

de Araujo, Victor Leonardo; Gentil, Denise Lobato

Working Paper

Avanços, recuos, acertos e erros: Uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional

Texto para Discussão, No. 1602

Provided in Cooperation with:

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

Suggested Citation: de Araujo, Victor Leonardo; Gentil, Denise Lobato (2011) : Avanços, recuos, acertos e erros: Uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional, Texto para Discussão, No. 1602, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/91062>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

1602

TEXTO PARA DISCUSSÃO

**AVANÇOS, RECUOS, ACERTOS
E ERROS: UMA ANÁLISE DA
RESPOSTA DA POLÍTICA
ECONÔMICA BRASILEIRA À CRISE
FINANCEIRA INTERNACIONAL**

**Victor Leonardo de Araujo
Denise Lobato Gentil**

**Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada**

**AVANÇOS, RECUOS, ACERTOS E ERROS: UMA
ANÁLISE DA RESPOSTA DA POLÍTICA ECONÔMICA
BRASILEIRA À CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL***

Victor Leonardo de Araujo**
Denise Lobato Gentil***

* Artigo submetido em 20 de maio de 2010.

** Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

*** Professora-associada do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República

Ministro Wellington Moreira Franco

ipea

**Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Mário Lisboa Theodoro

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete

Persio Marco Antonio Davison

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

Daniel Castro

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 PANORAMA GERAL DA CRISE FINANCEIRA: SEUS EFEITOS SOBRE A ECONOMIA
BRASILEIRA E AS RESPOSTAS DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS..... 9

3 A RESPOSTA DO GOVERNO BRASILEIRO À CRISE ECONÔMICA: POLÍTICAS
MONETÁRIAS E FISCAL 13

4 O SETOR EXTERNO E A RECUPERAÇÃO ECONÔMICA BRASILEIRA..... 23

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 36

REFERÊNCIAS 37

SINOPSE

O artigo tem por objetivo mostrar que a ação anticíclica implementada pelo governo brasileiro, em termos de políticas fiscal e monetária, comumente apresentada como causa da rápida recuperação da economia brasileira após a crise financeira internacional de 2008, foi menos arrojada do que poderia ter sido: a política monetária não só tardou a ser afrouxada, como também o foi a uma velocidade muito lenta; e a política fiscal, por seu turno, apesar de expansionista, não abriu mão da geração de superávit primário, na contramão de diversas outras economias. Ademais, o setor externo também teve um importante papel neste processo que costuma ser negligenciado nas análises: por um lado, será mostrado que a demanda externa constituiu-se em um importante canal para permitir a recuperação econômica posterior, e por outro, a recuperação dos níveis internacionais de liquidez permitiram que o tempo de duração da crise cambial fosse relativamente curto quando comparado às crises anteriores.

ABSTRACTⁱ

This paper aims to show that the fiscal and monetary counter-cyclical actions implemented by Brazilian government after the financial crisis were frugal: the monetary policy was late and slowly slackened and the fiscal policy sustain a primary surplus budget, in the opposite direction of much important economies around the world. Besides, foreign sector played an important role – commonly disregarded by most economists: the paper will show that foreign demand was an important channel to permit the economic's recovery and the international level of liquidity's recovery, for his part, allowed a sharp cambial crisis retrieval.

ⁱ. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's editorial department.*
As versões em língua inglesa das sinopses (abstracts) desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.

1 INTRODUÇÃO

A economia brasileira exibiu, no ano de 2009, resultados que surpreenderam até mesmo os mais otimistas dos brasileiros, dado o quadro que se desenhava com a eclosão da crise financeira, em setembro de 2008, logo após a falência do banco Lehman Brother's. As estimativas pessimistas que se faziam no término de 2008 não se confirmaram. A recessão durou apenas dois trimestres: o Produto Interno Bruto (PIB) voltou a registrar crescimento positivo já a partir do segundo trimestre de 2009, encerrando o ano em -0,2%; a taxa de desocupação, depois de alcançar 9% da População Economicamente Ativa (PEA), em março de 2009, recuou para 7,4% em novembro; a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 4,31%, permanecendo dentro da meta de 4,5% estipulada pelo Comitê de Política Monetária (Copom); a taxa de câmbio, que em dezembro de 2008 foi de R\$ 2,34 por dólar, um ano depois era de R\$ 1,74.¹ Os resultados exibidos pela economia brasileira permitem colocá-la em melhor situação que a de países também em desenvolvimento como Chile, Argentina, México e Rússia, bem como a média da União Europeia (UE) e mesmo os Estados Unidos, epicentro da crise financeira internacional (IPEA, 2009a, p. 12; MECON, 2009).

A resposta dada pelo governo brasileiro em termos de política econômica, em suas dimensões fiscal e monetária, é comumente apontada como responsável pelo abrandamento dos efeitos da crise. No primeiro grupo de medidas, pode-se citar, sem esgotar o leque, desonerações fiscais para os setores automobilístico, de eletrodomésticos de linha branca e moveleiro, além da manutenção do gasto público. No segundo grupo, pode-se citar a redução no compulsório, a expansão do crédito por parte dos principais bancos públicos – Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CAIXA) e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – e a redução (ainda que tardia) da taxa básica de juros. Nos meios governamentais, o Brasil era comumente apontado como “o primeiro país a sair da crise”.²

1. Taxa de câmbio comercial para compra, média do mês, segundo o Ipeadata.

2. Segundo o jornal *Valor Econômico*, edição de 4 de março de 2009: “O Brasil ‘será o primeiro país a sair da crise’, após ter sido um dos últimos a desacelerar o ritmo de crescimento, afirmou hoje o ministro da Fazenda, Guido Mantega.” O Ministro do Planejamento Paulo Bernardo fez afirmação semelhante, publicada no *site* do próprio Ministério: “Brasil será o primeiro país a sair da crise, diz Bernardo”.

De fato, as assim chamadas políticas anticíclicas implementadas pelo governo brasileiro têm sido apontadas como responsáveis pelo movimento de recuperação da economia brasileira, em curso desde o segundo trimestre de 2009. Se, por um lado, é verdade que tais ações foram eficazes em atenuar os efeitos recessivos da crise econômica internacional, por outro também é verdade que, em muitos aspectos, tanto a política monetária quanto a fiscal foram menos arrojadas do que aquelas implementadas por diversos países. Como exemplo, pode-se citar a política monetária que, muito embora tenha sido afrouxada pelo Banco Central do Brasil (BCB) a ponto de a taxa básica de juros do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) ter alcançado o menor patamar da história, tal inflexão somente ocorreu três meses depois da eclosão da crise financeira, datada de setembro de 2008. A política fiscal, por sua vez, apesar do caráter expansionista reforçado, sobretudo, pelas políticas de desonerações fiscais para os setores automotivo, moveleiro e de eletrodomésticos de linha branca não abriu mão da obtenção de um superávit primário enquanto os governos de diversos países admitiam registrar déficit primário para induzir a recuperação de suas economias.

Além disso, as análises comumente feitas sobre a resposta brasileira à crise financeira costumam negligenciar alguns aspectos do cenário internacional, que foram particularmente favoráveis à economia brasileira, a despeito da desaceleração econômica internacional. A manutenção de altas taxas de crescimento econômico da China e da Índia permitiu a recuperação do comércio internacional já a partir do segundo trimestre de 2009. Ademais, a política monetária expansiva implementada pelos países centrais como resposta à crise conduziu à recuperação da liquidez internacional poucos meses depois de deflagrada a crise, gerando uma sobra de liquidez que formaria uma nova onda especulativa rumo aos países ditos “emergentes” (CARVALHO, 2009, p. 120). Para coroar a melhoria do cenário externo, o risco dos títulos da dívida dos países emergentes medido pelo Emerging Markets Bond Index (EMBI+)³ descreve trajetória descendente desde março de 2009. Esta conjunção de acontecimentos na economia internacional repercutiu positivamente sobre a economia brasileira, atuando, por um lado, sobre a demanda externa, que se constituiu em um importante canal para permitir a recuperação econômica posterior e, por outro, permitiu que o tempo de duração da crise cambial fosse relativamente curto quando comparado ao das crises anteriores.

3. EMBI, medido pelo J. P. Morgan, é composto por títulos da África do Sul, da Argentina, do Brasil, da Bulgária, da Colômbia, do Egito, do Equador, das Filipinas, da Malásia, do Marrocos, do México, da Nigéria, do Panamá, do Peru, da Polônia, da Rússia, da Venezuela, da Turquia e da Ucrânia.

Assim, este trabalho tem por objetivo mostrar que: *i*) os estímulos fiscais e monetários implementados pelo governo brasileiro foram bastante modestos quando comparados aos padrões internacionais; e *ii*) o cenário externo foi fundamental para criar as condições para essa recuperação, seja diretamente, criando condições para que uma parcela maior da demanda agregada brasileira fosse atendida por produção doméstica, seja indiretamente, com a retomada dos fluxos de capitais para as economias emergentes, em geral, e a brasileira, em particular. Não é objetivo deste artigo minimizar o papel das políticas anticíclicas para a recuperação da economia brasileira, mas tão-somente relativizar este argumento, realçando tanto a natureza modesta dessas políticas quanto o papel desempenhado pela melhoria do cenário externo.

O artigo está estruturado em cinco seções, além da presente introdução. A seção dois mostrará o panorama geral dos efeitos da crise financeira sobre a economia brasileira. A seção três analisará a resposta de política econômica dada pelo governo brasileiro, em particular as políticas monetária e fiscal. A seção quatro mostrará como o cenário internacional torna-se favorável em alguns aspectos a partir, basicamente, do segundo trimestre de 2009, criando novas condições que permitiram o movimento de recuperação econômica. A seção cinco fará as considerações finais.

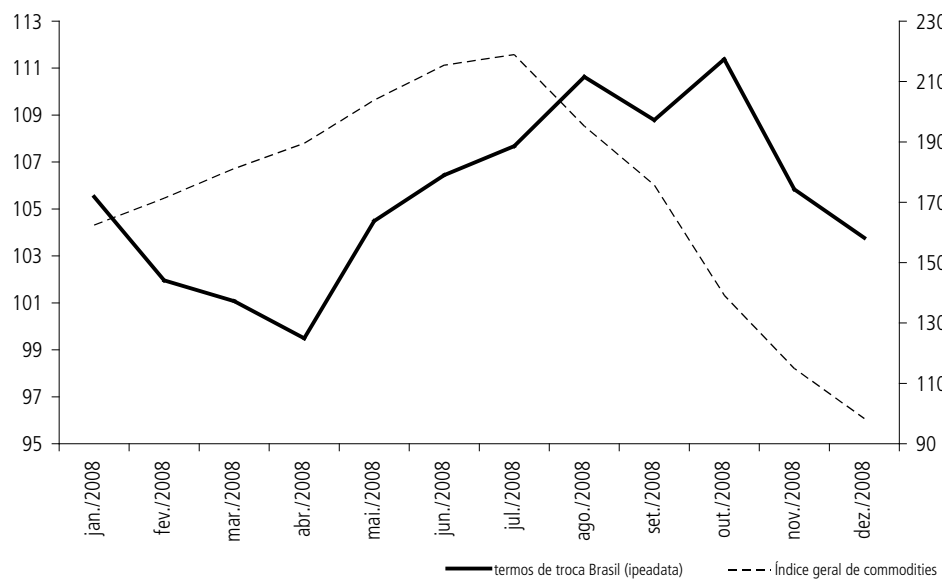
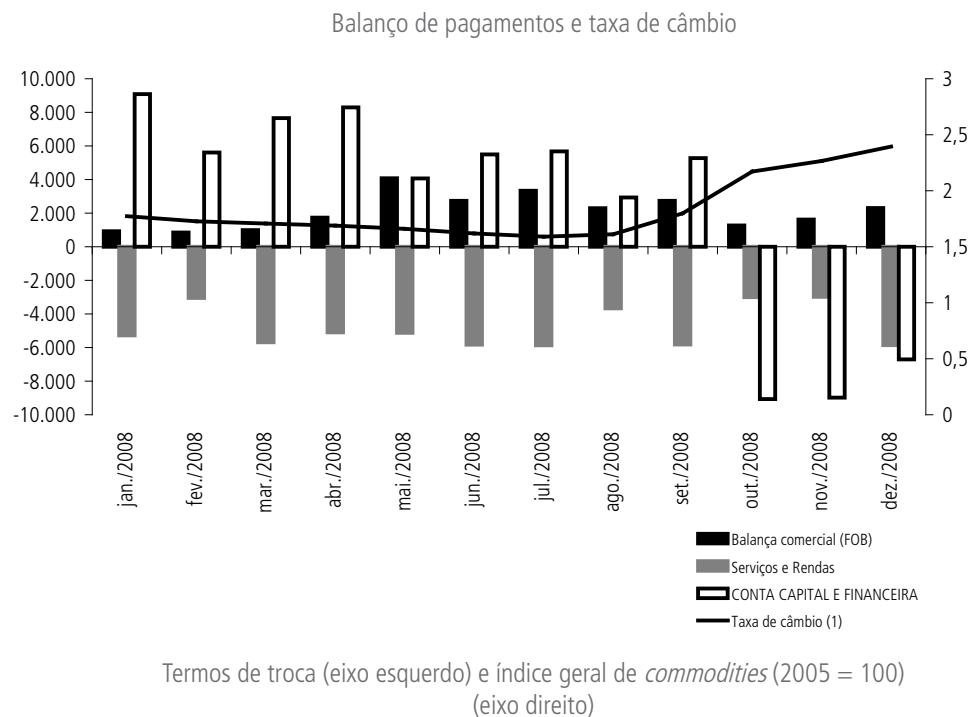
2 PANORAMA GERAL DA CRISE FINANCEIRA: SEUS EFEITOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA E AS RESPOSTAS DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

