

# Depois da crise

*Roberto Fendt*  
Economista

Senhor Presidente, senhores Conselheiros,

Solicitou-me o Conselheiro Ernane Galvêas que desse um balanço nos desdobramentos da atual crise. Ao fazê-lo, fez-me diversas perguntas, que procurarei responder, no limite do meu conhecimento e apenas para provocar a discussão em nosso Conselho. São as seguintes as questões que me foram dirigidas: (1) Qual a dimensão da crise mundial? (2) Como o Brasil foi afetado pela crise? Por que o Brasil foi o último a entrar na crise e poderá ser o primeiro a sair dela? (3) Qual o caminho mais viável para sair da crise? A expansão das exportações ou a ativação do mercado interno? (4) Por que toda essa criação de liquidez não gerou inflação? Poderá vir a gerá-la no futuro? (5) Quais as perspectivas econômicas para 2009? E para 2010? (6) O Brasil poderá ter crise fiscal? e (7) Quem mais pode ajudar o

Brasil a sair da crise? Os Estados Unidos, a Europa, a América Latina ou a China?

Procurarei, em razão da escassez do tempo, apontar o que de mais relevante me pareceu servir para encaminhar um debate em torno das questões formuladas pelo Conselheiro Galvêas.

#### 1. Qual a dimensão da crise mundial?

Tive oportunidade, em março deste ano, de dar um primeiro balanço para o Conselho nas principais características da atual crise. Posteriormente, o Conselheiro Luiz Roberto Cunha nos brindou com uma avaliação mais aprofundada sobre o assunto, com dados mais recentes que os que utilizei em minha primeira análise.

A crise atual no mundo desenvolvido parece começar a descolar-se, com base nos dados apurados até maio-junho deste ano, das analogias com a Grande Depressão que haviam sido aqui apresentadas tanto em minha palestra de março como na palestra do Conselheiro Luiz Roberto Cunha. E se há ainda grande discordância de opiniões a respeito de termos atingido ou não o fundo do poço da crise, começa a formar-se consenso de que a ameaça de uma nova Grande Depressão parece estar aos poucos sendo afastada. Essa é a opinião, entre outras, de Paul Krugman, expressa em sua coluna desta semana no *New York Times*.

Contribuiu para a formação dessa nova expectativa a divulgação dos dados de desemprego no mercado de trabalho dos Estados Unidos. Os mercados saudaram, com euforia, os números do desemprego nos Estados Unidos referentes a julho. No mês, as demissões líquidas nos Estados Unidos foram de 247 mil trabalhadores, tendo o emprego no setor privado encolhido em 254 mil vagas. Como em junho o desemprego havia aumentado em 443 mil, foram recebidos com alívio

os novos números e, com base neles, muitos analistas começam a enxergar o fundo do poço da atual recessão. Tomando por base que a recessão norte-americana iniciou-se em dezembro de 2007 pelo critério de dois trimestres de queda consecutiva do PIB, nos últimos 19 meses perderam seu emprego 6,6 milhões de norte-americanos.

Curiosa situação. Quase meio milhão de empregos foi destruído nos Estados Unidos em um único mês e essa informação é motivo de comemoração! Assim o fizeram não somente os analistas do mercado e os investidores, mas também o Presidente Barack Obama. Em discurso na semana passada, o presidente tomou a iniciativa de dizer que somente as medidas adotadas salvaram os Estados Unidos do caos – indicando, por vias oblíquas, que também ele já comprou a conclusão que a crise está com seus dias contados.

Alguns analistas enfatizaram que a taxa de desemprego norte-americana caiu de 9,5% em junho para 9,4% em julho, uma indicação adicional de que o mercado de trabalho estaria começando a reagir às medidas anticíclicas adotadas pela administração. Pode até ser e é desejável que assim o seja. O problema é que percentuais se prestam a muitos tipos de interpretação. Saber a verdade requer ir um pouco mais fundo na análise, para não nos enganarmos e não confundirmos os outros.

