

A opção pela depressão

José Roberto R. Afonso

Professor do doutorado do IDP e
pós-doutorado do ISCSP da
Universidade de Lisboa

Geraldo Biasoto Jr.

Doutor em economia e
professor da Unicamp

Murilo Ferreira Viana

Consultor econômico e
mestre pela Unicamp

A economia mundial, de forma inédita, mergulhou rápida e intensamente em recessão com a pandemia da Covid-19 e a imperiosidade das medidas de distanciamento social.

O governo brasileiro optou pela depressão ao apostar no negacionismo em geral, na inépcia na política econômica e numa insuficiente resposta sanitária.¹ Mundo afora, expectativas de investidores e empresários foram rompidas dramaticamente, levando-os a paralisar investimentos e a reduzir a produção, e famílias diminuíram e mudaram o seu consumo, como nunca, pela impossibilidade de comprar e pela perda de renda. No Brasil, essa crise de confiança foi ainda potencializada pela estúpida crença que interesses da saúde seriam contraditórios aos econômicos e resultou que o medo de se contaminar seja mais que o dobro do que o da crise econômica.² A depressão se tornou um destino inevitável.

Enquanto se especula entre “V” ou em “U” para a evolução da economia, termômetros evidenciam uma atividade em “L” há semanas. Entre



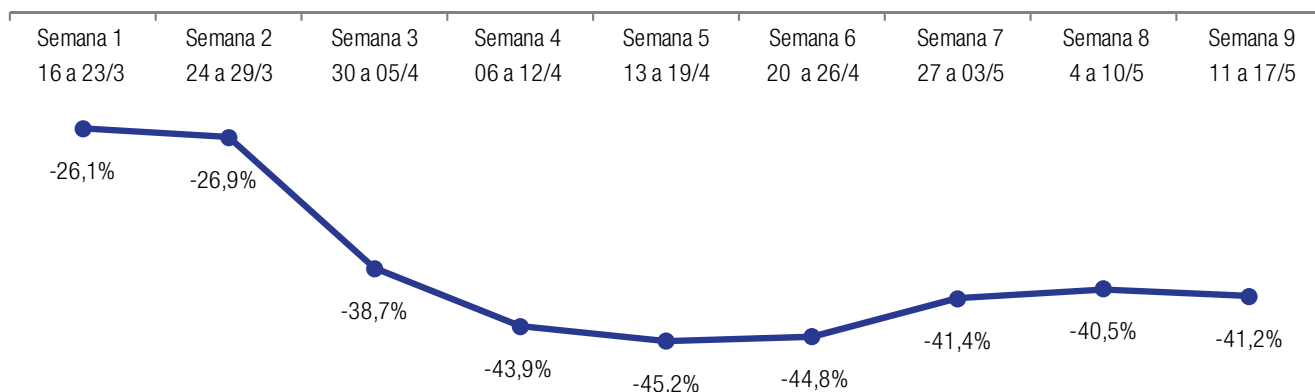
outros indicadores, desde a segunda semana de março, transporte rodoviário de carga amargou uma queda de -41,2% na demanda geral até 17 de maio. Desde o início de março, o faturamento total da maior rede de “maquininhas” sofreu redução de 29,5% até 16 de maio – conforme gráfico a seguir.

Sopa de letras à parte, urge elaborar um diagnóstico mais acurado da depressão da Covid-19 para daí traçar um plano para seu enfrentamento e superação. A fim de instigar o debate, partimos de algumas lições teóricas ou históricas.

