

OS NOVOS CONDICIONANTES DA POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA

No último trimestre de 2009 muitos analistas e organismos internacionais especializados acreditavam que a economia americana havia superado a recessão que tivera início no final de 2007. O tema daquele momento, nas próprias análises do banco central americano, era a chamada “estratégia de saída”, ou seja, a forma pela qual os gigantescos estímulos monetários adotados ao longo de 2008 e 2009 começariam a serem gradualmente retirados da economia. Ocorre que poucos meses depois a atividade econômica nos EUA começou novamente a fraquejar. As discussões sobre a estratégia de saída logo foram substituídas por análises sobre o risco de “duplo mergulho” e a necessidade de adoção de nova rodada de estímulos para lidar com esse tipo de risco. Veio então o que passou a ser resumidamente chamado no mercado como o QE2 (quantitative easing 2). Ou seja, a promoção de uma nova rodada de expansão quantitativa da liquidez pelo banco central americano, enquanto a taxa básica de juros se mantinha próxima de zero. Este programa vem sendo executado ao ritmo de 70 bilhões de dólares por mês e previsto para se estender até junho do corrente ano.

Recentemente a economia americana voltou a dar sinais de vida. Mas a taxa de desemprego ainda é elevadíssima e tende a se recuperar de forma muito lenta, enquanto o núcleo da inflação se mantém muito baixo. No momento, portanto, a dúvida mais relevante é se o banco central irá encerrar o QE em junho próximo ou anunciará uma nova rodada de estímulos quantitativos (QE3) para vigorar ao longo do segundo semestre (os mais otimistas com o ritmo e firmeza da recuperação atribuem uma probabilidade não desprezível ao anúncio da interrupção do QE2 antes de junho).

As etapas seguintes na condução da política monetária pelo FED seriam, em primeiro lugar, a retomada da estratégia de saída dos estímulos extraordinários, o que poderia ter início já no terceiro trimestre; e em segundo lugar, dar início a um novo ciclo de elevação da taxa básica de juros. Obviamente, as taxas de juros de mercado irão antecipar os movimentos do FED, embora não seja nada óbvio de que maneira isso será feito, em termos de *timing* e intensidade.

Não será fácil antecipar com razoável precisão os movimentos do FED. E mais difícil ainda será prever os movimentos das taxas de juros de mercado, ao longo desse processo. Mas, no nosso cenário mais provável, o QE será encerrado em junho (não haverá um QE3), a estratégia de saída começará a ser executada no último trimestre do corrente ano e o início do ciclo de elevação da taxa básica de juros se dará no terceiro trimestre de 2012.

Em quaisquer circunstâncias esse processo exigiria do banco central americano uma enorme habilidade e sintonia fina. Movimentos errados nas peças do xadrez poderão comprometer a retomada da economia, ou, por outro lado, permitir um aumento exagerado da inflação (que, por sua vez, da mesma forma acabaria por voltar a comprometer o crescimento econômico no futuro). Mas nas circunstâncias atuais existe um agravante que tornará o desafio do FED ainda maior e mais complexo: o fato de que o Executivo e o Congresso americano ainda não foram capazes de aprovar medidas capazes de assegurarem a convergência do *déficit* público para níveis sustentáveis no médio e longo prazo. Neste momento e cada vez mais - mais ainda que no Brasil - a política monetária nos EUA se encontra crucialmente dependente da ajuda da política fiscal. E ainda não há evidências concretas de que esta ajuda virá no tempo necessário.

O efeito da recuperação da economia americana sobre os preços das commodities não é óbvio. Se por um lado contribuirá para a redução da liquidez no mundo e a elevação das taxas de juros, por outro aumentará a demanda global. Achamos que a avaliação de que este longo ciclo de elevação dos preços das matérias primas se deve predominantemente ao excesso de liquidez resultante da política monetária americana é uma hipótese que ainda precisa ser testada.

A economia da Zona do Euro como um todo vem exibindo um desempenho relativamente positivo. Mas as diferenças entre os países continuam sendo inconvenientemente e insustentavelmente elevadas. As economias mais competitivas – especialmente a Alemanha – sustentam taxas relativamente altas de crescimento, enquanto as mais frágeis e problemáticas continuam estagnadas e sem perspectiva de superação dos seus problemas estruturais.

BRASIL

Já vínhamos chamando a atenção em comentários ao longo dos últimos meses sobre a perda de graus de liberdade da política econômica no Brasil desde o início desse novo governo. Esse diagnóstico vai se tornando cada vez mais evidente. Vejamos, resumidamente, as razões principais de tal diagnóstico.

Ao longo de quase todos os dois mandatos do governo anterior o setor externo deu importante contribuição para o desempenho da economia brasileira. E a maior contribuição veio da melhoria dos termos de troca e do aumento dos volumes de exportações, que resultaram, principalmente, do crescimento

da demanda chinesa pelos nossos produtos, especialmente as *commodities*.

