

# A Crise e o Brasil

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
21 de novembro, 2008

*É importante não aprofundar os equívocos de nossa política econômica ao enfrentar a crise.*

Quedas recentes das bolsas ao redor do mundo mostram que a crise financeira internacional continua avançando apesar de todas as medidas tomadas por diversos governos. Como se sabe, a crise teve início nos EUA há mais de um ano, no mercado de títulos lastreados em hipotecas “sub-prime”. Desde então, sua dimensão financeira vem se agravando significativamente, forçando a quebra ou o salvamento de importantes bancos internacionais. A virulência e a abrangência inusitadas da crise financeira deveram-se a dois principais fatores: mercados financeiros globalizados e excessiva alavancagem, tanto de instituições financeiras quanto das famílias.

Do lado das famílias, nos EUA, é preciso ter em conta que era possível comprar casas com uma entrada de apenas 5% do valor total. Às vezes, até com menos. As hipotecas eram empacotadas e revendidas a terceiros (securitizadas), que com elas montavam sofisticadas estruturas financeiras que permitiam grande alavancagem. Tudo se passava como se a instituição aplicadora nessas estruturas financeiras estivesse comprando os títulos lastreados em hipoteca com dinheiro emprestado de terceiros. Aí também a alavancagem era grande, 30, 50 e até 100 vezes (alavancagem de X vezes quer dizer que se toma emprestado para investir R\$X com apenas R\$1,00 de recursos próprios). A viabilidade dessas operações financeiras dependia apenas de uma variável: o preço dos imóveis residenciais, que subia sem parar. Como nada sobe para sempre, em 2006, o preço das moradias interrompeu sua escalada, dando início à queda do castelo de cartas.

Mercados nos quais os compradores estão alavancados têm comportamento diferente dos mercados normais. Em geral, quando o preço de um bem cai, a oferta desse bem tende a se contrair, o que limita a queda do preço. No caso de mercados alavancados, isso não necessariamente ocorre. Como o ativo financeiro foi comprado com dinheiro emprestado, a queda do preço do ativo representa uma perda muito substancial em relação ao capital próprio empregado. Se o ativo valia R\$100 e foi comprado com empréstimo de R\$95 (alavancagem de 20 vezes), quando o preço do ativo cai 10%, para R\$90, a perda, R\$10, em relação ao capital investido, R\$5, é de 200%. E o empréstimo de R\$95 continua tendo que ser pago. Se o investidor não tiver os R\$5 adicionais necessários para saldar o empréstimo, o banco retomará o ativo e tentará vendê-lo em mercado. Ou seja, a queda inicial do preço do ativo, ao invés de diminuir a oferta do ativo, tende a aumentá-la, agravando a queda do preço em um mercado já com poucos compradores. Esse círculo vicioso tem gerado enormes distorções de preços, e agravado em muito a dimensão financeira da crise.

O choque financeiro inicial contraiu o crédito: frente às perdas financeiras, os bancos passaram a ter de lidar com crédito mais raro e caro. Isso comprometeu ainda mais o

---

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

mercado hipotecário, além de outros, como os de bens duráveis. Atingiu também o crédito ao investimento e à operação das empresas. Finalmente, a redução de gastos dos consumidores, que passaram a dispor de menos crédito, provocou queda nas vendas, nas rendas, no emprego e nos salários, o que realimentou a queda inicial de gastos. Esses três movimentos interligados explicam a conjuntura recessiva pela qual o mundo ora passa.

O desafio principal no momento, portanto, é conter a crise financeira e reativar a economia mundial. Apesar das idas e vindas, uma sucessão de medidas vem sendo adotadas para tentar evitar que o pânico das corridas bancárias se alastre. Após a nacionalização e injeção de capital em vários bancos internacionais, parece que o risco de “derretimento” do sistema financeiro internacional foi bem reduzido, ainda que as ações de bancos internacionais continuem a perder valor de forma espantosa. Ao mesmo tempo em que vêm tentando evitar quebras de bancos, os governos vêm usando as políticas monetária e fiscal para reativar a economia. Como a política monetária já foi relaxada quase ao máximo nos EUA, recorre-se à política fiscal. Em paralelo, vêm sendo adotadas medidas alternativas para reativar o fluxo de crédito ao setor produtivo e aos consumidores.

E nós, no Brasil? Após passarmos um longo período da crise iludidos com a manutenção dos altos preços de *commodities*, vimos, com surpresa, a crise afetar de forma muito intensa nossos mercados financeiros. A partir de outubro, o dólar disparou e a bolsa despencou. O crédito se contraiu, e o BC teve que atuar fortemente para evitar problemas com instituições financeiras de menor porte, estranguladas pela rápida contração do crédito interbancário.

Em termos de nível de atividade, continuamos muito melhor do que os países desenvolvidos, embora o crescimento de 2009 não deva ultrapassar os 3%. Se a recessão vier também bater à nossa porta, o BC tem, ao contrário dos bancos centrais do mundo desenvolvido, amplo espaço para baixar juros (e também liberar depósitos compulsórios). No momento, no entanto, tendo-se em conta os prováveis impactos inflacionários da acentuada depreciação do real, isso não parece nem necessário nem aconselhável.

O grande perigo que corremos neste momento continua a residir na política fiscal. Nos anos de robusta expansão mundial, 2003-2007, perdemos excelente oportunidade de realizar reformas que permitissem conter a rápida expansão dos gastos públicos correntes, bem como de implementar meta para o superávit fiscal ajustada pelo ciclo econômico, que possibilitasse a adoção de política fiscal anticíclica. Tal falha agora nos impede de reduzir mais ativamente a taxa de juros, bem como de aumentar mais significativamente o gasto de investimento público.

Mas há ainda o risco de se piorar a situação. Falsamente escudadas pelo clamor em favor de aumento de gastos fiscais em países desenvolvidos ora em recessão e em países emergentes com altas taxas de poupança interna, nossas autoridades econômicas parecem ter encontrado a desculpa ideal para prosseguir na expansão excessiva dos gastos públicos. Há aí dois erros superpostos: nem o governo brasileiro tem hoje espaço para aumentar ainda mais o gasto público, como também o tipo de aumento que vem se fazendo, via aumento de gastos de pessoal e de previdência, nada tem de anticíclico.

Gastos anticíclicos são tipicamente projetos de investimento de curta duração, que possam ser feitos rapidamente e tenham fim, sem representarem aumento permanente de despesa. Os aumentos de gastos que vêm ocorrendo, com enormes repercussões em orçamentos futuros, nada têm de anticíclicos. Muito melhor seria conter a expansão dos gastos correntes, focar no investimento público, e abrir espaço para o relaxamento da política monetária.