

# ***O Brasil frente ao recrudescimento da crise internacional***

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
16 de setembro, 2011

Da Europa, vem o temor do calote de vários países e da falência de grandes bancos; dos EUA, o medo de um duplo mergulho que jogue o mundo em nova recessão. O bólido chinês, com problemas de inflação, ameaça desacelerar fortemente. No Brasil, o dólar volta a subir rapidamente, enquanto a inflação assusta e a economia se desaquece lentamente. O BC, alarmado com a crise internacional, compra até a promessa de aperto fiscal do Executivo e faz uma aposta arrojada em juros mais baixos para manter a economia crescendo sem que a inflação fuja da meta.

Será que nosso crescimento voltará a se assemelhar ao voo da galinha? E o dólar, continuará barato ou subirá aos elevados níveis do passado? A inflação vai continuar aumentando? São muitas as dúvidas neste momento extremamente conturbado da economia internacional. Neste artigo, busco analisar brevemente a conjuntura internacional e seus prováveis desdobramentos para a economia brasileira.

Embora a velocidade dos acontecimentos recentes faça parecer que ocorreu há muito tempo, faz apenas pouco mais de um mês e meio que os políticos dos EUA conseguiram chegar a um acordo que impedisse o calote da dívida pública. Também no início de agosto, a classificadora de riscos *S&P* rebaixou a dívida dos EUA, aumentando ainda mais a incerteza e a aversão ao risco. O acordo celebrado entre democratas e republicanos para evitar o calote da dívida, contudo, tem sérios problemas macroeconômicos: ele manietta o governo no curto prazo, impedindo-o de combater a recessão via expansão temporária da política fiscal, ao mesmo tempo em que deixa de atacar os problemas fiscais de longo prazo, que constituem de fato a grande ameaça à solvência dos EUA. Os números do PIB dos EUA, bem como a não geração de novos empregos em agosto, mostraram que economia está praticamente estagnada, com alto risco de voltar à recessão. O recente discurso de Obama sobre como gerar empregos tenta retomar a expansão fiscal, mas a aguda disputa política não deixa muita esperança de que venha a ter sucesso.

Frente a tal situação, em atitude inusitada, o FED prometeu manter juro zero até meados de 2013. Busca assim incentivar empresas e famílias a voltarem a gastar. O problema é que muitas empresas e famílias estão sobreendividadadas (alavancadas), e quem está preocupado em pagar dívidas tem que cortar consumo e investimento. Muitas empresas, ao contrário, nadam em liquidez, mas estas tampouco investem porque temem não ter para quem vender. Esperam-se novas medidas na próxima reunião do FED, na semana que vem, mas não está claro que haja muito que possa ser feito para encurtar a crise.

Na Europa, a situação é ainda pior. Após longo processo de negação da inevitabilidade de uma redução substancial da dívida grega (*haircut*), um novo programa foi, afinal,

---

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

aprovado, mas sua implementação está sendo posta em dúvida pelos mercados. As decisões econômicas que se fazem necessárias na área do Euro enfrentam dificuldades políticas ainda maiores do que nos EUA, por envolverem diversos países e requererem unanimidade. Os mercados acreditam que haverá um calote grego, além de também descontarem calotes de outros países pequenos, Portugal e Irlanda, e até mesmo de alguns dos grandes, Itália e Espanha. Bancos franceses, recheados de papéis das dívidas soberanas ora em xeque, sofrem a debandada de investidores e encontram dificuldades em obter financiamento interbancário.

Caso os líderes europeus não consigam chegar a um acordo que convença os investidores de que não será admitida uma sequência de calotes soberanos que chegue a atingir os maiores países, grandes bancos podem vir a quebrar. Teme-se que tal quebradeira gere efeito dominó, semelhante ao ocorrido há três anos, quando quebrou o banco *Lehman Brothers*, nos EUA. Neste cenário catastrófico, no qual nosso BC decidiu apostar, se repetiria a paralisia do crédito internacional observada em 2008.

