

## "O Brasil quer manifestar seu sentimento de solidariedade com os palestinos, porque são os que mais estão sofrendo nesta guerra."

De Celso Amorim, ministro das Relações Exteriores, ontem, durante reunião com o premiê palestino, Salam Fayyad, em Ramallah, Cisjordânia. Amorim afirmou que a tarefa mais urgente é obter um cessar-fogo entre israelenses e palestinos do Hamas, em Gaza.

# Depois da crise financeira



YOSHIAKI NAKANO

O desdobramento da crise financeira global com epicentro nos Estados Unidos vem ganhando abrangência e contornos cada vez mais preocupantes e ameaçadores. As últimas informações sobre queda, sem precedentes, na demanda agregada estão deslocando o diagnóstico de recessão profunda e prolongada para uma possível depressão econômica. A atual crise não pode ser vista como fase de contração de um ciclo econômico e que deverá automaticamente ser seguido da fase de recuperação. A sua natureza não foi ainda desvendada, mas seu poder destrutivo é tal que deverá trazer rupturas nas práticas econômicas e financeiras que podemos falar em fim de um regime econômico que vem regendo a economia global desde os anos 80. Muitos bancos e empresas símbolos já quebraram ou estão sendo socorridos pelo governo, como Citibank, GM e Ford, com medidas que estavam no índex do pensamento convencional. A visão de mundo e idéias que fundamentavam o pensamento econômico convencional como mercado eficiente e, que se auto-regulam, ruíram com a crise. Políticas

convencionais como a monetária deixam de funcionar e conceitos, como autonomia do Banco Central, perdem sentido diante da gravidade da crise e da urgência de ação coletiva.

Krugman vem falando em "Depression Economics". Ele reescreveu, à luz da atual crise, o seu livro de 1999 que se baseava na crise asiática, tendo como pano de fundo a crise japonesa. A revista The Economist já encontrou uma definição do que seria uma depressão econômica, uma contração no PIB de mais de dez pontos percentuais e que se prolongue por quatro anos. Para o meu gosto preferiria uma definição de depressão econômica que tomasse emprestado o significado da psicologia: uma doença em que a economia não reage normalmente aos estímulos convencionais, com a destruição da lógica do crescimento e da geração de novos empregos. É uma doença causada por desequilíbrios mais profundos. Neste estado, a política monetária convencional deixa de funcionar e são necessárias políticas fiscais extremamente agressivas, que tem efeitos colaterais indesejados, para evitar o pior e que, por si só, não são capazes de trazer de volta a saúde econômica e retorno do crescimento.

Neste caso para que os Estados Unidos e o resto do mundo comecem a reduzir o desemprego e voltem a crescer, serão necessários grandes ajustes para restabelecer os equilíbrios, desenvolver nova regulação do sistema financeiro e construir uma nova estrutura dinâmica para economia global

para recompor a lógica do crescimento capitalista. Isto poderá levar anos.

O ponto central é que a atual crise financeira originou-se na crise do financiamento imobiliário "sub-prime" nos Estados Unidos, mas provocou uma contração global no crédito, desalavancagem generalizada e uma gigantesca deflação nos preços dos ativos, num processo global que se auto-alimenta de diversas formas. Esta deflação nos preços dos ativos é que está provocando uma queda, sem precedentes, no consumo e tem efeito destruidor no balanço das empresas. É este processo no qual as famílias têm que deixar de consumir para pagar as dívidas, isto é, têm que aumentar a poupança e as empresas devem reduzir o seu passivo em função da deflação de seus ativos para recompor o seu patrimônio líquido, muitas vezes negativo, que rompe a lógica do crescimento. A prioridade passa a ser pagar a dívida acumulada na fase de bonança de crédito. Assim, a crise financeira destrói a lógica capitalista de crescimento na qual as empresas investem incessantemente em busca de lucro, atendendo a demanda de consumo das famílias.

