

Vetores externos mais negativos: o próximo governo precisará lidar com isso

Livio Ribeiro

Pesquisador associado do FGV IBRE, sócio da BRCCG

Os últimos 2 anos foram marcados por sucessivas revisões de cenário que estão relacionadas à eclosão da pandemia e aos efeitos colaterais das políticas públicas implementadas para combatê-la. *A posteriori*, é muito fácil julgar que tais políticas foram mal calibradas, resultando em grandes desvios e desequilíbrios tanto na demanda quanto na oferta global. Naquele momento, no entanto, parecia razoável pecar pelo excesso e, ao fazer isso, os governos, de maneira geral, instituíram grandes impulsos fiscais e monetários que deram sustentação à renda em algum nível, à produção em outro nível, e geraram profundos desequilíbrios que estão desaguando agora.

Esses desequilíbrios, especialmente no mundo desenvolvido, se traduzem em inflação muito elevada, em um processo que também se observa nos emergentes, com a única exceção da China. Isso porque as restrições de pandemia continuam ocorrendo nesse país em algum nível, posto que o governo chinês ainda não abandonou a política de “Covid-zero dinâmica”. Esse descasamento entre as inflações explica muito das diferenças de tom de política no mundo desenvolvido e na China, que é algo que tem implicações importantes para os emergentes, em específico para o Brasil.

No mundo inteiro, o que se vê é um processo de aceleração inflacionária relevante, que passa a ser combatido com mais restrição monetária. E aqui o argumento é canônico: economias desenvolvidas e emergentes passaram a operar com sinais de ociosidade restrita, com demanda acima da oferta, pelo menos no curto prazo.

Isso é particularmente claro no caso americano: qualquer métrica que acompanhe o crescimento do PIB de longo prazo aponta que a economia americana está operando nos últimos trimestres acima de uma extrapolação de tendência longa de crescimento. E aí, não há muita saída que não seja



promover um aumento da ociosidade, para trazer a inflação para baixo.

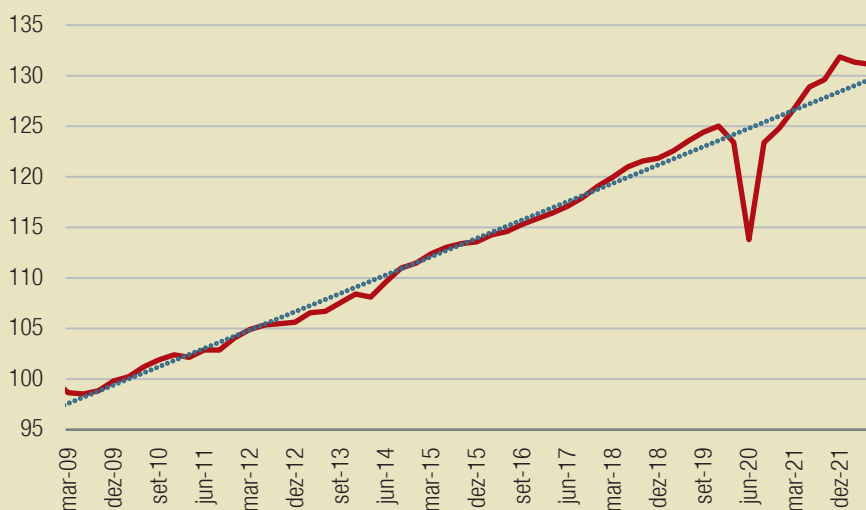
Na Europa, a discussão é um pouco diferente. Se há de um lado uma pressão inflacionária muito clara que emerge e vai se espalhando para os núcleos – algo que também se observa nos Estados Unidos – por outro há uma nova rodada de choque de oferta derivada da questão geopolítica. As restrições energéticas da Europa acabam gerando um choque negativo de oferta, com uma demanda que ainda não fez o pouso dos estímulos implementados depois da pandemia.

