

As incertezas para 2009

Márcio G. P. Garcia¹
19 de dezembro, 2008

Se o governo exagerar na dose das medidas que vem tomando contra a crise pode acabar agravando seus efeitos.

Finalizei recente palestra com votos de boas festas e próspero ano novo. Um participante brincou que, após tudo que havia mostrado, faria mais sentido eu desejar um feliz 2010. De fato, 2009 afigura-se como um ano de muitas incertezas e agruras.

Passada a ilusão do desaclopação e da marolinha, estamos sofrendo as inevitáveis conseqüências da contração internacional de crédito. Mesmo bem mais robusta do que nas crises anteriores, a economia brasileira terá desempenho condicionado à extensão e profundidade da crise internacional.

A crise internacional, já agora oficialmente reconhecida nos EUA como recessão, exhibe característica muito pouco alvissareira: as previsões têm sido continuamente revistas para pior à medida que a crise progride. Diversos economistas de renome queimaram a língua prevendo inicialmente crise curta e pouco profunda. As perspectivas de hoje são significativamente piores do que as do início da crise.

Ao lado de inúmeras medidas expansionistas de política monetária e fiscal ao redor do mundo, a mais recente mudança foi a adoção do afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*) pelo FED. Afrouxar (expandir) a política monetária equivale, normalmente, a reduzir a taxa real de juros. Isto é obtido através da redução da taxa nominal de juros, dada a expectativa de inflação. Quando a taxa de juros nominal chega a zero, o mínimo que se pode obter, se houver deflação (queda no nível geral de preços), haverá taxa real de juros positiva, que não pode ser reduzida pelo FED via manipulação da taxa nominal de juros. O “afrouxamento quantitativo” é a política monetária expansionista quando se chega à taxa nominal zero. Trata-se de continuar expandido a base monetária, via operações expansionistas de mercado aberto, mesmo quando não há mais como reduzir a taxa nominal de juros.

O FED já havia anunciado que iria comprar até US\$600 bilhões de títulos lastreados em hipotecas emitidos ou garantidos pelas agências governamentais *Fannie Mae*, *Freddie Mac*, *Ginnie Mae* e pelos *Federal Home Loan Banks*. O FED também anunciou a criação de outro programa—o TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*)—para emprestar até US\$ 200 bilhões aos detentores de títulos AAA lastreados em empréstimos a estudantes, empréstimos para comprar carros, recebíveis de cartão de crédito e empréstimos a pequenas empresas. Recentemente, o FED anunciou que também compraria títulos de longo prazo. A compra de tais títulos reduz a taxa de longo prazo da economia dos EUA, estimulando os investidores, hoje muito avessos ao risco, a abandonarem os títulos do tesouro dos EUA e a financiarem algum outro tipo de gasto

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

(investimento, consumo) de longo prazo. Também tende a estimular o consumo e o investimento, ao reduzir a taxa de juros de longo prazo.

Ao realizar a compra de todos esses ativos, o FED expandiu seu ativo de cerca de US\$ 900 bilhões em junho deste ano para cerca de US\$ 2,2 bilhões. Essa fantástica quantidade de acumulação de ativos foi financiada com igualmente espetacular expansão de moeda. Apesar da imensa injeção de moeda, a contração do crédito não deixa que a inflação suba no curto prazo, nem que as expectativas de inflação de longo prazo subam. Contudo, há o temor que, se e quando a economia retomar o crescimento, o excesso de liquidez possa conduzir da quase-deflação à hiperinflação. O FED teria que agir rápido, vendendo seus novos ativos e contraindo a moeda. É como se o FED fosse um médico que administrasse quantidades enormes de um remédio para salvar um paciente muito doente. Normalmente, dose tão forte do remédio seria letal, mas é o único jeito de salvar o paciente. Mas, se o tratamento der certo, é preciso reduzir rapidamente a dose, ou o excesso de remédio pode matar.

Há alguns sinais de que o tratamento de choque pode estar dando resultados. A taxa de empréstimos interbancários, a Libor, caiu significativamente. Também caiu a taxa de hipotecas, o que é boa notícia, pois ajuda o mercado imobiliário, epicentro original da crise, que ainda gera *after-shocks*. Mas não há certeza de que o pior tenha passado. Os próximos meses serão decisivos para determinar se o pânico financeiro foi estancado, que bancos pararam de quebrar e que o crédito voltará a fluir, ainda que em bases significativamente mais reduzidas.

No Brasil, o governo resolveu impedir a desaceleração da economia, via implementação de política fiscal mais expansionista, equivocadamente contemplando aumento significativo de gastos permanentes, bem como forte expansão de crédito de bancos oficiais. Simultaneamente, o BC liberou compulsórios e interveio nos mercados cambiais. Recentemente, o governo divulgou intenção de usar as reservas cambiais para financiar temporariamente os vencimentos não rolados da dívida privada, que é muito maior que a pública. O problema é que os vencimentos são altos e a taxa de rolagem está muito baixa. Se o governo exagerar, pode comprometer a atual sólida posição de nossas reservas cambiais. Além disso, o impulso fiscal, ao impedir a natural contração das importações e do déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos, contribui para agravar a situação do mercado cambial.

A ata do Copom, divulgada ontem, deixa ainda mais claro que a taxa Selic cairá a partir de janeiro, a menos de notícias muito ruins no *front* da inflação. Tal perspectiva ajuda a combater a contração da demanda e pode não comprometer o controle inflacionário caso se mostrem fortes os efeitos deflacionários da contração do crédito sobre a demanda e a queda dos preços das commodities. Mas isso ainda é uma incógnita.

Há vários riscos. A curto prazo, se a contração de crédito internacional não arrefecer, a pressão sobre o financiamento externo pode aumentar, elevando o risco-Brasil e depreciando o real, com maiores impactos inflacionários. A médio prazo, como ressaltou Affonso Pastore, a tentativa do governo de impedir a queda no crescimento via aumento de gastos fiscais permanentes com intervenções cambiais, aliada à queda da Selic, pode gerar um trade-off temporal perverso: menor queda do crescimento e menos inflação no curto prazo e menos crescimento e mais inflação no médio prazo. Como

agravante, se houver troca de comando no BC sem a manutenção da atual credibilidade, a deterioração das expectativas inflacionárias seria mais rápida. Seria uma boa hora para reviver o projeto de autonomia operacional do BC, mas não deve acontecer. A longo prazo, se a continuidade da expansão fiscal vier a comprometer os superávits primários, podem retornar as dúvidas sobre a solvência da dívida pública.

A boa notícia é que economistas estão geralmente errados. Feliz 2009.