É possível listar pelo menos três grupos de canais de transmissão da crise financeira internacional para a economia brasileira (ver IPEA, 2009b; GENTIL, 2009; GONÇALVES, 2009; BRUNO, 2008). Evidentemente, nem todos atuaram com a mesma intensidade. O primeiro deles atuou sobre as contas externas. A desaceleração econômica mundial aliada à queda dos preços internacionais das *commodities* agrominerais incidiriam sobre a balança comercial, reduzindo preço e *quantum* exportados. A contração da liquidez internacional, por sua vez, levaria empresas e especuladores a repatriar seus lucros para as matrizes, deteriorando ainda mais o já combalido déficit da conta de serviços e rendas, por um lado, e provocando, por outro, fuga de capitais pela conta financeira. O resultado seria a desvalorização cambial, a qual traria previsíveis efeitos inflacionários.⁴

4. Que foram contra-arrestados pela queda dos preços das *commodities*.

GRÁFICO 1

Brasil: balanço de pagamentos em US\$ milhões (contas selecionadas), taxa de câmbio, termos de troca e índice geral de *commodities* – janeiro a dezembro de 2008



Fontes: Ipeadata e Ministério da Economia da Argentina (índice geral de *commodities*). Elaboração própria.
 Nota: 1 Em R\$/US\$, média mensal da taxa comercial para compra.

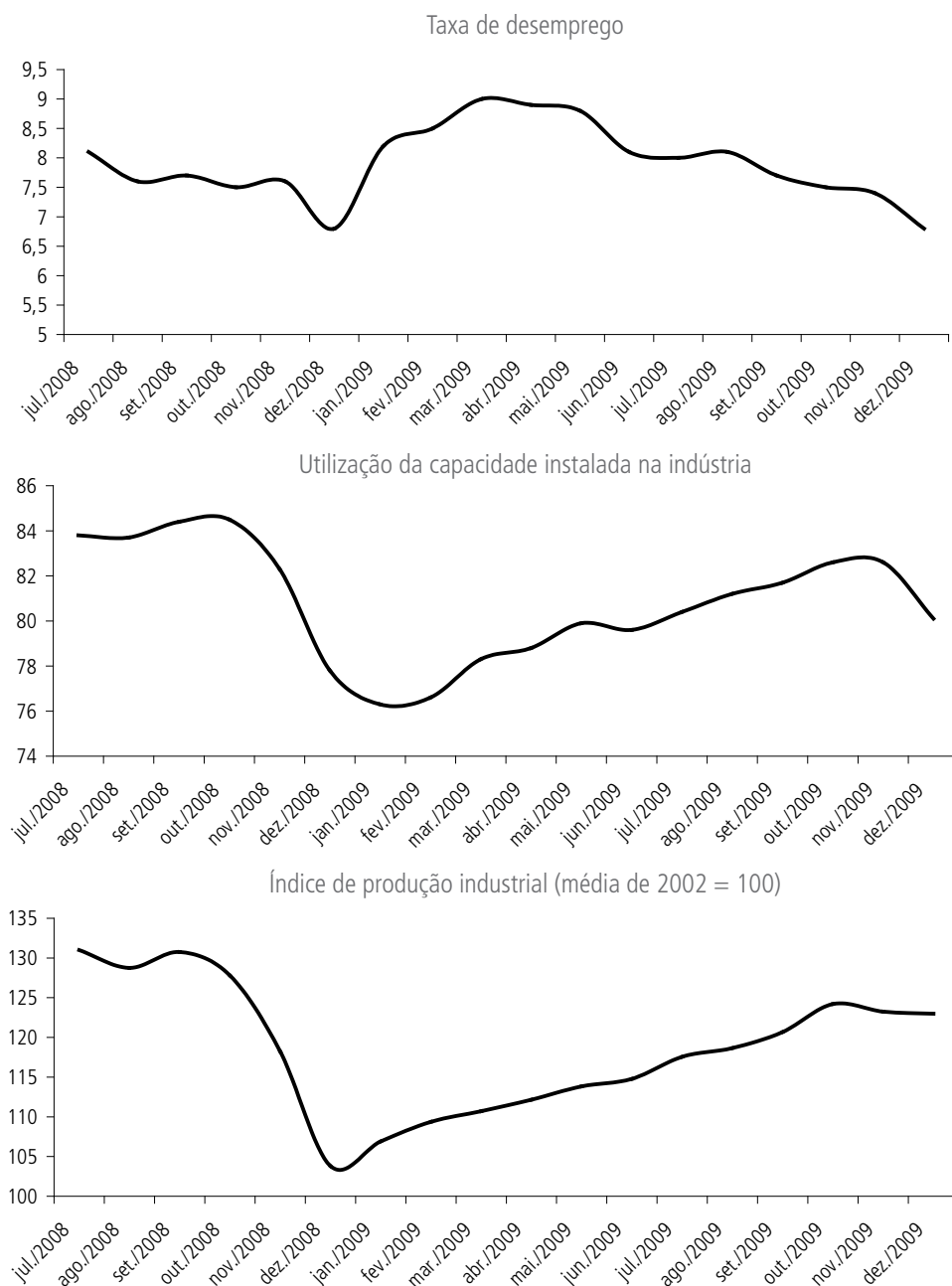
O segundo canal de transmissão seria pelo sistema financeiro que, no caso brasileiro, atuaria de uma forma um tanto quanto distinta, se comparada aos países do centro capitalista. Enquanto nestes a crise adquire caráter sistêmico a partir das perdas dos bancos com as hipotecas *subprime*, contagiando as principais praças financeiras do mundo, transmitindo-se, enfim, ao setor real da economia (IPEA, 2009c, p. 47), no setor bancário brasileiro a crise manifesta-se de forma distinta. Se por um lado os grandes bancos não se envolveram com ativos de alto risco como os *subprime*, dada a existência de alternativa mais segura e rentável oferecida pelos títulos públicos (IPEA, 2009b, p. 89), por outro os bancos de menor porte, com menor estrutura de captação de recursos no mercado de varejo, adotavam estratégias mais arriscadas, captando recursos via emissão de *Certificados de Depósito Bancário* (CDBs) e vinculando-os a contratos de derivativos cambiais, o que incorreu em perdas expressivas após a desvalorização cambial (IEDI, 2009; FREITAS, 2009). Ademais, os bancos estrangeiros com filial no Brasil adotaram uma estratégia de realocação de seus portfólios, encolhendo suas operações no mercado brasileiro para fazer caixa e cobrir os prejuízos em suas matrizes (IEDI, 2009). Assim, a incerteza associada não só aos desdobramentos da crise financeira internacional, mas também aos eventos associados ao próprio setor bancário nacional levou os grandes bancos a contrair o crédito, como resultado do aumento da aversão ao risco e da preferência pela liquidez. A contração do crédito atingiria empresas e consumidores, provocando redução da demanda agregada e desaceleração econômica.

O terceiro canal por meio do qual a crise financeira internacional manifestar-se-ia sobre a economia brasileira é o das expectativas, cuja deterioração tenderia a reforçar, por parte dos bancos, a aversão ao risco e a contração do crédito, e levaria empresas e famílias a adiar decisões de investimento e consumo, com previsíveis efeitos de desaceleração da atividade econômica.

Embora os efeitos da crise financeira fossem, em um primeiro momento, subestimados pelo próprio governo brasileiro – que acreditou na hipótese do descolamento dos mercados emergentes –, a economia brasileira sofreu uma forte desaceleração econômica já no último trimestre de 2008, quando o PIB declinou 2,9% em comparação com o trimestre anterior, contra um crescimento de 1,1% registrado no terceiro trimestre. Nos meses de novembro e dezembro de 2008 a produção da indústria de transformação registrou uma queda acumulada de 28%. A capacidade instalada na indústria de transformação declinou de 84% em setembro de 2008 para 76% em janeiro de 2009 – uma queda de quase 10%. Os impactos da crise também

foram sentidos no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego aberto tendo alcançado 9% em março de 2009 (gráfico 2).

GRÁFICO 2
Brasil: indicadores de conjuntura



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Elaboração própria.

Contrariando as expectativas, os sinais de recuperação da economia brasileira não tardaram a aparecer. O PIB, que no primeiro trimestre de 2009 ainda registrou queda com relação ao trimestre anterior (–0,9%), retomou a sua trajetória de crescimento já no trimestre seguinte (1,1% e 1,2%, respectivamente no segundo e terceiro trimestres). A produção industrial ensaiou uma recuperação, ainda que a taxas relativamente lentas; e a taxa de desemprego voltou a ceder, recuando a patamares pré-crise. Entre as principais causas, é comumente citada a ação do conjunto de políticas implementadas pelo governo brasileiro, que teriam sido conduzidas por um viés anticíclico a partir da eclosão da crise financeira. Segundo Barbosa (2010, p. 1) o governo brasileiro teria reagido à crise econômica com uma “sequência de imprevistas ações expansionistas”. Inhudes (2009, p. 7) cita o “afrouxamento” da política monetária como fator indutor do consumo das famílias. Com efeito, o conjunto de políticas fiscal e monetária teria garantido a manutenção do consumo do governo e das famílias, contra-arrestando os efeitos negativos da queda do investimento privado e da demanda externa.

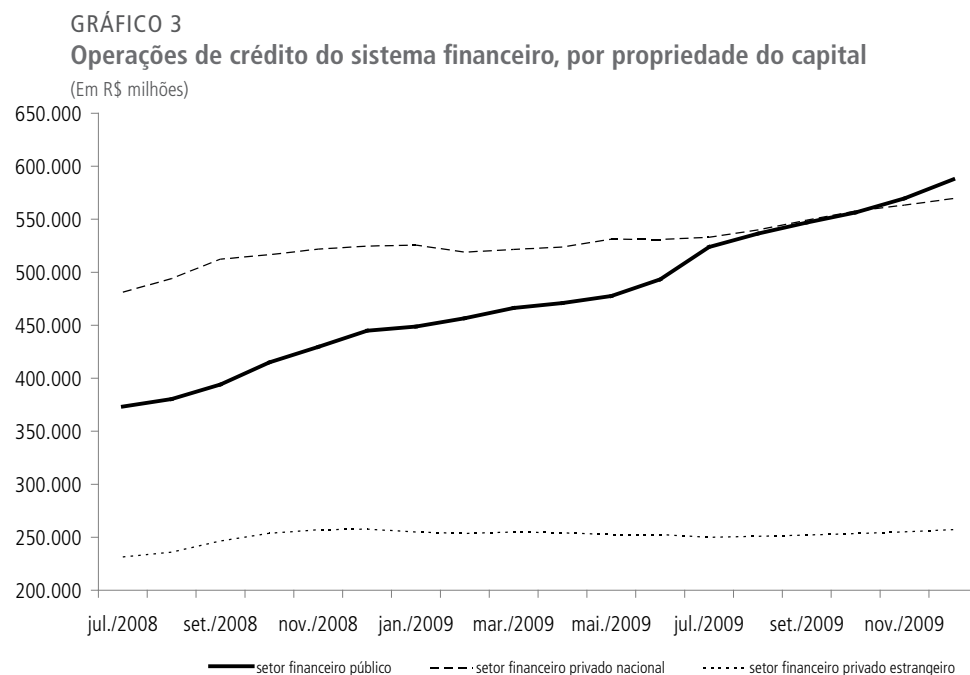
A seção seguinte discutirá em que grau o conjunto de medidas implementadas pelo governo como resposta à crise foi, de fato, capaz de induzir à recuperação econômica.