Isso resulta em uma nova rodada de aceleração inflacionária, com o Banco Central Europeu (BCE) começando a subir juros, inclusive de maneira relativamente rápida, interrompendo uma longa história de taxas de juros negativas que foram observadas nos últimos 10 anos. Com isso, temos juros para cima nos EUA e na Europa, e uma discussão de qual dessas duas economias desenvolvidas vai liderar o processo de restrição monetária global.

Esse jogo de pressões monetárias e restrições de demanda gera importantes implicações sobre as moedas. O juro básico americano saiu na frente do europeu e já se encontra em terreno claramente positivo – onde a Europa acabou de chegar –, aproximando-se de maneira cada vez mais clara de uma faixa de neutralidade, ainda que haja dúvidas a respeito do real nível de restrição monetária obtido pelos Estados Unidos com as atuais taxas de juros.

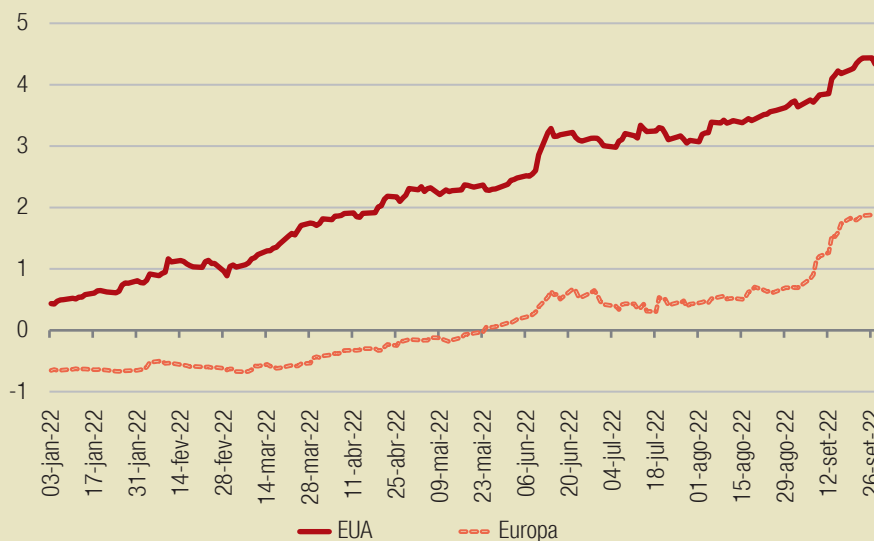
Isso, entretanto, não muda o fato de que o ciclo monetário americano pareça um pouco mais adiantado que

Gráfico 1: PIB EUA vs. tendência de longo prazo (2008.T4 = 100)



Fonte: BEA.

Gráfico 2: Juros de 1 ano – EUA vs. Europa



Fonte: Bloomberg.

o europeu, gerando uma pressão natural para que o capital fluísse, dentro do mundo desenvolvido, da Europa para os Estados Unidos. Por cima disso há uma consideração importante, de que a Europa enfrenta um choque geopolítico severo, com implicações relevantes para o crescimento da re-

gião. Ao contrário do cenário americano, o panorama europeu se desenha como de estagflação. Se olharmos de hoje para os próximos 6 meses, observamos revisões de crescimento para baixo – inclusive já flertando com a estagnação ou recessão na virada de 2022 para 2023 –, e inflação para

cima, numa combinação de choque prévio de demanda, que agora começa a se desfazer, com um choque de oferta brutalmente negativo.

A opção do BCE é encaminhar a demanda para onde está a capacidade de oferta. No entanto, há uma ampla rede de institucionalidades e travas no funcionamento do sistema monetário europeu que coloca em dúvida a real capacidade do BCE de implementar um ciclo monetário do tamanho que seria necessário. Com juros positivos na Europa, aumenta exponencialmente o risco de fragmentação da zona do euro, com o capital migrando dos países mais pobres, periféricos, para o centro da Europa. Esse fluxo de capital faz com que os desequilíbrios inerentes da zona do euro aumentem, tornando mais intensos os desafios da transmissão da política monetária.

