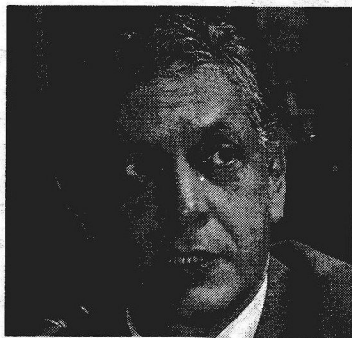


Juros e câmbio sob mobilidade de capitais



Ubiratan Iorio,
economista

D S T Q Q S S

A PERGUNTA TEM RELEVÂNCIA: no mundo atual, caracterizado por intensa movimentação de capitais internacionais, a política de metas de inflação – que pressupõe câmbio flutuante – pode ser bem sucedida, sem provocar forte valorização do real? A resposta correta é que tudo vai depender da existência (ou ausência) de coordenação entre o regime fiscal e os regimes monetário e cambial. Juntos, os três constituem os chamados “fundamentos macroeconômicos”, para os quais os

economistas devem olhar sempre com atenção. Os dois últimos são de responsabilidade do Banco Central – e por ele executados – enquanto o regime fiscal, que enfeixa gastos e receitas do Estado em uma perspectiva intertemporal, é determinado por políticos, embora executado pelas chamadas “autoridades fiscais” (Fazenda e Tesouro).

Infelizmente, muita gente tida como boa ainda confunde políticas, meros retratos conjunturais do que as autoridades estão executando, com regimes, que são como filmes, com uma dinâmica estrutural, profunda e de longo prazo.

Se o regime fiscal é fortemente deficitário como no Brasil, exigindo, portanto, grande esforço do governo para ser financiado, a intensa movimentação de capitais internacionais impede o Banco Central de executar uma política monetária (taxa de juros) que atinja apenas as metas inflacionárias: o efeito colateral de uma forte valorização do real perante o dólar, após um período de *overshooting* da taxa

de câmbio, outras variáveis mantidas constantes, é inevitável. Os diferenciais de juros mais altos atraem capitais para o país, o que desvaloriza o dólar em termos nominais e efetivos e o objetivo das metas, embora atingível, só o é pelos chamados mecanismos de transmissão da política monetária, normalmente lentos e que tendem a aumentar o desemprego.

O setor produtivo está no centro do cabo-de-guerra entre as equipes política e econômica

Isto acarreta um dilema de política econômica, o da “trindade impossível”: com alta mobilidade de capitais, ou o Banco Central aumenta a taxa de juros por causa da taxa de inflação ou a diminui por causa da taxa de câmbio e conduz a uma proposta apressada: ou o Banco Central reduz fortemente a taxa de juros ou estabelece controles sobre os in-

gressos de capitais de curto prazo.

Mas, se o regime fiscal (veja bem, leitor, **regime** e não simples **política**!) estiver equilibrado, o que pressupõe grandes reformas no Estado brasileiro – na mão oposta da que os governos vêm seguindo – o teorema da “impossibilidade da trindade” não sobrevive, pois: (1) sem precisar esforçar-se para financiar o regime fiscal perdulário que ostentamos há décadas, o Banco Central poderia reduzir rapidamente a taxa de juros; (2) não haveria qualquer prejuízo para as metas de inflação, pelo choque favorável de expectativas gerado pelas reformas do Estado; (3) a política monetária seria, portanto, “independente”; (4) em consequência, diminuiriam os fluxos de entrada de capitais, o que, ao lado do fenômeno (que já vem ocorrendo) de crescimento de nossas importações, colocaria o dólar em seu “devido lugar” – que, aliás, em um regime de câmbio flutuante, só o processo de mercado, sempre mutante,

sabe onde é; (5) cairia drasticamente a relação dívida interna/PIB; (6) com o Estado enxuto e sem a mania de tutelar o setor privado, impostos baixos, inflação de 3% ao ano e juros nominais de 8% ou 7%, a economia entraria em um verdadeiro ciclo de crescimento auto-sustentado.

Uma das grandes causas da ausência de crescimento é a absoluta falta de coordenação entre aquilo que a equipe econômica – corretamente – faz de um lado (regime monetário austero e cambial flutuante) e o que a equipe política – irresponsavelmente – faz do outro (regime fiscal deficitário), o que mantém o setor produtivo no centro de um cabo-de-guerra.

Ademais, não devemos nos limitar a análises de curto prazo, seja porque, com os avanços da medicina, poderemos estar vivos no longo prazo, ou porque, mesmo que não o estejamos, nossos filhos e netos, certamente, estarão. Deixar a conta para que eles paguem é profundamente imoral!