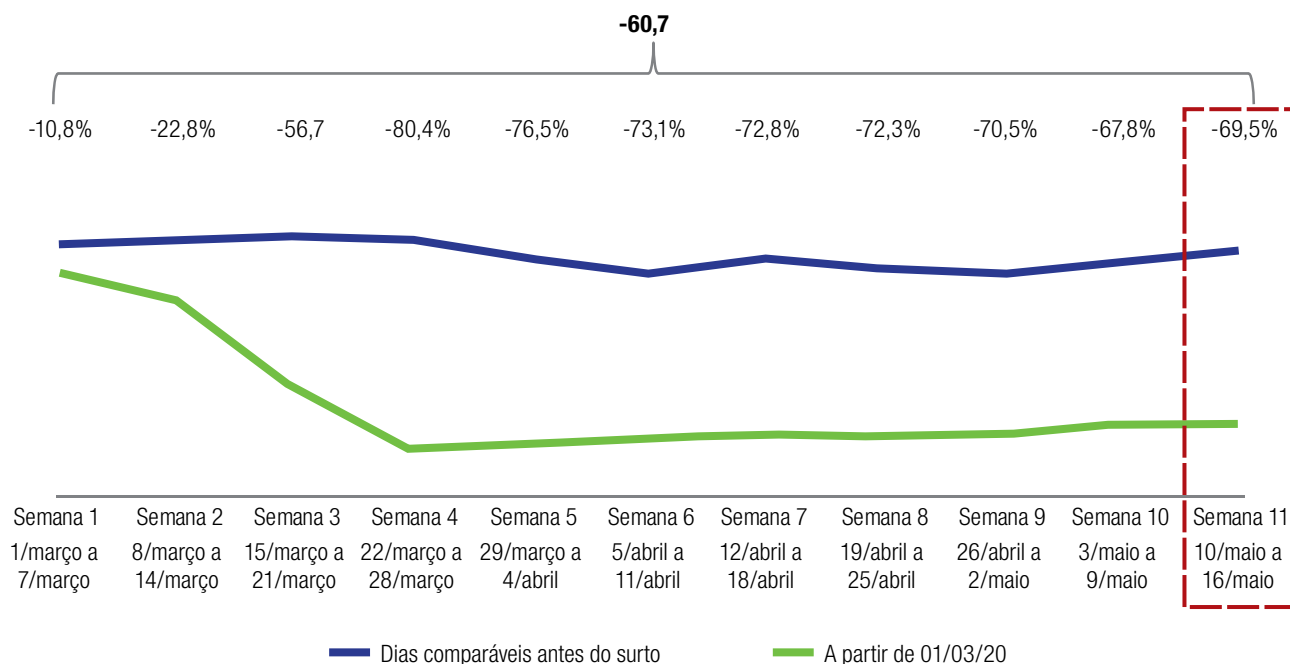
A reflexão sobre a crise capitalista, realizada brilhantemente por Keynes,³ mostrou que o sistema econômico funciona ancorado num conjunto de unidades econômicas que decidem sobre o volume a produzir e o emprego, a cada período de produção. No agregado, o gasto dos trabalhadores legitima as decisões empresariais inicialmente tomadas, uma vez que realiza a produção aos preços esperados.

Segundo Keynes, a quebra desta engrenagem, que, num estado nor-

Variação da demanda de carga – geral



Serviços total – faturamento nominal (Brasil)



Fontes: "Impacto do coronavírus no TRC", NTC&Logística, apuração: 11 a 17 de maio de 2020. <<https://bit.ly/2WMUvcy>>. Cielo| ICVA - Índice Cielo do Varejo Ampliado. 1) Período de 01/mar/20 a 16/mai/20. 2) Comparação com dias equivalentes de fev/20, com ajuste de calendário (ex: Carnaval e Páscoa). <<https://bit.ly/2LOFsjf>>.

mal, seria repetida por vários períodos de produção, pode gerar o colapso das expectativas empresariais. A decisão empresarial em ambiente de previsão de queda de renda dos consumidores, com frustração de vendas e preços, produz a revisão de decisões de investimento, produção e emprego. Desse modo, uma espiral descendente passa a ser operada por

dentro da própria lógica operacional do sistema econômico.

A crise do sistema econômico não é racional e se caracteriza pela queda recorrente da renda e pela incerteza em relação ao futuro. O conceito de preferência pela liquidez de Keynes intencionava retrair o temor, frente à incerteza, de imobilizar dinheiro na produção,

em benefício de ficar com a moeda em mãos.⁴

Embora estivesse longe de ser um defensor da presença permanente do Estado na economia, Keynes nunca se furtou a expressar o que sua forma de pensar a dinâmica econômica exigia para momentos de crise das expectativas. A ação compensatória de um agente autônomo, que

contrapusesse a lógica dos agentes privados em retração, seria essencial para reverter o pessimismo sobre a evolução dos negócios e o temor em prescindir da posse da moeda.

As crises econômicas do pós-guerra conservaram os contornos da análise realizada por Keynes, mas ganharam muito em complexidade, à medida que os sistemas de crédito e as finanças das empresas ganharam escala global e sofisticaram seu instrumental.

Embora o crédito tenha tido grande importância para a depressão de 1929, os mecanismos do capitalismo atual têm muito mais a ver com as avaliações de preço e risco dos ativos do que com a disponibilidade de crédito para financiar a produção corrente. A importância crescente dos ativos colocou novos determinantes para condução das políticas econômicas, dado que a capacidade de alavancagem das empresas passou a depender de suas posições em ativos e de seu acesso ao mercado de capitais.