Mesmo antes desta recuperação mais recente da economia americana ter se iniciado a política monetária daquele país também contribuía para a valorização das *commodities* e a queda do dólar em relação a outras moedas do mundo com a taxa de juros próxima de zero e contínua expansão da liquidez. Portanto, até 2009 o impacto desse aumento de preço das *commodities* sobre a inflação brasileira era total ou parcialmente neutralizado pela valorização da taxa de câmbio. Mas a partir de 2010 a maior parte desse movimento de valorização já havia ocorrido e o governo brasileiro se posicionou ainda mais fortemente contra a sua continuidade, tendo em vista o seu impacto negativo sobre a competitividade de alguns setores exportadores.

Resta considerar ainda que de 2008 a 2010 houve uma exacerbação da já antiga tendência de crescimento dos gastos reais do setor público (tecnicamente justificadas em 2008 e 2009). Desde meados de 2010, com a taxa de câmbio razoavelmente estável, o aumento exógeno do preço das matérias primas passou a somar-se ao crescimento da demanda doméstica e a exercer um efeito colateral bastante negativo: o aumento da inflação. Dessa forma, logo no início de 2011 o ciclo de elevação da taxa de juros teve que ser retomado (havia sido interrompido, indevidamente, em setembro do ano passado), o que, por sua vez, passa a pressionar ainda mais a tendência de valorização da taxa de câmbio.

Nessas circunstâncias o governo é levado a perseguir um número maior de objetivos, alguns deles conflitantes entre si, e outros inteiramente fora do seu controle. O resultado é a perda de graus de liberdade da política econômica a que nos temos referido. Ou, com outras palavras, uma maior dificuldade e complexidade na condução da política econômica.

Implicações e Perspectivas

Nestas circunstâncias se torna muito maior a necessidade de coordenação das políticas monetária, fiscal e cambial, tendo em vista o mesmo objetivo: trazer de volta a inflação para próximo do centro da meta com o menor impacto negativo sobre a taxa de crescimento da economia.

À primeira vista o corte de gastos de custeio recentemente anunciado foi relevante e dá mostras de que o governo não está alheio à necessidade da austeridade fiscal. Mas a sua contribuição efetiva para o objetivo acima referido tem que ser relativizado diante das seguintes considerações: 1. ele se destina, em grande parte, a corrigir excessos decorrentes não somente da tendência de descontrole que se agravou nos últimos anos, mas também de pretensões de gastos, no orçamento

deste ano, que de qualquer forma estavam super-avaliados; 2. a projeção de receitas foi feita com base num crescimento do PIB de 5,5% para o corrente ano, que nos parece um pouco irrealista, considerando-se o objetivo referente à inflação; 3. o anúncio foi, em grande parte, mais uma declaração de intenções do que uma apresentação de cortes já avaliados e definidos.

Em 2010 a economia cresceu mais de 7% e o *superávit* primário efetivo ficou muito abaixo de 3%. Voltar para a meta de 3% num ano em que a taxa de crescimento da economia dificilmente será superior a 5% mostra-se um respeitável desafio.

A decisão de cerrar fileiras contra a continuidade de valorização da taxa de câmbio e a forma como isto vem sendo feito também está sujeita a dúvidas e questionamentos. É certo que a valorização da taxa de câmbio pode ser prejudicial a vários setores eminentemente voltados para a exportação. E de que não há interessa a entrada excessiva de capitais de curto prazo atraídos exclusivamente pelo diferencial de taxa de juros (o que torna justificáveis os aumentos de IOF que vêm sendo adotados). Mas há vários outros aspectos a serem levados em conta neste conflito. Muitos exportadores também importam uma quantidade significativa de insumos. E outros teriam relativa facilidade de deslocar exportações para um mercado interno em crescimento. Também não há indícios concretos de que esteja ocorrendo um processo de “desindustrialização” causado pela taxa de câmbio. Por outro lado, o acúmulo excessivo de reservas internacionais se dá a um custo elevadíssimo, o que tem efeitos negativos sobre a trajetória da relação dívida/pib.

Nas atuais condições brasileiras só existe uma medida que pode reduzir a pressão sobre a taxa de câmbio sem prejudicar o combate à inflação: é atuar mais agressivamente sobre os motivos pelos quais a taxa real de juros neutra no Brasil é tão elevada.

Ao longo dos últimos anos o regime de metas de inflação com câmbio flutuante funcionou relativamente bem no Brasil, enquanto a política fiscal continuava excessivamente frouxa. E esta distorção se agravou em 2010. Agora começam a surgir sinais mais tranquilizadores na área fiscal, pelo menos no que concerne à tendência de aumento dos gastos correntes. Mas surgem outros indicando que houve perda de eficiência na condução das políticas monetária e cambial (significando que a perda do produto para trazer a inflação de volta para o centro da meta poderá ser maior que o necessário).

Não há motivos para se prever a eclosão de uma crise na economia brasileira nos próximos anos. Mas há riscos significativos de que a taxa de inflação venha a ameaçar o teto da banda em 2011 e de que a taxa de crescimento econômico volte a ser significativamente inferior a 5% não somente em 2011, mas também em 2012.