investidores, ficariam melhor. O governo poderia até dar-se ao luxo de expandir um pouco as despesas sociais, sem que tal resultasse num aumento do peso da dívida pública no PIB. Mas infelizmente não há nenhum mecanismo que promova esse equilíbrio. Com a taxa de juro da dívida denominada em dólares actualmente acima dos 20%, crescem os receios de que o superavit primário de 3.75% previsto para 2002 não venha a ser suficiente para evitar a escalada da dívida. Ou que a terapia prolongada acabe por minar a confiança dos investidores pela via da recessão e do descontentamento social.

O reconhecimento de que a dispersão de dívidas soberanas por um grande número de credores privados originou uma falha de mercado no sistema financeiro internacional tem motivado o aparecimento de propostas para a resolução do problema. Por exemplo, o FMI está a estudar a possibilidade de atribuir poderes especiais a maiorias de credores para promover acordos de reestruturação de dívida. Outras propostas vão desde a criação de um prestamista de última instância para dívidas soberanas à inclusão de cláusulas nos contratos de dívida que atribuam ao devedor a

opção de estender a maturidade dos empréstimos. Não obstante o grande interesse da discussão, o que é certo é que o processo está a ser demasiado lento. Entretanto, muitas economias vêm-se limitadas no acesso ao financiamento internacional, com claro prejuízo para a sua integração na economia global.

Miguel Lebre de Freitas

Universidade de Aveiro, 21-8-2