

## Paradas Súbitas

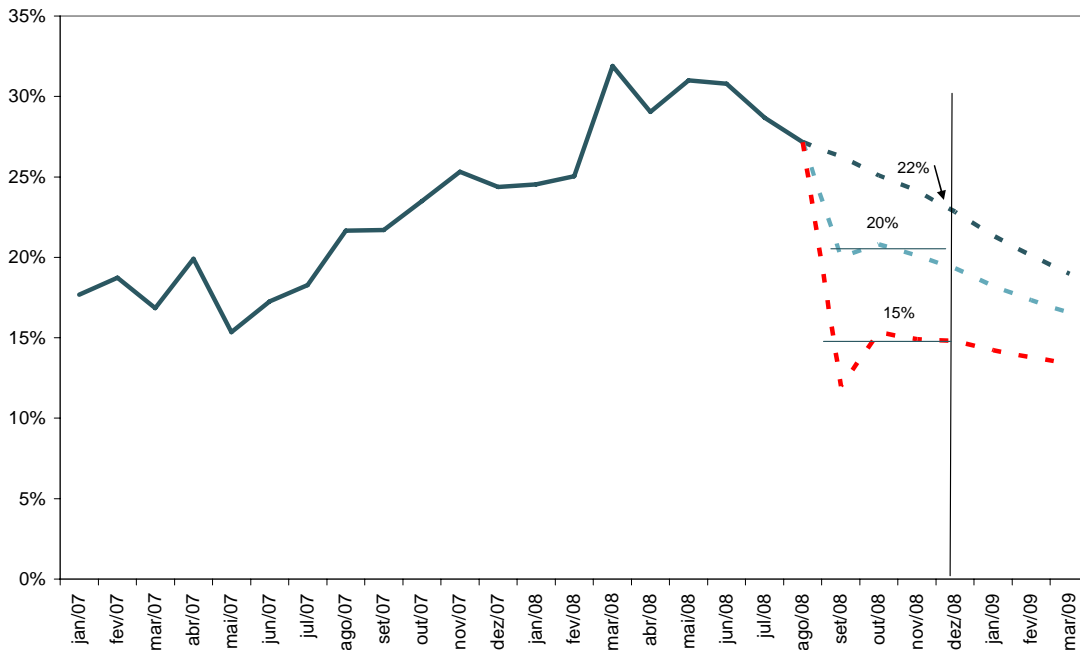
Quão virulento será o impacto da crise externa sobre o Brasil? Dada a completa obliteração das teses de *decoupling* diante dos últimos acontecimentos, esta é, obviamente, a pergunta na cabeça de todos. Nos diz a atual “sabedoria popular” que estamos razoavelmente blindados, com reservas de mais de US\$ 200 bilhões, contas fiscais arrumadas, e um setor público que hoje é credor externo. Tudo isso é verdade. Mas nunca é demais perguntar: o que pode dar errado?

Nos anos 90, o principal canal de transmissão das crises financeiras para as economias emergentes era o balanço de pagamentos. As paradas súbitas de capital que marcaram estas crises tipicamente levavam a uma forte desvalorização do câmbio, devido a presença de elevados déficits em conta-corrente, com repercussões adversas sobre a dinâmica da dívida soberana e os passivos do setor privado, dados os descasamentos de moeda. Para evitar a dinâmica perversa destas crises recomendava-se que os países tratassem de acumular mais reservas, tendo assim um colchão de recursos preventivos contra o ciclo vicioso das desvalorizações desordenadas. Recomendava-se também que os países adotassem medidas de ajuste macroeconômico que permitissem uma mudança na composição do financiamento externo, tanto no alongamento da maturidade da dívida, quanto na sua denominação monetária (isto é, mais dívida em moeda doméstica, menos dívida em moeda estrangeira e/ou indexada à variação cambial). Assim como outras economias emergentes, cumprimos à risca esta cartilha. Estamos portanto menos vulneráveis, certo?

Não necessariamente. Por um lado, enquanto é verdade que o governo virtualmente eliminou sua dependência de recursos externos, o mesmo não se pode dizer do setor privado. Portanto, uma parada súbita de fluxos de capital continua a impactar negativamente o balanço de pagamentos via seus reflexos sobre o endividamento das empresas e, principalmente, via o desaparecimento das linhas de financiamento para o comércio exterior. Por outro, apesar do setor bancário brasileiro ser bem menos dependente das linhas externas do que o coreano e/ou o russo, que analisamos recentemente no [Blog – Monica Baumgarten de Bolle](#), a paralisação dos mercados interbancários globais nas últimas semanas já repercutiu de forma importante sobre a concessão de crédito dos bancos domésticos. Como a disponibilidade de crédito tem sido um dos pilares de sustentação do crescimento, uma parada súbita pode ter reflexos importantes para a atividade ao longo dos próximos meses.

