

BRASIL, FRÁGIL E VULNERÁVEL: O FED ERROU?



ESCRITO POR ARMANDO CASTELAR.

Se depender da senadora Gleisi Hoffmann, o Fed, o banco central dos EUA, receberá um voto de censura do Senado brasileiro. [i] O motivo para isso seria um trecho do último Relatório de Política Monetária do Fed, em que a instituição cita o Brasil como o segundo país emergente mais vulnerável à normalização da política monetária americana, entre os 15 países analisados, pouco atrás da Turquia. A análise do Fed se soma à do banco de investimentos Morgan Stanley, que incluiu o Brasil no grupo dos cinco países emergentes mais frágeis a mudanças na atual conjuntura econômica internacional.

O Fed está errado? O governo brasileiro acredita que sim. Para um técnico do governo, “o estudo do Fed tem falhas básicas”. Para o Ministro Guido Mantega, os estudos que colocam o Brasil como vulnerável são um equívoco. De fato, para o ministro, o Brasil é um dos países “mais bem preparados” para o momento atual da economia mundial. Entre outras coisas, o ministro cita como evidência dessa boa preparação o valor das reservas internacionais; o déficit em conta corrente (“Não estamos vulneráveis no déficit de transações correntes”), que seria um dos menores em comparação a outros emergentes; e o fato de o Brasil ter acelerado o crescimento do PIB em 2013, contra 2012: “estamos no quadro mundial entre as economias que tiveram crescimento maior” (citações no Valor Online: <http://bit.ly/1kWWum5>). Também se inclui nessa lista de evidências as entradas de investimento direto estrangeiro.

A análise do Fed está contida em um *box* do Relatório de Política Monetária intitulado “Estresse Financeiro e Vulnerabilidades nas Economias de Mercado Emergentes” (<http://1.usa.gov/1h6fLMF>). Nele, o Fed argumenta que o mercado financeiro está diferenciando entre os emergentes - como refletido nas variações do câmbio e das taxas pagas pelos títulos públicos - e constrói um indicador de vulnerabilidade para quinze países emergentes, [ii] que ele mostra estar bastante correlacionado com a desvalorização cambial experimentada por esses países. Em especial, as moedas de países mais vulneráveis, de acordo com o indicador, sofreram maiores desvalorizações.

O Fed não detalha como construiu o indicador de vulnerabilidade, mas diz que o índice é simples e baseado em seis indicadores:

O saldo em conta corrente como proporção do PIB. Quanto maior esse saldo, menos vulnerável o país é à redução da liquidez internacional que deve resultar da normalização monetária nos EUA.

A dívida bruta do setor público como proporção do PIB. Países com governos menos endividados são menos vulneráveis à alta dos juros e à redução da disponibilidade de financiamento resultante da normalização monetária nos EUA.

Inflação anual média no último triênio. Países com menor inflação serão menos vulneráveis à desvalorização cambial que resultará da normalização monetária nos EUA.

A variação no último quinquênio do crédito bancário ao setor privado como proporção do PIB. Países com menor expansão do crédito terão mais facilidade de se adaptar à mudança no custo de financiamento e à desaceleração que deve resultar da normalização monetária nos EUA. Países em que houve maior crescimento do crédito deverão ver uma alta na inadimplência, que pode pesar nas contas públicas e levar a um maior aperto na concessão de novos créditos.

A relação entre a dívida externa total e as exportações. Em um momento de redução da liquidez internacional, uma dívida externa elevada é um ponto de vulnerabilidade, que tende a pressionar o câmbio, mas essa pressão será tão mais reduzida quanto maiores as exportações do país, pois será mais fácil fazer um ajuste via balança comercial.

A razão entre as reservas internacionais e o PIB. Quanto mais alta essa razão, menos vulnerável o país a uma diminuição do financiamento externo.

O que mostram os números? A Tabela A.1 ao final mostra os valores desses seis indicadores, para os 15 países selecionados pelo Fed e de outros três países que, me parece, deveriam ser incluídos nessa amostra: Hungria, Peru e Polônia. A Tabela também inclui outros três indicadores que poderiam ter sido utilizados: o resultado nominal das contas do governo geral, a taxa média de crescimento do PIB nos últimos três anos (2011-13) e o investimento estrangeiro direto como proporção do PIB.

