

O Brasil eufórico no Mundo abalado

As perdas que a crise financeira tem causado ao balanço dos bancos já fazem da atual crise de crédito a mais grave de que se tem notícia, desde a segunda guerra mundial. É razoável esperar-se hoje que o vale da recessão seja atingido não antes de meados de 2009. Portanto, o nível de produto de meados de 2008, que deve ser recuperado em 2010. O que importa para avaliar o impacto mundial da crise é a soma dos efeitos indiretos, sobre a qual pesam as controvérsias em torno da atual dependência do mundo com relação à sua maior economia.

Em grande medida, a extensão desses efeitos depende dos desdobramentos da crise financeira e da capacidade dos governos dos países diretamente atingidos para abreviá-la.

As autoridades americanas têm demonstrado vontade de agir. Foram cortados os juros, foi injetada liquidez nos bancos e foi aprovado o socorro às famílias. Mas os prêmios de risco corporativo voltaram a subir, a liquidez dos bancos melhorou, mas obrigou o Fed a dobrar, o volume oferecido nos leilões temporários (TAF), a inadimplência continua a aumentar e a confiança dos consumidores continua em queda.

Por enquanto, a ameaça mais séria é contração de consumo que pode tornar-se desastrosa. Um desafio para o Fed é neutralizar o baque que sofrerão as unidades familiares, em consequência das perdas de valor de seu estoque de riqueza e da queda da renda real que está associada não apenas ao aumento esperado do desemprego, mas também à erosão inflacionária.

As perdas que a crise financeira tem causado ao balanço dos bancos já fazem da atual crise de crédito a mais grave de que se tem notícia, desde a segunda guerra mundial. É natural que haja maior pessimismo quanto à seriedade da reversão cíclica na economia onde tudo começou, os EUA. É razoável esperar-se hoje que o vale da recessão seja atingido não antes de meados de 2009, e não na segunda metade deste ano, como ainda pressupõem os cenários mais otimistas. Portanto, é possível que o nível de produto de meados de 2008, que deve ser o pico deste ciclo, só seja recuperado em 2010. Se houver uma queda de 2% do PIB americano entre o pico e o vale, isso representaria uma perda direta de cerca de US\$ 280 bilhões (equivalente a 8,7% do PIB chinês). Ou, ainda, um impacto direto sobre as importações mundiais de bens e serviços em torno de US\$ 50 bilhões, o equivalente a 4% das exportações chinesas. Se isso fosse tudo, a sustentação dos investimentos na economia chinesa, principal responsável pelo aumento do consumo de metais e cimento, por exemplo, acompanhada da continuidade do crescimento do consumo na base da pirâmide de renda, principal responsável pelo crescimento da demanda por alimentos, seria suficiente para que o mundo sofresse pouco com a recessão americana. Porém, o que importa para avaliar o impacto mundial da crise é a soma dos efeitos indiretos, sobre a qual pesam as controvérsias em torno da atual dependência do mundo com relação à sua maior economia. As projeções de impacto da crise sobre a atividade econômica implícita nas projeções de lucros que alimentam os preços de ações ainda são benignas e ainda não refletem os riscos associados a estes efeitos indiretos, mesmo com o aumento do pessimismo com relação às perdas americanas.

Em grande medida, entretanto, a extensão dos efeitos indiretos depende dos desdobramentos da crise financeira e da capacidade dos governos dos países diretamente atingidos para abreviá-la. Uma complicação de uma crise financeira mais grave é que as políticas compensatórias enfrentam o comportamento defensivo de suas instituições financeiras, que gera círculos viciosos de vendas de ativos e perdas de capital. No mercado de crédito, essa contração atinge as compras dos consumidores e torna mais difícil para os bancos centrais estimularem as economias.