O BCE tem desenhado uma série de mudanças institucionais buscando mitigar esses riscos, mas há dúvidas se serão efetivas e suficientes. O cenário

europeu, portanto, acaba se desenhando como oposto ao americano, com o BCE sendo forçado a fazer menos que o necessário, com juros subótimos e inflação mais elevada do que deveria. Isso sem contar com a possibilidade de uma escalada adicional da guerra na Ucrânia, que teria implicações diretas para a Europa além das restrições de oferta que já se observam.

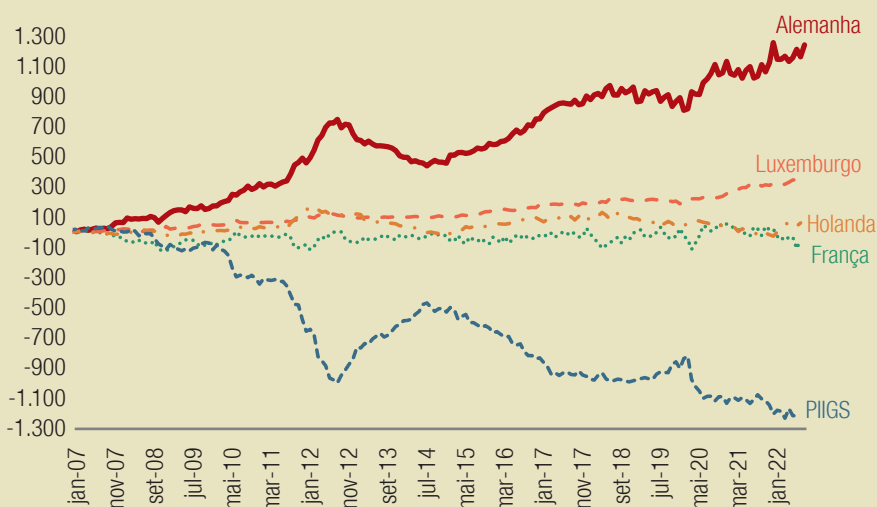
Somados esses fatores, é muito difícil não pensar em um euro fraco – portanto, um dólar forte no mundo. Ou seja, a fortaleza da moeda americana se constrói não apenas por uma questão absoluta dos Estados Unidos, ainda que o desempenho da economia americana seja relativamente melhor, mesmo com riscos relevantes de recessão num horizonte importante de tempo. Mas o país não sofre a mesma restrição institucional que a Europa, que limitaria a atuação do comitê de política monetária americano (FOMC) como parece acontecer no caso do BCE. Pelo padrão histórico, dólar forte no

mundo e juro americano para cima não se configuram um cenário muito favorável para os países emergentes. E não vejo como ser diferente agora.

Nesse cenário onde o mundo desenvolvido sofre, e há clara pressão para o fortalecimento multilateral do dólar, o fiel da balança para o mundo emergente acaba sendo a China. Foi o que nos acostumamos a ver ao menos nos eventos de crise registrados neste século até a pandemia. Nesse período, sempre que se enfrentou uma restrição mais forte seja no mundo desenvolvido, seja no emergente, o crescimento chinês foi acelerado por políticas públicas domésticas e, em alguma medida, salvou o crescimento global. Desnecessário dizer que esse crescimento chinês acelerado foi intensivo em demanda por bens e serviços, principalmente por bens produzidos no mundo em desenvolvimento, com destaque para as *commodities*.

