



A MÃE DE TODAS AS CRISES

| POR ALKIMAR R. MOURA E CRISTIANO OLIVEIRA

Uma forte desaceleração do PIB e altas taxas de inflação alimentam uma crise econômica que pode gerar impactos políticos e sociais bastante significativos.

As evidências macroeconômicas recentes demonstram que o país passa por forte desaceleração, acompanhada pela persistência de uma taxa de inflação relativamente elevada. Essa combinação altamente indigesta contém as sementes de uma potencial crise econômica, a qual, dependendo de sua gravidade, pode ter significativas implicações políticas e sociais.

Diferentemente de outras experiências de dificuldades econômicas ocorridas no passado, essa é uma crise que, embora inicialmente seja decorrente de um evento externo – a crise global de 2008 –, foi amplificada domesticamente por respostas que se revelaram inadequadas, pois se insistiu em manter um ritmo de crescimento da demanda agregada incompatível com o duplo equilíbrio interno e externo da economia nacional por um tempo relativamente longo.

O IMPACTO DA CRISE DO SUBPRIME

Existe um consenso generalizado de que a crise do *subprime*, iniciada nos Estados Unidos no segundo semestre de 2008, espalhou-se pelo resto do mundo, causando danos significativos à economia global. O Brasil não ficou imune, tendo o impacto inicial ocorrido por meio da parada súbita nos fluxos de recursos externos para o país – em razão da contração generalizada do crédito – o que causou rápida desvalorização da taxa

nominal de câmbio, associada à contração de liquidez no mercado interbancário, afetando, sobretudo, a posição dos bancos pequenos e médios.

Essa incipiente crise bancária foi contida pela atuação do Banco Central, ao manejar os instrumentos convencionais de política monetária e ao ampliar a rede de segurança do sistema bancário, incluindo a atuação dos bancos públicos federais nas operações de aquisição de ativos e/ou empresas financeiras com dificuldades de liquidez.

Além disso, deve-se reconhecer que o lado real da economia estava relativamente blindado contra choques externos adversos, os quais foram sensivelmente amortecidos pelo regime cambial de “flutuação suja”. Do lado financeiro, no entanto, os efeitos das mudanças dos preços dos ativos e nas condições de crédito nos mercados globais impactaram os preços negociados nos mercados domésticos. As variações ocorridas nos índices da bolsa de valores, nas taxas futuras de juros e na taxa de câmbio foram decorrência direta das turbulências no mercado financeiro global.

Houve ainda uma atuação coordenada do poder executivo ao implementar políticas fiscais compensatórias que, ao expandir gastos públicos e/ou reduzir impostos – com o objetivo de atenuar os efeitos recessivos de contração na demanda originária do setor privado –, explica boa parte do moderado impacto da crise sobre a economia brasileira no pós-2008. Esse desempenho satisfatório, sobretudo na comparação com os países desenvolvidos, pode



Supondo que o ajuste seja bem-sucedido, uma vez conquistada a estabilidade macroeconômica, quais serão os motores que impulsionarão o crescimento do PIB nos próximos anos?

ser observado pelo crescimento do PIB entre setembro de 2008 e março de 2015, que foi de +15,2% no Brasil, +9,4% nos Estados Unidos e -0,37% na Zona do Euro.

O desempenho da política anti-inflacionária, entretanto, deixou a desejar. A inflação média no mesmo período foi de 6,2%, muito acima do centro da meta (4,5%), apesar do controle de preços administrados, da contenção de tarifas de serviços públicos e da taxa nominal de câmbio sobrevalorizada.

ANTIAJUSTAMENTO OU O RETORNO DOS DÉFICITS GÊMEOS

Depois de 2008, observou-se uma persistência de déficits nas contas públicas enquanto o Banco Central mantém um regime de política monetária passivo, com a taxa básica de juros abaixo do nível adequado para assegurar o equilíbrio macroeconômico. Nesse cenário, a manutenção de ganhos salariais acima da produtividade média da economia, com a valorização da taxa real de câmbio em função da entrada de capitais externos, complicou o quadro macroeconômico herdado da crise.

Como resultado, a taxa de inflação se manteve consistentemente acima do centro da meta, e o déficit em transações correntes saltou de 28,2 bilhões de dólares (1,7% do PIB) em 2008 para 104,8 bilhões (4,5% do PIB) em 2014. Isso reflete a tentativa de manter o ritmo de crescimento de gastos em bens e serviços acima do produto potencial, que experimentou desaceleração em decorrência da forte retração da formação bruta de capital fixo, resultado da queda dos indicadores de confiança na economia e do aumento dos riscos econômico e político no país.

A coexistência dos déficits gêmeos – fiscal e em conta-corrente – não é uma situação desconhecida na

economia brasileira. Após o primeiro choque do petróleo, o país também tentou adiar o ajuste mantendo um ritmo de crescimento econômico incompatível com a piora na economia global e nas condições de financiamento externo. As restrições econômicas, afinal, prevaleceram, forçando a adoção de um programa ortodoxo de estabilização para restabelecer os fluxos internacionais de capitais.

Na situação atual, a perda do grau de investimento pela economia brasileira seria equivalente ao corte abrupto de fluxos de capitais ocorrido em crises anteriores, com menor facilidade de acesso ao crédito externo e juros mais elevados para os recursos internacionais. Essa perda, ainda que não tenha consequências tão dramáticas como a parada súbita no fluxo de entrada de capitais observada no início da década de 1980, aos olhos externos, coloca o Brasil mais próximo da Venezuela e da Argentina do que do Chile, Colômbia e Peru, piorando a atração de capitais externos.