A fim de investigar as consequências de uma parada súbita do crédito para a atividade industrial, calibramos três cenários a partir dos nossos modelos para a evolução do crédito à indústria e para a produção industrial. Nos três casos partimos da hipótese de que o Banco Central deverá ainda efetuar três aumentos de juros de 50 bps, chegando a uma taxa real de juros de cerca de 10,5% ao final do ano (a taxa de juros real é definida como a diferença entre o swap-pré de 1 ano e as expectativas de inflação 12 meses à frente), o que equivale a um aperto total de 400 bps. No primeiro cenário não há parada súbita, isto é, o crédito continua a evoluir nos próximos meses segundo o modelo estimado. No segundo cenário, supusemos que em setembro haja uma mudança de patamar no crescimento real do crédito à indústria, passando de cerca de 27% em 12 meses para 20%, o que equivale a uma queda de 4,5% no mês (em relação a agosto). No terceiro cenário, supusemos uma redução mais abrupta, passando o crédito a crescer em torno de 15% a partir de setembro. Isso equivale a uma queda mensal de 10%. A [Figura 1](#) ilustra os três cenários:

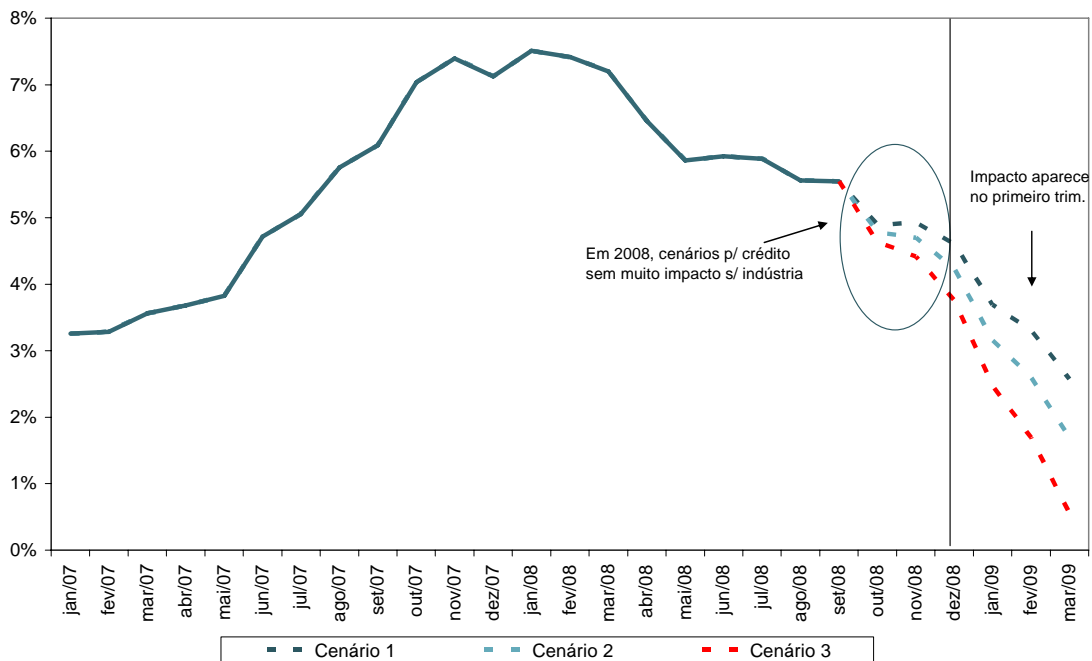
Figura 1: Crescimento do Crédito à Indústria – 3 Cenários (Variação em 12 meses)



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Com base nestes resultados, traçamos a evolução da produção industrial nos próximos 6 meses (isto é, até o primeiro trimestre do ano que vem) para os três cenários. A [Figura 2](#) mostra como se comporta a média móvel de 6 meses do crescimento da produção industrial em 12 meses. Como se vê, as implicações de uma parada súbita do crédito este ano, mesmo para o caso mais severo, são relativamente amenas. O problema é o primeiro trimestre de 2009.

Figura 2: Crescimento da Produção Industrial – 3 Cenários para a Evolução do Crédito à Indústria (Variação em 12 meses, média móvel de 6 meses)



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

A **Tabela 1** mostra o que pode acontecer com o crescimento da produção industrial em dezembro de 2008 de acordo com os três cenários.

**Tabela 1: Cenários para o Crescimento da Produção Industrial (Variação em 12 meses, %)**

	Realizado	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
dez08/dez07		4,2	3,3	2,2
dez07/dez06	7,1			

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Embora imperfeito, este exercício mostra que definitivamente não dá para contar com a hipótese de que continuaremos a ser “observadores privilegiados” da crise. É hora de começar a formular os planos de contingência, pois as paradas súbitas são sempre impiedosas.