A fonte de crescimento da economia mundial está nos países emergentes, sendo a China seu dínamo. O problema é que a China luta com uma inflação de 6,5% e tenta, com dificuldades, desacelerar seu crescimento via contenção do crescimento do crédito. Para que o crescimento chinês permaneça elevado a médio prazo, será necessário que passe a depender menos do investimento e das exportações e mais do consumo interno. Isto envolve, entre outros fatores, a apreciação da taxa de câmbio, tema notoriamente difícil para as autoridades chinesas. Dada a complementaridade entre as economias chinesa e brasileira, os prognósticos para a China tornam-se ainda mais importantes para determinar nosso crescimento futuro.

Para avaliar os prováveis desdobramentos da crise internacional sobre a economia brasileira, hoje, vale recordar nossa reação à crise de 2008.<sup>2</sup> Naquela oportunidade, o principal canal de transmissão da crise internacional para a economia brasileira foi a maciça contração internacional de crédito. Fragilidades financeiras internas ampliaram o impacto recessivo da contração creditícia: grandes empresas alavancadas em derivativos cambiais negociados com grandes bancos sofreram pesadas perdas. Apesar da hígidez de nosso sistema financeiro, bancos pequenos e médios, e até mesmo um grande banco, sofreram grandes dificuldades financeiras oriundas da severa contração da liquidez. Tentou-se “desempoçar” a liquidez de diversas formas. Foram liberados depósitos compulsórios, incentivando bancos maiores a comprar carteiras dos menores com dificuldades de liquidez, aperfeiçoando e alongando o prazo do redesconto, e finalmente, criando-se um seguro para depósitos até R\$ 20 milhões, o DPGE (Depósito a Prazo com Garantia Especial), garantido pelo FGC (Fundo Garantidor de Créditos). O resultado final foi considerado satisfatório, com o sistema financeiro nacional não sofrendo grandes danos, malgrado a severidade da crise.

No que tange ao *mix* de políticas macroeconômicas, não há tanta concordância quanto ao acerto das ações governamentais. O Gráfico 1 mostra quatro séries: a taxa Selic, a inflação acumulada nos 12 meses passados (IPCA), a inflação prevista para os 12 meses futuros (IPCA) e o índice de produção industrial (escala à direita). Às vésperas da

---

<sup>2</sup> Em trabalho realizado para a ANBIMA, disponível em <http://www.anbima.com.br/mostra.aspx?id=1000001380>, revejo as razões para a resiliência demonstrada pela economia brasileira durante a crise de 2008.

eclosão da crise de 2008, dada a elevação da inflação, tanto ocorrida quanto prevista, ambas acima da meta (4,5%), o BC vinha elevando a taxa Selic, que se encontrava em 13,75%. A crítica que muitos fazem ao BC é que ele teria errado ao manter inalterada a Selic durante o último trimestre de 2008, apesar do colapso do nível de atividade. Há, contudo, que se lembrar que a taxa de câmbio elevou-se significativamente, com o dólar chegando a beirar os R\$ 2,50. O real depreciou-se 62% em relação ao dólar, entre agosto e dezembro de 2008. O impacto inflacionário da depreciação cambial só não foi maior porque os preços das *commodities*, em dólar, colapsaram, o que ora não está ocorrendo, como mostra o Gráfico 2. Note-se que, mesmo com a acentuada queda do nível de atividade, a queda da inflação, tanto da prevista como a da realizada, não foi muito acentuada, permanecendo ao redor da meta para inflação, demonstrando que o BC cumpriu o mandato da sistemática de metas para a inflação.

O padrão internacional de reação à crise foi recorrer à expansão fiscal apenas quando a expansão monetária já havia se esgotado, com taxas de juros perto de zero. Por isso vários países reduziram significativamente os juros, enquanto o BC só o fez até 8,75%. Isto ocorreu porque as políticas fiscal e parafiscal (expansão de crédito subsidiado via bancos públicos, sobretudo o BNDES) foram rápida e fortemente expandidas, limitando a capacidade de o BC reduzir mais os juros sem colocar em risco o controle inflacionário. Teria sido melhor recorrer mais ao relaxamento da política monetária do que à expansão fiscal, pois a primeira age com muito mais rapidez e de forma homogênea, afetando todos os agentes econômicos. Pode-se debater eternamente de quem é a culpa do *mix* errado de políticas macroeconômicas no combate à crise passada. Da Fazenda ou do BC? Mas isto, agora, pertence à história econômica.

