



# APOSTA ARRISCADA EM MOMENTO DIFÍCIL

A crise econômica nascida nos Estados Unidos e que agora abala diversos países europeus ainda não teve reflexos drásticos na economia brasileira, mas a preocupação é grande. A lembrança dos erros e acertos das estratégias adotadas na crise de 2008 é valiosa para que o Brasil busque um melhor entendimento entre as políticas fiscais do governo e as decisões do Banco Central, que vem reduzindo a taxa básica de juros em uma aposta incerta para manter o crescimento do país.

**MÁRCIO G. P. GARCIA**

*Departamento de Economia,  
Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro*





**D**a Europa, vem o temor do calote de vários países e da falência de grandes bancos; dos Estados Unidos, o medo de um duplo mergulho que jogue o mundo em nova recessão. O bólide chinês, com problemas de inflação, pode desacelerar fortemente. No Brasil, o dólar ameaça uma rápida subida, enquanto a inflação assusta e a economia desaquece. O Banco Central (BC), alarmado com a crise internacional, compra a promessa de aperto fiscal do governo e faz aposta arrojada em juros mais baixos para manter a economia crescendo sem que a inflação fuja da meta.

Nosso crescimento voltará a se assemelhar ao voo da galinha? O dólar seguirá barato ou subirá como no passado? A inflação continuará aumentando? São muitas as dúvidas neste momento extremamente conturbado da economia internacional. Este artigo busca analisar a conjuntura internacional e seus prováveis desdobramentos para a economia brasileira.

Embora pareça ter ocorrido há muito tempo, faz menos de seis meses que os políticos dos Estados Unidos chegaram ao acordo que impediu o calote de sua dívida pública. Tam-

bém em agosto de 2011, a agência avaliadora de riscos Standard & Poor's rebaixou a classificação do país, aumentando ainda mais a incerteza. O acordo entre democratas e republicanos para evitar o calote da dívida, porém, não deu certo, já que mais tarde o supercomitê bipartidário se declarou incapaz de chegar a um consenso.

A solução de cortes automáticos a ser implementada manietou o governo no curto prazo, impedindo-o de combater a recessão por meio da expansão temporária da política fiscal, e mesmo tempo deixa de atacar os problemas fiscais de longo prazo, a grande ameaça à solvência do país. A economia norte-americana está praticamente estagnada, com alto risco de voltar à recessão. Frente a tal situação, em atitude inusitada, o banco central dos Estados Unidos (FED) prometeu manter juro zero até meados de 2013 e deflagrou a operação *twist*, que visa a baixar a taxa de juros de longo prazo, buscando incentivar empresas e famílias a voltarem a gastar. O problema é que muitas empresas e famílias estão sobre-endividadadas, e quem tem dívidas a pagar precisa cortar consumo e investimento. Outras empresas ainda contam com muitos recursos, mas não investem porque temem não ter para quem vender. A política monetária parece exaurida e a política fiscal deve se tornar contracionista em 2012.

&gt;&gt;&gt;





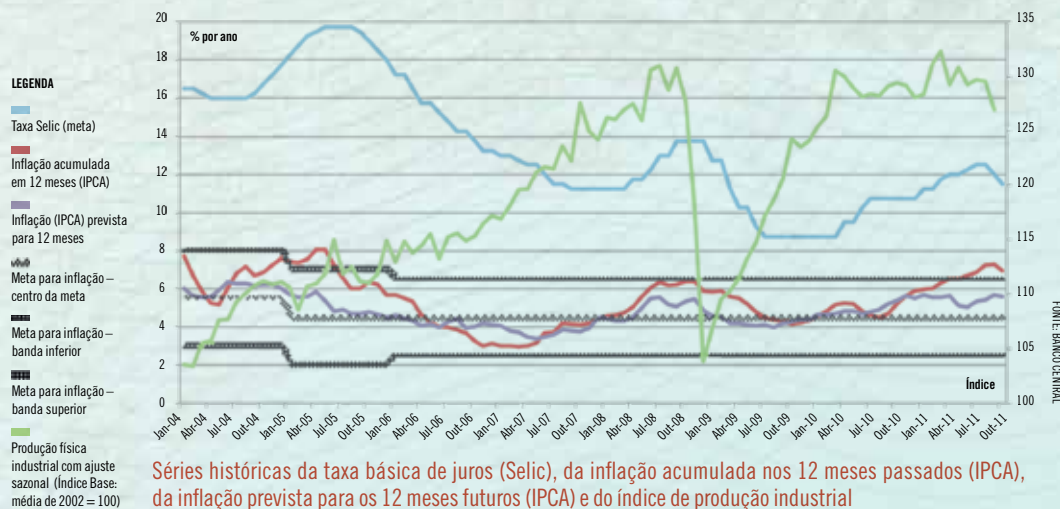
Na Europa, a situação é ainda pior. Após longo processo de negação da inevitabilidade de uma redução substancial da dívida grega, novas iniciativas foram implementadas. Sempre muito pouco, muito tarde, com os mercados financeiros desafiando sua implantação, continuando a vender grande quantidade de bônus de Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha

(grupo conhecido como PIIGS) e elevando o custo de financiamento das dívidas desses países. As decisões econômicas necessárias na União Europeia enfrentam dificuldades políticas ainda maiores que as dos Estados Unidos, já que envolvem diversos países e exigem unanimidade. Os mercados dão como iminente um colapso grego e temem a possibilidade de colapsos de outros países pequenos (Portugal e Irlanda) e até de alguns grandes (Itália e Espanha). Medidas mais fortes eram esperadas para a reunião de líderes europeus em 9 de dezembro passado, mas era grande o ceticismo.

Os bancos, não só dos PIIGS, mas também de França, Alemanha e até Estados Unidos, recheados de papéis das dívidas desses países, sofrem uma debandada de investidores e têm dificuldades para obter financiamento interbancário. Caso os líderes europeus não consigam um acordo capaz de convencer os investidores de que não haverá uma sequência de colapsos soberanos que atinja os maiores países, grandes bancos podem quebrar, e teme-se que isso gere efeito dominó, similar ao ocorrido há três anos, quando o banco norte-americano Lehman Brothers quebrou. Nesse cenário catastrófico, 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 contra inflação elevada e tenta, com dificuldades, impedir que esta aumente sem frear demais seu crescimento. Para isso, precisará passar a depender menos do investimento e das exportações e mais do consumo interno. Dada a complementaridade entre as economias chinesa e brasileira, os prognósticos para a China tornam-se ainda mais importantes para determinar nosso crescimento futuro.

**O exemplo de 2008** Para avaliar os prováveis efeitos da crise internacional na economia brasileira, hoje, vale recordar nossa reação à crise de 2008. Na época, o principal canal de transmissão da crise internacional para a economia nacional foi a maciça contração internacional de crédito. Fragilidades financeiras internas ampliaram o impacto recessivo dessa contração: grandes empresas apostaram que a taxa de câmbio não voltaria a se depreciar fortemente, envolveram-se em complexas operações financeiras e



sofreram pesadas perdas, e bancos pequenos e médios, e até um grande, tiveram grandes dificuldades financeiras. Tentaram-se diversas medidas de correção. Foram liberados depósitos compulsórios, incentivando bancos maiores a comprar carteiras dos menores com dificuldades, alongados os prazos de pagamento de empréstimos do Banco Central (redesconto) e criado um seguro para depósitos até R\$ 20 milhões. Com isso, o sistema financeiro nacional não sofreu grandes danos, apesar da severidade da crise. Não se espera que tais problemas se repitam na crise atual.

No que tange às políticas macroeconômicas, não há tanta concordância quanto ao acerto das ações governamentais. Às vésperas da eclosão da crise de 2008, dada a elevação da inflação (tanto a ocorrida quanto a prevista estavam acima da meta de 4,5%), o BC vinha elevando a taxa básica de juros (Selic), que já atingia 13,75%. Muitos dizem que o BC teria errado ao manter inalterada a Selic no último trimestre de 2008, apesar do colapso do nível de atividade. No entanto, cabe lembrar que a taxa de câmbio elevou-se significativamente: o dólar chegou a beirar os R\$ 2,50, e de agosto a dezembro daquele ano o real depreciou-se 62%, em relação ao dólar. O impacto inflacionário dessa depreciação só não foi maior devido à queda brusca dos preços dos produtos básicos, em dólar, o que hoje não está ocorrendo. Note-se que, mesmo com a acentuada queda do nível de atividade, a inflação (a prevista e a realizada) não teve queda muito acentuada, ficando ao redor da meta (ver gráfico).

O padrão internacional de reação à crise de 2008 foi recorrer à expansão fiscal (aumento de gasto do governo ou corte de impostos) apenas quando a expansão monetária (aumento da moeda em circulação) já havia se esgotado, com taxas de juros perto de zero. Por isso, vários países reduziram muito os juros, enquanto no Brasil os juros só foram reduzidos até 8,75%. Isso ocorreu porque aqui as políticas fiscal e parafiscal (expansão de crédito subsidiado nos bancos públicos) foram rápida e fortemente expandidas, limitando a capacidade de o BC reduzir mais os juros sem pôr 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 afetando todos os agentes econômicos.