Para derivar o indicador de vulnerabilidade do Fed, primeiro padronizamos as séries, de forma que todas variassem de 0% a 100%.^[iii] O resultado é apresentado na Tabela 1. Para derivar o indicador, agregamos as séries da seguinte forma: somamos os valores para dívida bruta do setor público, a inflação média trienal, a variação quinquenal no crédito bancário ao setor privado, e a razão entre dívida externa e exportações; depois, dela subtraímos o saldo em conta corrente e a razão entre reservas internacionais e PIB.

O resultado dessa agregação é um indicador que pode variar entre -200% e 400%. Para facilitar a leitura, somamos 200% ao resultado e dividimos a soma por 600%, obtendo um indicador que em princípio pode variar de 0 a 100. Quanto mais alto o indicador, mais vulnerável o país. Esse indicador de vulnerabilidade do Fed é apresentado na Tabela 2. Nela também apresentamos um indicador de vulnerabilidade ampliado, que considera também o resultado nominal do governo geral, o crescimento médio trienal do PIB e o investimento direto estrangeiro.

O que mostram os resultados? Primeiro, o indicador Fed confirma que Turquia, Brasil, Índia, Indonésia e África do Sul são, nesta ordem, os países mais vulneráveis entre os 15 analisados pelo Fed. O quadro muda um pouco com a inclusão dos outros três emergentes considerados aqui, com a Polônia ascendendo à posição de quarto país mais vulnerável, com Indonésia e África do Sul vindo em seguida. Na outra ponta, Taiwan e Coreia são os emergentes menos vulneráveis.

Vê-se, portanto, que os números são consistentes com a conclusão a que o Fed chegou, em especial em relação ao Brasil ser o segundo emergente mais vulnerável entre os quinze considerados. De fato, esse resultado também se mantém quando se incluem Hungria, Peru e Polônia.

Tabela 1: Posição relativa dos países emergentes nos medidores de vulnerabilidade

Pais	Saldo Conta Corrente (% PIB)	Dívida Públ. Bruta (% PIB)	Infl Méd (2011-13)	Var Créd Priv (% PIB)	Div Ext / Exp	Reservas / PIB	Result. Públ. Nom. (% PIB)	Cresc. PIB 2011-13	Inv Dir Estrang (% PIB)
África Sul	6,9%	45,1%	45,5%	0,0%	40,8%	2,5%	10,5%	29,1%	4,6%
Brasil	19,5%	82,8%	49,8%	51,3%	76,9%	7,2%	26,3%	20,8%	20,7%
Chile	21,3%	0,0%	14,7%	28,7%	57,2%	4,4%	71,9%	61,1%	100,0%
China	54,6%	14,9%	15,3%	100,0%	0,0%	40,5%	52,6%	100,0%	7,7%
Colômbia	20,7%	29,0%	11,4%	37,2%	54,7%	1,0%	63,2%	59,0%	34,0%
Coréia	73,6%	34,1%	6,2%	15,0%	17,6%	23,4%	100,0%	31,7%	1,7%
Filipinas	66,1%	42,4%	23,0%	21,9%	35,6%	22,8%	49,1%	70,2%	4,1%
Índia	25,3%	81,2%	100,0%	27,9%	44,4%	6,5%	0,0%	56,4%	6,5%
Indonésia	20,7%	19,9%	41,6%	33,4%	51,0%	0,0%	42,1%	73,9%	14,8%
Malásia	59,8%	65,9%	9,8%	18,5%	3,7%	42,3%	14,0%	61,0%	24,7%
México	33,3%	46,5%	25,7%	21,0%	29,5%	3,1%	43,9%	32,4%	3,8%
Rússia	50,0%	1,8%	53,2%	35,8%	48,7%	15,6%	78,9%	33,7%	18,0%
Tailândia	35,6%	51,1%	15,5%	58,3%	11,3%	30,0%	24,6%	34,4%	14,3%
Taiwan	100,0%	42,4%	0,0%	46,0%	4,2%	100,0%	52,6%	27,7%	0,0%
Turquia	0,0%	34,6%	71,5%	61,8%	100,0%	3,5%	64,9%	58,1%	8,4%
Hungria	54,0%	100,0%	16,8%	12,7%	73,3%	32,8%	31,6%	0,0%	92,7%
Peru	9,2%	8,6%	19,8%	30,7%	61,3%	17,7%	86,0%	72,3%	50,1%
Polônia	30,5%	66,7%	10,0%	37,9%	77,5%	12,0%	5,3%	29,4%	0,1%

Fonte: Tabela A.1.