A queda observada em julho na taxa de desemprego norte-americana, infelizmente, foi em grande parte devida a uma redução da força de trabalho, estimada em 422 mil trabalhadores. Como a taxa de desemprego mede o número de pessoas que procuraram trabalho no mês e não conseguiram emprego, relativamente ao total de pessoas que estavam no mercado fazendo a mesma coisa, a queda no percentual de 9,5% para 9,4% decorre principalmente da redução do número dos que desistiram de procurar emprego no mês. Infelizmente, não é o que parece à primeira vista.

Qualquer que seja a interpretação que se queira dar aos dados de desemprego nos Estados Unidos, outras fontes de informação parecem indicar uma tendência à superação da crise. Refiro-me ao comportamento dos principais índices bursáteis norte-americanos e ao estancamento da queda no volume do comércio internacional. Ambos os indicadores haviam sido utilizados pelos professores Barry Eichengreen e Kenneth O'Rourke para mostrar a forte semelhança entre o desenrolar da atual crise e da Grande Depressão dos anos 30. Em artigo publicado no *Suddeutsche Zeitung* em 24 de junho último, os professores não viram razões para mudar as suas avaliações. A conferir, com base nos dados do segundo semestre deste ano.

Alguns comentários adicionais sobre o impacto da crise no restante do mundo são também pertinentes para nosso debate. Recentemente, o economista Nouriel Roubini, famoso por ter antecipado a atual crise, fez uma interessante avaliação de quais países estão se saindo melhor diante da recessão global e do aperto de crédito que a motivou. Vale a pena rever essa análise, cujos pontos principais, alguns transcrevo, outros sumario a seguir.

Todos os países foram afetados pela crise, nos adverte Roubini. A diferença entre os resultados obtidos até agora por esses países no enfrentamento da recessão decorre de uma combinação de respostas de política econômica aos rigores da crise e dos chamados fundamentos de cada economia. Os países com fundamentos mais sólidos certamente levaram vantagem sobre aquelas economias em que esses fundamentos eram mais frágeis.

Os países que entraram na crise com fundamentos mais sólidos foram aqueles que apresentavam menor vulnerabilidade financeira, devida em muitos casos a uma regulamentação mais restritiva de seus sistemas bancários e a mercados de capitais internos pouco conectados

com o mercado internacional de capitais. A isso se soma, em alguns casos, a presença de mercados internos grandes o suficiente para manter aquecida a demanda interna, a despeito dos efeitos recessivos da crise. Esse parece ter sido o caso de alguns países emergentes e são esses países que aparentemente mais se beneficiarão quando de fato estiver em andamento a recuperação global. Finalmente, há que distinguir também os países que foram capazes de implementar com sucesso medidas anticíclicas de caráter monetário e fiscal, daquele conjunto de países que entrou na crise de “pé trocado” – isto é, que se encontravam pesadamente endividados e que haviam promovido esse endividamento para financiar o consumo no período de grande liquidez internacional que antecedeu a crise, em lugar do investimento.

Entre nossos vizinhos na América Latina, somente a economia peruana parece atender os critérios de fundamentos sólidos e pouca ligação com o mercado externo (o Chile tem bons fundamentos, mas é altamente ligado ao mercado externo). Além disso, por ser relativamente fechada, a economia peruana foi menos atingida pela súbita contração da liquidez que caracterizou a primeira fase da crise. Concorreu também para o menor impacto da crise sobre o Peru a regulamentação de seu sistema bancário, impedindo a contaminação por “ativos tóxicos” observada nos mercados financeiros dos países desenvolvidos, e os altos níveis de reservas internacionais, que serviram para sustentar a confiança dos agentes econômicos e da qual não resultaram flutuações desestabilizadoras da taxa de câmbio. Finalmente, a baixa dependência do consumo de instrumentos de crédito ajudou a resguardar a demanda doméstica. Infelizmente, o mesmo não pode ser dito de praticamente todos os demais países da América Latina, com a possível exceção do Chile.