As autoridades americanas têm demonstrado vontade de agir. Os juros foram cortados em ritmo mais rápido do que os mercados antecipavam, injetou-se liquidez nos bancos via redescontos especiais e foi aprovado o socorro às famílias para tentar frear o aumento das fileiras de inadimplentes e os ajustes contratuais que agravam a crise de hipotecas. Mas os prêmios de risco corporativo voltaram a subir, a crescente fragilidade dos bancos obrigou o Fed a dobrar, ao início de março, o volume oferecido nos leilões temporários (TAF) e a instituir uma nova linha para a provisão de liquidez às instituições financeiras (a TSLF) em um montante de US\$ 200 bilhões, a inadimplência continua a aumentar e a confiança dos consumidores está em queda. Na prática, os compradores de títulos requerem spreads de mais de 200 pontos para se interessar por dívidas de empresas que são insuspeitas de inadimplência, com *ratings* entre AAA e A. Nesse rumo, a contração do crédito, que até agora atingiu basicamente as operações de aquisições e fusões, atrasando alguns investimentos, vai atingir o setor corporativo por outras vias e, eventualmente, o crédito ao consumidor.

Por enquanto, a ameaça mais séria é a contração de consumo que pode tornar-se desastrosa. Um desafio para o Fed é neutralizar o baque que sofrerão as unidades familiares, em consequência das perdas de valor de seu estoque de riqueza, que no quarto trimestre de 2007 atingiram US \$ 533 bilhões (pouco menos de 1% do valor estimado para o estoque em um trimestre!) e da queda da renda real que está associada não apenas ao aumento esperado do desemprego, que ficou maior depois da queda líquida do emprego em janeiro (63 mil postos, o maior declínio em cinco anos), mas também à erosão inflacionária. O CPI cheio, que importa para o salário real atingiu 4,4% nos últimos doze meses em janeiro. Na atual situação, a contração da oferta de crédito por conta dos ajustes nos balanços do sistema financeiro que ainda se prolongarão pelos próximos meses, virá acompanhada de uma diminuição dos gastos associada à diminuição da demanda por crédito. E isso é ainda mais difícil de combater apenas com quedas de juros.

No resto do mundo, os desafios à política econômica tornaram-se mais agudos. O pior cenário para a economia americana está em plena construção: o da estagflação.

No resto do mundo, os desafios à política econômica tornaram-se mais agudos. O pior cenário para a economia americana na [Carta Galanto de setembro de 2007](#), está em plena construção: o da estagflação. Neste quadro, como veremos, aumenta a disparidade dos juros entre os diferentes países, há dominância do comportamento especulativo nos mercados de renda fixa e nos mercados acionários e, finalmente, há instabilidade das taxas de câmbio. Ou seja, constrói-se um ambiente no qual os preços de mercado costumam afastar-se por tempo imprevisível dos valores coerentes com os fundamentos, semeando as condições para fortes oscilações futuras.

No Brasil, o governo continua a apostar suas fichas no melhor dos mundos. Este otimismo tem sido reforçado pelos efeitos retardados de um longo período de abundância de liquidez, que permitiu um alongamento dos passivos de governos e de empresas.

No Brasil, o governo continua a apostar suas fichas no melhor dos mundos. A justificativa varia: ora se argumenta que a crise internacional é passageira, ora que é confinada aos EUA, sem grandes efeitos sobre o comércio mundial ou, ainda que haja efeitos externos, estes serão compensados pela China e pelas economias emergentes, que estão protegidas contra a contração do crédito. Este otimismo tem sido reforçado pelos efeitos retardados de um longo período de abundância de liquidez, que permitiu um alongamento dos passivos de governos e de empresas. Não se antecipam problemas na rolagem de dívidas privadas ou públicas, como ocorreu nas crises passadas, porque o endividamento é baixo e os fluxos são confortáveis depois dos sustos de 2002 e 2003. As reservas acumuladas e o câmbio flexível dão tranquilidade às projeções dos balanços de pagamentos, e a confiança externa está em alta, resistente aos contágios psicológicos que são habituais nessas horas. Internamente, as comemorações sobre o “fim da dívida externa”, de parte dos que pregavam a moratória porque a dívida era injusta e impagável é emblemática dos novos tempos, que os mercados aplaudem.