O posicionamento do Brasil fica ainda pior quando ampliamos o conjunto de medidores de vulnerabilidade, para incluir três medidores de vulnerabilidade a que o Ministro Mantega fez referência nas suas críticas à análise do Fed:^[iv] o resultado fiscal, o crescimento do PIB e o fluxo de investimento estrangeiro direto. Como se vê na última coluna da Tabela 2, com esse indicador ampliado de vulnerabilidade o Brasil passa a Turquia para se mostrar o país mais vulnerável, a Índia vem em segundo e a Turquia em terceiro. A ordem muda, porém, a partir da quarta posição, com a Polônia passando a quarto lugar, a África do Sul a quinto e o México a sexto.^[v]

Tabela 2: Indicadores de vulnerabilidade

Pais	Indicador Fed	Indicador Ampliado
África Sul	53,7%	53,1%
Brasil	72,3%	62,9%
Chile	45,8%	26,9%
China	39,2%	30,5%
Colômbia	51,8%	39,4%
Coréia	29,3%	26,9%
Filipinas	39,0%	34,5%
Índia	70,3%	62,1%
Indonésia	54,2%	43,8%
Malásia	32,6%	32,9%
México	47,7%	45,1%
Rússia	45,6%	38,1%
Tailândia	45,1%	44,2%
Taiwan	15,4%	23,6%
Turquia	77,4%	59,2%
Hungria	52,7%	43,5%
Peru	48,9%	31,7%
Polônia	58,3%	57,2%

Fonte: Tabela 1.

Analisando os valores da Tabela 1 é possível avaliar por que o Brasil se encontra nessa posição de vulnerabilidade. Ordenando os países do mais para o menos vulnerável, concluímos que:

O Brasil tem o segundo pior resultado para o crescimento trienal do PIB e o tamanho da dívida pública bruta.

O país fica na terceira pior posição para o saldo em conta corrente e a razão entre dívida externa e exportações.

Ficamos na quarta pior posição em inflação trienal média e variação no crédito bancário ao setor privado.

Ficamos na sexta posição em termos do resultado nominal do governo geral, a oitava posição em relação a reservas internacionais e em décima na que concerne o investimento direto estrangeiro.

Desta forma, em apenas uma medida de vulnerabilidade ficamos na metade menos vulnerável dos países, enquanto em seis dos nove indicadores ficamos entre os 25% economias emergentes mais vulneráveis. Leia-se, nossa vulnerabilidade se manifesta em várias áreas da economia.

No todo, os números mostram que os técnicos do Fed chegaram a uma conclusão coerente com os indicadores econômicos e que o governo não parece estar apreciando corretamente nossa vulnerabilidade à mudança na situação externa e aos desafios que a normalização da política monetária americana vai impor ao país. Melhor do que brigar com os números seria fazer as reformas necessárias para corrigir esse quadro.

Tabela A.1: Indicadores utilizados pelo Fed para países emergentes

Pais	Saldo Conta Corrente (% PIB)	Dívida Pública Bruta (% PIB)	Inflação Média trienal (2011-13)	Variação quinquenal crédito bancário setor privado (% PIB) ¹	Dívida Externa ² / Export.	Reservas / PIB	Resultado Público Nominal (% PIB) ³	Crescim. trienal do PIB (2011-13)	Invest. Direto Estrang. (% PIB)
África Sul	-5,9%	43,0%	5,7%	-10,8%	122%	12,7%	-4,2%	2,6%	1,2%
Brasil	-3,7%	68,3%	6,1%	19,3%	197%	16,2%	-3,3%	2,0%	2,9%
Chile	-3,4%	12,9%	3,0%	6,0%	157%	14,1%	-0,7%	5,2%	11,4%
China	2,4%	22,9%	3,0%	47,9%	38%	41,1%	-1,8%	8,2%	1,5%
Colômbia	-3,5%	32,3%	2,7%	11,0%	151%	11,5%	-1,2%	5,0%	4,3%
Coréia	5,7%	35,7%	2,2%	-2,0%	74%	28,3%	0,9%	2,8%	0,9%
Filipinas	4,4%	41,2%	3,7%	2,0%	112%	27,9%	-2,0%	5,9%	1,1%
Índia	-2,7%	67,2%	10,5%	5,5%	130%	15,7%	-4,8%	4,8%	1,4%
Indonésia	-3,5%	26,2%	5,4%	8,8%	144%	10,8%	-2,4%	6,2%	2,3%
Malásia	3,3%	57,0%	2,5%	0,0%	46%	42,5%	-4,0%	5,2%	3,3%
México	-1,3%	44,0%	4,0%	1,5%	99%	13,2%	-2,3%	2,9%	1,1%
Rússia	1,6%	14,1%	6,4%	10,2%	139%	22,4%	-0,3%	3,0%	2,6%
Tailândia	-0,9%	47,1%	3,1%	23,4%	61%	33,2%	-3,4%	3,1%	2,2%
Taiwan	10,3%	41,3%	1,7%	16,2%	47%	85,6%	-1,8%	2,5%	0,7%
Turquia	-7,1%	36,0%	8,0%	25,5%	245%	13,4%	-1,1%	4,9%	1,6%