Na Ásia, a China, hoje o principal parceiro comercial brasileiro, enfrentou a crise com políticas monetária e fiscal agressivas queaju-

daram a reacelerar o crescimento já no primeiro trimestre deste ano, após uma desaceleração do crescimento no último trimestre de 2008.

A resposta à crise na China está mostrando alguns aspectos insuspeitados. Antes dela, o país parecia padecer de um “subconsumo” diante da enormidade da capacidade de poupança da população. Por força dos incentivos da política fiscal, a demanda interna por consumo está se mostrando maior que o antecipado. Por outro lado, esses estímulos de natureza fiscal estão concentrados em grandes projetos de infraestrutura, que certamente elevarão a produtividade e a competitividade chinesa nos anos à frente.

Os problemas com a estratégia chinesa de enfrentamento da crise não devem ser subestimados, contudo, como afirmam muitos analistas. Há um permanente risco do estouro de uma “bolha de ativos” no mercado chinês, ao mesmo tempo em que o sistema de seguridade social chinês mantém intocada a alta capacidade de poupança da população. A esse respeito, cabe apontar que, se retira recursos que poderiam estar se dirigindo para um maior consumo, ao mesmo tempo a ausência de gigantesco sistema de seguridade social à semelhança do nosso evita grandes problemas de financiamento, como os temos hoje em escala menor. De qualquer forma, o fato é que a manutenção de altas taxas de crescimento na China é o maior fator a contribuir positivamente para uma retomada mais rápida da economia mundial na presente quadra, diferentemente do ocorrido no episódio da Grande Depressão dos anos 30.

O que se disse com relação à China pode ser parcialmente replicado com relação à Índia. Não que o país não tenha sido também atingido pela crise; mas a expectativa de que o crescimento desacelere de 9% para 6% este ano, caso se materialize, mostra que também a Índia provavelmente sofrerá menos com a crise. Contribuem para isso fatores

comuns aos observados com relação às economias peruana e chinesa: baixa dependência das exportações, alta taxa de poupança doméstica, grande base de consumo interno. A isso se soma uma também agressiva política monetária e creditícia que sustentou o consumo e a liquidez internos – no caso da manutenção da liquidez interna, foi fundamental o papel desempenhado pelos bancos nacionais, entre eles os bancos oficiais, com baixa relação empréstimos-depósitos e baixa exposição a ativos tóxicos. Completa o quadro a manutenção de grandes reservas internacionais no período pré-crise, que permitiu à Índia enfrentar uma forte saída de capitais do país em 2008. Não menos importantes foram as reformas liberalizantes recentemente implementadas e que estão permitindo o retorno de capitais com a retomada do apetite por ativos de risco dos países emergentes a partir do primeiro trimestre deste ano.

Entre os países europeus, são dignas de nota, na avaliação de Roubini, apenas as economias da Polônia, Noruega e França. Diferentemente dos países bálticos, que se endividaram fortemente antes da crise para manter elevado o nível de consumo, e que por isso estão agora enclacrados em uma crise de balanço de pagamentos, a Polônia não somente continuou crescendo em 2008 e tem agora o segundo melhor desempenho entre os países europeus [Chipre tem o melhor desempenho]. Como a China e a Índia, a Polônia tem também um mercado interno relativamente grande e sua taxa de câmbio flutuante permitiu absorver no câmbio parte dos choques externos advindos com a crise. Finalmente, antecipando-se a seus vizinhos, a Polônia obteve do FMI uma linha de crédito para países emergentes com bons fundamentos no valor de US\$ 20,5 bilhões. A situação local não é maravilhosa, mas é sem dúvida melhor que a de seus vizinhos no Leste Europeu.