O governo sente-se, pois, à vontade para apostar suas fichas políticas neste cenário, apoiado pelo comportamento dos mercados de ativos brasileiros, que parecem compartilhar a mesma visão. Nesse clima, poucos estão dispostos a ouvir advertências sobre excessos de velocidade, pois a pista adiante parece cada vez mais convidativa para quem quer assumir riscos em busca de retornos elevados.

O governo sente-se, pois, à vontade para apostar suas fichas políticas neste cenário, especialmente porque está apoiado pelo comportamento dos mercados de ativos brasileiros, que parecem compartilhar a mesma visão. Os preços das ações continuam a desafiar os temores que costumam acompanhar os períodos de alta incerteza, tornando breves os episódios de correção de preços, que atraem novas compras. Os preços de outros ativos como imóveis urbanos e terra rural, seja para agricultura seja para reflorestamento, mostram-se acelerados. Ainda prevalece a visão de que a promoção do país a “*investment grade*” dará um fôlego extra aos preços de ativos. Finalmente, os juros, descontada a depreciação cambial esperada, continuam a atrair o capital de arbitragem, que fecha o circuito, valoriza o câmbio e permite maior acumulação de reservas, cada vez mais difícil de esterilizar.

Até onde poderá caminhar este círculo virtuoso brasileiro na contra-mão do desmantelamento do sistema de crédito na economia americana? O fator fundamental para determinar esse limite são os preços externos para matérias-primas brasileiras.

A combinação de governo otimista e mercados de ativos em expansão alimenta a oferta de crédito e o emprego, incorpora novos participantes no mercado de consumo e sinaliza um clima favorável aos investimentos. Nesse clima, poucos estão dispostos a ouvir advertências sobre excessos de velocidade, pois a pista adiante parece cada vez mais convidativa para quem quer assumir riscos em busca de retornos elevados.

O ano das eleições municipais que definirá a força do Presidente nas próximas eleições começa, assim, favorável ao governo. Os resultados fiscais, mesmo com o fim da CPMF dão suficiente folga para que o governo até anuncie uma proposta de reforma tributária que poderá, nos próximos dez anos, melhorar um pouco a qualidade dos impostos.

Até onde poderá caminhar este círculo virtuoso brasileiro na contra-mão do desmantelamento do sistema de crédito na economia americana? O fator fundamental para determinar esse limite são os preços externos para matérias-primas brasileiras, que alimentam tanto os preços dos ativos quanto a valorização do real. Em parte, a valorização do real é auto-destruidora, pois os exageros aumentam a probabilidade de depreciação rápida e isso torna nervosos os mercados de ativos que medem desempenho em dólar. Além dos preços das exportações, versões variadas de *decoupling* (macroeconômico, financeiro, emergentes, China e matérias-primas) são justificativas tentadoras para apostas de mais do mesmo, em 2008.

O ano das eleições municipais que definirá a força do Presidente nas próximas eleições começa, assim, favorável ao governo. O governo faz pleno uso do espaço aberto por este fim da fase de prosperidade do ciclo externo e tenta acelerar a economia. Utiliza o poder de gastos permitido pela máquina arrecadadora eficaz. Gasta o que arrecada sem pôr lenha no endividamento interno. Os resultados fiscais, mesmo com o fim da CPMF dão suficiente folga para que o governo até anuncie uma proposta de reforma tributária que poderá, nos próximos dez anos, melhorar um pouco a qualidade dos impostos. Em um contexto mundial mais tolerante, no qual os consumidores precisam ser estimulados, o governo brasileiro distribui poder de gasto, tanto via transferências

quanto via expansão do crédito, o que distancia cada vez mais a agenda de política econômica interna da agenda externa. O que une as duas agendas é o descaso pela aceleração inflacionária em curso. Na economia internacional, as tendências recessivas originadas nos EUA podem até ajudar os bancos centrais. Na economia brasileira, vivemos uma euforia de gastos que não parece contar hoje nem com os freios da política fiscal nem com a política monetária.