Um teórico com larga experiência do mundo real compreendeu a complexa mecânica dos circuitos de liquidez, preços dos ativos, fluxos de renda, ou seja, a interação entre o sistema financeiro e o mundo empresarial. Hyman Minsky mostrou que o colapso das decisões de produção e dos fluxos de renda se transforma, nas economias contemporâneas, em desvalorização de ativos das empresas e na deterioração de balanços, com rebatimento imediato sobre as condições de endividamento bancário das empresas e de busca de re-

A profundidade e abrangência dos efeitos negativos parecem superar os da crise financeira de 2008, levando-nos para algo próximo à Grande Depressão de 1929

curso no mercado de capitais.⁵ Vale observar que a crise provocada pela quebra do fluxo de renda é magnificada pelo colapso dos circuitos de crédito e capital.

Minsky também fez uma releitura da preferência pela liquidez com o conceito de hierarquia de ativos. Esse é um aspecto fundamental, dado que o largo espectro de rentabilidade e risco de papéis emitidos por entes públicos e agentes privados dissolve-se, na crise, numa absoluta preferência pelo título público ou por operações garantidas pela autoridade monetária. Há uma busca de segurança nos títulos públicos federais.

A crise de 2008 evidenciou isso tudo. O FED e muitas autoridades monetárias inundaram o mercado de moeda para que os preços dos ativos não derretessem. Já os Tesouros realizaram uma inimaginável intervenção no próprio capital das empresas e bancos, para impedir um efeito dominó de quebras.

A crise da Covid-19 tem os ingredientes e elementos para repetir as maiores crises do último século. Os grandes desequilíbrios que a economia mundial vivia em 2007, permanecem latentes e administrados com grandes dificuldades pelos governos e bancos centrais. Ocorre que o coronavírus é mais que uma crise especulativa, uma vez que afeta dramaticamente as complexas cadeias globais de produção e circulação de bens e serviços.⁶

A rápida e profunda crise econômica gerada pela pandemia da Covid-19 evidencia que seus impactos negativos não serão transitórios, abrindo a possibilidade de abrupta desarticulação das cadeias de insumos, produção e comercialização. A profundidade e abrangência dos efeitos negativos parecem superar os da crise financeira de 2008, levando-nos para algo próximo à Grande Depressão de 1929.⁷

As perspectivas econômicas são absolutamente negativas para 2020 nos cenários de todas as instituições internacionais. Alguma recuperação em 2021 dependerá não só do sucesso no combate à Covid-19, como também da capacidade de implementação de ousadas e extraordinárias políticas fiscais, monetárias, financeiras e creditícias.⁸

Com a interrupção de operações empresariais, dada a dificuldade de acesso a insumos, e os limites à comercialização, empresas que há pouco eram saudáveis financeiramente, agora apresentam dificuldades de caixa para honrar seus compromissos de curto prazo. Sejam eles sa-

lários, fornecedores, impostos ou dívidas bancárias. Efeito ainda mais impactante às empresas de menor porte, principais geradoras de emprego. Para as empresas, demitir em larga escala tornou-se uma possibilidade bastante real. Em todo o mundo, o desemprego impressiona e avança em alta velocidade.⁹ São batidos sucessivos recordes nos pedidos de seguro-desemprego.¹⁰

As políticas governamentais precisam atingir os pontos nodais da sustentação da economia. O BC tem que garantir a liquidez para o sistema bancário e uma taxa de juros muito baixa. O *Quantitative Easing* do FED, em 2008, como agora, sustenta os preços no mercado de capitais e facilita o refinanciamento das dívidas bancárias. Assim, o BC regula e socorre os mercados financeiro e de capitais para impedir que trecho mais volátil da economia capitalista produza um aprofundamento da crise.