3 A RESPOSTA DO GOVERNO BRASILEIRO À CRISE ECONÔMICA: POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL

A resposta do governo brasileiro seguiu, em linhas gerais, a tendência exibida por outras economias atingidas pela crise, qual seja, a implementação de políticas anticíclicas de corte keynesiano. Basicamente, as medidas podem ser agrupadas em: *i*) medidas para recuperação (ou “desempenhamento”) do nível de liquidez da economia; *ii*) medidas para garantir a solidez do setor bancário, reduzindo o “risco sistêmico”; *iii*) medidas para conter a crise cambial; e *iv*) medidas de estímulo fiscal.

No primeiro grupo, a principal medida foi a flexibilização das regras do compulsório para depósitos à vista e a prazo. Segundo Freitas (2009, p. 141-142), entre os dias 23 de setembro e 13 de novembro de 2008, o BCB promoveu dez alterações nas regras do compulsório, em geral, inócuas, “dada a preferência pela liquidez dos bancos e a possibilidade de aplicação, líquida, rentável e de baixíssimo risco, em títulos

públicos” (FREITAS, 2009, p. 139).⁵ Enquanto tais medidas não surtiam efeito, os principais bancos públicos (BB, CAIXA e BNDES) foram chamados a suprir o mercado de crédito brasileiro, de modo a tentar contra-arrestar a contração de crédito oriunda dos bancos privados.



Fonte: Banco Central (BC). Elaboração própria.

Algumas das modificações sobre a regulamentação do compulsório para depósitos a prazo visavam atender às demandas do segundo grupo, ou seja, eram medidas que tinham por meta garantir a solidez do sistema bancário, como a autorização de uso de até 40% dos recursos do compulsório sobre os depósitos a prazo para a aquisição de instituições financeiras. O objetivo aqui era estimular as instituições maiores a adquirir instituições de pequeno e médio porte – as mais afetadas pela crise. Também entra neste grupo de medidas a autorização dada para que o BB e a CAIXA adquirissem instituições financeiras em dificuldade.

Outra medida importante foi a redução da taxa básica de juros a partir de janeiro de 2009, que saiu de um patamar de 13,75% ao ano (a.a.) no início daquele ano, para 8,75% em julho.

5. Freitas (2009) detalha o arsenal de medidas utilizado pelo BCB com o intuito de “desempenhar” a liquidez e garantir a solidez do sistema bancário pós-crise.

Entre as medidas que visavam conter a crise cambial, as principais foram as intervenções do BC através de operações de venda de dólares no mercado à vista e também através de leilões de venda com compromisso de recompra. Essas intervenções, no entanto, não impediram que a taxa de câmbio atingisse a cotação de R\$ 2,51/US\$ em 8 de dezembro de 2008, depois de ter fechado o mês de agosto em R\$ 1,63/US\$ (ou seja, com desvalorização de 54%). O estoque de reservas internacionais, apesar disso, pouco se alterou, passando de US\$ 207,5 bilhões em setembro de 2008 para US\$ 203 bilhões no mês seguinte, fechando dezembro do mesmo ano com um saldo de US\$ 206,8 bilhões.

Finalmente, a resposta mais contundente do governo brasileiro à crise financeira está, seguramente, nas medidas fiscais. Entre as medidas de desonerações fiscais, a primeira foi anunciada ainda no ano de 2008, beneficiando o setor automotivo, seguido dos setores produtores de eletrodomésticos de linha branca, de material de construção e, no final de 2009, do setor moveleiro. Para viabilizar o pacote de desonerações fiscais sem que o governo devesse incorrer em um programa de corte de gastos públicos – o que seria um contrassenso – o governo brasileiro também anunciou a redução da meta de superávit primário de 4,3% para 2,5% do PIB para 2009.⁶

Medidas complementares, que não podem ser classificadas necessariamente em alguns dos grupos acima, também foram implementadas, como o aumento real do salário mínimo (SM) e o Programa Minha Casa, Minha Vida, que visava à construção de um milhão de casas populares para atender às necessidades de estimular o setor de construção civil – ainda que tenha sido anunciado como um programa que visava reduzir o déficit habitacional do país.

A despeito do caráter realmente expansionista das medidas descritas acima, algumas considerações merecem ser feitas a respeito das políticas monetária e fiscal.

3.1 AVENTURAS E DESVENTURAS DA POLÍTICA MONETÁRIA: JUROS ALTOS EM MEIO À CRISE

A primeira delas diz respeito à condução da política monetária. Se, por um lado, é verdade que o BCB promoveu reduções na taxa SELIC, permitindo que esta alcançasse

6. Ipea (2009b) resume não só as medidas anunciadas pelo governo brasileiro como também sintetiza as medidas implementadas em diversos outros países, desenvolvidos ou em desenvolvimento.

o menor patamar de sua história, também é verdade que antes da eclosão da crise financeira o BCB iniciara, a partir de abril de 2008, um novo ciclo de alta da taxa básica de juros (SELIC), passando de 11,25% a.a. para 13,75% a.a. em setembro,⁷ para conter a ameaça inflacionária decorrente da elevação dos preços dos alimentos, em grande parte explicada pela elevação dos preços das *commodities* agrícolas. Segundo Gentil (2009, p. 1): “Os mecanismos da política macroeconômica postos em prática no ano de 2008 pelo Copom e pelo Tesouro – embora muito mais pelo primeiro –, tinham um papel intencionalmente conservador e contracionista que, mesmo sem a crise mundial, conduziram inevitavelmente a economia à desaceleração”. Segundo Freitas (2009), a política contracionista implementada pelo BCB teria sido particularmente prejudicial aos bancos de pequeno e médio porte, ao encarecer o custo de suas captações, levando-os a assumir posições mais frágeis ao vincular empréstimos nas modalidades de capital de giro a operações com derivativos de dólar, até então com custo mais baixo.

Para um conjunto de países latino-americanos selecionados, a taxa de juros brasileira esteve entre as mais altas durante todo o pré e o pós-crise, à exceção do Uruguai e da República Dominicana. Em geral, a redução das taxas de juros implementadas na América Latina como resposta da política monetária à crise financeira ocorre em uma velocidade superior à brasileira. Para se ter uma ideia de como o afrouxamento da política monetária brasileira foi menos intenso do que nas demais economias do bloco, em outubro de 2009 somente a Costa Rica registrava uma taxa de juros superior à brasileira – ou seja, até o Uruguai, que elevou sua taxa de juros para 30% a.a. em outubro de 2008, promoveu uma redução mais intensa. Em termos reais, o Brasil era, em janeiro de 2010, o primeiro de um *ranking* formado por 40 países (CEPAL, 2009, p. 51).⁸

Em suma: os efeitos recessivos do ciclo de alta de juros ocorrido ao longo de 2008 seriam fatalmente sentidos. A demora em reduzir a taxa SELIC e a lenta velocidade com a qual isto ocorreu tiveram impactos contracionistas, constituindo uma componente recessiva interna aos impactos recessivos de uma crise externa de grandes proporções.

7. Dois dias antes da quebra do banco Lehman Brother's!

8. Segundo a consultoria UPTrend, de um total de 40 países desenvolvidos e em desenvolvimento, a taxa de juros real brasileira era de 4% a.a. contra 3,6% da Indonésia, 3,3% da China, 2,4% da Austrália e 2% do Japão (BC ..., 2010, p. 24).

3.2 POLÍTICA FISCAL: DIREÇÃO CORRETA, MAS BAIXA INTENSIDADE NA RESPOSTA À CRISE

Como já mencionado, o governo federal pôs em marcha, no ano de 2009, instrumentos fiscais anticíclicos que foram importantes para compensar os efeitos (negativos) da política de juros (ainda elevados e congelados no patamar de 8,75% da taxa SELIC) e de câmbio valorizado em meio à recuperação da crise. Em outros termos, a política fiscal teve de atuar de forma a conter a queda brusca da taxa de crescimento do PIB que poderia resultar da continuidade da adoção do regime de metas de inflação numa fase de forte desaceleração da economia.

As medidas fiscais de mais alto impacto sobre a demanda agregada foram a elevação do valor do SM⁹ e seu efeito de expansão sobre as transferências previdenciárias e o seguro-desemprego, adicionada à ampliação das transferências de renda às famílias mais pobres (em valor e em número), à recuperação dos salários e elevação do contingente dos funcionários públicos e à ampliação do investimento do setor público (principalmente das empresas estatais federais). Do lado da receita, mesmo enfrentando forte redução de arrecadação, foi providenciada uma sequência de desonerações para evitar a queda do consumo de produtos industrializados e estimular o investimento e o emprego em setores específicos da indústria – o automotivo, os produtores de eletrodomésticos de linha branca, o de material de construção e o setor moveleiro. As desonerações foram estimadas em 0,3 ponto percentual (p.p.) do PIB (BARBOSA; SOUZA, 2010).

Os gastos públicos com as transferências de assistência e previdência social foram os que, de fato, mais cresceram entre todos desde 2000, alavancados pela valorização do SM. Eles estão demonstrados no gráfico 4 em percentuais do PIB. Há certo consenso de que o crescimento desses gastos foi, em grande medida, responsável pela sustentação da demanda no mercado interno e pela redução da pobreza e desconcentração da renda pessoal dos últimos sete anos.

Quanto aos investimentos realizados pelo Estado, mantiveram-se, sem dúvida, em baixos patamares durante os últimos 15 anos. Entretanto, o investimento público é, comumente, subavaliado nas análises correntes, pois nelas se considera apenas o

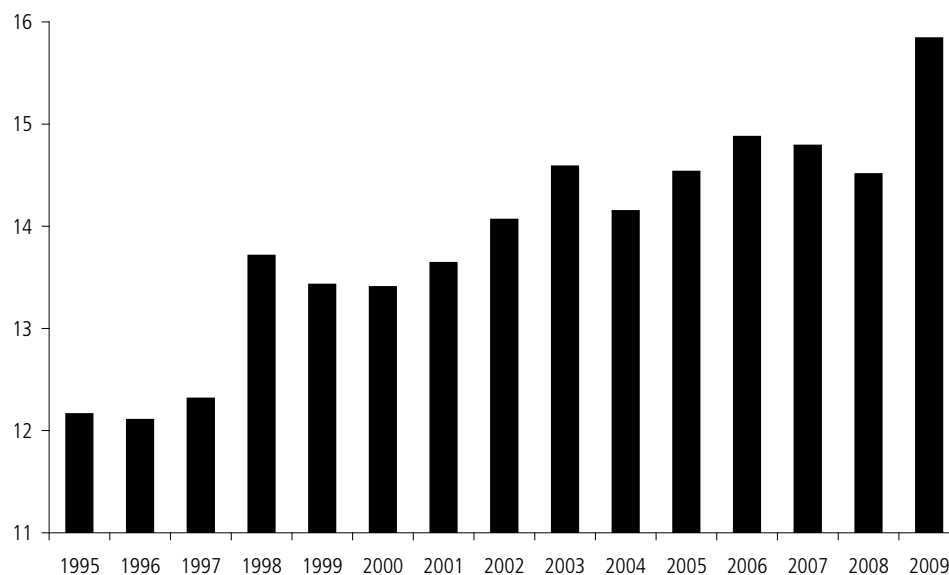
9. O aumento nominal do SM em 2009 foi de 12%, passando para R\$ 510,00. A inflação do ano de 2008, medida pelo IPCA, havia sido de 5,9%.

desempenho da União, quando se deveria necessariamente levar em consideração o montante investido pelos estados e municípios – quatro vezes maior que o investimento da União, em média – e, sobretudo, pelas empresas estatais. O peso das estatais federais tem se acentuado de forma significativa no investimento total do governo desde 2004. O verdadeiro impacto do investimento público é, portanto, muito superior e mais complexo do que aquele frequentemente abordado, o que exige uma análise mais rigorosa e que vá além da contabilidade pública tradicional.¹⁰

GRÁFICO 4

Brasil: transferência de assistência e previdência e subsídios

(Em % do PIB)



Fonte: Santos (2010).