Também estão em posição relativamente boa as economias da No-

ruega – cujos bons fundamentos se combinaram com um “estímulo fiscal” da ordem de 3% do PIB – e, surpreendentemente, da França, que conseguiu evitar a recessão em 2008 e provavelmente terá o melhor desempenho entre os quatro grandes da Eurolândia em 2009. A política fiscal francesa buscou ampliar despesas temporárias apenas e o país já tinha antes da crise, relativamente aos demais países da Comunidade, um sólido sistema bancário – pelo menos pelos padrões europeus.

2. Como o Brasil foi afetado pela crise? Por que o Brasil foi o último a entrar na crise e poderá ser o primeiro a sair dela?

Quando observamos o forte impacto da crise no restante do mundo, não podemos deixar de admitir que o País foi afetado de forma relativamente suave pela crise internacional.

Diversos fatores explicam o porquê disso. A despeito da forte contração industrial a partir do último trimestre de 2008 e da também acentuada retração do investimento, a demanda interna permaneceu elevada até o momento, dando sinais de que não arrefecerá daqui para a frente. A manutenção da confiança do consumidor certamente tem muito a ver com a sustentação da demanda interna, muito ajudada pelo “estímulo fiscal” promovido pelo governo da ordem de 2% a 2,5% do PIB, dada a queda do superávit primário de 4% antes da crise para 2% atualmente e talvez para 1,5-1,8% até o final do ano.

Como outros países mais bem-sucedidos em conter os estragos da crise, ajudaram no caso brasileiro a estrita regulação do sistema bancário com a estrita observância dos parâmetros de Basileia; em decorrência, a pouca exposição de nossos bancos a “ativos tóxicos”; do lado real da economia, nosso enorme mercado interno como principal componente da demanda interna, que se sustentou ao longo do período mais profundo da crise; e a firme atuação do Banco Central,

no último trimestre do ano passado, na restauração da liquidez da economia, assunto a que retorno mais adiante.

3. Qual o caminho mais viável para sair da crise? A expansão das exportações ou a ativação do mercado interno?

Não creio que a expansão das exportações e a ativação do mercado interno sejam alternativas mutuamente excludentes. Assim seria se estivéssemos naquele estado idílico que os economistas gostam de denominar de “pleno-emprego”. Tal não é o caso, evidentemente, em plena crise que ora atravessamos.

É importante enfatizar que a crise teve sua origem lá atrás na manutenção da taxa de juros abaixo de seu patamar de equilíbrio por decisão do Federal Reserve do “mago” Alan Greenspan. Essa circunstância e o longo período em que as taxas de juros assim permaneceram nos Estados Unidos e no restante do mundo desenvolvido levaram a uma bolha de liquidez mundial; a crise caracterizou-se pelo súbito rompimento dessa bolha e teve como consequência principal um retraimento da demanda agregada, notadamente nos países industrializados.

Portanto, um dos aspectos importantes da superação da crise é a manutenção e expansão da demanda agregada em todos os países, independentemente da extensão que tenham sido atingidos pela crise.

No nosso caso, estamos tendo grande sucesso na manutenção da demanda interna, mas o mesmo não pode ser dito com relação às exportações. Há também sérias dúvidas com relação à sustentabilidade da política fiscal a longo prazo, pelas razões que abordarei a seguir.

4. Por que toda essa criação de liquidez não gerou inflação? Poderá vir a gerá-la no futuro?

A expansão da liquidez posta em prática pelo Banco Central foi fator

crítico para abortar o contágio do lado financeiro da crise. Recorde-se que a crise financeira internacional afetou o mercado de crédito doméstico por meio de vários canais de transmissão.