Na reação à crise atual, o BC já decidiu baixar os juros confiando que as políticas fiscal e parafiscal não apresentarão o perfil expansionista da crise passada. De fato, a ata da última (161<sup>a</sup>) reunião do COPOM e as recentes entrevistas de seu presidente deixam claro estar o BC determinado a seguir trajetória bem distinta daquela seguida na reação à crise de 2008, ressaltando os impactos da crise mundial atual sobre a inflação. O cenário que parece guiar a decisão do COPOM é construído com base em modelo computável, na presunção de que ocorra uma crise externa com menor impacto sobre a economia brasileira (1/4 do impacto de 2008), ainda que mais persistente (não especifica o período). A ata (parágrafo 18) diz que, nesse cenário “... a atividade econômica doméstica desacelera e, apesar de ocorrer depreciação da taxa de câmbio e de haver redução da taxa básica de juros, entre outros, a taxa de inflação se posiciona em patamar inferior ao que seria observado caso não fosse considerado o supracitado efeito da crise internacional.” Trata-se de um modelo novo, cuja confiabilidade ainda deverá ser testada ao longo do tempo. A reação de analistas fora do BC que lidam também com modelos econométricos parece indicar que, a menos que a severidade da crise internacional seja elevada, baixando significativamente os preços das *commodities* que compõem nosso índice de inflação (sobretudo alimentos, vide Gráfico 2), a convergência da inflação para a meta em 2012 estaria seriamente ameaçada.

Há outras ameaças, também mencionadas na ata. Os aumentos salariais acima da produtividade é um deles. O aumento do salário mínimo em janeiro de 2012, que deve se situar por volta de 14% é um elemento que dificulta muito a contenção dos aumentos salariais ora negociados. Com o mercado de trabalho aquecido, é muito difícil que a meta para inflação, 4,5%, sirva como base para fixação de reajustes salariais.

Outra ameaça é que a política fiscal siga sendo expansionista. O BC resguarda-se, afirmando (parágrafo 27) que “*O Copom reafirma que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais.*” Em relação à expansão do crédito subsidiado via bancos públicos, também adverte (parágrafo 28) que “... *considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito*”, embora não mencione a importância de moderar o volume total de crédito via bancos públicos, e não só os subsídios.

Infelizmente, há muito pouca evidência de que o governo, de fato, vá alterar as políticas fiscal e para-fiscal de forma significativa. Ainda que a situação fiscal do Brasil seja tranquila no curto prazo, há diversas ameaças de médio e longo prazo que deveriam estar sendo atacadas, a começar pelo déficit previdenciário.

Em suma, o BC tomou a decisão de cortar a taxa Selic com base em aposta no cenário internacional, no arrefecimento das demandas salariais em um contexto de mercado de trabalho aquecido, e na esperança de que o governo reverta suas políticas fiscal e para-fiscal expansionistas. Pode dar certo? Talvez, e para isso torcemos. Não obstante, a boa técnica de política monetária não aconselha bancos centrais a tomarem decisões tão arriscadas. Dado que a decisão de reduzir a Selic, que deve prosseguir nas próximas reuniões do COPOM, já está tomada, só nos resta cobrar do governo que cumpra sua parte, apertando a política fiscal.

É importante abordar a questão da credibilidade do BC. Como se sabe, o sucesso da política monetária reside fundamentalmente na crença dos agentes econômicos que o BC vai manter a inflação próxima à meta. Tal credibilidade está afetada, porque se passou a duvidar que o COPOM possa decidir autonomamente sobre a fixação da taxa de juros. Tal impressão pode muito bem ser falsa, mas ela existe. E isto afeta negativamente a credibilidade do BC e, portanto, a eficiência da política monetária. Para que não haja perda ainda maior de credibilidade é necessário que, caso as hipóteses contidas na ata do Copom não se verifiquem, com a inflação dos próximos meses não convergindo para a meta, o BC reverta o movimento de queda da Selic.

