

Um pouco de otimismo e muita cautela

PASTORE, Affonso C. & PINOTTI, Maria C.. Um pouco de otimismo e muita cautela. Valor Econômico, São Paulo, 13 de julho de 2009.

Após forte recessão - a maior dos últimos 20 anos - a economia brasileira entrou em recuperação a partir do segundo trimestre de 2009. O Brasil tem condições de crescer mais do que a economia mundial, mas é preciso moderar o otimismo. Primeiro, porque o crescimento mundial será baixo, impondo limites. Segundo, porque a aceleração do crescimento junto com o baixo nível de poupança doméstica elevará os déficits nas contas correntes, que terão que ser financiados por ingressos de capitais que ocorrerão ao lado da valorização do real. Terceiro, porque apesar de todos os progressos dos últimos anos teremos que obedecer a grandes restrições impostas à política fiscal, sem o que o ingresso de capitais não estará garantido.

Começamos olhando para a saída da atual recessão mundial, explorando em seguida as suas consequências sobre o Brasil.

Após a saída da atual recessão, a impossibilidade de elevar sensivelmente o consumo condena os Estados Unidos a taxas de crescimento muito menores do que nos últimos anos. Entre 2005 e 2008, a totalidade da renda disponível das famílias naquele país era destinada ao consumo, quando em anos anteriores a poupança se situava acima de 8% da renda disponível. A atual crise provocou uma queda de mais de 25% no valor de mercado do estoque de riqueza das famílias e a recomposição deste estoque exige poupanças elevadas, reduzindo o consumo. Nesta mesma direção atua a necessidade de reduzir o grau de endividamento das famílias, que cresceu no período em que a taxa básica de juros SE manteve muito baixa. Estimativa do Federal Reserve mostra que em torno de 100% da renda disponível está comprometida com o endividamento em hipotecas e um quarto da renda disponível está comprometido com o crédito ao consumo. A decisão de impedir a quebra de instituições financeiras sistemicamente importantes elimina novas ondas de crise bancária, mas os bancos ainda estão longe de operar ativamente, forçando a queda do endividamento de pessoas e empresas. A crise bancária e a queda nas perspectivas do consumo também reduziram os investimentos em capital fixo, contraindo a outra componente da demanda agregada, que só será recomposta com a superação da crise bancária e a gradual volta do crescimento do consumo, que não poderá retornar mais rapidamente porque é necessário elevar as poupanças para recompor o estoque de riqueza.

Na Europa, o quadro é agravado pela menor liberdade no uso de políticas fiscal e monetária contracíclicas. A tradição de honrar a sua dívida permite aos EUA uma elevação maior da dívida pública, o que abre espaço para uma política fiscal fortemente expansionista. Já na Europa há vários países com histórias de defaults, e outros com dívidas públicas muito elevadas, impedindo déficits públicos grandes. Por

outro lado, o BCE é uma instituição supranacional, que por isso dá em suas decisões um peso muito maior à inflação do que ao desemprego. Esta é também a razão de suas dificuldades em executar extensivamente uma política de expansão quantitativa de crédito. A destruição de riquezas e a necessidade de reduzir a alavancagem dos indivíduos e empresas cortaram o consumo das famílias e contraíram os investimentos em capital fixo, mas a intensidade das políticas contracíclicas na Europa é baixa comparada aos Estados Unidos. A consequência é que a Europa sairá da recessão depois dos EUA, e depois disto crescerá menos.

A atual crise provocou a queda da demanda agregada em escala global, e com ela a queda das exportações, o que atingiu a China. As exportações chinesas representam perto de 35% do seu PIB, com uma dimensão igual à do consumo das famílias, que também é de 35% do PIB. Os reflexos da atual crise mundial impedem o crescimento das exportações e, como a China não consegue readaptar rapidamente a sua economia para elevar o consumo, tem o seu crescimento dependente de programas governamentais de investimentos e de acumulação de estoques de commodities e matérias-primas. Com isso consegue manter um crescimento em torno de 7% ao ano, que é bem inferior às taxas dos últimos anos, mas ainda assim suficiente para difundir estímulos de crescimento ao restante da Ásia, como por exemplo Japão e Coreia. Com este desempenho, a China reduz a contração gerada pelos EUA e Europa, mas não é capaz de reconduzir o mundo ao ritmo de crescimento ao observado antes da crise.

No Brasil, a demanda agregada também declinou, mas a maior queda ocorreu nos investimentos em capital fixo, que despencaram de 19% do PIB para menos de 16% do PIB em dois trimestres. As políticas contracíclicas vêm estimulando o consumo, mas a grande ênfase imposta à política fiscal tem que levar em conta os efeitos da consequente redução das poupanças do governo. Os estímulos ao consumo objetivam a ampliação gradual dos investimentos em capital fixo, e o crescimento da demanda agregada doméstica decorrente deste fato elevará gradualmente os déficits nas contas correntes, o que não é um fato novo: no Brasil as poupanças são baixas, e sempre que os investimentos se ampliam para acelerar o crescimento, crescem os déficits nas contas correntes, que precisam ser financiados. Embora o crescimento mundial seja baixo, há um retorno gradual de ingressos de capitais, que faz antever a ocorrência de valorização adicional do real ao lado de déficits crescentes nas contas correntes. Se o Brasil quiser crescer acima do crescimento mundial, terá que estar preparado para aceitar maiores déficits em contas correntes e câmbio mais valorizado. Mas, para que tenha o necessário ingresso contínuo de capitais, terá que preservar a solidez de seu ajuste macroeconômico, o que significa manter a disciplina fiscal: é graças a ela que hoje pudemos praticar políticas fiscais contracíclicas, mas isto somente se justifica por um período curto.

Quando tiramos do superávit primário os investimentos do PPI e da Petrobras, chegaremos a um superávit operacional abaixo de 2% do PIB. Mesmo que a taxa real média de juros da dívida caia para o mesmo nível da taxa Selic, de 5% em termos reais, este superávit é insuficiente para estabilizar a relação dívida/PIB. Por outro lado, como o governo é atualmente credor em dólares, a dívida pública cresce com a valorização do real, que deverá ocorrer. Momentaneamente, isto não é um problema porque hoje o mundo vê o Brasil com olhos extremamente favoráveis. Mas, se a tendência atual da política fiscal não for revertida, a visão favorável tenderá a mudar, dificultando a atração do capital necessário ao financiamento dos déficits crescentes nas contas correntes e aumentando o risco de a depreciação cambial obrigar a elevação das taxas reais de juros, truncando a recuperação da economia.

Affonso Celso Pastore e Maria Cristina Pinotti são economistas e escrevem mensalmente às segundas.