Em primeiro lugar, anteriormente ao agravamento da crise com a quebra do banco Lehman Brothers em 15 de setembro do ano passado, o mercado de capitais interno já se ressentia da progressiva retirada dos investidores estrangeiros de nosso mercado. A partir do 15 de setembro o problema se agravou, com a retração das linhas externas de financiamento ao sistema bancário brasileiro e o encolhimento do acesso de nossas empresas aos empréstimos externos diretos. Esse aperto no crédito veio justamente no pico da atividade econômica, quando era maior a demanda por crédito. Para culminar, como se recordará, muitas empresas passaram a assumir posições de alto risco em contratos de derivativos, procurando simultaneamente precaver-se com um *hedge* cambial e obter financiamento com base nesses contratos. O final dessa história é conhecido e foi diversas vezes objeto de discussão neste Conselho. Do episódio resta a constatação da maior fragilidade financeira de algumas das maiores empresas brasileiras, acentuada com a reversão cíclica do mercado de crédito a partir de setembro último.

Vivemos, a partir daí, um fenômeno de “empocamento” da liquidez e escassez de crédito para as empresas, talvez inédito na experiência recente da economia brasileira – que talvez encontre similar apenas na crise do encilhamento no final do século XIX. Problemas de toda natureza afligiram especialmente os bancos de pequeno e médio portes.

A resposta de política ao “empocamento” da liquidez veio da liberalização dos depósitos compulsórios retidos à ordem do Banco Central e a expansão dos empréstimos dos bancos públicos (BNDES, Caixa Econômica Federal – CEF e Banco do Brasil – BB), a exemplo do

que foi também efetuado na política anticíclica da Índia, anteriormente mencionada.

A expansão da liquidez não provocou inflação por dois motivos. Primeiro, porque não se tratou de um crescimento líquido da oferta de crédito doméstico, mas principalmente a substituição do crédito ofertado pelos bancos privados pelo crédito ofertado pelos bancos oficiais. Em segundo lugar, a exemplo do que também ocorreu nos Estados Unidos e nos países europeus, a expansão da oferta monetária que ocorreu simultaneamente ao crescimento do crédito foi contrabalançada, pelo menos parcialmente, pela queda na velocidade de circulação da moeda. Finalmente, com o arrefecimento da fase mais aguda da crise e a retomada dos fluxos de entrada de capitais externos na economia brasileira, iniciou-se uma nova fase de apreciação cambial – e com ela, um freio aos reajustes de preços, que poderá manter-se por um longo período de tempo. A esse respeito, observe-se que o IGP-M, em que o peso maior corresponde aos preços por atacado, mais influenciados pela taxa cambial, está negativo nos sete primeiros meses do ano e poderá fechar 2009 muito próximo de zero.

5. Quais as perspectivas econômicas para 2009? E para 2010?

Para responder à primeira dessa indagação valho-me das estimativas sempre confiáveis do Conselheiro Cláudio Contador dos indicadores antecedentes da economia brasileira. Na versão disponibilizada atualmente no *site* da sua empresa, Silcon, há indicações de que o quarto trimestre deste ano poderá marcar o final do período recessivo da economia brasileira, podendo iniciar-se a partir daí a recuperação. Conforme apontado anteriormente, a recuperação será liderada pela demanda interna, não somente porque esse é o principal componente da demanda agregada brasileira, mas também pelo fraco desempenho das exportações este ano.

Seus indicadores antecedentes também mostram a continuidade de uma suave queda da inflação, já observada nos dados disponíveis para este ano e corroboradas pelas expectativas do painel de analistas do mercado financeiro que serve de base para o *Boletim Focus* semanal, do Banco Central.

Quanto à segunda indagação, valho-me das expectativas de mercado contidas no *Boletim Focus*, edição desta segunda-feira. As expectativas médias do mercado para o PIB são de uma queda de 0,35% em 2009 e de 3,6% para 2010. As expectativas para o desempenho da indústria este ano vêm se deteriorando nas últimas semanas, estando agora situadas em uma queda de 7,3% em 2009, com expectativa de crescimento de 5% em 2010 – lembrando que esse crescimento, se vier a ocorrer, se dará sobre uma base menor observada em 2009.