Hungria	2,3%	79,8%	3,2%	-3,4%	190%	35,3%	-3,0%	0,3%	10,6%
Peru	-5,5%	18,6%	3,4%	7,2%	165%	24,0%	0,1%	6,0%	6,1%
Polônia	-1,8%	57,6%	2,6%	11,4%	199%	19,8%	-4,5%	2,7%	0,7%

Fontes: FMI, BIS, UNCTAD, Banco Mundial e bancos centrais.

1/ Dados do BIS e dos bancos centrais de Chile, Peru e Taiwan para junho de 2008 a junho de 2013. 2/ Inclui na dívida externa os empréstimos inter-companhias feitos por empresas estrangeiras a suas subsidiárias no país, de acordo com critério adotado pelo FMI, Banco Mundial, BIS e OECD (http://www.jedh.org/jedh_instrument.html). Estoques de dívida em setembro 2013, exceto Taiwan, cujo dado é para junho 2013. 3/ Governo geral.

[ii] Graças ao cuidado do Guilherme Tinoco, economista do BNDES, descobri que a versão anterior deste post continha um erro no cálculo do Indicador Ampliado de vulnerabilidade. Meu obrigado ao Guilherme e desculpas pelo erro a quem leu a versão anterior.

[iii] Brasil, Chile, China, Colômbia, Índia, Indonésia, Malásia, México, Filipinas, Rússia, África do Sul, Coreia do Sul, Tailândia, Taiwan e Turquia.

[iiii] Para isso diminuimos o valor mínimo de cada série e depois dividimos o resultado pela diferença entre o maior e o menor valor.

[iv] Ver a apresentação “9º Balanço do PAC: Quadro Macroeconômico”, Ministro Gudio Mantega, 18 de fevereiro de 2014, disponível em <http://bit.ly/1mavy0n>.

[v] Essa ordem mudou com a correção do cálculo do Indicador Ampliado. Foi mal ter bobeadado nesse cálculo, sorte que não mudou muita coisa.

Share 46  0 Tweetar 25 Enviar Curtir 113

Adicionar comentário

Nome (obrigatório)

E-mail (obrigatório)

Website



1000 caracteres

Notifique-me de comentários futuros



Atualizar

Enviar

JComments

ÚLTIMOS BLOGS

Expressei-me mal

Sexta, 06 Junho 2014



No artigo que publiquei dia 6 de junho de 2014 no Valor Econômico (“A Segmentação do Mercado de Crédito”), afirmei...

- Terça, 13 Maio 2014 Breves Comentários ao livro de Sergio Leo, Ascensão e Queda do Império X
- Sexta, 25 Abril 2014 A Questão da Credibilidade da Equipe Econômica

More in [Blog Portugues](#)

SIGA-ME NO TWITTER

ARTIGOS EM JORNAIS

- [A Economia e as Eleições](#)
- [Os ciclos financeiros e o Brasil](#)
- [O Sentido da Liberdade](#)
- [A Segmentação do Mercado de Crédito](#)
- [As Perspectivas Econômicas de Longo Prazo](#)

Tweets

Seguir



Armando Castelar

17h

@ACastelar

A economia vai ser o tema principal desta eleição, eu acredito. Mais sobre isso em: bit.ly/1pJv8O6

Expandir



Armando Castelar

29 jul

@ACastelar

My comments about "The Strange Case of the Santander's Analyst"

bit.ly/1rZbFgV

Expandir



Armando Castelar

24 jul

@ACastelar

Mais um alerta, desta vez do IIF, sobre os riscos da normalização monetária para o mercado financeiro global:

bit.ly/1uiLlw6

Expandir



Armando Castelar

23 jul

@ACastelar

Bom artigo de capa da The Economist (potencial de crescimento EUA). Tema vai ganhar importância daqui para a frente: econ.st/1nB9mKu

Mostrar Resumo



In Focus

21 jul

Tweetar para @ACastelar

LIGAÇÕES ÚTEIS
