

A Crise Internacional e o Brasil

Márcio G. P. Garcia¹

14 de março, 2008

Apesar da boa situação atual, a incerteza quanto à duração e extensão da crise internacional aconselha cautela na política econômica.

Como recentemente bem caracterizou o ex-secretário do Tesouro dos EUA, Larry Summers, a crise atual, com epicentro nos EUA, é bastante grave por conjugar três ciclos viciosos. O primeiro é a corrente recessiva do ciclo keynesiano padrão: a redução de gastos dos consumidores, que agora dispõem de menos crédito, provoca queda nas vendas, nas rendas, no emprego e nos salários, o que realimenta a queda inicial de gastos.

O segundo é o ciclo de liquidação de ativos. Um pressuposto básico da economia é que curvas de oferta têm inclinação positiva, isto é, quando o preço do bem sobe, a quantidade ofertada desse bem aumenta. Quando o preço cai, a oferta diminui. No caso de ativos comprados com margem, ou seja, empréstimos com garantias parciais, isso pode não ocorrer. Quando o preço do ativo cai, o credor chama mais margem do devedor. Alguns devedores vão preferir entregar a garantia por não poderem satisfazer a chamada de margem, assim aumentando a oferta do ativo no mercado, pois o credor tem que vender o ativo para fazer caixa. Ou seja, a queda do preço, ao invés de reduzir, aumenta a oferta, realimentando o processo de queda do preço. Este processo é desestabilizador, ao contrário do que normalmente ocorre.

Finalmente, o terceiro ciclo vicioso advém da combinação dos dois primeiros. Sabe-se que a principal forma de o sistema financeiro resolver o problema da informação assimétrica é exigir garantias para emprestar. O valor dessas garantias depende do estado do ciclo econômico, bem como de outros movimentos, como o ciclo de liquidação anteriormente explicado. A combinação dos dois movimentos anteriores gera preços de ativos muito baixos, o que reduz valores de garantias e contrai o crédito da economia como um todo. Esse movimento adicional, induzido pelos dois ciclos anteriores, tenderia a amplificar o processo recessivo.

A economia americana já está em recessão. A questão é quais serão a duração e a profundidade da atual recessão, o que vai depender da extensão da crise financeira. O FED (banco central dos EUA) está tentando reativar a economia por meio de uma combinação de redução agressiva de juros e injeções de liquidez. Contudo, se o problema for de insolvência, e não de falta de liquidez, há o risco, considerado cada vez maior, de que tal combinação mostre-se ineficaz. Na terça-feira (11/3), o FED anunciou que aumentaria as injeções de liquidez, emprestando mais recursos, por prazo mais longo, contra garantias piores. Interrompeu a escalada pouco antes da “opção nuclear”, que seria dispor-se a comprar diretamente os ativos derivados de hipotecas. Bancos centrais de outros países também anunciaram medidas visando ao aumento de liquidez.

¹ Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

Entretanto, tais operações podem não resolver o problema central, que é o da possível insolvência de várias instituições financeiras que apostaram equivocadamente em ativos derivados de hipotecas. Ademais, o tamanho do rombo provocado no sistema financeiro pela queda de preço das casas não será sabido até que o preço dos imóveis residenciais pare de cair. Segundo Martin Wolf (Valor, 12/3), as estimativas atuais das perdas do sistema financeiro vão desde USD 100 bilhões (Bernanke), passando por USD 500 bilhões (Goldman Sachs), e chegando até USD 3 trilhões ou 20% do PIB dos EUA (Roubini).

Ainda que as perdas não sejam tão grandes quanto Roubini prevê, será necessário um esforço fiscal substancial para se evitar o risco sistêmico de um colapso em domínio de bancos. Esse *driver* da crise atual só deixará de se fazer sentir quando o mercado imobiliário se estabilizar, o que parece ainda estar longe de acontecer. Portanto, muita atenção aos índices de preços de imóveis residenciais nos EUA.

É fundamental ressaltar que há uma crise de confiança no mercado financeiro internacional, e ninguém quer emprestar a quem está insolvente. Os bancos, que sofreram pesadas perdas patrimoniais, precisam agora reduzir a alavancagem (a razão entre ativos e capital). Isso pode ser conseguido de duas formas: diminuindo os empréstimos, ou aumentando o capital. Para os acionistas de um banco, as duas opções se equivalem. Mas, para a sociedade, não. Há todo interesse coletivo de que o crédito agregado não se contraia, para não piorar a recessão (via canal do acelerador de crédito). Por isso, além de estar injetando liquidez no sistema, o governo dos EUA está recorrendo a outros instrumentos de política baseados em política fiscal expansionista. Além do pacote de US\$ 160 bilhões que deve se efetivar em meados de 2008, há uma série de outras iniciativas que, se vierem a ser tomadas, devem exigir gastos fiscais elevados, notadamente o apoio a estados e municípios para que não contraíam seus gastos fiscais, um programa de apoio a devedores de hipoteca em vias de inadimplir, e a capitalização das empresas públicas que garantem hipotecas (*Fannie Mae, Freddie Mac*).

Surpreendentemente, apesar da recessão nos EUA, o preço das *commodities* continua elevadíssimo. Alguns especulam que tal efeito não adviria só de uma eventual dissociação (*decoupling*) das economias emergentes, mas principalmente do fato de as *commodities* terem se tornado uma *asset class*, demandada por investidores institucionais ao redor do mundo. Com isso, seus preços teriam passado a se comportar mais como preços de ativos financeiros do que de insumos produtivos. Seja por qual razão for, o fato é que a economia brasileira continua a se beneficiar da elevação de preços de *commodities*. Os prêmios de risco para o Brasil permanecem baixos, e o câmbio, apreciado e muito pouco sensível à crise.

Isso facilita a condução da política monetária, embora haja dois riscos a ter em conta, um iminente, outro contingente. O risco iminente advém de a demanda agregada continuar a crescer a taxas superiores à do crescimento do PIB potencial. Os recentes números divulgados pelo IBGE mostram que as importações estão cobrindo a procura adicional por bens, e o investimento vem crescendo há quatro anos mais do que o PIB, assim aumentando a capacidade produtiva. Não obstante, é crescente a probabilidade de que a continuidade do quadro atual venha a levar o BC a voltar a elevar os juros em 2008. A ata do COPOM divulgada ontem confirma que o BC vem cogitando voltar a

e elevar a taxa Selic. Tal sinal já elevou os juros de prazo mais longo, que são os que importam para a determinação da demanda agregada. Mas tal efeito só persistirá se o BC vier a lastrear suas *Open Mouth Operations* com as elevações de juros que eventualmente se fizerem necessárias para manter a inflação na meta.

O risco contingente se materializaria caso a recessão nos EUA se agigantasse e se propagasse para os demais países, aumentando significativamente a aversão ao risco nos mercados financeiros. Neste caso, poderíamos voltar ao *crisis mode* de antigamente, ainda que muito mais bem protegidos pelas elevadas reservas cambiais, pelo regime de câmbio flutuante e pela desdolarização da dívida pública. A política monetária, neste caso, teria de fazer frente aos efeitos inflacionários de eventual depreciação cambial.

Claro que o enfrentamento desses desafios seria bastante facilitado caso a política fiscal fosse alterada de forma a fazer com que os gastos públicos viessem a crescer a taxas inferiores à do PIB. Entretanto, tal opção parece descartada pelo atual governo.