**Inflação e incerteza** Na reação à crise atual, o BC já decidiu baixar os juros, confiando que as políticas fiscal e parafiscal não exibirão o perfil expansionista da crise passada. A taxa Selic foi reduzida de 12,5% para 11% (em 31/11/2011), e o banco admitiu que a meta da inflação (4,5%) talvez só seja atingida em 2013. Estima-se que a inflação de 2011 deve ficar por volta de 6,5%. Em termos econômicos, é indiferente o índice ser 6,51% ou 6,49%, mas não em termos políticos. Seria a primeira vez, desde 2004, que a inflação superaria o limite superior da previsão, e isso poderia vir a ser explorado politicamente, sobretudo se, como também deve ocorrer, o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2011 for baixo (a pesquisa do BC prevê 3,14%, mas pode ser ainda menor).

O mais importante é o comportamento futuro da inflação. E há várias ameaças, reconhecidas pelo BC em documentos públicos. Uma delas está nos aumentos salariais acima da produtividade. O aumento do salário mínimo em janeiro de 2012, que deve se situar por volta de 14%, dificulta muito a contenção dos aumentos salariais. Com o mercado de trabalho aquecido, a meta de inflação (4,5%) dificilmente serve como base para reajustes salariais. Em geral, os acordos salariais recentes têm registrado aumentos percentuais bem maiores, não raro nos dois dígitos.

Outra ameaça é que a política fiscal siga sendo expansionista. O pacote fiscal lançado pouco antes da divulgação do crescimento nulo do PIB no terceiro trimestre de 2011 aumentou tal preocupação. Ou que o governo, se houver um desaquecimento mais rápido da economia, volte a recorrer à expansão do crédito por meio dos bancos públicos (política parafiscal). 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.

A decisão de realizar sucessivos cortes na taxa Selic foi tomada pelo BC, há três meses, com base em apostas arriscadas: de que a crise internacional nos permitiria importar deflação (o que reduziria preços de produtos importados e exportados), de que as demandas salariais arrefeceriam apesar do mercado de trabalho aquecido, e de que o governo reverteria as políticas fiscal e parafiscal expansionistas. Os impactos deflacionários da crise europeia tornaram essa estratégia menos arriscada, mas ainda há ameaças.

Nesse contexto, a questão da credibilidade do BC é importante. Como se sabe, o sucesso da política monetária depende da crença dos agentes econômicos na capacidade do BC de manter a inflação próxima à meta. Tal credibilidade foi afetada pelas dúvidas quanto à autonomia do Comitê de Política Monetária (Copom) para fixar a taxa de juros. Tal impressão pode ser falsa, mas existe e afeta negativamente a credibilidade do BC e, portanto, a eficiência da política monetária. Para que a perda de credibilidade não aumente, caso a inflação dos próximos meses não se aproxime da meta, o BC precisará reverter o movimento de queda da Selic.

Quanto à taxa de câmbio, sua trajetória futura estará condicionada ao desenrolar da crise internacional e a seus impactos no crédito internacional, no nível de atividade e nos preços de produtos básicos, bem como, no plano interno, à condução das políticas monetária e fiscal. É pequena a probabilidade de depreciação tão acentuada como a registrada em 2008, e as empresas estão hoje em situação melhor, já que suas dívidas não estão, como antes, tão vinculadas à taxa cambial. No entanto, a recente depreciação da taxa de câmbio, caso prossiga, pode ameaçar o controle da inflação.

Em suma, vivemos um período de enorme incerteza nas economias desenvolvidas, com possíveis repercussões 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 depende da contenção da expansão fiscal, bem como das reformas estruturais que precisam retornar à discussão da sociedade civil e do Congresso Nacional. **CA**



## Sugestões para leitura

RAJAN, R. G. *Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy*. Princeton, Princeton University Press, 2010.

MESQUITA, M. M. C. & TORÓS, M. 'Gestão do Banco Central no pânico de 2008', em GARCIA, M. & GIAMBIAGI, F. (Org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. Rio de Janeiro, Campus, 2010.

### VEJA MAIS NA INTERNET

>> GARCIA, M. G. P. O sistema financeiro e a economia brasileira durante a grande crise de 2008 (disponível em [www.anbima.com.br/mostra.aspx?id=1000001380](http://www.anbima.com.br/mostra.aspx?id=1000001380)).