Os dados mais próximos da realidade da participação do investimento do setor público na economia são apresentados na tabela 1, produzidos por uma metodologia elaborada por Gobetti (2010). Através dela é possível constatar que, no ano de 2009, ocorreu a maior taxa de investimento em relação ao PIB dos últimos 15 anos, quando esse índice alcançou 4,38% do PIB – considerando-se, nesse cálculo, as três esferas da federação e as empresas estatais federais.

10. Para uma avaliação dos problemas metodológicos existentes na construção das estatísticas de investimento pela contabilidade pública, ver Gobetti (2010).

TABELA 1
Investimento do setor público no Brasil – 1995-2009

Ano	Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) do setor público (União, estados, municípios e estatais) (R\$ milhões)	% do PIB
1995	25.932,00	3,67
1996	30.695,00	3,64
1997	32.165,00	3,42
1998	36.695,00	3,75
1999	24.918,00	2,34
2000	29.547,00	2,51
2001	35.737,00	2,74
2002	49.509,00	3,35
2003	44.928,00	2,64
2004	51.468,00	2,65
2005	57.487,00	2,68
2006	70.205,00	2,96
2007	77.817,00	2,93
2008	111.579,00	3,71
2009	137.433,00	4,38

Fonte: Gobetti (2010).

Apesar do expressivo crescimento da taxa de investimento público, cabe fazer duas observações. Em primeiro lugar, embora já estivesse em marcha uma política fiscal anticíclica desde o começo da crise, em outubro de 2008, os investimentos federais permaneceram estagnados entre dezembro de 2008 e março de 2009, na mais difícil travessia da turbulência, só iniciando sua expansão após o anúncio da redução da meta de superávit primário em março de 2009, portanto, seis meses após a deflagração interna da crise (ver GOBETTI, 2010). Esse pode ter sido um atraso fatal para que o ano de 2009 se encerrasse com um crescimento nulo ou próximo de zero. Em segundo lugar, os impactos expansivos do investimento do setor público sobre o investimento privado e, sobretudo, sobre o nível de renda e emprego permanecem indefinidos, na ausência de um cálculo mais preciso do multiplicador do investimento público e de informações mais complexas e detalhadas sobre o mercado de trabalho. Além disso, não se pode desconsiderar o impacto, igualmente forte, mas em sentido contrário, provocado pelas taxas de juros mantidas em patamares elevados e pela taxa de câmbio valorizada sobre aquelas variáveis macroeconômicas citadas.

O estímulo do lado do consumo e do investimento do governo e a forte contração das receitas tributárias resultaram em redução do superávit primário. O ano de 2009, entretanto, encerrou-se com um superávit elevado para uma conjuntura de superação

de crise recente, de 2,06% do PIB ou R\$ 64,5 bilhões (ver tabela 2), denunciando o amplo espaço que deixou de ser utilizado pela política fiscal para produzir dinamismo e conter a perda de emprego e de renda ao longo do ano. A política fiscal seguiu na direção correta, mas com uma intensidade relativa muito baixa.

TABELA 2
Necessidade de financiamento do setor público (NFSP)

(Em valores correntes – fluxos acumulados no ano)

Discriminação	Jan.-dez./2005		Jan.-dez./2006		Jan.-dez./2007		Jan.-dez./2008		Jan.-dez./2009	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Nominal	72.600	3,38	83.890	3,54	71.492	2,69	57.240	1,90	104.622	3,34
Juros nominais	157.031	7,31	160.718	6,78	161.222	6,06	163.660	5,45	169.140	5,40
Primário	-84.431	-3,93	-76.828	-3,24	-89.730	-3,37	-106.420	-3,54	-64.518	-2,06
Governo central ¹	-55.741	-2,60	-51.352	-2,17	-59.439	-2,23	-71.308	-2,37	-42.443	-1,35
Governos estaduais e municipais	-21.323	-0,99	-19.715	-0,83	-29.934	-1,12	-30.575	-1,02	-21.003	-0,67
Empresas estatais ²	-7.366	-0,34	-5.761	-0,24	-358	-0,01	-4.538	-0,15	-1.072	-0,03
PIB acumulado em 12 meses ³	2.147.239	-	2.369.797	-	2.661.344	-	3.004.881	-	3.135.010	-

Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Notas: ¹ Governo central: Governo federal, BCB e Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

² Todos os níveis (federal, estadual e municipal). Exclui as empresas do Grupo Petrobras.

³ Dados preliminares.

Nota: (+) superávit (-) déficit.

A tabela 3 mostra o elevado e singular resultado primário da economia brasileira em comparação com as outras economias do mundo. No acumulado do ano de 2009 até o terceiro trimestre, enquanto o Brasil fazia 1,7% do PIB de superávit primário, a economia americana produzia déficit de 11,6% e as economias da Zona do Euro 6,3%, em média.

TABELA 3
Superávit primário em percentual do PIB

(Acumulado jan./set. 2009 – T3)

Brasil	1,7
Estados Unidos	-11,6
Zona do Euro	-6,3

Fonte: BCB/Bureau of Economic Analysis (BEA)/Banco Central Europeu (BCE).

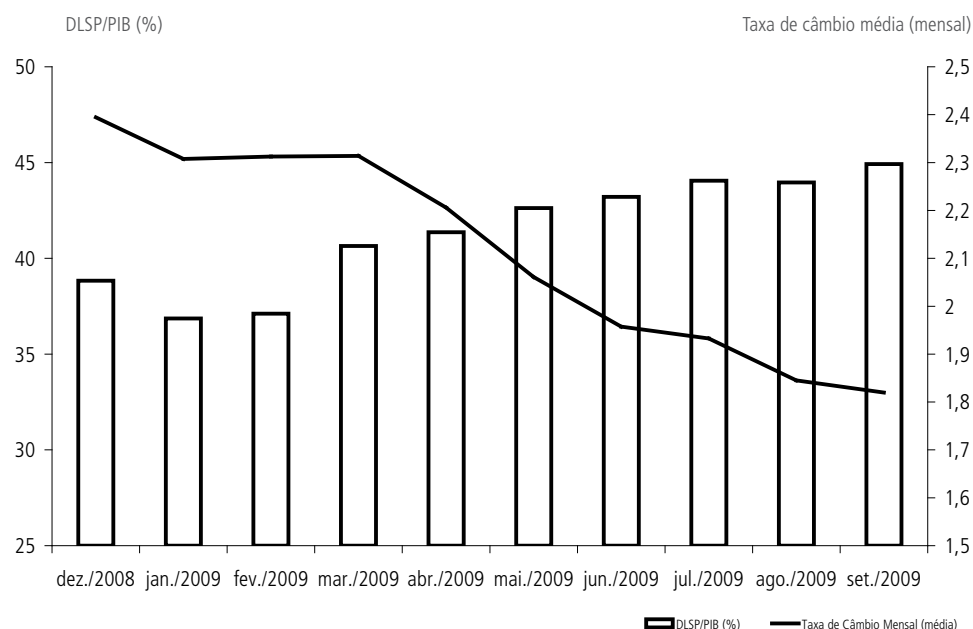
A justificativa para a manutenção de patamares elevados de superávit primário repousa na necessidade de controlar o crescimento da dívida pública. Entretanto, em 2009, o crescimento da dívida esteve, em grande parte, associado à valorização do câmbio.

Segundo relatório do BC, o principal fator que contribuiu para a elevação da dívida líquida do setor público em 4,5 p.p. do PIB no acumulado do ano de 2009 foram os juros nominais, que participaram com 5,4 p.p. do PIB. Entretanto, não apenas os juros foram o principal vilão. A valorização cambial, de 33,9% no ano – que se notabilizou como a maior valorização cambial de todo o planeta – contribuiu outros 2,5 p.p. do PIB. O efeito do câmbio sobre a dívida, entretanto, não é facilmente identificável. Os canais de transmissão entre câmbio e dívida líquida são de dois tipos. Primeiramente, é preciso ressaltar o efeito do câmbio sobre o superávit primário. O câmbio apreciado, adicionado ao baixo dinamismo da economia internacional, provocou queda nas exportações de produtos industrializados e, por consequência, baixo desempenho na indústria nacional, pressionada, além disso, pela alta (e desigual) competição, no mercado interno, com os produtos importados. A política cambial não foi utilizada como mecanismo compensatório para as perdas no comércio exterior, contribuindo, assim, para tornar a indústria nacional menos dinâmica e mais primarizada. Como é grande o peso da indústria na arrecadação – tendo correspondido, em 2008, a 45,7% – o baixo desempenho recente deste setor derrubou a receita de tributos, reduzindo, por consequência, o superávit primário. Tal resultado primário, que em períodos anteriores compensava a conta de juros, puxando para baixo o indicador da dívida líquida, em 2009, entretanto, em função, dentre outros motivos, da pressão do câmbio sobre as receitas de tributos, impactou menos, tendo contribuído para reduzir a relação dívida/PIB em 2,1 p.p. do PIB.

O outro impacto causado pelo câmbio vem do seu efeito sobre as reservas internacionais. Para se delinear a magnitude desse impacto, segundo o relatório do BC, no acumulado do ano até setembro, a dívida líquida cresceu em R\$ 74,5 bilhões em função da valorização cambial de 23,92%. Esse processo tem sua explicação na redução do valor, em reais, das reservas internacionais e, portanto, na perda de valor do ativo do governo central. Quanto mais o câmbio se valoriza, menor é o valor em reais das reservas internacionais do país (que são denominadas em dólares e representam uma parcela significativa dos ativos financeiros públicos). Tais ativos, por sua vez, são deduzidos da dívida bruta para se obter a dívida líquida do setor público. Desse modo, a perda de valor do ativo reservas internacionais faz com que a dívida líquida total do setor público aumente.

O gráfico 5 mostra as trajetórias opostas do câmbio apreciado e da dívida líquida do setor público (DLSP).

GRÁFICO 5
DLSP (% do PIB) e taxa de câmbio



Fonte: BC.

O superávit primário é, assim, pouco eficiente para conter o processo de elevação do endividamento público, porque o crescimento da dívida é, fundamentalmente, consequência do pagamento de juros e da acentuada valorização cambial. Para que o superávit primário produzisse o efeito de conter o crescimento da dívida líquida seria necessário que fosse excessivamente elevado. Numa conjuntura de baixo dinamismo econômico, entretanto, é excessivamente sacrificante impor à população o alto custo social da preservação do resultado primário, tendo em vista que o crescimento da dívida é, em grande medida, de origem cambial e monetária, que representam retornos financeiros dos quais a maioria dos cidadãos não retira nenhum proveito.

A direção da causalidade do fenômeno de expansão do endividamento público dá-se, portanto, a partir da política monetária e cambial determinando o aperto fiscal e tem o poder de anular, parcialmente, os impactos positivos de outras políticas macroeconômicas como crédito, investimento público, SM e bolsa-família.

4 O SETOR EXTERNO E A RECUPERAÇÃO ECONÔMICA BRASILEIRA

Aceitar a hipótese segundo a qual as políticas domésticas de caráter anticíclico foram capazes de garantir a recuperação da economia brasileira implica supor que estas tenham sido corretamente dimensionadas, o que, conforme vimos na seção anterior, merece ser ao menos relativizado.