Na medida em que a lógica financeira que prevalece passa pela prioridade absoluta das famílias e das empresas, pela redução da dívida, isto é, ampliação da poupança das famílias e utilização dos lucros pelas empresas para redução do seu passivo ou constituição de reservas, podemos entrar num quadro depressivo com insuficiência crônica de demanda. Com a defla-

ção muitas e muitas empresas passam a ter patrimônio negativo e redução de dívidas passa a ser uma questão de sobrevivência.

Assim, a depressão econômica não é causada pela contração no crédito. Está é a primeira fase da crise financeira que causa uma recessão. Mesmo que este problema tenha sido resolvido com devida recapitalização dos bancos e retirada do mercado dos ativos tóxicos, com retorno da liquidez e do crédito, dependendo dos excessos de endividamento e da magnitude da deflação do valor dos ativos financeiros, numa economia em depressão é a demanda por crédito que cai. Famílias e empresas poupam, mas do outro lado não há mais pessoas nem empresas dispostas a consumir ou investir endividando-se.

### Para recompor a lógica do crescimento capitalista é necessária nova regulação financeira e nova estrutura dinâmica para a economia

Neste quadro é que Keynes propunha a necessidade da política fiscal com ampliação de gastos do governo exatamente para captar o excesso de poupança e canalizá-lo para reconstituição da demanda agregada para sustentar a produção e o emprego.

Por trás de todo este processo existe um desequilíbrio estrutural e global. Como na fase de "boom" de crédito, as famílias ame-

ricanas deixaram de poupar e consumir endividando-se até bater no limite — agora começam a aumentar a poupança para pagar as dívidas. Isto é, os americanos consumiram muito mais do que a sua produção permitia, gerando enorme déficit em transações correntes, recorrendo à poupança externa (superávit da China etc) e, desta forma, transmitia demanda e dinamismo aos demais países. Agora, com as famílias reduzindo, numa escala sem precedentes, a demanda por crédito e consumo e, em decorrência, as empresas reduzindo seus investimentos, resta para os EUA duas saídas. A ampliação dos gastos do governo ou aumento das exportações líquidas.

De 2001 a 2003, os Estados Unidos já ampliaram seu déficit fiscal provavelmente em mais de US\$ 700 bilhões e, este ano, deverá ampliar em pelo menos outro tanto, mas logo baterá num limite. Como financiar um déficit desta magnitude ampliando o nível de endividamento? Assim, inevitavelmente os Estados Unidos deverão recorrer à ampliação das exportações líquidas, isto é, deverão transferir desemprego para os demais países. Para isto, inevitavelmente, o dólar deverá ser depreciado fazendo com que o resto do mundo pague as contas.

Yoshiaki Nakano, ex-secretário da Fazenda do governo Mário Covas (SP), professor e diretor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas — FGV/EESP, escreve mensalmente às terças-feiras.

## Cartas de Leitores

Correspondências para Av. Jaguaré, 1.485, CEP 05346-902 - SP ou para cartas@valor.com.br, com nome, endereço e telefone. Os textos poderão ser editados.

### Amazônia

"Parabéns pela excelente reportagem da jornalista Daniela Chiaretti sobre a importância da Amazônia ('Sem chuva da Amazônia, SP vira deserto', Valor 12/01/09). Sendo publicada por este respeitado canal empresarial, mostra-nos que os negócios não são uma ilha isolada, pelo contrário, o empreendedor tem que pensar e agir a longo prazo. E esse tempo futuro está comprometido pelo uso irresponsável que se faz do planeta. Portanto, é imprescindível o engajamento de todas as lideranças empresariais no desenvolvimento sustentável."

PEDRO LUIZ FEIX MAIA  
feixmaia@yahoo.com.br

### EPE

"A respeito da matéria 'Aneel ameaça voltar início de operação de sete termelétricas' (Valor de 08/01), e do editorial 'Contrato irregular reduz oferta de energia de termelétricas' (Valor de 12/01), gostaria de esclarecer que: 1) A Portaria nº 328/05 do Ministério de Minas e Energia, que regulamenta a habilitação técnica de empreendimentos de geração junto a Empresa de Pesquisa Energética (EPE) para os leilões de energia, não exige a inserção de cláusula de penalidade nos contratos firmados entre os empreendedores dos projetos e as empresas fornecedoras de combustível. 2) Embora as cláusulas de penalidade estipuladas pela Aneel não sejam exigidas no momento da habilitação técnica, sua obrigatoriedade consta dos contratos de venda de energia entre os empreendedores vencedores dos leilões e as distribuidoras. Tal obrigatoriedade é de conhecimento de todos os participantes, uma vez que a minuta desses contratos é parte integrante dos editais dos leilões. 3) São, portanto, dois momentos: o da habilitação técnica e o da assinatura do contrato de venda de energia, sendo regidos por instrumentos e regimentos distintos e oriundos de entidades diferenciadas. 4) Assim, no que se refere à EPE, todas as exigências estabelecidas na norma legal que regulamenta seus procedimentos no âmbito dos leilões de energia foram rigorosamente cumpridas, não tendo havido, assim, quaisquer tipos de 'falhas'."

MAURICIO TOLMASQUIM  
Presidente da Empresa de Pesquisa Energética - EPE

### Cidade da Música

"O ex-prefeito do Rio de Janeiro, Cesar Maia, alega ter deixado apenas R\$ 26 milhões em caixa para a conclusão das obras da Cidade da Música. Já a nova administração, alega que o verdadeiro custo total só será conhecido após auditoria. Precisamos de mais profissionalismo no Poder Executivo em todo Brasil."

FABIO TAVARES  
Rio de Janeiro - RJ

# América Latina em 2009: acabou a festa

Mais de 40 milhões de pessoas deixaram a linha da pobreza durante os últimos cinco anos. Por Javier Santiso

América Latina viveu uma grande festa macroeconômica ao longo dos últimos anos. Altas taxas de crescimento, inflação reduzida e menores patamares históricos e orçamentos equilibrados ou até flertando com gordos superávits em alguns casos. Ao mesmo tempo, 40 milhões de pessoas deixaram a linha da pobreza durante os últimos cinco anos.

Como consequência dessa melhora, a América Latina encarou a crise mundial com mais de 75% do PIB regional com classificações de risco de crédito dentro do "grau de investimento", algo nunca ocorrido no passado. Em 2008, a região apresentava uma maior solvência, com 70% de sua dívida coberta por reservas internacionais — patamar bem acima dos índices verificados no Leste Europeu, por exemplo. Também soube capitalizar a maior confiança internacional: durante o período 2003-2007, a América Latina recebeu um volume recorde de investimentos estrangeiros, superior a US\$ 300 bilhões. Suas multinacionais lançaram-se a outros mercados comprando importantes ativos, inclusive em países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Os países da região, em sua maioria, reduziram drasticamente seus níveis de alavancagem e, em particular, as dívidas denominadas em dólares, algo que, no atual período de desvalorizações cambiais generalizadas, corrobora, caso ainda seja necessário, como a administração dessas economias foi — com algumas exceções — acertada. Em 2009, salvo exceções como o México, a maioria dos países ainda está crescendo, embora a taxas reduzidas (entre 1% e 2%, na média, segundo a Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) ou bancos como J.P. Morgan e Deutsche Bank).

Certamente, todos depararam-se com um quadro mais adverso e difícil. Todas as grandes economias da OCDE estarão em recessão e a Ásia, em desaceleração. É possível que vejamos algum outro caso de inadiplência (o Equador começou a festa no fim de 2008), em particular, no âmbito empresarial. No conjunto, porém, os grandes países da região foram capazes de escapar do temporal e a solidez com a qual ancoraram suas economias permite-lhes enfrentar as ondas ainda por vir com certa lucidez. Os desafios não deixam de ser consideráveis. Alguns são de curto prazo, outros, mais de médio prazo.