O complexo desafio da estagflação de 2008

Uma implicação desse prognóstico para os próximos meses é que os bancos centrais em todo o mundo enfrentam o dilema entre proteger-se contra a onda recessiva que vem dos EUA e proteger suas economias contra a desorganização inflacionária.

É pois razoável esperar-se que a economia mundial comece a sentir as consequências de uma correção dos excessos da era Greenspan. Esta correção será muito custosa em termos de crescimento e emprego, especialmente se for acompanhada de uma incerteza cambial capaz de provocar quedas repentinas nos fluxos de capitais.

Como é possível a coexistência da contração de crédito com o aumento da inflação? Primeiro, porque o crédito não é o único mecanismo de transmissão da política monetária aos preços.

Uma implicação desse prognóstico para os próximos meses é que os bancos centrais em todo o mundo enfrentam o dilema entre proteger-se contra a onda recessiva que vem dos EUA e proteger suas economias contra a desorganização inflacionária.

Segundo nossas expectativas atuais, a recessão americana deve atingir seu auge em 2009. Esperamos, portanto, um comportamento relativamente benigno do nível de atividade na primeira metade deste ano, na maioria dos países. Isso permite que bancos centrais como os europeus (BCE e Banco da Inglaterra), que já enxergam os efeitos da inflação, possam agir antes que a inflação se agrave. Para isso, contam com a confiança conquistada desde os anos 90 que lhes permitiria reverter a alta dos preços por meio de movimentos suaves dos juros e extinguir o surto inflacionário antes que os números piores para a recessão aumentem os custos políticos do aperto monetário. Ou seja, podem tratar primeiro da inflação, para depois preocupar-se com as consequências da recessão americana. Essa escolha intertemporal parece bem razoável, na medida em que aumentos pequenos nos juros possam desaquecer a demanda interna, e assim compensar os exageros de preços externos.

É pois razoável esperar-se que a economia mundial comece a sentir as consequências de uma correção dos excessos da era Greenspan. Os excessos de liquidez que resultaram da disposição para afrouxar a política monetária todas as vezes que os mercados entravam em humor corretivo, encorajaram uma onda generalizada de antecipação de ganhos que apareceriam nos melhores cenários de continuidade da situação favorável. Isso costuma ser um ingrediente das bolhas especulativas nos mercados de ativos. A correção de preços, entretanto, envolveu não apenas os exageros da antecipação de lucros mas, teve o efeito de aumentar as perdas resultantes dos *subprimes*. Esta correção será muito custosa em termos de crescimento e emprego, especialmente se for acompanhada de uma incerteza cambial capaz de provocar quedas repentinas nos fluxos de capitais.

Os governos tratam de preparar-se para enfrentar o pior: a combinação dos efeitos da onda recessiva que vem da maior economia do mundo, que requerem proteção interna do emprego, com as pressões inflacionárias que o banco central americano, em sua tentativa de compensar a contração do crédito com juros mais baixos, libera para o mundo. Os elevados aumentos de preços das commodities, neste início de ano, em média da ordem de 15% são os sintomas mais claros de que os excessos de demanda continuam em 2008; os novos números das perdas por conta dos créditos hipotecários adicionados ao ajuste necessário nas instituições alavancadas que se projetam para este ano, apontam para uma desaceleração do PIB americano em 2008 (da ordem de 1,3%, segundo [GREENLAW et al \(2008\)](#)) que poderá significar uma estagnação ao final do ano, seguida de três trimestres (pelo menos) de crescimento negativo em 2009.

