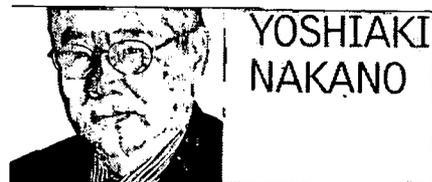


"A não-correção da tabela do IR reduz a renda disponível para o consumo e impede a geração de 100,5 mil empregos".

Do secretário de Desenvolvimento, Trabalho e Solidariedade da Prefeitura de São Paulo, o economista Marcio Pochmann, que divulgou estudo mostrando que o congelamento da tabela do IR custará R\$ 4,5 bilhões aos trabalhadores em 2004.

# Vulnerabilidade financeira da economia brasileira

*Brasil*



YOSHIAKI NAKANO

**T**odos os indicadores da economia melhoram sensivelmente desde meados do ano passado. No setor externo, com o aumento das exportações, o superávit comercial em 12 meses tem sido espetacular, da ordem de US\$ 27 bilhões, e o superávit de transações correntes de mais US\$ 5 bilhões. Com o controle fiscal, o superávit primário tem alcançado mais de 4% do PIB. Com a política monetária ultraconservadora do Banco Central, a taxa real de juros de curtíssimo prazo está próxima de 10%, com forte efeito contracionista sobre a demanda interna. A inflação está sob controle e a taxa esperada se situa entre 6% e 6,5%. Nossos indicadores de endividamento público são melhores do que em muitos países da OCDE. É possível um país com este quadro macroeconômico ser afetado adversamente, gerando instabilidade pela simples expectativa de que os juros vão aumentar nos EUA? É possível este choque externo se transformar numa crise mais séria?

Infelizmente não é possível descartar esta hipótese. Pior seria a repetição do que vem ocorrendo sucessivamente na última

década, revelando o lado imprudente da nossa política macroeconômica. Trata-se de típico "choque externo na conta capital" em que mudanças no humor ou acontecimentos no mercado financeiro internacional provocam súbita reversão no fluxo de capital externo e se transmitem na economia brasileira numa seqüência de eventos: desvalorização cambial, aceleração da inflação, elevação na taxa real de juros, elevação do superávit primário esperado e contração na demanda interna com aumento de desemprego. Com a abertura da conta de capital, sem maturidade financeira e elevado endividamento externo em relação às exportações, a economia tornou-se vulnerável à volatilidade e instabilidade do mercado financeiro externo.

Dependendo da magnitude do choque na conta capital, o Brasil tem recorrido ao FMI e a outros organismos multilaterais, tomando grandes empréstimos para não ir a default, como aconteceu nas crises de 1998/99 e de 2002. Após alguns meses de instabilidade e crise interna, a situação se acalmou no mercado financeiro internacional e com a taxa real de juros elevada o fluxo de capital tem retornado, até que um novo choque externo provoque uma repetição deste ciclo de instabilidade e crise.

Em 1995 tivemos o primeiro "choque externo na conta de capital" com a crise mexicana, em 1997 com a crise asiática, em 1998 com a moratória russa, 1999 com a crise brasileira, em 2001 com atentado de 11 de setembro, em seguida os escân-

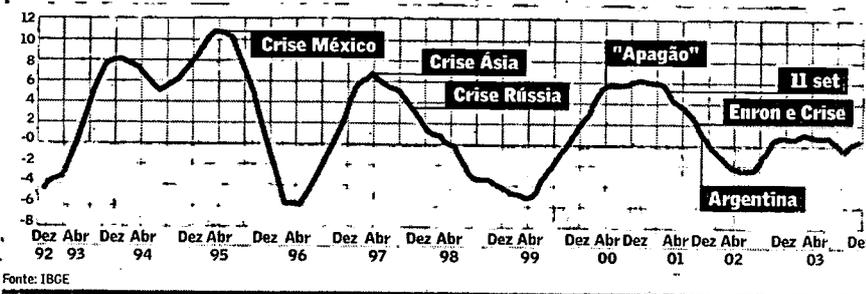
dalos das fraudes contábeis nas empresas americanas, a crise na Argentina e a crise da eleição de 2002. No momento, com a perspectiva de elevação na taxa de juros americana, o mercado financeiro internacional vem se ajustando há alguns meses e estamos sofrendo, até agora, um minichoque na conta capital.

Quando tínhamos o regime de câmbio fixo, o choque externo era absorvido pela elevação na taxa real de juros e redução na demanda interna. O choque externo não afetava a inflação. Com o regime de câmbio flutuante e meta de inflação, o choque externo tem sido absorvido pela desvalorização cambial, elevação na taxa real de juros e contração na demanda interna. Agora com as desvalorizações cambiais, a taxa de inflação tem sofrido sucessivas acelerações transitórias ajustando sucessivamente os preços relativos dos "tradables" em relação aos "não-tradables".

Sendo o Brasil um país financeiramente vulnerável, a adoção do câmbio flutuante nos levou a uma armadilha e à atual política de meta de inflação estrita que impõe um enorme custo para a sociedade e nenhuma eficácia para controlar os choques externos. A cada choque externo esta política está tornando a economia mais vulnerável a choques, com elevação da dívida externa e interna. Cada choque externo tem provocado desvalorização cambial e aceleração da inflação. Em resposta, o BC tem elevado a taxa real de juros o que, num regime de câmbio flutuante, provoca apreciação cambial ge-

## Efeitos dos Choques

Conta Capital sobre a Indústria de Transformação: Dez92 - Fev04



rando um ciclo de depreciação e apreciação cambial. De fato, após a desvalorização de janeiro de 1999 tivemos uma apreciação real até o início de 2001. A partir daí tem-se um novo ciclo de depreciação em setembro de 2001 e subsequente apreciação até início de 2002, quando se iniciou um novo ciclo de depreciação com escândalo da Enron, a crise argentina e que culmina na eleição presidencial de Lula, para uma nova apreciação real até a semana passada.

Como o BC adotou como indicador de inflação o IPCA, que inclui os "tradables", portanto a taxa de câmbio, esta se tornou uma meta implícita da política monetária e daí a sucessiva apreciação cambial após as desvalorizações. Entretanto, é um instrumento sem eficácia para controlar os choques externos. O uso de um único instrumento de política monetária, no caso a taxa de juros, para alcançar dois objetivos gerou ineficiências, custos excessivos e contradições.

A solução só virá com a mudança da política para um regime de taxa de câmbio com flutuação administrada, no qual o BC estabelece duas metas operacionais: a taxa de câmbio e a taxa de juros, usando instrumentos distintos para cada uma das metas (política de reserva cambial mais agressiva e/ou controle de capital de curto prazo para meta de câmbio e taxa de juros para inflação doméstica, por exemplo). Num regime de câmbio flutuante administrado o governo tem uma meta de taxa de câmbio, mas não a anuncia. Com esta nova política, estabilizada a taxa de câmbio, a política de metas de inflação ganhará consistência e eficácia com menor custo social.

**Yoshiaki Nakano**, ex-secretário da Fazenda do governo Mário Covas (SP), professor e diretor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV/EESP), escreve mensalmente às terças-feiras.