Ao mesmo tempo, também significaria minimizar o papel desempenhado pela economia internacional no processo de recuperação econômica do Brasil. Isto somente faria sentido se assumíssemos ou a manutenção do quadro de estagnação econômica mundial ou um caso de recuperação da economia internacional sem qualquer efeito de transbordamento para a economia brasileira. A última hipótese seria completamente improvável, dado o grau de abertura comercial e financeira da economia brasileira. Resta, portanto, a hipótese segundo a qual a economia internacional permanece estagnada, o que impediria que a recuperação viesse pelos estímulos do mercado externo. Esta hipótese merece ser melhor qualificada.

Borça Júnior (2009) apresenta dados que apontam recuperação tanto do comércio internacional quanto da produção industrial nas economias avançadas e nas emergentes, sendo que nestas últimas essa recuperação tem sido mais intensa – em especial na Ásia, capitaneada pela China e pela Índia. Segundo este autor, em agosto de 2009 a atividade manufatureira global e o comércio internacional apresentavam taxas de crescimento trimestrais anualizadas de, respectivamente, 14,7% e 7,2%, indicando que “o período mais crítico da crise internacional já [estaria] no retrovisor” (BORÇA JÚNIOR, 2009, p. 5). Ipea (2009a, p. 12) mostra que, já no terceiro trimestre de 2009, pelo menos oito países, de uma amostra de 13 países desenvolvidos e em desenvolvimento, já registravam taxas positivas de crescimento do PIB, entre os quais Índia, China, Japão e Coreia do Sul. Alemanha e França, embora exibindo números menos pujantes, também já davam sinais de recuperação. United Nations (2009) aponta o segundo trimestre de 2009 como o início do movimento de recuperação da economia mundial – ainda que de forma irregular e sob condições frágeis –, movimento este capitaneado pela Ásia, em particular pelos países em desenvolvimento daquela região (notadamente a China, onde a crise não passou de uma *marola*) e pelo Japão. O movimento de recuperação intensifica-se a partir do segundo semestre de 2009, quando a economia norte-americana já começa a registrar taxas positivas de crescimento do PIB (CEPAL, 2009).

TABELA 4

Indicadores trimestrais de crescimento do produto em países desenvolvidos selecionados – 2008-2009

	I-2008	II-2008	III-2008	IV-2008	I-2009	II-2009	III-2009
Canadá	-0.7	0.3	0.4	-3.7	-6.2	-3.1	0.4
França	1.9	-1.7	-1.0	-5.9	-5.5	1.1	1.1
Alemanha	6.5	-2.2	-1.3	-9.4	-13.4	1.8	2.9
Itália	2.2	-2.2	-3.1	-8.0	-10.5	-1.9	2.4
Japão	4.0	-2.9	-6.5	-11.5	-12.2	2.7	4.8
Reino Unido	2.4	-0.3	-2.9	-6.9	-9.6	-2.3	-1.2
Estados Unidos	-0.7	1.5	-2.7	-5.4	-6.4	-0.7	2.8
Economias mais desenvolvidas	-0.7	0.3	0.4	-3.7	-6.2	-3.1	0.4
Zona do Euro	1.9	-1.7	-1.0	-5.9	-5.5	1.1	1.1

Fonte: United Nations (2009, p. 158). Elaboração própria.

Os dados de comércio internacional confirmam este lento processo de recuperação, notadamente na Ásia. Segundo o gráfico 6 e a tabela 5, o comércio internacional ensaia uma retomada já a partir do segundo trimestre de 2009. As taxas de crescimento mundial das exportações e importações para o terceiro trimestre de 2009 assemelham-se àquelas registradas no trimestre anterior à quebra do Lehman Brother's, e permanecem a crescer no trimestre seguinte, o que evidencia uma recuperação consistente. Evidentemente, os impactos não são idênticos para todas as regiões: enquanto o comércio exterior tem se recuperado de forma mais pujante na Ásia, a recuperação ainda é lenta nas Américas Central e do Sul (tabela 5). Na Ásia, o volume do comércio internacional, medido em bilhões de dólares, praticamente igualou, no terceiro trimestre de 2009, os níveis registrados antes da crise (gráfico 6).

Uma vez que os dados apontam recuperação do comércio internacional, cabe indagar em que medida a economia brasileira aproveitou-se dessa situação para induzir o seu processo de recuperação econômica. Evidentemente, a recuperação do comércio internacional somente se traduzirá em expansão de qualquer economia doméstica se estiver relacionada com a expansão da demanda externa por produção doméstica. Segundo Serrano (2008, p. 84),

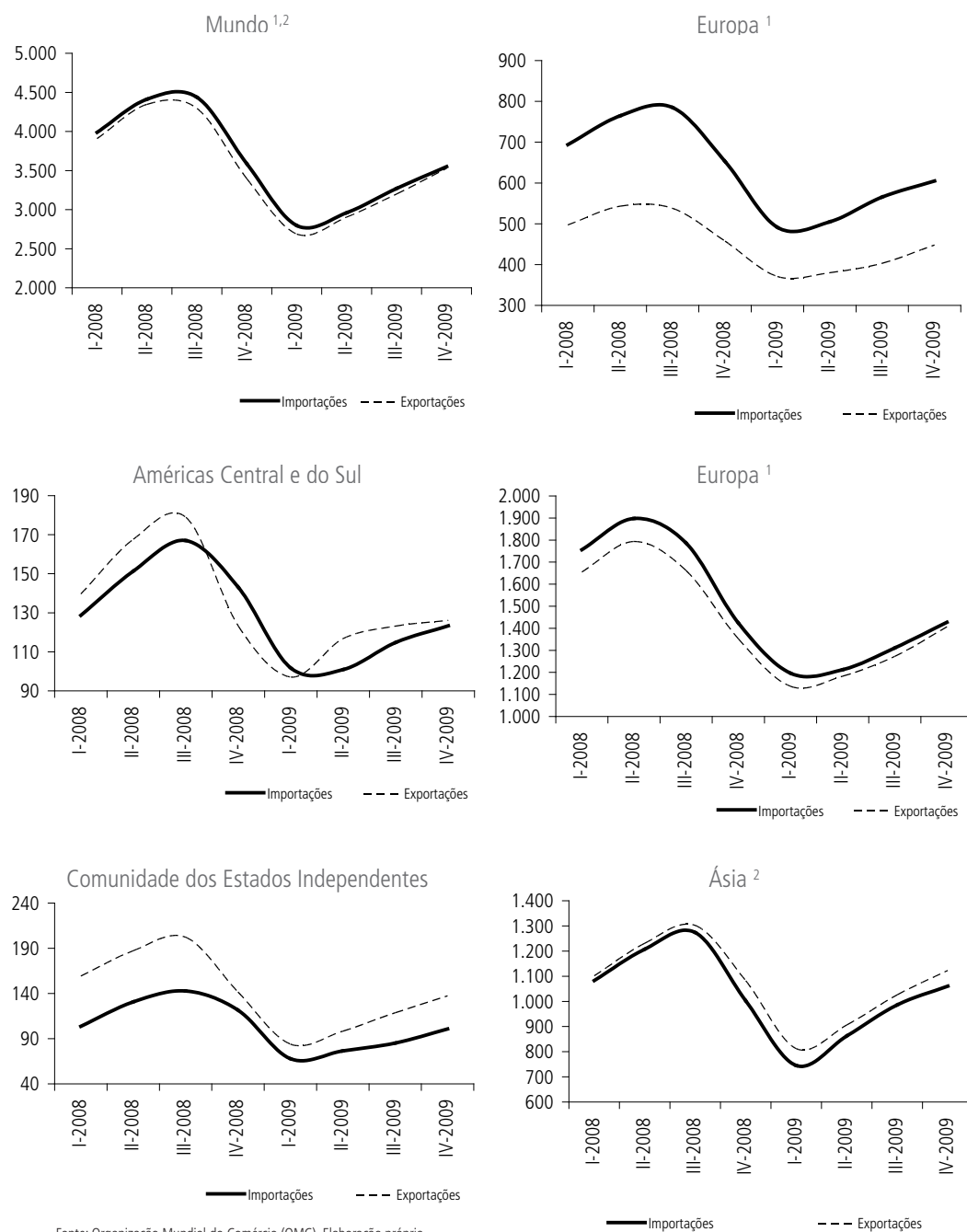
(...) a análise correta do papel do setor externo na determinação do crescimento do PIB deve ser feita levando em conta que o produto vai ser dado pela proporção da demanda agregada (tamanho da demanda interna mais exportações) que é atendida pela produção interna. Assim, independentemente do que ocorre com o saldo comercial, qualquer coisa que aumente a demanda interna ou as exportações expande a economia. Qualquer coisa que aumente a parcela desta demanda agregada que se transforma em importações diminui o produto.¹¹

11. Serrano (2008) mostra que o saldo comercial por si só não é suficiente para afirmar se a contribuição do setor externo para o crescimento do PIB foi positiva ou negativa. É possível que um país registre déficit comercial e mesmo assim a contribuição do setor externo para o crescimento do PIB seja positiva, bastando, para isto, que a taxa de crescimento das exportações seja maior do que a taxa de crescimento da participação das importações no PIB.

GRÁFICO 6

Comércio internacional: exportações e importações por região

(Em US\$ bilhões)



Fonte: Organização Mundial do Comércio (OMC). Elaboração própria.

Notas: ¹ Inclui ajustamento para importações intra UE.

² Inclui importações para reexportação.

TABELA 5
Comércio internacional: exportações e importações por região – taxa de crescimento trimestral

(Dados em US\$ bilhões)

	II-2008	III-2008	IV-2008	I-2009	II-2009	III-2009	IV-2009
Importações							
Mundo ^{1,2}	10,66	0,54	(19,18)	(22,03)	5,87	10,54	8,47
América do Norte	10,21	2,64	(16,85)	(24,76)	2,78	12,02	7,00
Américas Central e do Sul	17,64	10,30	(14,31)	(28,93)	(0,79)	13,78	7,40
Europa ¹	8,02	(5,86)	(20,25)	(16,06)	1,39	8,10	8,89
Comunidade dos Estados Independentes	26,00	9,21	(14,85)	(44,21)	12,78	11,37	18,18
Ásia ²	11,53	5,47	(21,32)	(25,62)	15,72	14,35	7,49
Exportações							
Mundo ^{1,2}	11,24	(1,20)	(20,96)	(20,83)	8,08	10,16	10,28
América do Norte	9,34	(0,98)	(14,97)	(18,96)	2,57	6,06	11,13
Américas Central e do Sul	20,13	6,68	(31,13)	(21,19)	20,29	5,48	2,35
Europa ¹	8,39	(7,38)	(18,61)	(15,94)	4,05	7,60	10,52
Comunidade dos Estados Independentes	17,56	7,99	(29,97)	(40,62)	16,88	20,73	15,77
Ásia ²	11,70	5,75	(16,89)	(24,92)	11,60	13,21	9,41