No primeiro mandato da Presidente Dilma, a gestão macroeconômica caracterizou-se pela implantação da auto-denominada “nova matriz econômica”, caracterizada por uma formulação conceitual rasa associada à manutenção de uma política econômica excessivamente intervencionista. Tais medidas, ao invés de estimular o investimento privado, tiveram efeito contrário. O resultado foi um crescimento raquítico, combinado com taxa de inflação próxima ao teto superior da meta. Em outras palavras, a nova matriz econômica acabou entregando velhos resultados, típicos de um período de frouxa gestão macroeconômica. Em contrapartida, a economia mundial recupera-se da crise, impulsionada pelo desempenho das principais economias desenvolvidas, apesar da tragédia grega.

A instabilidade gerada pela associação entre crise política e econômica pode ser maior do que a soma de ambas.

Permanece a ameaça de um risco sistêmico, cujo impacto ainda é difícil estimar.

A NOVA TENTATIVA ORTODOXA

Na transição para o segundo mandato da Presidente Dilma, houve uma mudança clara na gestão da política econômica, com a entrada de uma equipe com agenda ortodoxa, que propôs ao Legislativo um programa de ajustamento ancorado em medidas destinadas a recuperar a credibilidade da política fiscal. A surpreendente escolha do ministro Joaquim Levy para a pasta da Fazenda foi o reconhecimento de que a “nova matriz macroeconômica” foi um retumbante fracasso.

De maneira geral, o ajuste adotado por Levy tem cinco pilares:

- (i) Retorno do compromisso com a Lei de Responsabilidade Fiscal;
- (ii) Retorno da austeridade na política monetária, reatando compromisso com o regime de metas para a inflação e aumentando a taxa de juros real;
- (iii) Adoção de medidas parafiscais contracionistas para desacelerar o ritmo de expansão do crédito dos bancos públicos, que reduzia a eficácia da política monetária;
- (iv) Adoção do realismo tarifário nos preços administrados;
- (v) Início do ajuste do câmbio real para reduzir o déficit em transações correntes, que apresenta trajetória bastante desfavorável em uma economia já estagnada.

No curto prazo, a resposta ao ajustamento é o aprofundamento do quadro recessivo, que já prevalecia pelo esgotamento do modelo anterior, para compatibilizar as taxas de crescimento entre o PIB (oferta) e a absorção doméstica (demanda).

Essa redução do ritmo de crescimento da demanda passa necessariamente pelo atual processo de distensão no mercado de trabalho. De acordo com o IBGE, a

taxa de desemprego encerrou o primeiro semestre de 2015 no patamar de 6,9% ante 4,8% registrados em junho do ano anterior. Os dados do CAGED (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados do MTE) mostram que nos últimos 12 meses foram destruídos 730 mil postos de trabalho líquidos no país. Esses indicadores já mostram moderado recuo dos salários em termos reais na comparação anual, resultado que faz parte da lógica do ajuste que pretende desacelerar o ritmo do consumo das famílias.

Com parco apoio popular e político, pode-se conjecturar que a estabilidade e a continuidade do executivo repousam no programa econômico recém-implementado – mesmo com ajustes de última hora para torná-lo menos restritivo. Espera-se que esse programa possa evitar o rebaixamento do *rating* do crédito soberano do Brasil e sua possível eliminação do clube dos países emergentes com grau de investimento.

À semelhança de períodos anteriores, a instabilidade institucional gerada pela associação entre crise política e econômica pode ser maior do que a soma de seus dois componentes. Nada indica que essa equação tenha se modificado nos últimos anos. Ao contrário, as recentes denúncias de corrupção envolvendo agentes públicos, políticos e empresários colocam um *stress test*, dessa vez sobre o sistema jurídico e político do país. Ao fim e ao cabo, permanece a ameaça de um risco sistêmico, cujo impacto na economia e na sociedade ainda é difícil estimar.

E DEPOIS DO AJUSTAMENTO?

Como vimos, apesar de o país ter sobrevivido ao impacto direto da crise global de 2008, a manutenção de uma política econômica excessivamente intervencionista durante o primeiro mandato de Dilma produziu resultados medíocres. No início do segundo mandato, as restrições econômicas e o risco de rebaixamento do *rating* levaram a uma inflexão em direção ao ajustamento ortodoxo.

Mas, supondo que esse ajuste seja bem-sucedido, ainda assim resta a questão crucial relativa às fontes do crescimento da economia. Uma vez conquistada a estabilidade macroeconômica, quais serão os motores que impulsionarão o crescimento do PIB nos próximos anos? Eis uma questão ainda não equacionada. ●

PARA SABER MAIS:

- Banco Central do Brasil. *Medidas Macropрудenciais – Impactos das Recolhimentos Compulsórios*. Relatório de Inflação, junho, p. 98-103, 2011.
- Mario Mesquita e Mário Torós. *Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008*. Banco Central do Brasil. Trabalhos para discussão 202, 2010.
- Alkimar R. Moura. *Regulação nos mercados financeiros e de capitais no Brasil: um sistema à prova de crises?*. In: *Direito e Economia, 30 Anos de Brasil*. Maria Lúcia L.M. Padua Lima. Série GVlaw. São Paulo: Saraiva, 2012.

ALKIMAR R. MOURA > Professor da FGV/EAESP > alkimar.moura@fgvbr
CRISTIANO OLIVEIRA > Mestre em Economia pela FGV/EAESP > cr10@uol.com.br