Assim, exportadores líquidos de *commodities*, como o Brasil, se viram em alguma medida ajudados pela ascensão chinesa, seja a observada no superciclo, mais estrutural, seja a alimentada por medidas pontuais de estímulo implementadas depois da crise financeira internacional de 2008/2009. O atual ciclo chinês, entretanto, é diferente, por duas razões. Primeiramente, porque de forma geral a política de combate à Covid-19 na China se mostrou distante da utilizada no mundo desenvolvido. Se por um lado teve o efeito de salvar muitas vidas durante a pandemia, por outro ela atrasa o processo de normalização sanitária da economia. Existe, assim, uma dúvida grande de quando as

Gráfico 3: Balanço soberano no Eurosystem (€ bi)



Fonte: Banco Central Europeu (BCE).

coisas voltarão de fato ao normal na China. E isso impacta sobremaneira as decisões de consumo e investimento dos agentes.

Em paralelo, nos últimos 2 anos o governo chinês implementou uma agenda importante de reformas institucionais no mercado imobiliário, nevrálgico para a economia chinesa. Estimativas apontam que, contando impactos diretos e indiretos, a participação do setor imobiliário no PIB chinês gira entre 25% e 30%. Nesse país, mais do que a importância na geração de valor adicionado, o mercado imobiliário tem implicações relevantes para a percepção de riqueza e estabilidade econômica das famílias.

Por excelência, os imóveis são o principal mecanismo de poupança e de transmissão intergeracional de renda. Em um cenário no qual as incorporadoras sofrem com as restrições dispostas pelo governo e começam a atrasar entregas de imóveis previamente comprados, institui-se um problema de confiança, o que chamo de “queda na confiança em tijolos”. Isso provoca um desmonte da estrutura financeira da economia e da percepção de riqueza das famílias.

Assim, somando a não normalização sanitária de um lado, e de outro os choques observados nesse ativo tão importante para transmissão de riqueza e renda, as famílias naturalmente se encontram recolhidas. Os indicadores de confiança chineses nunca estiveram em níveis tão baixos. E pesquisas mais recentes do governo chinês, especificamente do Banco Central Chinês (PBoC), sugerem que a propensão marginal a poupar alcança níveis recordes.

Faz sentido, sob um quadro de incerteza quanto ao futuro, incerteza na obtenção de renda presente, e necessidade de poupar mais para garantir transmissão de riqueza às novas gerações. O resultado disso é que o consumo e a demanda na economia chinesa não se recuperam, mesmo com a

série de medidas implementadas pelo governo para acelerar o crescimento.

Essas iniciativas priorizam a Velha China – como é conhecido o modelo de crescimento substituído pelo país no final da primeira década de 2000 –, principalmente os investimentos em infraestrutura. Isso pode ser rele-

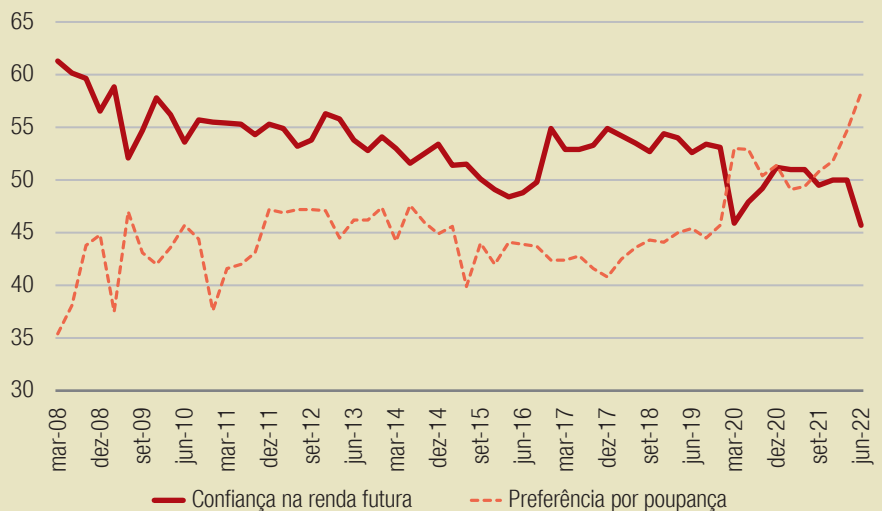
Gráfico 4: Dólar índice



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 5: Pesquisa com os poupadores bancários

Dados selecionados



Fonte: PBoC.

