

A DIMENSÃO DA CRISE (Francisco L. Lopes 2008)*¹

Tolstoy escreveu, no *Anna Karenina*, que todas as famílias felizes são parecidas, mas uma família infeliz é infeliz de seu próprio modo. As recessões são um pouco como as famílias infelizes do grande escritor russo: cada uma tem a sua própria história e a sua forma peculiar de produzir infelicidade econômica. Isto significa que é sempre difícil prever a intensidade de um desses episódios quando ainda não terminou.

Se considerarmos o indicador da produção industrial (índice total com ajuste sazonal e base 2002=100), não há dúvida que a presente recessão começou nos Estados Unidos em janeiro de 2008. Mas que intensidade terá e quando terminará? De acordo com o National Bureau of Economic Research, desde 1854 a economia americana passou por 31 recessões, com período médio de contração de 17 meses. Duas delas, porém, se destacaram pela intensidade: 1929-32 e 1937-38.

Data inicial	jul-1929	mar-1937
Produção Industrial máximo local	8,9	9,4
Data final	jul-1932	mai-1938
Produção industrial mínimo local	4,1	6,3
Duração em meses	37	14
Varição % Produção Industrial	-53,6%	-32,5%

É possível ter certeza que não teremos agora uma nova recessão “anormal” desse tipo? Sem dúvida é preocupante notar que a recessão de 1929 teve a mesma origem que a atual: uma grave crise no sistema financeiro. E a recessão de 1937 parece mostrar que o final da crise bancária não é suficiente para permitir uma reativação sustentada.

A principal razão por que se pode considerar muito improvável a repetição agora de uma recessão desse tipo faz lembrar aquela resposta que alguém deu à pergunta se somos mais sábios do que os gregos antigos. A resposta é que obviamente sim já que conhecemos o pensamento deles. Do mesmo modo, a razão por que podemos evitar desastres como os dos anos 1930 é que, conhecendo aquela experiência, sabemos agora o que deveria

¹ Publicado em E. Bacha e I Goldfajn (eds), *Como Reagir à Crise: Políticas Econômicas para o Brasil*, Imago 2009

ter sido feito: estancar a propagação da crise bancária o mais rápido possível (para evitar 1929-32) e adicionar políticas monetárias e fiscais expansionistas (para evitar 1937-38). Isto é, exatamente, o que o governo americano, tanto com Bush como Obama, está tentando fazer.

Devido a essa firme reação da política econômica, a recessão de 2008-10 será uma recessão “normal”, comparável às seis que tivemos nos últimos 50 anos.

Data inicial	mai-53	fev-57	set-73	fev-80	set-90	jun-00	jan-08
Prod. industrial máximo	21,9	24,8	50,8	58,1	70,4	104,3	112,6
Data final	ago-54	abr-58	mai-75	dez-82	mar-91	dez-01	set-10
Prod. industrial mínimo	20,2	21,4	44,7	52,4	67,5	97,8	102,0
Duração em meses	15	14	20	44	6	21	32
Varição Prod. Industrial	-7,9%	-13,6%	-12,0%	-9,8%	-4,2%	-6,2%	-9,4%

A projeção, na última coluna do quadro, sugere que será uma recessão de intensidade e duração semelhante à de 1980-82. Como se sabe aquela recessão resultou da combinação do segundo choque do petróleo com uma contração monetária intensa e persistente produzida pelo FED para controlar a inflação. Agora temos a combinação do rompimento de uma bolha especulativa nos preços de imóveis com uma desorganização profunda dos mercados financeiros e um colapso do crédito bancário (credit crunch), mas junto com uma política monetária expansionista. Quando escrevemos a produção industrial americana já caiu pouco mais de 4% em 2008 e nossa expectativa é que ainda cairá 5% até meados de 2010, quando se iniciará a fase de recuperação.

A recessão americana se propaga internacionalmente através de quatro mecanismos principais:

- 1) contração de crédito produzida pelo processo de redução da alavancagem no sistema financeiro global e conseqüente fragilização dos bancos;
- 2) destruição de riqueza, como resultado da queda nos preços de ativos financeiros, como imóveis e ações;
- 3) deterioração das expectativas sobre a evolução futura da atividade econômica, afetando decisões de dispêndio de empresas e famílias,
- 4) redução no crescimento das exportações e do comércio mundial.

Nossa projeção é que diferentes combinações desses mecanismos produzirão quedas de produção industrial de 7% na Eurozona e de 14% no Japão, também com início de recuperação no segundo semestre de 2010. Para a economia chinesa nossa projeção é de um crescimento médio de 7% ao ano entre 2009 e 2011, mas nesse caso já com início de recuperação no primeiro trimestre de 2010 e retorno a um crescimento de 8 a 9% no longo prazo.

Como consequência dessa recessão global, deveremos registrar nas economias avançadas deflações nos índices de preços por atacado em 2009 e 2010 e taxas de inflação nos preços ao consumidor inferiores a 1% ao ano pelo menos até 2011.

E como fica o Brasil? No nosso caso a propagação da crise via contração de crédito será pouco intensa. A necessidade de desalavancar ficou restrita a empresas exportadoras que especulavam com opções exóticas e a bancos de pequeno porte. O sistema bancário tende a ser apenas temporariamente mais seletivo no crédito ao consumidor e a pequenas empresas, mas a normalização das operações deverá ser rápida.

O mesmo ocorre com a propagação via destruição de riqueza. Não tivemos bolha especulativa nos preços dos imóveis e esse mercado apenas continuará na mesma estagnação de sempre. A queda nas bolsas brasileiras provavelmente terá mais impacto sobre a riqueza de investidores estrangeiros, já que a participação da renda variável na riqueza financeira de investidores brasileiros (incluindo fundos de aposentadoria) é pequena.

A contaminação via expectativas será mais importante e deverá explicar boa parte da contração da atividade produtiva que deveremos registrar no último trimestre de 2008 e primeiro de 2009. A redução de estoques na indústria terá papel importante nesse fenômeno, mas naturalmente, por sua própria natureza defensiva, tenderá a contribuir para a recuperação a partir do segundo semestre de 2009. No médio prazo a dinâmica de crescimento atualmente “embutida” no sistema e a atuação expansionista do governo através do PAC, BNDES e outros mecanismos fiscais e creditícios, deverão garantir a recuperação das expectativas, com crescente consolidação da confiança das empresas nas perspectivas de crescimento de longo prazo. Na realidade o governo brasileiro já tinha encomendado um pacote expansionista mesmo antes da crise se manifestar, claramente se antecipando aos chineses e americanos!

O outro mecanismo potencialmente importante de propagação da crise é o crescimento das exportações, que será afetado pela contração do valor

em dólares do comércio mundial, que projetamos em 13% em 2009 e 6% em 2010. O impacto será particularmente notado em alguns setores industriais com forte integração internacional, como o automobilístico. Esse mecanismo de propagação será, porém, em parte neutralizado pela desvalorização cambial, que no momento em que escrevemos é da ordem de 25% sobre a média de 2007-8 e poderá evoluir para mais de 40% até 2011 ou 2012.

É importante notar que o Banco Central do Brasil está agindo corretamente ao deixar a taxa de cambio se ajustar à nova realidade da economia mundial, e isto nos livrará de uma das nossas duas grandes deformidades macroeconômicas. A realidade é que o trabalho de estabilização da economia brasileira, iniciado com o Plano Real, ainda não foi totalmente concluído, e as evidências disso, até recentemente, eram a supervalorização cambial e o nível da taxa SELIC. Com o ajuste cambial provocado pela crise, resta apenas o problema de reduzir a taxa de juros a um patamar “civilizado”.

Nossa projeção é que, como resultado da crise, a taxa de crescimento anual do PIB brasileiro cairá do patamar de 5% registrado em 2007 e 2008 para algo como 2,5% em 2009 e 3,5% em 2010, retomando para uma média de 4 a 4,5% a partir de 2011. A taxa anual de inflação ficará pouco abaixo de 7% em 2008, mas voltará para um patamar 5% ou menos em 2010. Por outro lado, o balanço de pagamentos apresentará desequilíbrio crescente, com o déficit em transações correntes evoluindo para mais de 60 bilhões de dólares em 2011, superior a 4% do PIB, antes de voltar a declinar em função do ajuste cambial e da recuperação do comércio mundial. Isto, naturalmente ainda será consequência retardada da equivocada apreciação cambial de 2006 e 2007. Não obstante se for possível sustentar um financiamento externo, via investimento direto e carteira, de pelo menos 2,5% do PIB, ainda será possível obter uma calibragem das políticas monetária, fiscal e cambial que permita a sustentação do crescimento ao nível de 4,5% ao ano com taxa de inflação entre 5 e 6% ao ano no longo prazo.