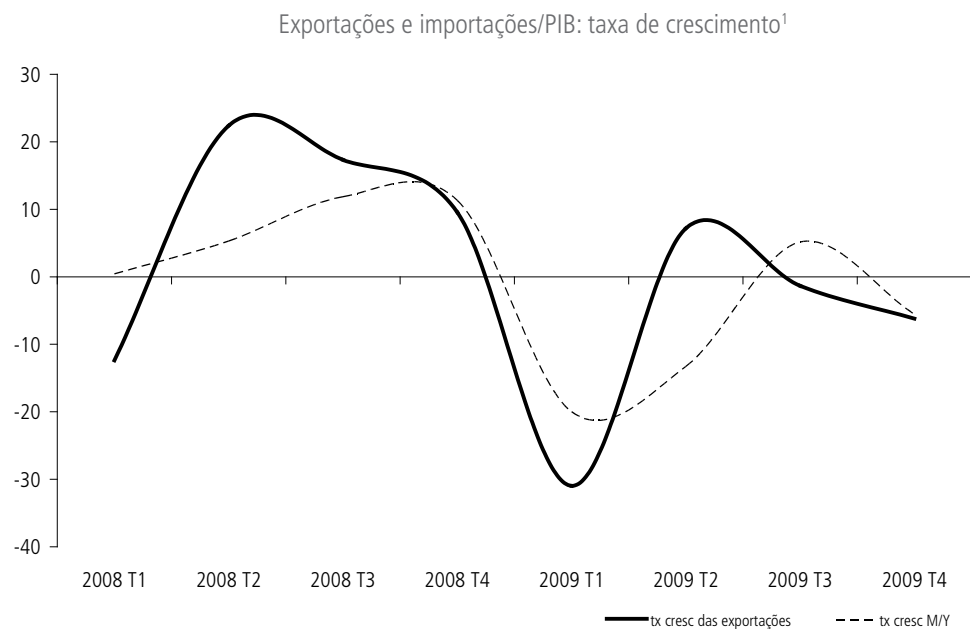
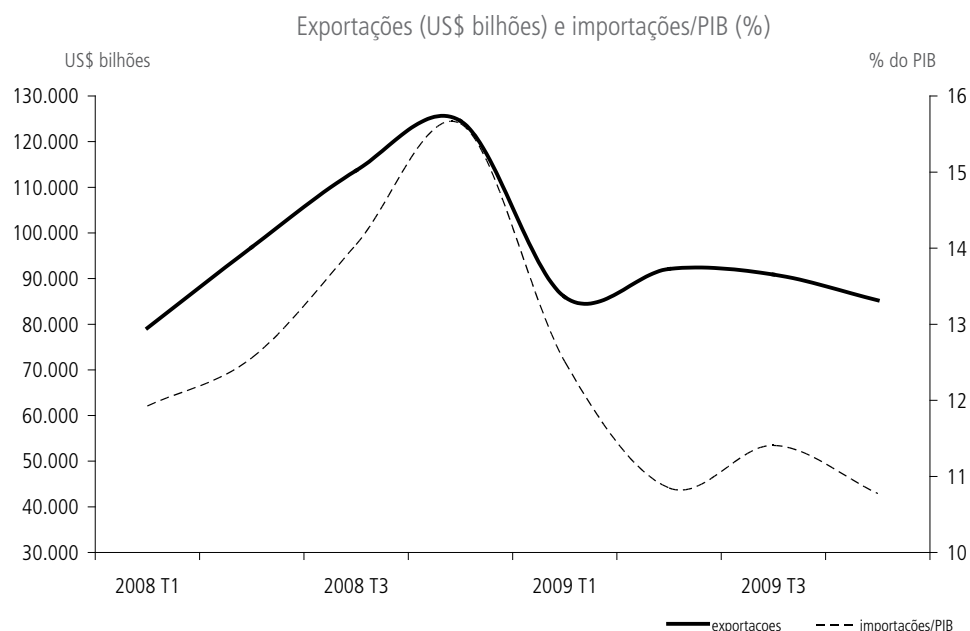
Fonte: OMC. Elaboração própria.

Notas: ¹ Inclui ajustamento para importações intra UE.

² Inclui importações para reexportação.

Desse modo, qualquer afirmação sobre o papel desempenhado pelo setor externo na recuperação da economia brasileira deve considerar esses aspectos. Sob este ponto de vista, o que se pode observar com base nos dados do gráfico 7 e da tabela 6 é que: *i*) a partir do segundo trimestre de 2009, as exportações brasileiras voltam a recuperar-se depois de dois trimestres em que sofreram uma queda brutal; *ii*) a participação das importações brasileiras no PIB sofre uma queda brutal a partir do primeiro trimestre de 2009; e *iii*) a partir do segundo trimestre de 2009, as exportações crescem a uma taxa superior à relação importações/PIB. Na comparação do terceiro trimestre de 2009 com o quarto trimestre de 2008, as exportações registram uma queda de 11%, contra uma queda de 27% da relação importações/PIB (tabela 6). Os dados, então, permitem concluir que, mesmo depois de deflagrada a crise financeira, uma porção maior da demanda interna foi atendida por produção interna, de modo que o setor externo contribuiu positivamente para a recuperação econômica brasileira a partir do segundo trimestre de 2009.

GRÁFICO 7
Brasil: importações, exportações e importações/PIB



Fontes: Ipeadata, exceto importações/PIB, cuja fonte é o IBGE. Elaboração própria.
Nota: ¹ Em comparação com o trimestre anterior.

TABELA 6

Brasil: taxa anual de crescimento das exportações e da relação importações/PIB

	Exportações	Importações/PIB
2007	4,5	3,3
2008	16,5	14,7
2009	-14,5	-16,5

Fontes: Ipeadata. Elaboração própria.

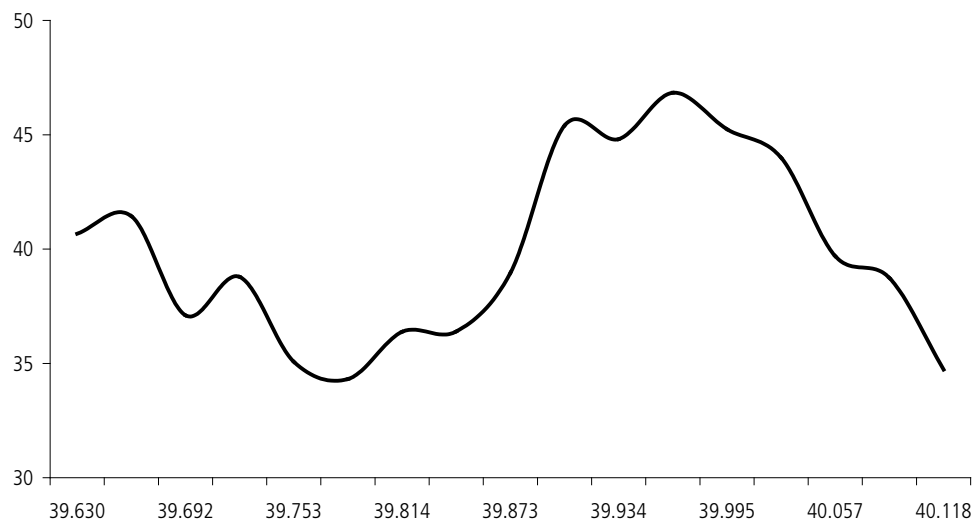
É importante mencionar que a contribuição da demanda externa na recuperação da economia brasileira não possui qualquer relação com qualquer medida de política econômica interna. Em primeiro lugar, o alívio externo pelo lado das exportações adveio preponderantemente da exportação de produtos básicos. De fato, a pauta de exportações brasileira registrou um rápido movimento de especialização regressiva durante o primeiro semestre de 2009, quando a participação dos produtos básicos sobe de 37% em setembro de 2008 para 47% em junho de 2009 (gráfico 8). O período coincide com a recuperação dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, puxados essencialmente pela demanda chinesa, que manteve sua economia aquecida em 2009, apesar de ter sofrido uma ligeira desaceleração no primeiro trimestre de 2009.

Em segundo lugar, o regime cambial brasileiro baseado no câmbio flutuante com livre movimentação de capitais não sofreu qualquer alteração mesmo com a deflagração da crise internacional. Os impactos iniciais da forte depreciação cambial ocorrida entre setembro e dezembro de 2008, que poderiam resultar em um estímulo mais pujante pelo lado do setor externo, foram rapidamente compensados com o posterior movimento de reappreciação cambial ocorrido a partir de março de 2009. Deste modo, a retomada da demanda externa como fator responsável por parte da recuperação econômica brasileira está associada aos ganhos dos termos de troca advindos da alta dos preços das *commodities*.

GRÁFICO 8

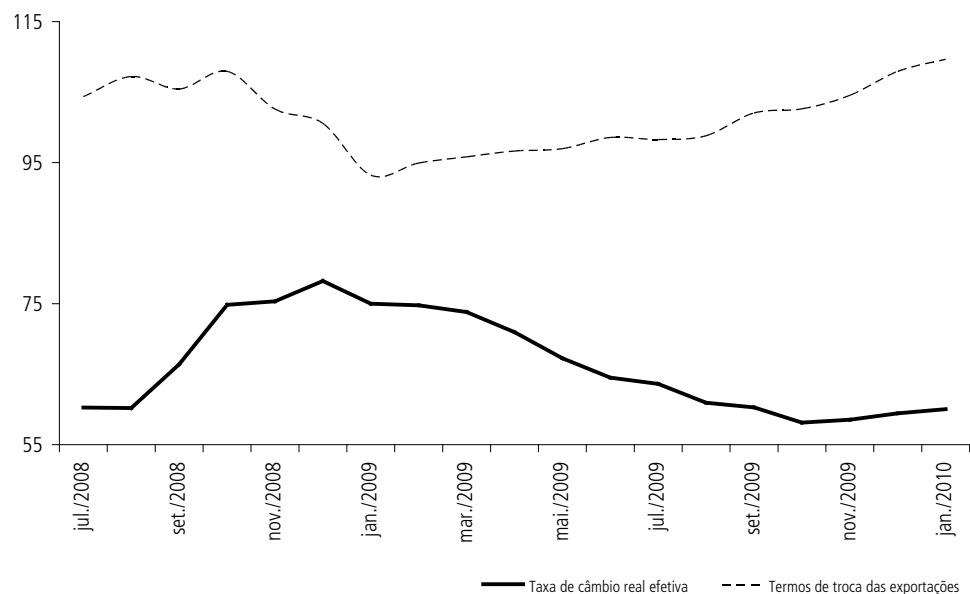
Participação dos produtos básicos na pauta de exportações, taxa de câmbio efetiva real e índice de termos de troca

Brasil: participação dos produtos básicos na pauta de exportações (%)



Taxa de câmbio efetiva real e termos de troca das exportações¹

(Média de 1995 = 100)



Fontes: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) e Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Elaboração própria.
Nota: ¹ Índice da taxa de câmbio real em relação a uma cesta de 13 moedas – deflator: Índice de Preços ao Consumidor (IPC) da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

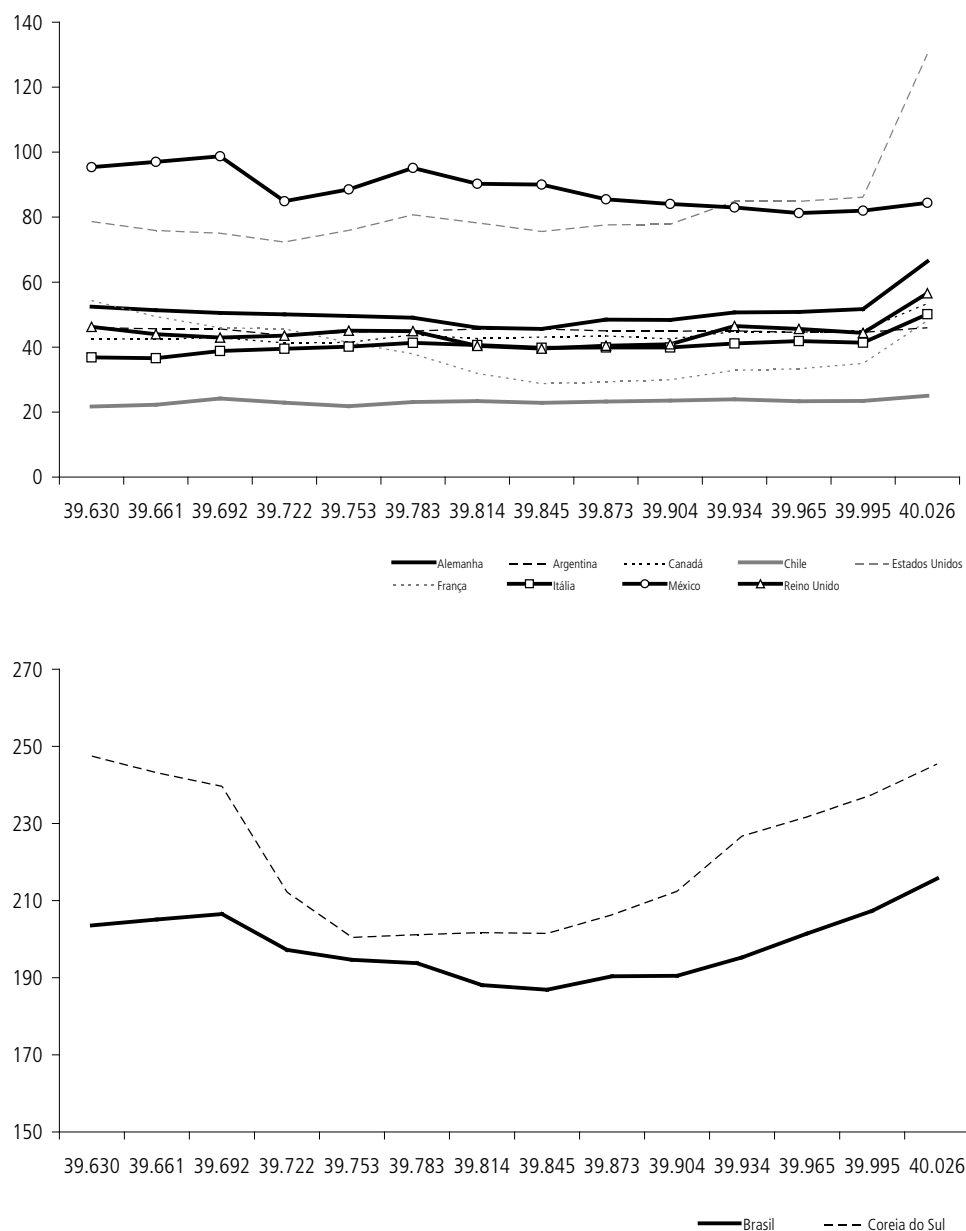
O movimento de reapreciação cambial, por sua vez, está associado à retomada dos fluxos de capital estrangeiro. Com efeito, a análise das variáveis de natureza financeira também permite observar a importância dos acontecimentos externos na recuperação da economia brasileira. Este é, aliás, um segundo aspecto da economia internacional que merece destaque, em particular por suas repercussões sobre as economias emergentes. Em contraste com as crises financeiras precedentes dos anos 1990, a redução coordenada das taxas de juros das economias centrais fez com que o tempo de duração da contração de liquidez internacional fosse relativamente curto. A política monetária expansiva, conduzida pelos países centrais em suas respectivas economias nos momentos imediatamente posteriores à quebra do Lehman Brother's, permitiu a geração de uma “enorme sobra de liquidez pelo mundo” (CARVALHO, 2009, p. 120) que estaria gerando uma nova onda especulativa focada em títulos dos países emergentes, refletindo um “renovado apetite por ativos mais arriscados” (UNITED NATIONS, 2009, p. 12).