No curto prazo, são diversos os canais de contágio da crise. A partir do ponto



de vista da economia real, existem dois mecanismos de transmissão, ambos vinculados à contração da demanda mundial: o comércio e as matérias-primas.

Do ponto de vista comercial, a dependência da região em relação aos Estados Unidos e Europa, regiões que estarão em recessão em 2009 — é grande. Historicamente, a América Latina viu-se afetada pelas retrações recentes nos EUA. A novidade é que a Europa também estará em recessão neste ano. Mais de 65% das exportações latino-americanas dirigem-se a essas duas regiões, com o restante indo para a Ásia e para parceiros regionais. Alguns países latino-americanos estarão mais expostos do que outros por meio desse canal comercial. É o caso, em particular, do México, cujo comércio continua sendo muito dependente dos EUA (85% de suas exportações). Outros, como o Chile, possuem um comércio mais diversificado, em direção à Ásia, continente que absorve mais de 35% das exportações chilenas, por exemplo. Contudo, por serem muito dependentes de matérias-primas (representam mais de 60% das exportações da América Latina), todos irão ver-se afetados negativamente pelas baixas do petróleo, cobre ou soja.

As contas fiscais poderiam paulatinamente ressentir-se de arrecadações menores e da necessidade de relançar a economia via aumento dos gastos públicos. A dependência financeira da região, embora tenha diminuído, será uma das grandes vulnerabilidades se a escassez de liquidez mantiver-se mais

tempo do que o previsto em 2009. Os fluxos de remessas, aplicações e investimentos diretos estão em queda, enquanto as emissões de títulos de dívidas a serem realizadas em 2009 deverão ser dominadas pelos países da OCDE (estima-se que os EUA poderão lançar mais de US\$ 2 trilhões, dentro de um total de US\$ 3 trilhões na OCDE), deixando pouco espaço para os emergentes.

### A dependência financeira da região será uma das grandes vulnerabilidades se a escassez de liquidez mantiver-se por mais tempo

A estes canais clássicos de transmissão, vinculados aos mecanismos generalizados de desalavancagem e de aversão ao risco, que provocarão uma fuga em direção aos ativos e países mais seguros, pode adicionar-se outro, inédito, ligado ao setor bancário. Tradicionalmente, nos anos 90, considerou-se que a forte internacionalização do sistema financeiro era positiva para fugir das crises. Isso era verdadeiro quando estas se originavam nos países emergentes. Hoje em dia, a situação é muito diferente: a crise afeta principalmente os sistemas financeiros dos países da OCDE, em particular, o dos EUA. A internacionalização dos sistemas bancários pode, portanto, converter-se em um canal de transmissão, especialmente quando as

matrizes estão debilitadas, precisam reapropriar liquidez e/ou, ao mesmo tempo, apertar seus sistemas de controle de risco, algo que está na crista da onda hoje em dia nos EUA. Além disso, outros bancos se depararão neste ano com situações de recessão em suas bases de operação nacionais, como será o caso dos espanhóis e ingleses, também fortemente presentes na América Latina. Deste ponto de vista, países como o México encontram-se em uma situação de dependência maior, com 80% de seu sistema bancário em mãos estrangeiras. O Brasil está em situação bem diferente, com apenas 30% do sistema bancário pertencendo a capitais externos.

Sem dúvida, 2009 será um ano difícil para a região. A crise, no entanto, passará. No longo prazo, a região voltará a expandir-se, à medida que os EUA se recuperem e os preços das matérias-primas também retomem sua marcha ascendente. Um desafio, contudo, ficará pendente — algo que a região deverá encarar no médio prazo, enquanto se aproxima o ciclo político que se intensificará a partir de 2010: a redução das desigualdades. É um desafio que passará — como destacamos no Panorama Econômico Latino-Americano da OCDE, de 2009, dedicado exclusivamente a esse assunto — por uma política fiscal com mais redistribuição, ou seja, que não propicie apenas crescimento, mas também desenvolvimento.

Javier Santiso é diretor e economista-chefe do Centro de Desenvolvimento da OCDE.