Não basta, no entanto, salvar o sistema financeiro. As empresas e as famílias são o coração da economia real, romper sua capacidade de sustentação é amargar uma destruição da capacidade de produzir. É necessário garantir a renda das famílias, não só para afastá-las da pobreza, mas pela dinâmica da economia: garantir renda corrente é indicar ao empresário que a demanda terá alguma sustentação e ele conseguirá realizar sua produção, o que o levará a manter o emprego (e a renda de seus trabalhadores).¹¹

Mais preocupante é a questão da produção. Hoje, as cadeias produtivas

As empresas e as famílias são o coração da economia real, romper sua capacidade de sustentação é amargar uma destruição da capacidade de produzir

tem muito mais elos, reflexo da especialização e da busca por eficiência. Quando o sistema bancário transforma o crédito em bem escasso, dados os riscos que passam a ser percebidos, a paralisação das atividades de algumas unidades produtivas pode significar a desorganização da produção de toda uma cadeia produtiva. Dois ou três meses de paralisia podem ocasionar a desorganização de muitas empresas que antes da crise eram totalmente saudáveis.

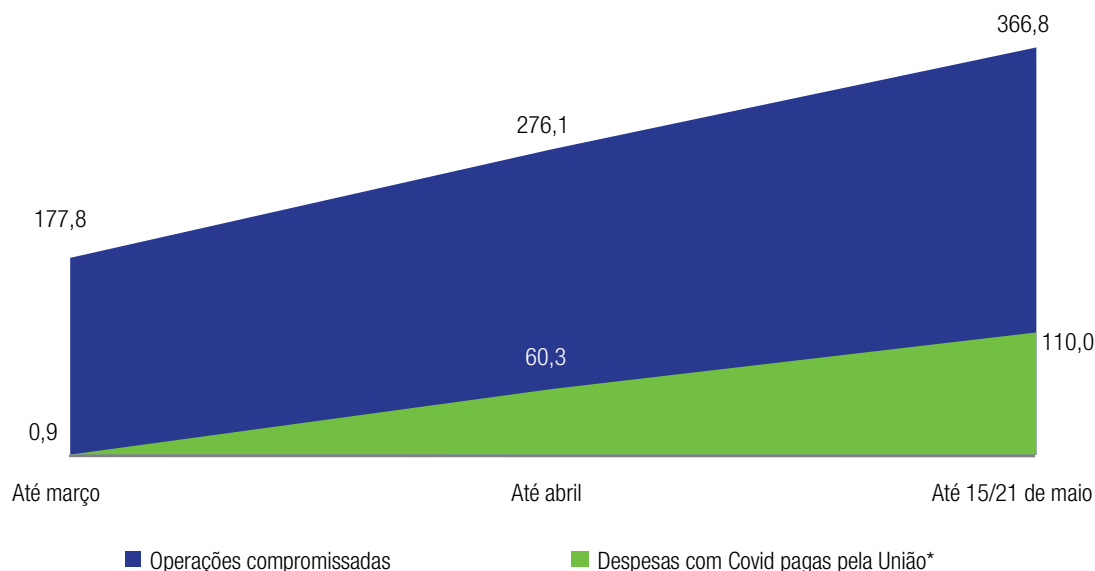
Essa é a razão maior de uma proposta como a apresentada pelo deputado Gastão Vieira, como projeto de lei: o Programa de Proteção Econômica (PPE).¹² O projeto cria um novo canal de crédito a ser acessado pelas empresas, com juros próximos à Selic e riscos assumidos pelo Tesouro Nacional. Com o uso dos Fundos de Crédito, as empresas passam a ter uma alternativa ao crédito bancário, hoje travado pela própria aversão ao risco em tempos de crise.¹³

E como dar *funding* a este crédito ao setor produtivo? O Tesouro emitirá uma série especial de LFT-G junto aos aplicadores de curto prazo que já tenderão a ampliar suas posições em operações compromissadas. Em final de fevereiro, o Banco Central era tomador de R\$ 1 trilhão em recursos financeiros por meio destas operações. Nos 75 dias posteriores, acumularam-se mais R\$ 366,8 bilhões em recursos que se tornaram ociosos pela violenta queda do nível de atividade e agudização da preferência pela liquidez dos agentes econômicos. Com as LFT-G, o Tesouro recolherá estes recursos ociosos e fará o crédito chegar às empresas que precisam pagar salários, tributos e serviços básicos para continuar a produzir.

Ter políticas que sustentem o núcleo do sistema produtivo é manter de pé a nossa capacidade de produzir e empregar. Manter este núcleo vivo permitirá que a crise não se transforme numa depressão e que a miséria dela decorrente não se instale em nossa sociedade.

Enfim, economistas também são cientistas e devem atuar como os que pesquisam vírus e vacina nos laboratórios, precisam resolver um desafio tão grande quanto o de controlar e superar uma depressão, o que no Brasil pode ser até mais grave e complexo que no resto do mundo. Urge que o debate nacional embarque na mesma onda de renascimento intelectual que se observa no exterior, com uma impressionante resposta na produção de análises e proposições nos mais diferentes fóruns de traba-

Evolução acumulada no período para operações compromissadas e despesas decorrentes da Covid, pagas pela União – base 28/2, R\$ bilhão



Fontes: BCB e Tesouro Transparente. *Inclui ampliação Bolsa Família, benefício emergencial etc.

lho.¹⁴ Se foi falta ou falha da ciência que empurrou para a crise sanitária e econômica, só com muita investigação e pesquisa séria vamos vencê-la e evitar a próxima. Em particular, é o caminho para o Brasil mudar de opção, de modo a negar e evitar a depressão, econômica e social. ✉

¹Acerca da lenta execução orçamentária de ações governamentais de combate à pandemia ver José Roberto Afonso e Élica Graziane em "Pouca saúde", *Le Monde Diplomatique*, 20/5/2020. <<https://bit.ly/3gcyQCf>>

²De acordo com pesquisa recente da XP Ipespe, 82% das pessoas acreditam que a sua situação financeira poderá ser prejudicada pela crise da Covid. Ainda assim, quando indagados qual a maior preocupação em relação à Covid, 55% citam o risco de contaminação própria ou familiar, enquanto 23% mencionam a crise econômica.

³KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1996. 352 p. (Os Economistas). 1ª edição de 1983.

⁴Conforme AFONSO, José Roberto Rodrigues. *Keynes, crise e política fiscal*. Série IDP. Editora Saraiva, 2012.

A Grande Depressão, portanto, compreendia dois impactos simultâneos, mas em sentido inverso: diminuía a demanda por ativos reais ao mesmo tempo que exacerbava a preferência por ativos líquidos. Diante desse quadro de grave crise, por que Keynes defendia a intervenção do governo por intermédio do aumento do tripé gasto × déficit × dívida? Porque ele jogava com duas faces da mesma moeda para equacionar dois problemas distintos, mas entrelaçados na crise: a derrocada da demanda (por ativos reais) concomitante ao acirramento da preferência por liquidez (por moeda ou quase-moeda).

⁵MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*, 144. Minsky Archive, Paper: Hyman P, 1986.

⁶Para uma melhor compreensão dos efeitos econômicos decorrentes da atual crise da Covid-19 e as principais respostas governamentais que estão sendo realizadas, em âmbito global, ver pesquisa do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI) em: <<https://bit.ly/3g7zxwJ>>

⁷Ver Nouriel Roubini em "A greater depression?", *Project Syndicate*, 24/3/20. <<https://bit.ly/2XfmZuK>>

⁸FMI. *The great lockdown: worst economic downturn since the Great Depression*. Press Release n. 20/98. 23/4/20. <<https://bit.ly/2WNFW8A>>

⁹Em Israel, por exemplo, a taxa de desemprego saltou de 3,9%, em fevereiro, para

27,6% da força de trabalho, com 1,15 milhão de pessoas desempregadas. <<https://bit.ly/2yk7au6>>

¹⁰No Canadá, quase 2 milhões de pessoas perderam o emprego no último mês. Com isso, a taxa de desemprego saltou de 7,8% em março, para 13%, em abril. Pesquisa do Federal Reserve of St. Louis aponta que quase 67 milhões de americanos estão trabalhando em empregos com alto risco de demissão. A atual crise pode ceifar 47 milhões de empregos e alçar a taxa de desemprego para patamar acima de 32%. Nível muito superior aos 24,9% observado durante o pico da Grande Depressão. <<https://bit.ly/2AREh9P>>

¹¹Pelo lado da demanda, o auxílio emergencial, instituído pela Lei nº 13.982/2020, parece ser o melhor canal federal para gerar demanda, indiretamente. Em tese, todo o montante recebido pelos informais é imediatamente revertido em consumo – resta saber se o efeito multiplicador é suficiente.

¹²Projeto de Lei nº 2.431/2020, de 6/3/2020. <<https://bit.ly/2Zl0dap>>

¹³Para mais detalhes do plano e seu funcionamento ver "Uma proposta de programa de proteção contra a depressão econômica", *Poder 360*, 6/5/20. <<https://bit.ly/2WPFADd>>

¹⁴O portal VoxEU.org, por exemplo, registrou um número de visitas 2,5 vezes maior em comparação como o mesmo período no ano passado. <<https://bit.ly/36jaEcU>>