Quanto à taxa de câmbio, sua trajetória futura estará condicionada, no plano externo, ao desenrolar da crise internacional e seus impactos sobre o crédito internacional, nível de atividade e preços de *commodities*, bem como, no plano interno, à condução das políticas monetária e fiscal. É pequena a probabilidade de depreciação tão acentuada como a registrada na crise de 2008, uma vez que não há notícias que empresas tenham voltado a especular em derivativos cambiais. Não obstante, a recente e rápida depreciação do real alterou o foco das apreensões, voltando a preocupar seu impacto inflacionário.

Em suma, vivemos um período de enorme incerteza nas economias desenvolvidas, com repercussões muito profundas, muito além da esfera econômica. Nossa economia será negativamente afetada, ainda que a situação relativa do Brasil seja boa. A reação do BC à crise, ao reduzir os juros, aumentou o risco inflacionário. Mais do que nunca, o crescimento futuro da economia brasileira reside na contenção da expansão fiscal, bem como nas reformas estruturais que precisam retornar à discussão da sociedade civil e do Congresso Nacional.

Gráfico 1: A Reação do BC frente às Crises

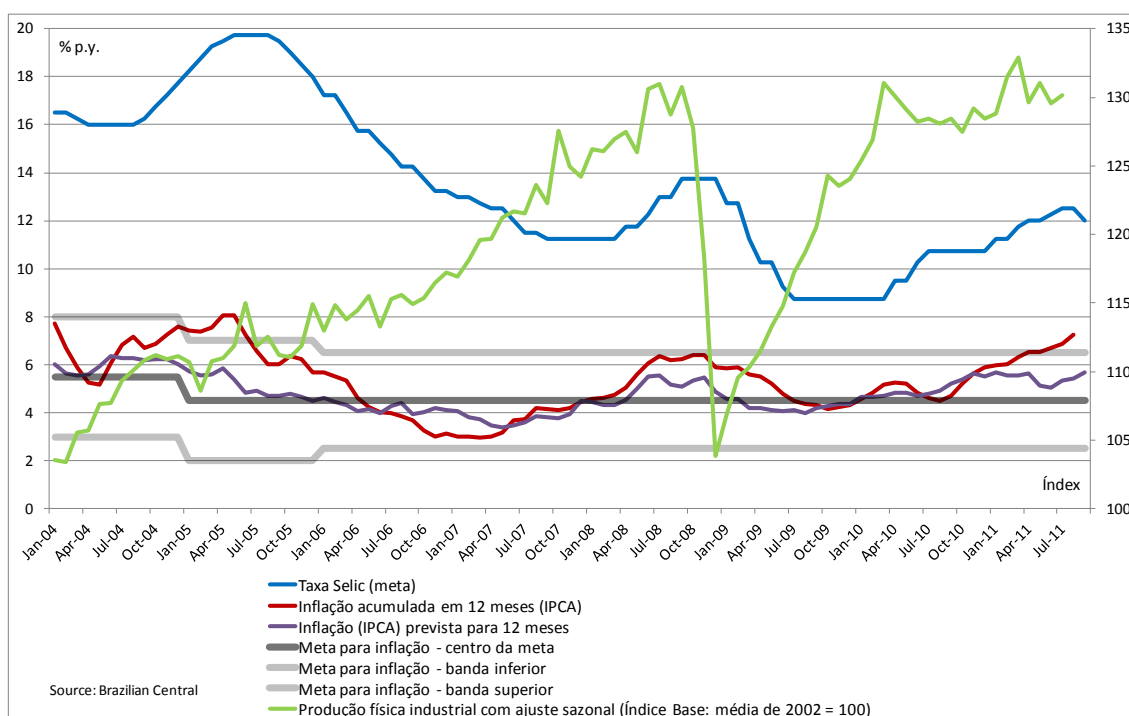


Gráfico 2: Índice de Preços de *Commodities* (em dólar)

