

# Síndrome de Peter Pan: argumentos adicionais

Affonso Celso Pastore e Maria Cristina Pinotti

10/09/2007

Queremos adicionar mais argumentos à defesa realizada por Marcio Garcia (Valor, 30/08/07), de que "é preciso aumentar, e não reduzir, a interdependência entre as economias brasileira e mundial". O mercado brasileiro de capitais está integrado internacionalmente e o gráfico abaixo é apenas uma das muitas evidências desse fato. Ele mostra que, quando em decorrência da crise das hipotecas subprime paralisou-se o mercado interbancário nos Estados Unidos, no dia 16/08, levando ao pânico na venda de ativos e à reação do Fed baixando a taxa de redesconto, o S&P500 sofreu oscilações selvagens durante todo o dia, e cada um de seus movimentos foi acompanhado, minuto a minuto, por flutuações no Ibovespa na mesma direção e em intensidade semelhante. Mesmo em prazos mais longos é notável a semelhança nos movimentos de índices com composições tão diversas quanto o S&P500, DAX, Merval e Ibovespa, e com países com fundamentos econômicos tão diversos quanto EUA, Alemanha, Argentina e Brasil. Embora a correlação seja positiva, não adianta tentar prever as oscilações do Ibovespa através dos fluxos de entrada e saída de recursos de estrangeiros na bolsa brasileira, porque as variações destes fluxos são a consequência, e não a causa, daquelas oscilações. Embora isto entristeça grafistas e fundamentalistas, as oscilações do Ibovespa são dominadas por movimentos globais: quando ocorre um ciclo global de alta, gera-se um ciclo de elevação no Ibovespa e os estrangeiros investem mais no mercado de capitais no Brasil (e no mundo), o que causa um maior ingresso de capitais na bolsa brasileira.

Por que o Brasil deveria "tolerar" a vulnerabilidade a essas oscilações globais? Afinal de contas não estamos tentando nos livrar de "contágios" de crises internacionais? Não seria melhor aproveitar a atual crise internacional para reavaliar "o desmantelamento do controle de capitais" e "fechar a economia brasileira como após a crise de 1929", gerando um surto de crescimento econômico "para dentro"? É verdade que com esta integração o Brasil recebe diretamente os reflexos da falta de prudência de investidores nos EUA e na Europa, assumindo riscos excessivos no mercado de hipotecas. Mas é essa integração que, em contrapartida, traz benefícios enormes à economia brasileira. Como Marcio Garcia mostrou naquele artigo, não somente as captações de ações e debêntures já supera, atualmente, os empréstimos do BNDES no financiamento de adições à capacidade produtiva, como também em torno de 2/3 dos recursos obtidos pela enorme massa de IPOs, em 2006 e 2007, é proveniente de estrangeiros investindo no Brasil. Não seria possível elevar a formação bruta de capital fixo na extensão atual, se não fosse esse enorme crescimento do mercado de capitais, que certamente deve muito à ação inteligente da CVM e às iniciativas da Bovespa, principalmente na criação do "novo mercado", mas que não estaria existindo nem sequer próximo da extensão atual, caso não existisse esta integração internacional. Restrições à integração brasileira nos fluxos internacionais de capitais eliminaria esta válvula de redução do custo do capital, que tem sido fundamental para acelerar a formação bruta de capital fixo e o crescimento do PIB.

O importante a compreender é que a vulnerabilidade brasileira aos choques internacionais, quaisquer que eles sejam, não vem da extensão da integração financeira, e sim de fundamentos macroeconômicos frágeis. Foi devido a esses fundamentos frágeis que enfrentamos a crise de 2002. Se a dívida pública não fosse grande demais, com uma elevada proporção de títulos dolarizados, provavelmente não existiriam dúvidas sobre a

sua sustentabilidade. Mas esta não foi a única causa daquela crise. A outra estava na fragilidade do balanço de pagamentos: o déficit em contas correntes somente poderia ser sustentado com a manutenção dos ingressos de capitais. Como parte da dívida pública líquida de reservas era externa e grande com relação ao PIB, os riscos do lado fiscal transformavam-se em riscos no balanço de pagamentos, estancando o ingresso de capitais e produzindo a depreciação cambial, o que elevava ainda mais a dívida pública, crescendo, com isto, o risco de default.

A solução dos economistas de esquerda, naquele momento, era fechar o Brasil aos fluxos de capitais e reestruturar unilateralmente a dívida externa, reduzindo-a. A solução "ortodoxa" consistia em elevar o superávit primário, "desdolarizar" a dívida pública e deixar com que o câmbio flutuante e a "sorte" derivada dos preços internacionais de commodities gerassem os superávits nas contas correntes com os quais se reduziria o passivo eterno líquido, permitindo a acumulação de reservas. Foram estas ações que praticamente fecharam um canal de contágio. De fato, contrariamente ao ocorrido, tanto naquele episódio como nas crises anteriores, de 1998 ou de 2001, desta vez nem os prêmios de risco dos títulos de dívida soberana cresceram significativamente, nem ocorreu uma depreciação cambial que elevasse a inflação, obrigando o BC a elevar a taxa real de juros.

Não há nada de errado com a integração internacional. Se ela for aprofundada teremos muitos benefícios, dentre os quais seus reflexos no mercado de capitais são apenas uma faceta. O erro está apenas no fato de que o ajuste nos "fundamentos macroeconômicos" foi muito incompleto. De fato, embora o governo continue cumprindo as metas para os superávits primários, as despesas públicas continuam crescendo aceleradamente. A mesma esquerda que quer fechar o país aos fluxos de capitais também acha que estamos diante de um "Estado raquítico" e assume uma posição forte em defesa do aumento das contratações de funcionários, em vez de se preocupar com a eficiência da alocação dos gastos e com medidas que criem o espaço, através do corte de gastos, para reduzir a carga tributária.