As expectativas quanto ao balanço de pagamentos têm melhorado nas últimas semanas, apontando agora para um saldo positivo de US\$ 23 bilhões na balança comercial de 2009 e um déficit em conta corrente de US\$ 15 bilhões. Por força das expectativas mais positivas para o crescimento em 2010, o número esperado para a balança comercial cai para US\$ 18 bilhões e o saldo negativo em conta corrente torna-se maior, da ordem de US\$ 22 bilhões em 2010.

Finalmente, os números da inflação têm se alterado pouco ao longo do ano, sendo agora esperado para 2009 um IPCA de 4,4% e um IGP-M negativo de 0,23%. Para 2010, esses números são, respectivamente, 4,3% e 4,5%.

#### 6. O Brasil poderá ter crise fiscal?

Como já foi apontado por vários conselheiros em reuniões anteriores deste Conselho, embora correta na direção, a política fiscal padece de dois problemas estruturais. O primeiro deles refere-se à expansão

de gastos permanentes, quando medidas anticíclicas puras requerem a expansão de gastos transitórios. O segundo deles se refere à qualidade desses gastos, já que muito pouco está dirigido à expansão dos investimentos em infraestrutura, a exemplo das medidas anticíclicas postas em prática na China.

Ontem, com a notável oportunidade e clareza que caracteriza seus artigos, Affonso Celso Pastore e Maria Cristina Pinotti fizeram publicar no jornal *Valor* o seu artigo mensal em que enfatizam os riscos do retorno, mais adiante da inflação e da elevação dos juros, em resposta à política fiscal expansionista hoje praticada, com ênfase no aumento de despesas permanentes. Esses riscos já estariam precificados pelo mercado na estrutura a termo da taxa de juros, cuja curva ascendente sinaliza a elevação da Selic já em 2010.

Compartilho desse ponto de vista, razão pela qual faço aqui menção ao artigo de meu mestre Pastore e de sua coautora, Maria Cristina Pinotti. Será, de fato, pesaroso se a taxa básica de juros vier a ser elevada em 2010, justamente no início da recuperação da atividade econômica.

#### 4. Quem mais pode ajudar o Brasil a sair da crise? Os Estados Unidos, a Europa, a América Latina ou a China?

Tanto os Estados Unidos como a Europa, e particularmente a última, padecem de problemas de reativação de sua demanda interna. Em decorrência, há muito pouco a esperar desses países como motores da expansão das exportações brasileiras.

No primeiro semestre deste ano, o nosso comércio com o exterior encolheu em pouco mais de um quarto (26%) em comparação com igual período de 2008, o equivalente a US\$44,1 bilhões. Desse total, as exportações foram responsáveis por US\$20,7 bilhões (47%) e as

importações por US\$23,4 bilhões (53%). As exportações recuaram 22,8%, situando-se em quase US\$70 bilhões, contra US\$90,6 bilhões no ano passado. As importações, por sua vez, reduziram-se mais acentuadamente (29,5%), fixando-se em quase US\$56 bilhões, em confronto com os US\$79,3 bilhões registrados no ano anterior. Em consequência da queda mais acelerada nas importações do que nas exportações, o superávit deste ano foi superior em US\$2,7 bilhões (23,8%) ao verificado no primeiro semestre de 2008.

Como já se apontou anteriormente, a China é hoje o principal parceiro comercial do País, suplantando os Estados Unidos e sendo responsável por cerca de 15% das exportações brasileiras no primeiro semestre deste ano (Estados Unidos, 10,45%; totalidade dos países da União Europeia, 22,8%). Da sustentação de seu crescimento dependem não somente a retomada do volume de exportações de nosso país, mas também a sustentação dos preços das principais *commodities* no mercado mundial.

A economia chinesa parece ter superado os problemas de crescimento observados no último trimestre de 2008 e tudo leva a crer que manterá taxas aceleradas de crescimento, tanto em 2009 quanto até onde é possível enxergar.

São essas, Senhor Presidente, as considerações que gostaria de fazer em resposta à provocação do Conselheiro Ernane Galvêas. Muito obrigado.

*Palestra proferida em 11 de agosto de 2009.*