

Gilmar Mendes Lourenço*

A gênese do solavanco experimentado pela economia mundial em agosto e setembro de 2007 repousa em dois fluxos casados. Em primeiro plano aparece a procura por ativos de qualidade, em ambientes avançados, por parte dos países emergentes, de forma a compensar a diferença entre seus enormes superávits em transações correntes e a soma do montante de investimentos produtivos e do volume de recursos financeiros efetivados e/ou absorvidos pelos seus mercados domésticos.

Essa tendência foi facilitada pela aceleração da expansão da economia e da liquidez mundial, concatenando *boom* de ativos e de *commodities*, viabilizada pela drástica redução dos juros mundiais em resposta aos riscos de deflação atrelados à redução de custos verificada pós- crise Nasdaq de 2001.

Em segundo lugar surge o expressivo crescimento de US\$ 2,0 trilhões dos recursos alocados em hipotecas nos Estados Unidos (EUA), no período compreendido entre 2002 e 2006, atingindo um estoque de US\$ 6,5 trilhões no primeiro semestre de 2007, sendo 10,0% na categoria subprime (de elevado risco), empregada como lastro de sofisticados mecanismos financeiros adotados por fundos de investimentos de maneira pulverizada pelo planeta. O passivo das famílias norte-americanas equivale a cerca de 130,0% do Produto Interno Bruto (PIB) daquele país.

Assim, os cortes na taxa básica de juros dos EUA de 5,25% ao ano para 4,75% a.a. e 4,5% a.a., decididos pelo Federal Reserve (FED), Banco Central, em meados de setembro e no final de outubro de 2007, respectivamente, foram interpretados pelos meios especializados como atitudes preventivas visando reverter e/ou ao menos neutralizar os riscos recessivos decorrentes dos efeitos da crise no mercado imobiliário, particularmente a inadimplência nas hipotecas de segunda divisão, e dos rearranjos forçados das carteiras de ativos em escala global.

Trata-se da primeira redução desde junho de 2003, quando a taxa recuou de 1,25% a.a. para 1% a.a., ficando nesse patamar até junho de 2004, ocasião em que retomou uma trajetória ascendente até julho de 2006, quando atingiu 5,25% a.a. Frise-se que o último declínio de 0,5 ponto percentual ocorreu em novembro de 2002, quando a taxa passou de 1,75% para 1,25% ao ano.

A reação imediata dos mercados de *commodities* evidencia a priorização, por parte da autoridade monetária norte-americana, da derrubada das chances de acentuada

desaceleração econômica, produzidas pela instabilidade bancária, em detrimento, se for o caso, do controle rigoroso da inflação em horizontes de tempo mais curtos.

No caso brasileiro, os desdobramentos da deliberação do FED devem se traduzir em aumento da oferta de dólares, em virtude da ampliação do hiato de juros (internos *versus* internacionais) e da provável elevação dos superávits comerciais provocada pela nova rodada de impulsão das cotações mundiais de produtos básicos. Com isso, deve acontecer o acirramento da tendência de sobrevalorização do real, sufocando tanto as pressões inflacionárias quanto os níveis de atividades domésticas dos fabricantes mais expostos à concorrência dos importados e/ou envolvidos em iniciativas de substituição de importações.

A interrupção da trajetória de cortes na taxa básica de juros da economia brasileira (Selic) carece de adequada fundamentação técnica

Nesse sentido, a interrupção da trajetória de cortes na taxa básica de juros da economia brasileira (Selic), na reunião de outubro de 2007, por parte do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC), em razão de desdobramentos negativos da crise financeira externa e das incertezas provocadas pela barriga inflacionária, carece de adequada fundamentação técnica.

Isso porque, os juros brasileiros ainda se situam em patamares bastante acima dos padrões mundiais, as pressões de demanda revelam-se localizadas e os choques de oferta ainda estão restritos às elevações das cotações de *commodities* minerais, metálicas e agrícolas, acopladas ao crescimento exponencial do comércio internacional desde fins de 2002 e/ou à retração transitória da oferta de alimentos derivada de quebras de safra em alguns países produtores. Assim, a capacidade dos focos altistas, ainda limitados ao atacado, em atingir o varejo e o poder aquisitivo dos salários, depende da força dos oligopólios em estremececer os pilares da abertura econômica.

* Economista, técnico da equipe permanente desta publicação, Coordenador do Curso de Ciências Econômicas da UNIFAE – Centro Universitário – FAE Business School.

De fato, embora a taxa Selic tenha recuado, de forma continuada, de 19,75% ao ano, em setembro de 2005, para 11,25% a.a. em setembro de 2007, os juros reais do País ainda superam os 7,0% a.a., três vezes acima da média dos emergentes, e superiores ao retorno médio dos ativos produtivos, algo inconcebível se forem considerados os avanços macroeconômicos registrados, especialmente o controle da inflação, a geração crescente de superávits e em transações correntes, a acumulação de reservas em moeda forte, a compressão da vulnerabilidade externa, a reativação da economia, e a diminuição da relação dívida/PIB, que vem aproximando o País da obtenção do grau de investimento pelas agências de avaliação de risco.

O prosseguimento da marcha de diminuição dos juros favorece a recuperação da economia pela via da inter-relação virtuosa dos diferentes componentes da demanda agregada, começando pelo consumo e exportações (com a retomada da depreciação do real), passando pelos dispêndios correntes do governo (com o abrandamento do custo de rolagem da dívida e o aumento da arrecadação) e chegando aos investimentos, variável antecedente do crescimento econômico sustentado.

Contudo, é importante lembrar que o retardo temporal entre as decisões e a maturação dos investimentos em ampliação da capacidade produtiva nominal dos ramos que operam no limite técnico exigiria uma sintonia fina com a identificação da necessidade de cobertura de insuficiência temporária de oferta por meio de importações. Isso é particularmente mais complicado em áreas de infraestrutura, controladas predominantemente pelo Estado.

A esse respeito, conforme pesquisa da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o grau de utilização de capacidade instalada da indústria brasileira chegou a 86,1% em outubro de 2007, o que representou o maior nível desde janeiro de 1997, quando atingiu 87,0%.

Nessa perspectiva, é necessário atentar para o fato de que, em condições de persistência da crise financeira externa, o Brasil poderá arcar com um preço demasiadamente elevado por ter abdicado de aproveitar os tempos de vacas gordas de liquidez mundial, para implementar um arrojado programa de redução de dispêndios públicos correntes e de acréscimo das inversões pesadas, ao lado do incremento da capacidade de financiamento por meio da desoneração da folha de salários de segmentos intensivos em mão-de-obra.