Como é possível a coexistência da contração de crédito com o aumento da inflação? Primeiro, porque o crédito não é o único mecanismo de transmissão da política monetária aos preços. Um mecanismo importante que é acionado pelos juros baixos é a queda da demanda por moeda primária (reservas fornecidas pelo Banco Central), que faz com que mesmo uma desaceleração na oferta de moeda possa ser consistente com um aumento da inflação. O que provocaria agora esta queda na demanda? A existência de substitutos de liquidez oferecidos pelos bancos centrais quando estão dispostos a oferecer garantias aos bancos, como tem ocorrido desde o quarto trimestre de 2007.

Segundo, porque podem ser longas as defasagens entre as contrações de liquidez e seus efeitos sobre componentes da demanda interna.

Terceiro, porque nas economias abertas, uma parte da contração da demanda interna que se segue à contração de liquidez é compensada por aumento das exportações líquidas.

Finalmente, porque a acumulação de riqueza privada em ativos líquidos nos últimos anos faz com que o estado da liquidez dos mercados torne-se mais dependente das expectativas das empresas não bancárias.

Para que a inflação americana não atinja níveis desorganizadores como ocorreu nos anos 70, é preciso um novo Paul Volcker, mas até o momento, Ben Bernanke escolheu ser um novo Greenspan, e se isso acontecer, vamos ter mais inflação no futuro.

As pressões inflacionárias externas são um novo desafio para os bancos centrais.

Segundo, porque podem ser longas as defasagens entre as contrações de liquidez e seus efeitos sobre componentes da demanda interna, e essas defasagens são maiores quando os bancos centrais perdem credibilidade, como vem acontecendo com o Fed.

Terceiro, porque nas economias abertas, uma parte da contração da demanda interna que se segue à contração de liquidez é compensada por aumento das exportações líquidas, especialmente quando a taxa de câmbio se deprecia, como está ocorrendo nos EUA.

Finalmente, porque a acumulação de riqueza privada em ativos líquidos nos últimos anos faz com que o estado da liquidez dos mercados torne-se mais dependente das expectativas das empresas não bancárias com respeito às ações futuras dos bancos centrais do que da postura mais contracionista dos bancos americanos. Quanto mais importante for o crédito não bancário, maior será este efeito.

Em artigo anterior da Carta Galanto ([BOLLE e CARNEIRO \(2008\)](#)), vimos que o aumento extraordinário do crédito equivaleu a um choque tecnológico na oferta. Mas os exageros da oferta de crédito foram estimulados pelo chamado Greenspan's *put*: a perspectiva de que AG estaria sempre disposto a oferecer um *bail out* na forma de juros baixos sempre que a expansão de crédito estivesse sob ameaça de colapso.

O [Primeiro Artigo](#) desta Carta examina essa questão. Analisamos o significado da mudança de regime na política monetária americana que caracterizou as duas decisões de janeiro como o anúncio do fim da chamada "grande moderação" e discute até que ponto esta mudança sinaliza uma mudança generalizada de paradigma na condução da política monetária nas principais economias. Para que a inflação americana não atinja níveis desorganizadores como ocorreu nos anos 70, é preciso um novo Paul Volcker, mas até o momento, Ben Bernanke sinalizou ser um novo Greenspan. Se esta impressão for correta, vamos ter mais inflação no futuro.

Para onde vai a inflação brasileira?

As pressões inflacionárias externas são um novo desafio para os bancos centrais. Fazendo-se uma listagem superficial, estão em modo de aperto monetário pelo menos sete bancos centrais (Austrália, Canadá, China, Suécia, Noruega e Nova Zelândia). Digno de nota é o relatório anual do primeiro ministro da China, Wen Jiabao, ao Congresso, que cita a inflação – que atingiu 8,7% em doze meses, como o principal problema deste ano.