É importante ressaltar que, em um contexto de contração dos níveis internacionais de liquidez, os BCs das economias emergentes veem-se obrigados a apertar suas políticas monetárias com o intuito de evitar a fuga de capitais que induzem movimentos de bruscas e acentuadas depreciações cambiais com seus indesejáveis efeitos inflacionários. Nas crises financeiras ocorridas na década de 1990, era precisamente isto o que ocorria. Já na crise atual, a restauração dos níveis de liquidez a partir do início de 2009 permitiu que as economias emergentes recompusessem suas reservas internacionais. De um modo geral, salvo algumas exceções – como o caso da Coreia do Sul e do México – a baixa intensidade na perda de reservas internacionais durante o auge da crise não foi um privilégio da economia brasileira (Argentina e Chile, por exemplo, registraram poucas perdas), de modo que essas economias passaram pela crise praticamente sem arcar com o ônus de crises cambiais.

Este cenário de retomada da liquidez internacional permitiu que as economias emergentes também adotassem medidas visando à reposição da liquidez contraída durante a crise, bem como à garantia da solidez dos seus sistemas bancários. Na América Latina, por exemplo, a criação de linhas especiais de crédito em moeda nacional e estrangeira por parte dos vários BCs teria induzido os agentes dos mercados financeiros a elevar o grau de confiança na solvabilidade do sistema bancário daquela região (CEPAL, 2009, p. 75), o que se refletiu na queda do prêmio de risco medido

pelo EMBI+, depois da acentuada elevação por ocasião da eclosão da crise financeira no final de 2008, conforme o gráfico 10.

GRÁFICO 9
Reservas internacionais: países selecionados
(Em US\$ bilhões)

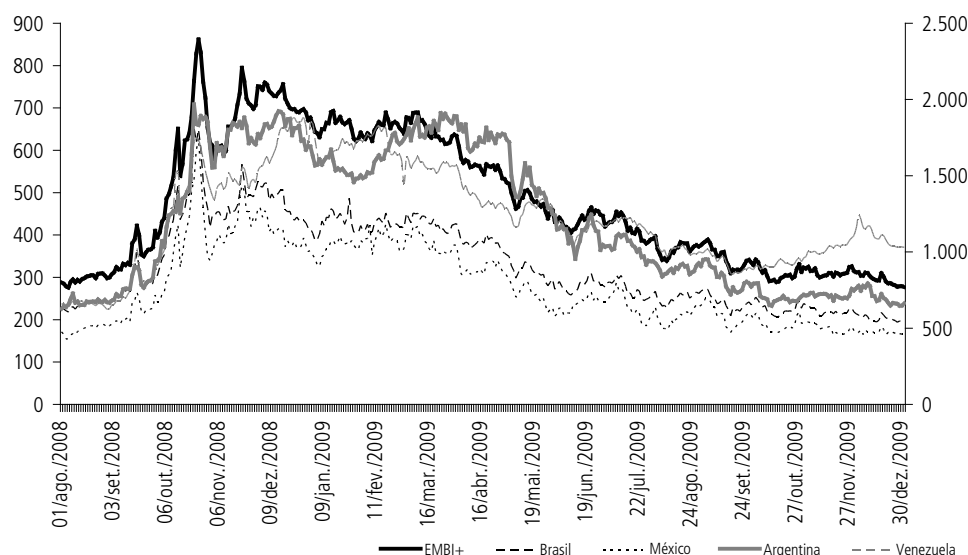


Fonte: BCB. Elaboração própria.

GRÁFICO 10

Spreads de mercados emergentes: EMBI+ (média total) e EMBI+ para países selecionados

EMBI+, Brasil, México, Argentina (eixo secundário) e Venezuela (eixo secundário)



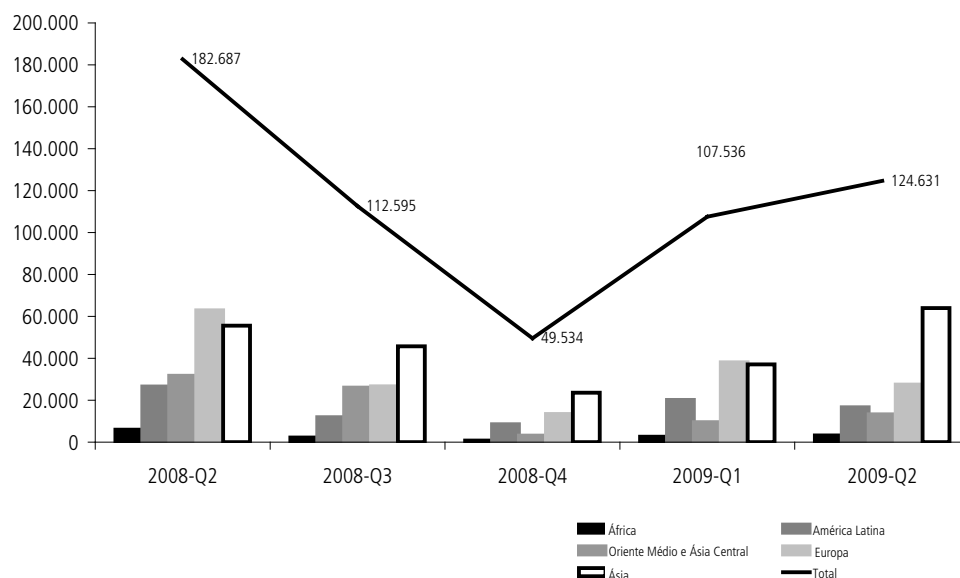
Fonte: Mecon (2009). Elaboração própria.

Com efeito, os fluxos de capitais na modalidade de investimento em portfólio recuperavam-se de forma “acentuada” já a partir de março de 2009. E, embora na modalidade de empréstimos bancários a queda tenha sido maior, os dados já apontam para a retomada dos fluxos de financiamento nas modalidades de ações, debêntures e empréstimos (UNITED NATIONS, 2009, p. 12). De acordo com o gráfico 11, entre as economias emergentes, as da Europa e da Ásia eram as principais receptoras de financiamento externo nessas modalidades. Para a Ásia, esses fluxos retornam, já no segundo trimestre de 2009, aos patamares pré-crise.

Já o investimento direto estrangeiro (IDE) exibiu, durante a crise financeira, uma ligeira queda entre os países latino-americanos, sendo mais dramática a queda para a América Central. Entretanto, quando comparada às demais modalidades de ingressos de recursos externos, o IDE descreve uma trajetória mais estável para a média da região. É importante notar que este comportamento parece algo inerente à modalidade IDE, uma vez que, em crises anteriores, observou-se o mesmo padrão estável, ainda que os volumes de ingressos fossem distintos (IMF, 2009a, p. 21-24).

GRÁFICO 11
Financiamento externo para países emergentes

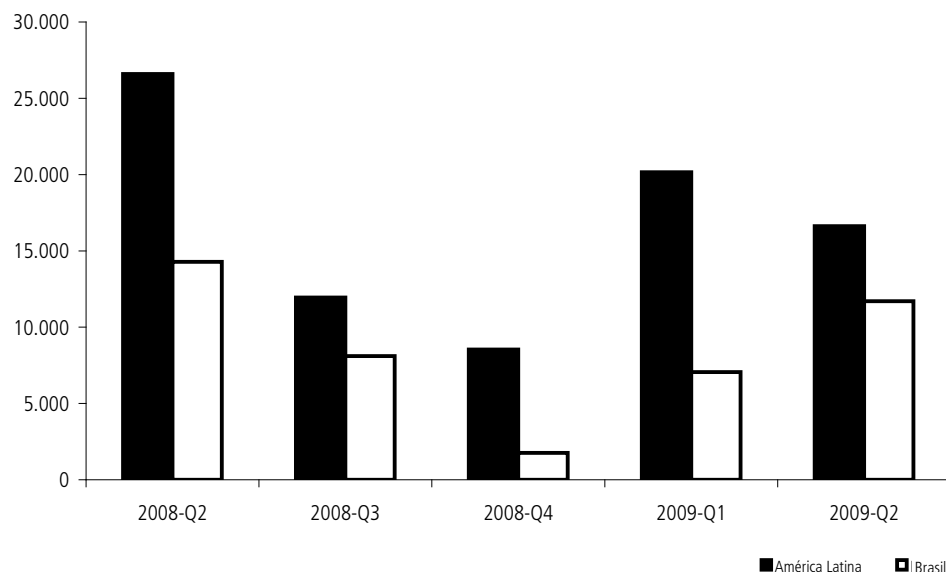
(Em US\$ milhões)



Fonte: IMF (2008, 2009b). Elaboração própria.

Em suma: já a partir do segundo trimestre de 2009 os fluxos de capitais retornam para os países emergentes e, em particular, para a América Latina. Evidentemente, a economia brasileira também beneficiou-se desses fluxos. O padrão descrito pelo Brasil e pela América Latina foi semelhante ao do restante das economias emergentes: queda brusca dos ingressos de capitais na modalidade de financiamento externo no último trimestre de 2008 e recuperação parcial a partir do primeiro trimestre do ano seguinte. Ou seja, a recuperação, ainda que parcial, dos fluxos externos de capitais está longe de ser considerada um fenômeno exclusivo para a economia brasileira – na verdade, a queda ocorrida no último trimestre de 2008 foi bem mais intensa para o Brasil (–78%) do que para a média da América Latina (–29%) e dos países emergentes (–56%). E, embora entre os seus pares latino-americanos o Brasil seja o que mais rapidamente recuperou os fluxos externos de capitais de financiamento, ainda permanece atrás da China, da Coreia do Sul, da África do Sul e do México, e fica apenas marginalmente à frente da Rússia e da Índia.

GRÁFICO 12
Financiamento externo para a América Latina
(Em US\$ milhões)



Fonte: IMF (2008, 2009b).