A China sofre **carência** de demanda tanto doméstica quanto externa, vivida pelas **empresas chinesas** que enfrentam um mundo em **desaceleração**

vante para os exportadores de *commodities* como minério de ferro e quicá da parte energética. O ponto central, entretanto, é que a China sofre uma carência de demanda tanto doméstica quanto externa, vivida pelas empresas chinesas que enfrentam um mundo em desaceleração. Logo, em uma economia cujo setor de serviços já representa em torno de 55% do PIB, tem-se um cenário difícil para se dinamizar o crescimento.

Das duas uma: ou o governo chinês gastará muito mais do que deveria para gerar uma determinada taxa de crescimento, ou será forçado a aceitar uma taxa de crescimento menor, enquanto esse cenário de restrições não se normalizar. Com a informação que temos disponível hoje, parece que a segunda opção é a que está em jogo. O crescimento chinês este ano é estimado em parcos 3,5%, com viés de baixa. E, a depender do desenho das

políticas chinesas para o próximo ano, alcançar um PIB de 5% em 2023 já começa a se tornar desafiador.

Esse cenário – mundo desenvolvido em desaceleração; inflação elevada; necessidade de grande restrição monetária; dúvidas a respeito da capacidade de implementação dessa restrição monetária, especialmente na Europa; choques geopolíticos que afetam sobremaneira a questão energética; e uma China que não gera tanto impulso quanto usualmente faria em situações similares – se constrói como um desafio para todas as economias emergentes, entre as quais o Brasil se inclui.

O próximo governo deverá entender que, ao menos no início de seu mandato, o vento externo será de proa, e que o espaço de manobra para absorver eventuais deslizes na condução da política interna será limitado. Nesse sentido, aumenta a necessidade de se estabelecer um plano concreto e organizado de atuação, que permita que o Brasil navegue um pouco melhor que os demais países nesses mares tão turbulentos.

Relativamente, nossa condição de largada parece ser melhor que a de muitos países. Estamos mais blindados dos choques que ocorrem no Leste Europeu. Países dessa região e outros da periferia da Europa têm sofrido muito em função dos efeitos da guerra na Ucrânia, e não parece que isso possa ocorrer com a economia brasileira.

Por sua vez, países mais ligados aos Estados Unidos, como o México, sentem os efeitos do aumento da restrição monetária americana. E muitas economias da Ásia ligadas ao ciclo

chinês não possuem capacidade de estimular sua própria demanda, sensíveis aos choques externos e a uma dificuldade crônica de aumentar os níveis de consumo doméstico.

O Brasil, por outro lado, tem uma economia que neste momento, e a despeito das razões para que isso ocorra, se mostra mais resiliente, com aumento das taxas de emprego, aumento da atividade econômica, inflação cadente e uma política monetária que iniciou o ciclo de ajuste antes das demais, e que agora se permite uma pausa para avaliar a necessidade de retomada do ajustamento. Ou, num cenário mais provável, que no ano que vem já iniciará o ciclo de corte das taxas de juros.

Isso dota o país de uma blindagem aos choques mencionados, mas que não é infinita, nem tão resistente a ponto de evitar que todo tipo de choque externo se transmita à economia doméstica. O ponto relevante, entretanto, é que, com uma condição inicial relativamente melhor, podemos ter um desempenho melhor. Não necessariamente bom, mas menos negativo do que os que poderão ser observados em outras economias emergentes do Leste Europeu, da Ásia ou das Américas.

É central que o próximo governo não perceba essa condição como uma virtude, que permite que a agenda de reformas e transformação do Estado brasileiro seja deixada de lado. Precisamos aproveitar para, com um nível de coordenação de políticas públicas adequado, multiplicar os ganhos em torno dessas condições iniciais que hoje parecem relativamente mais favoráveis. ■