Tabela 1: Inflação Acumulada em 12 meses

| | EUA | Zona do Euro | Canadá | Reino Unido | Noruega | China | Brasil |
|--------|-------|--------------|--------|-------------|---------|-------|--------|
| set/07 | 2,76% | 2,14% | 2,46% | 1,75% | -0,34% | 6,20% | 4,15% |
| out/07 | 3,54% | 2,55% | 2,42% | 2,03% | -0,17% | 6,50% | 4,12% |
| nov/07 | 4,37% | 3,06% | 2,46% | 2,13% | 1,51% | 6,90% | 4,19% |
| dez/07 | 4,12% | 3,07% | 2,39% | 2,12% | 2,78% | 6,50% | 4,46% |
| jan/08 | 4,40% | 3,20% | 2,13% | 2,23% | 3,68% | 7,10% | 4,56% |
| fev/08 | n.d. | 3,20% | n.d. | n.d. | 3,70% | 8,70% | 4,61% |

Fonte de Dados: Fed St. Louis, OECD Stat, NBSC e IBGE

Como estes países, o Brasil tem sofrido pressões externas e internas mas o Banco Central não parece disposto a fazer um movimento preventivo nos juros nem a tomar outras providências para frear os excessos que estão ocorrendo no crédito ao consumidor, sem afetar a parte mais saudável do crescimento do crédito, que é para a habitação.

Como estes países, o Brasil tem sofrido pressões externas e internas mas o Banco Central não parece disposto a fazer um movimento preventivo nos juros nem a tomar outras providências para frear os excessos que estão ocorrendo no crédito ao consumidor, sem afetar a parte mais saudável do crescimento do crédito, que é para a habitação. Com isso, abre mão de impedir a elevação da inflação esperada para o final do ano, que ainda está favorável ao governo. A inflação corrente têm sido sistematicamente superior às expectativas dos especialistas, mas isso não tem afetado o efeito-âncora exercido pela meta de inflação sobre as expectativas de médio prazo, e os especialistas em projetar inflação a partir de coletas têm colaborado para isso. Este é o maior benefício que o Banco Central precisa tratar de preservar, pois permite que as pressões inflacionárias

Por enquanto, a esperança de inflação na meta repousa nos preços que estão fora do lugar (gasolina, GLP, dólar e derivados do trigo, por exemplo).

sejam revertidas sem grandes custos em termos de atividade econômica. Considerando-se a inflação média anualizada do trimestre, a taxa de juros real está em pouco mais de 4,5% ao ano e se os temores de aceleração da inflação forem justificados, nossas projeções apontam para taxas de juros reais em queda, mesmo que o Copom aumente os juros nominais nas próximas duas ou três reuniões. Por enquanto a esperança de inflação na meta repousa nos preços que estão fora do lugar (gasolina, glp, dólar e derivados do trigo, por exemplo). Com isso, o Bacen fica na torcida para que esses preços continuem fora do lugar, uma posição nada razoável, que aumenta a desconfiança de que a política monetária esteja fora de linha com o combate à inflação.

De uma perspectiva de médio prazo, a aceleração da depreciação do dólar em consequência da prioridade do Fed para amenizar a recessão ajuda a correção do déficit americano. Mas isso hoje transfere o problema para os demais países, especialmente na Europa e na América Latina, que podem sofrer mais com a valorização de suas moedas. O [Segundo Artigo](#) desta Carta simula os efeitos do cenário externo sobre a economia brasileira em 2008 e 2009.

Finalmente, o [Artigo de Conjuntura](#) analisa os dados fiscais e externos mais recentes, além de atualizar o Índice de Condições Monetárias.

DIONISIO DIAS CARNEIRO

Referências Bibliográficas

BOLLE, M. B. e CARNEIRO, D. D. EUA: Política Monetária e Riscos de Estagflação. **Carta Econômica Galanto**, nº 94. Set. 2007.

BOLLE, M. B. e CARNEIRO, D. D. Origens e Implicações de Uma Estagflação Americana. **Carta Econômica Galanto**, nº 98. Jan. 2008.

GREENLAW, D. , HATZIUS, J. , KASHYAP, A. K. e SHIN, H. S. Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown. **US Monetary Policy Forum Conference**. Fev. 2008.