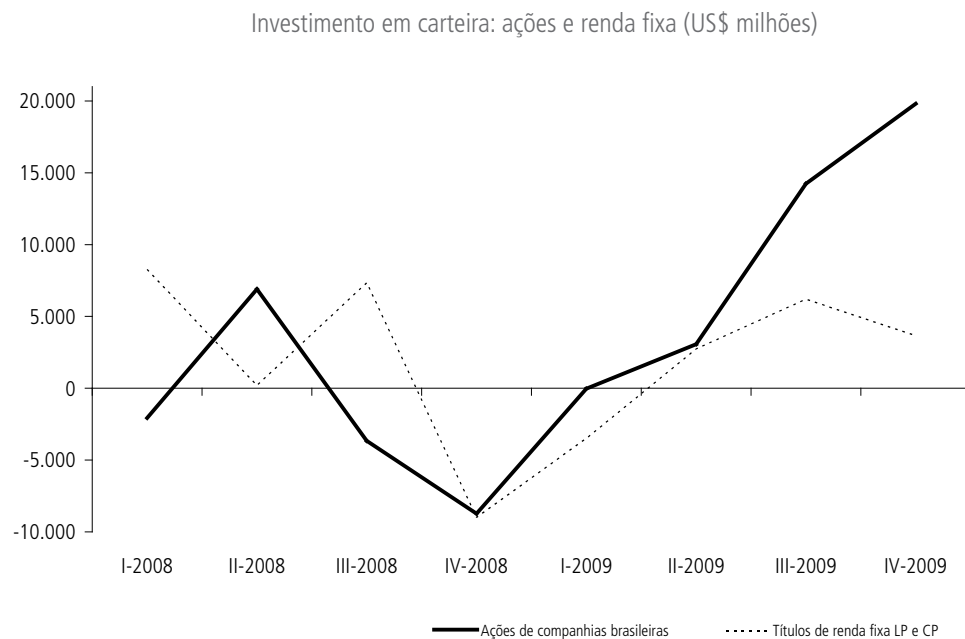
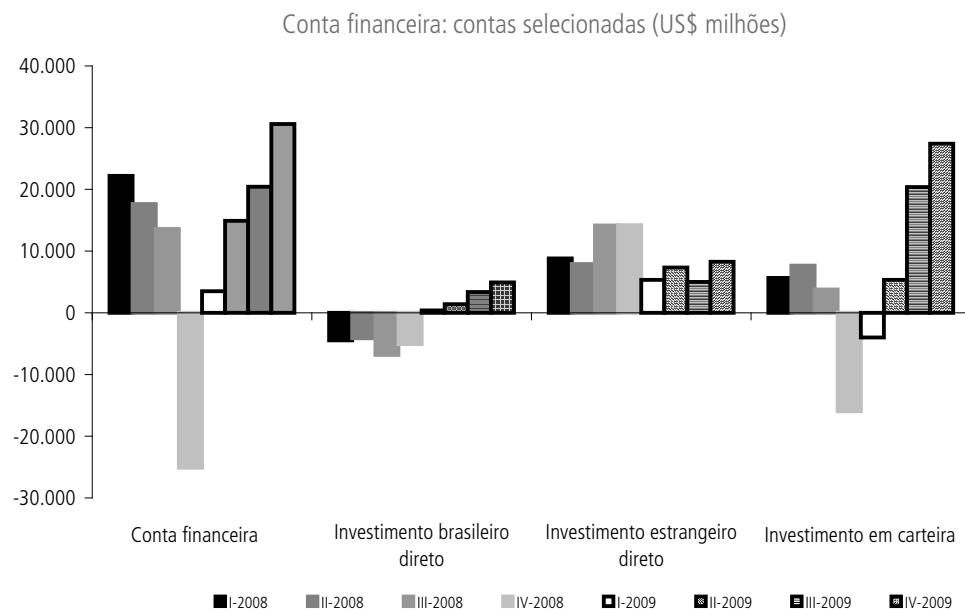
Nota: Inclui ações, títulos de renda fixa (curto e longo prazos) e empréstimos (do original: *bonds, equities and loans*).

Os dados do gráfico 13 mostram que, já a partir do segundo trimestre de 2009, o saldo da conta capital e financeira brasileira atingia patamares semelhantes ao período pré-crise. Este desempenho é explicado pela retomada do investimento em carteira, que atinge níveis recordes no terceiro trimestre de 2009.

Embora o senso comum considere que os recursos externos que ingressam na economia brasileira por meio da conta financeira do balanço de pagamentos estão atrelados aos “bons fundamentos macroeconômicos”, a análise dos dados aponta novamente para os benefícios oriundos da recuperação de alguns aspectos da economia internacional, novamente pelo lado dos fluxos de comércio e de liquidez internacional. Os recursos externos ingressantes no segmento de renda fixa são atraídos pelas ainda elevadas taxas de juros domésticas, em particular a taxa básica definida pelo BCB, que permanecem relativamente elevadas não obstante o lento ciclo de redução recente em 5 p.p. (de 13,75% a.a. para 8,75% a.a.) a partir do mês de janeiro de 2009.

GRÁFICO 13

Conta capital e financeira e investimento estrangeiro em carteira: dados trimestrais – 2008 e 2009



Fonte: BCB. Elaboração própria.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As políticas monetária e fiscal anticíclicas implementadas após a eclosão da crise financeira evoluíram na direção correta, significando, em certo sentido, um avanço em comparação com o conservadorismo vigente até então. Entretanto, o momento de sua implementação veio com retardo e com intensidade moderada, tanto no que se refere aos juros – que apresentaram rigidez à queda a partir de certo patamar –, quanto ao montante de superávit primário. Esses descompassos funcionaram como travas à recuperação, impedindo que a economia brasileira pudesse, ainda em 2009, assumir um dinamismo mais próximo daquele ocorrido nas economias asiáticas.

Sem querer minimizar ou desmerecer o papel fundamental das políticas anticíclicas para a recuperação da economia brasileira, este trabalho mostrou que é necessário relativizar este argumento, realçando o papel desempenhado pela melhoria do cenário externo. O ambiente internacional pós-crise criou condições propícias àquele movimento: a recuperação dos preços das *commodities* (que constituem elemento essencial da pauta de exportações brasileira), a retomada do comércio internacional impulsionado pela economia chinesa, e a recuperação dos fluxos de capitais para as economias emergentes constituem os aspectos positivos do cenário internacional que tiveram impacto positivo sobre a economia brasileira.

Finalmente, é importante mencionar, nestas considerações finais, preocupações que envolvem o momento de retomada: esta, antes de se tornar perfeitamente consistente, já enfrenta algumas ameaças, como o anúncio precoce do recuo nas políticas fiscal e monetária, através de medidas recentemente anunciadas, como a elevação do compulsório, o retorno às metas de superávit primário de 3,3% do PIB e a retirada das desonerações tributárias. Além disso, há indícios de que a economia ainda se manterá refém dos juros elevados e do câmbio valorizado em face do período eleitoral, das previsões de alta de inflação para os próximos meses de 2010 e da instabilidade do cenário internacional com a recente crise que atingiu a Grécia colocando em perigo a Zona do Euro.

Cabe, por fim, ressaltar que a situação relativamente confortável do setor externo existente em 2009 pode não se repetir em 2010: os preços das *commodities* provavelmente não retornarão aos patamares pré-crise (até então inflados por uma bolha especulativa),

e o câmbio apreciado parece deteriorar o saldo da balança comercial, dificultando a manutenção de políticas anticíclicas por parte do governo brasileiro.

A economia brasileira está se recuperando da crise, mas a euforia precisa dar lugar à cautela, para que os mecanismos contracíclicos colocados em marcha em 2009 não sejam abrandados em resposta ao conservadorismo da política monetária. Convém, por isto, evitar recuos em demasia.

REFERÊNCIAS

BARBOSA, N. Latin America: counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09. **Journal of Globalization and Development**, v. 1, n. 1, p. 1-12, 2010.

_____.; SOUZA, J. A. de. A inflexão do governo Lula. **Política econômica, crescimento e distribuição**. Brasília, 2010. Mimeografado.

BC indica que juro pode voltar a subir em março. **O Globo**, p. 24, 28 jan. 2010.

BORÇA JÚNIOR, G. R. Melhora do nível de atividade econômica leva a recuperação do comércio internacional. **Visão do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro: BNDES, n. 72, 2009.

BRASIL será o primeiro país a sair da crise, diz Mantega. **Valor Online**. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/?online/brasil/5/5442553/brasil-sera-o-primeiro-a-sair-da-crise,-diz-mantega&scrollX=0&scrollY=0&tamFonte=>>> Acessado em: 06 jan. 2010 e 04 mar. 2009.

BRASIL será o primeiro país a sair da crise, diz Bernardo. **Portal da Secretaria de Orçamento Federal (SOF)**. Disponível em: <<https://www.portalsof.planejamento.gov.br/2009072801>> Acessado em: 06 jan. 2010.

BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. **Balança comercial brasileira**: dados consolidados. Brasília: MDIC, 2009.

BRUNO, M. A economia brasileira e a crise americana: o que esperar para 2009. **Jornal dos Economistas**, dez. 2008.

CARVALHO, C. E. C. A crise internacional desafia o modelo brasileiro de abertura e liberalização. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, 2009.

CEPAL. Comissão Econômica para América Latina e Caribe. **Balance preliminar de las economías de America Latina y El Caribe**. Santiago de Chile: Cepal, dez. 2009.

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, 2009.

GENTIL, D. L. Crise econômica: mecanismos de transmissão externa e condicionantes internos. **Socialismo e Liberdade**, ano I, n. 1, mai. 2009. Disponível em: <http://www.socialismo.org.br/portal/images/stories/documentos/crise_econmica.pdf> Acessado em: 11 jan. 2010.

GOBETTI, S. **Qual é a real taxa de investimento público no Brasil?** Ipea/Dimac, 2010 (Nota Técnica).

GONÇALVES, R. Crise econômica: radiografia e soluções para o Brasil. **Socialismo e Liberdade**, ano I, n. 0 (edição experimental), 2009. Disponível em: <<http://www.socialismo.org.br/portal/images/arquivo/crisereinaldo.pdf>> Acessado em: 11 jan. 2010.

IEDI. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. A crise internacional e a economia brasileira: o efeito-contágio sobre o mercado de crédito em 2008. **Carta IEDI**, n. 356, 2009. Disponível em: <<http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?from%5Finfo%5Findex=41&sid=20&infoid=4146>> Acessado em: 11 jan. 2010.

IMF. International Monetary Fund. **Global Financial Stability Report**, Oct. 2008.

_____. **Regional economic outlook**. Western hemisphere. Crisis averted – what's next? Oct. 2009a.

_____. **Global Financial Stability Report**, Oct. 2009b.

INHUDES, A. Força do mercado interno mitiga os efeitos da crise. **Visão do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro: BNDES, n. 71, 2009.

IPEA. Crise internacional: balanço e possíveis desdobramentos. **Comunicado da Presidência**, nº 35, Brasília: Ipea, nov. 2009a.

_____. Diagnóstico da política econômica no Brasil e alternativas de enfrentamento da crise a curto e médio prazos. **Brasil em desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas**, v. 1. Brasília: Ipea, 2009b.

_____. Diagnóstico do cenário internacional e desdobramentos da crise atual a curto e médio prazos. **Brasil em desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas**, v. 1. Brasília: Ipea, 2009c.

MECON. Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. **Información econômica, economia internacional**. 2009. Disponível em: <<http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html>> Acessado em: 07 jan. 2010.

SANTOS, C. H. dos. **Panorama das finanças públicas**. Brasília: Ipea/Dimac, 2010.

SERRANO, F. A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000. In: FIORI, J. L.; MEDEIROS, C.; SERRANO, F. **O mito do colapso do poder americano**. Rio de Janeiro: Record, 2008.

UNITED NATIONS. **World economic situation and prospects 2010**. New York: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2009.

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Eliezer Moreira

Elisabete de Carvalho Soares

Fabiana da Silva Matos

Gilson Baptista Soares

Lucia Duarte Moreira

Míriam Nunes da Fonseca

Editoração

Roberto das Chagas Campos

Aeromilson Mesquita

Camila Guimarães Simas

Carlos Henrique Santos Vianna

Maria Hosana Carneiro Cunha

Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Tiragem: 500 exemplares



Ipea – Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada



SECRETARIA DE
ASSUNTOS ESTRATÉGICOS
DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA

