

Comunicado da Presidência

A crise internacional e possíveis repercussões: primeiras análises

Realização:
Assessoria Técnica da Presidência

1. Apresentação

O Comunicado da Presidência que se inicia proporciona uma breve e preliminar análise sobre a manifestação, reações e possíveis repercussões da crise econômica internacional. O documento articula-se em torno de três partes, sendo:

- a seção 1 descreve brevemente a origem e manifestação da atual crise;
- a seção 2 apresenta o panorama das principais medidas governamentais adotadas em países selecionados; e
- a seção 3 aborda, de forma preliminar, as possíveis repercussões da crise no Brasil por meio de simulações de impacto.

As informações quantitativas primárias utilizadas, bem como as referências metodológicas e bibliográficas encontram-se na parte final do estudo. Todas elas correspondem, em grande parte, ao conjunto de investigações conduzidas pelo Grupo de Trabalho sobre Crise Internacional¹.

1 - Manifestações da crise e efeitos sobre o seu epicentro: os EUA

A manifestação da atual crise econômica internacional teve origem na esfera financeira. Entre 1970 e 2007 foram contabilizadas 124 crises bancárias sistêmicas, 208 crises cambiais e 63 episódios de não-pagamento de dívida soberana. Esses indicadores representam três crises bancárias, cinco crises cambiais e quase dois eventos de não pagamento de dívida soberana por ano².

Em 2007, a crise internacional atingiu os EUA. A partir do final de 2008 os efeitos se tornaram mais contundentes e recessivos. O ano de 2009 começa com a previsão de decréscimo do comércio mundial, o primeiro desde 1982 e possivelmente o mais profundo desde a Grande Depressão. Compreender a manifestação da atual crise econômica de múltiplos países, cuja origem encontra-se na derrocada do mercado de hipotecas *subprime* em 2007 é fundamental. A crise produziu efeitos de contágio sobre as principais praças financeiras do mundo e demandou ações de política econômica de múltiplos países, para tentar conter os impactos sobre o sistema produtivo.

Há fatores tanto macroeconômicos quanto microeconômicos que explicam a origem da crise financeira nos Estados Unidos. Entre os fatores macroeconômicos, pode-se citar o período prolongado de baixas taxas de juros vivido recentemente, que contribuiu para evitar uma recessão após os atentados de 11 de setembro, permitiu a expansão de crédito e impulsionou a demanda interna. Por outro lado, deu fôlego para um ciclo de alta dos preços dos imóveis. A concessão de crédito tornou-se mais favorável, passando a aceitar um nível maior de risco.

¹ Este documento contou com a assistência e colaboração de: Sergei Soares, Luiz Dias Bahia, Marco Antônio Cavalcanti, André Modenesi; Eliane Araújo; Salvador Werneck Vianna, Jorge Abrahão, Félix Manhiça, Marcos Vinícius Leite, Denise Lobato Gentil, Ricardo L. C. Amorim, Ana Paula H. Higa, Liana Carleial, João Sicsú, Renault Michel, Milko Majestik, Maria Piñon, Guilherme Dias, Luciana Acioly, Rodrigo Leão, Hugo Roth, Lucas Linhares, Luis Carlos Magalhães, Bruno de Oliveira Cruz, Constantino Mendes, Rodrigo M. Pereira.

² Segundo Laeven e Valencia (2008).

Quanto aos fatores microeconômicos, a ausência de regulamentação dos mercados financeiros, aliados à farta liquidez, favoreceu a criação de produtos sofisticados, cujos riscos resultaram em apreçamentos inadequados dos ativos. O modelo de empréstimo baseado em “originar para distribuir” adotado pelos bancos de investimento exacerbou o problema. Esse modelo é baseado em comissões por operação gerada. Uma vez que uma parcela pequena dos empréstimos permanecia na carteira dos emprestadores originais, havia pouco incentivo para subscrever e monitorar de maneira diligente as operações geradas. Além disso, houve excesso de confiança nos mecanismos de transferência de riscos.

A crise financeira de hipotecas *subprime* revelou a fragilidade de um mercado constituído por tomadores de empréstimos que não possuíam os requisitos básicos para tomar um empréstimo imobiliário. Esses devedores não apresentavam renda compatível com as prestações da hipoteca, ou tinham histórico recente de inadimplência, ou ainda, não dispunham de bens para fins de garantia do empréstimo.

Assim, a crise do mercado de hipotecas *subprime* teve início, por sua vez, com o *boom* do mercado imobiliário. As operações *subprime* caracterizavam-se por: empréstimos de longo prazo, em geral de 30 anos, divididos em dois períodos distintos. Nos dois ou três primeiros anos, as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas. Já no período seguinte, que seguia até o final do contato, as taxas de juros eram mais elevadas e reajustadas periodicamente com base em taxas praticadas pelos bancos.

No segundo período, os mutuários começavam a apresentar problemas de pagamento. Com os preços dos imóveis em alta, estes tomadores de crédito ainda conseguiam renegociar o contrato, pagando uma boa comissão para o banco prestador que lhes concedia crédito extra para financiar gastos em consumo.

No entanto, esta situação começou a mudar quando a demanda por imóveis residenciais começou a desacelerar. A partir daí, as condições de refinanciamento tornaram-se mais difíceis e em função do aumento das despesas com empréstimos e do não pagamento das prestações. A inadimplência do *subprime* subiu rapidamente e o não pagamento de empréstimos imobiliários residenciais cresceu de forma geral, passando de 2,1% no primeiro trimestre de 2007 para 5,1% no terceiro trimestre de 2008. Quando a inadimplência no segmento *subprime* começou a se elevar, vários agentes financeiros foram contaminados, pois elas serviam de lastro para operações de securitização³.

A maioria das operações de securitização de crédito de hipoteca *subprime* possuía algum tipo de garantia ou seguro associado. Na medida em que a inadimplência se materializava, as garantias e seguros envolvidos também passaram a ser exercidos, afetando também seguradoras e companhias garantidoras de crédito.

Os bancos envolvidos começaram a reconhecer as perdas sofridas com as hipotecas *subprime* e a desconfiança se espalhou pelos mercados financeiros de todo o mundo, gerando uma crise de liquidez. Em meados de 2007, vieram à tona várias notícias de que as perdas poderiam comprometer a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimentos. As perdas contábeis de bancos e companhias de valores mobiliários são estimadas em US\$ 955 bilhões⁴, desde julho de 2007.

³ Securitização é uma operação financeira que converte o fluxo de caixa de determinada carteira de ativos em títulos negociáveis e passíveis de venda a investidores. Estes títulos representam compromisso de pagamento futuro de principal e juros e podem receber uma classificação ou nota, em função da qualidade dos ativos desta carteira.

⁴ BACEN (2008 b).

Tendo em vista a origem financeira da atual crise econômica internacional, observa-se que os governos, de maneira geral, optaram por adotar, inicialmente, esforços mais vigorosos no âmbito fiscal e creditício. Os bancos centrais têm atuado de forma intensa. Num primeiro momento, em função das perdas envolvendo operações *subprime* e, posteriormente, para restabelecer a confiança no sistema financeiro.

Os bancos centrais dos EUA (FED), da área do Euro (BCE), do Japão (BoJ), da Austrália (RBA) vêm injetando grandes quantias de recursos no mercado monetário, em função do acirramento das incertezas. Foi constatado, também, o avanço do ciclo de reduções na taxa básica de juros norte-americana, seguida por outros países. Tudo isso contribuiu para arrefecer a crise financeira, sem impedir que ela fosse contaminando as instituições financeiras e a própria economia real. (Quadro 1).

Quadro 1: Principais medidas adotadas por Bancos Centrais selecionados

Data	Instituição	Evento
10/08/2007	FED, BCE, BoJ e RBA	Injetaram US\$ 300 bilhões para garantir liquidez ao sistema
18/09/2007	FED	Iniciou ciclo de redução da taxa básica de juros que passou de 5,25% para 4,75%
12/12/2007	FED, BCE, BoE e BoC	Anunciaram operação coordenada para garantir a liquidez dos mercados financeiros
12/12/2007	FED, BCE e BNS	Anunciam criação de linha de swap de moedas
11/03/2008	FED	Introduziu uma nova linha de empréstimos – <i>Term Securities Lending Facility (TSLF)</i>
16/03/2008	FED	Anunciou nova linha de empréstimos de curto prazo para os bancos elegíveis a realizar operações com o FED – <i>Primary Dealer Credit Facility (PDCF)</i>
21/04/2008	BoE	Anunciou medidas para prover liquidez ao sistema
14/09/2008	FED	Ampliação no rol de colaterais aceitos no âmbito do PDCF
14/09/2008	FED	Incremento de US\$ 25 bilhões no total de recursos disponíveis no âmbito do TSLF e aumento da frequência dos leilões que passaram a ser semanais.
15/09/2008	FED	Injetou US\$ 50 bilhões no mercado monetário
15/09/2008	BCE, BoE, BNS e RBA	Operação conjunta de injeção de recursos nos mercados financeiros
16/09/2008	FED, BCE, BoE, BNS, BoJ e RBA	Nova injeção de recursos nos mercados de curto prazo, somando US\$ 209 bilhões
18/09/2008	FED, BoC, BoE, BCE, BoJ e BNS	Ação coordenada de injeção de liquidez nos mercados monetários
19/09/2008	FED	Extensão dos <i>non-recourse loans</i> (empréstimos que são pagos com o lucro das aplicações) para instituições depositantes e <i>holdin gs</i> de bancos
24/09/2007	FED, SRB, RBA e bancos centrais de Noruega e Dinamarca	Criação de novas linhas de swap de moeda com os bancos centrais da Suécia (SRB), Austrália (RBA) e bancos centrais de Noruega e Dinamarca
07/10/2008	FED	Anunciou criação de linha de crédito para aquisição de <i>commercial papers (Commercial Paper Funding Facility)</i>
08/10/2008	BoE	Anunciou pacote para recapitalizar o sistema bancário, no valor total de £ 500 bilhões.
08/10/2008	FED, BCE, BoE, BNS, BoC e SRB	Ação coordenada de redução das respectivas taxas básicas de juros. FED cortou a taxa de 2% para 1,5%. O BCE reduziu a taxa de 4,25% para 3,75%. O BoE diminuiu a taxa de 5% para 4,5%. O BoC reduziu a taxa básica de 3,0% para 2,5%. O SRB reduziu taxa básica de 4,75% para 4,25%. O BNS diminuiu a faixa de variação para a taxa indicativa que antes era entre 2,25% e 3,25% para 2% e 3%
13/10/2008	FED, BCE, BoE e BNS	Financiamento ilimitado em dólar aos bancos europeus pelos prazos de 7, 28 e 84 dias
14/10/2008	FED e BoJ	Expansão da linha de swap de moeda (ilimitado)
21/10/2008	FED	Criação do Programa de Financiamento para Investidor do Mercado Monetário (<i>Money Market Investor Funding Facility – MMIFF</i>)
28/10/2008	FED e RBNZ	Criação de linha de swap de moeda com o banco central da Nova Zelândia
29/10/2008	FED, BACEN, Banxico, BoK e autoridade monetária de Cingapura	Anúncio da criação de linhas de swap de moedas com os bancos centrais do Brasil (BACEN), México (Banxico), Coreia (BoK) e autoridade monetária de Cingapura.
25/11/2008	FED	Anúncio da criação de um programa para estimular o crédito ao consumidor e a atividade econômica (<i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF</i>)
16/12/2008	FED	Reduziu a taxa fed funds de 1% para algo entre 0% e 0,25%
08/01/2009	BoE	O Banco Central da Inglaterra reduziu a taxa básica de juros em 0,5 p.p. para 1,5% ao ano.
15/01/2009	BCE	O Banco Central Europeu diminuiu a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento em 0,5 p.p. para 2%.

Fonte: Chailloux, Gray, Klüh, Shimizu, Stella (2008), BACEN (2008 b) e sites de notícias.

Em linhas gerais, os bancos centrais adotaram medidas voltadas tanto para a adequação da liquidez do sistema financeiro como para flexibilização das regras de

empréstimos em última instância. Entre as medidas principais, cabe ressaltar as alterações nas alíquotas e regras de recolhimento compulsório, bem como a redução da taxa básica de juros.

Mas essas não são as únicas ações para enfrentar a crise. A título de destaque, em meio a um extenso conjunto de medidas, podemos destacar, para o caso dos EUA, algumas iniciativas que merecem atenção:

- Outubro - Pacote de US\$ 850 bilhões para a compra de créditos podres das instituições financeiras em dificuldades. Do total aprovado pelo Congresso, 250 bilhões de dólares são destinados à compra de ações de bancos.
- Elevação de US\$ 100 mil para US\$ 250 mil do limite de depósitos bancários que passam a ser garantidos pelo governo.
- Corte de impostos para a classe média e incentivos aos pequenos empresários.
- Novembro - resgate do Citigroup. O plano exige que o governo financie cerca de US\$ 306 bilhões em empréstimos e títulos e invista cerca de US\$ 20 bilhões no grupo.
- Dezembro - aprovação de plano de resgate das montadoras. Após um pedido inicial de cerca de US\$ 35 bilhões para a GM, Chrysler e Ford, as duas primeiras foram contempladas com cerca de US\$ 14 bilhões após árduo processo no legislativo federal dos EUA. A Ford desistiu de sua demanda inicial.
- Janeiro de 2009 - com a proposta de novo pacote de cerca de US\$ 800 bilhões, visando prestar socorro e focalizar melhor nas pessoas físicas e pequenos empreendimentos com a meta de gerar dois milhões de empregos.

No Reino-Unido, que possui uma economia com elevada participação dos serviços financeiros sobre o produto, outros destaques merecem atenção:

- Previsão de elevação das contribuições da Previdência Social em 0,5 p.p.
- Redução em 2 p.p. do Imposto sobre Valor Agregado
- Elevar o imposto de renda para 2009 para reduzir os impostos indiretos.
- Expansão dos empréstimos do setor público de US\$ 118 bilhões para US\$ 174 bilhões.
- Formulação de um pacote anti-crise de 30,5 bilhões de Euros. Os principais instrumentos para financiar este pacote serão a redução de impostos e tarifas e expansão do investimento público. Os setores afetados por este pacote são, principalmente, de rodovias, educação e habitação. O objetivo do pacote é impedir uma evolução da recessão e evitar um avanço do desemprego.

Conforme é possível observar, existe uma mescla de instrumentos clássicos de intervenção por parte da política econômica aliados a intervenções diretas em corporações para evitar uma deterioração ainda mais pronunciada do Estado de Confiança. Essa intervenção direta parece ser a principal diferença em relação ao que se observou em circunstâncias similares em 1929. De toda a maneira, é importante ressaltar, todas as economias do G-8, excetuadas a França e a Itália, estão formalmente em recessão e, mesmo nesses casos, a marcha parece ser inexorável.

2 - Medidas frente à crise em países selecionados

Para além da manifestação financeira da crise econômica, convém ressaltar, para China, Rússia, Índia, África do Sul e Brasil, os principais aspectos da ação governamental⁵. As medidas adotadas indicam como a própria crise representa uma oportunidade para os países redefinirem suas posições relativas na geopolítica mundial, bem como reestruturarem suas instituições e cadeias produtivas e ocupacionais.

De início, boa parte das atenções se volta para a China, que tem sido considerada a economia mais dinâmica das últimas décadas e vem concentrando uma grande quantidade de produção industrial no país. A China, mais do que qualquer outro país, parece estar sujeita a grandes mudanças, considerando a importância do comércio exterior e a maior valorização do mercado interno. Em termos de indicadores de conjuntura, valem os seguintes destaques:

- Declínio no crescimento do PIB de 11,8% em 2007 para 9,4% em 2008 e abaixo de 7% em 2009.
- Inflação descendente: (IPC): 6,5% em outubro/2008; janeiro-outubro: 4,4%; e previsão para o último trimestre é de 5,9%.
- Reservas Oficiais: US\$ 2,2 trilhões (com previsão de US\$ 2,7 tri para 2009, segundo o FMI).
- Redução da taxa de juros de depósitos e empréstimos em 25 pontos base: taxa de empréstimos passou de 6,9% para 6,6%; taxa de depósitos de 3,8% para 3,6% (outubro).
- Medidas para aumentar o controle sobre o movimento de capitais, com nova regulamentação para monitorar o fluxo de câmbio e gerenciar as reservas;

O caso chinês apresenta grande interesse por revelar uma postura agressiva e bastante proativa conforme revelaram seus indicadores de conjuntura. Quando são enfocadas as medidas mais importantes para combater a crise, esses elementos se acentuam, a saber:

- Eliminação das taxas para a compra de ações e ativos dos principais bancos do país;
- Criação de um fundo de reserva comum com Japão e Coreia (injetar US\$ 86 bilhões no banco de desenvolvimento asiático);
- Aprovação de um Plano de injeção de crédito para o Banco Agrícola de US\$ 19 bilhões;
- Elaboração de proposta para que os países emergentes desempenhem um papel maior na supervisão de organizações financeiras internacionais, como o FMI e BIRD;
- Redefinição do papel do yuan na crise e criação de um comitê para analisar a crise financeira, para adaptar as políticas econômicas a elas, se necessário;

⁵ As informações da China foram obtidas com a Revista The Economist. Para a Rússia a fonte foi o Financial Times. Os dados da Índia foram fornecidos pelo governo. Para a África do Sul os dados são do RBE – Research Bureau of Economy e da UNCTAD.

- Formulação de um pacote anti-crise de US\$ 292 bilhões: 60% deste valor já estão disponíveis e será utilizado para ampliação de obras públicas (construção civil e ferrovias), visando a geração de emprego e de renda;
- Formulação de um novo pacote anti-crise, em novembro, de US\$ 586 bilhões para promover melhorias de acesso ao crédito, redução de impostos e tarifas e expansão do gasto público. Os setores afetados por este pacote são, principalmente, de habitação para baixa renda, transporte público e melhoria da infra-estrutura rural;

A Rússia, ao contrário da China, passou por um período de turbulências muito severas quando se considera o final da experiência soviética e a transição para uma economia de mercado, cujo momento se deu nos anos 1990. Com a virada do milênio, a Rússia retoma um discurso nacional mais forte e afirmativo e revela claras tendências em busca de uma retomada de seu poderio militar. Nesse contexto a retomada do crescimento foi robusta, amplamente apoiada na elevação dos preços do petróleo. A crise atual coloca desafios, considerando a estrutura da economia, mas parece apresentar oportunidades para um país com grande capacidade de gerar dinamismo no mercado interno. Em termos de indicadores de conjuntura, valem os seguintes destaques:

- Crescimento 6,8% para 2008; e 3,5% para 2009 (reduzindo a previsão de 6,5%);
- Reservas caíram de US\$ 560 bilhões em setembro para US\$ 453 bilhões em novembro de 2008, na defesa do rublo;
- Inflação prevista para 2008: 13,8% (a meta era de 11,8%); e
- Aumento de 11% para 12% da taxas de juros, em novembro.

O caso russo, como o chinês, também revela uma postura agressiva. Quando são enfocadas as medidas mais importantes para combater a crise, esses elementos se acentuam, pois o Parlamento russo aprovou quatro conjuntos de medidas para enfrentar a crise entre setembro e novembro para salvar os bancos e as instituições financeiras falidas. Um dos principais fatores de desestabilização do sistema financeiro russo tem sido a queda drástica do preço do petróleo (que lastreia a dívida externa contraída em dólares), que concentra dois terços de suas ações em bolsa. Esses conjuntos de medidas tiveram as seguintes destinações:

- 1º, US\$ 86 bilhões, divididos em US\$ 60 bilhões de fundos orçamentários para instituições financeiras, sendo US\$ 44 bilhões para o socorro dos três maiores bancos. O restante ficou à disposição dos bancos como reserva bancária;
- 2º, de US\$ 50 bilhões, com fundos do Banco de Desenvolvimento, como objetivo de ajudar os bancos e empresas a refinanciarem suas dívidas no exterior;
- 3º, US\$ 36 bilhões, para 2 bancos estatais afim de melhorar a oferta de crédito;
- 4º, de US\$ 20 bilhões em corte de impostos.

Além das ações assinaladas, merecem destaque as seguintes iniciativas:

- Defesa da moeda, com a injeção de mais de US\$ 100 bilhões;
- Corte de impostos sobre as exportações de petróleo (33%);

- Aumento das taxas sobre as importações, apesar do acordo G-20; revisão dos acordos de comércio (compromissados para sua entrada na OMC)
- Coordenação das ações com a China e a Índia (para o G-20 em novembro); aumento do gasto com defesa (US\$ 1,8 bilhão) mais contribuição do FMI de US\$ 1 bilhão;

Depois da China, a Índia é o país que cresce de forma mais vigorosa. Nesse contexto os desdobramentos da crise também são preocupantes e as informações obtidas, algo vagas, revelam que o país está a rever suas projeções anteriores.

Em termos de indicadores econômicos de base, deve haver:

- As estimativas de variação do PIB se situam entre 6,5% e 8% , contra 9% anteriormente;
- Tendência de ampliação do déficit fiscal de 3%;
- Aumento da inflação, que em agosto, bateu o recorde em 13 anos, com 12,6%; e
- Manutenção de US\$ 300 bilhões em reservas cambiais.

Em matéria de política econômica, como é uma tradição na Índia, houve uma ação que pode ser considerada bastante enérgica e proativa, com a busca de mecanismos para preservar a economia em aspectos considerados como sendo de interesse nacional, ou seja:

- A Índia cortou sua principal taxa de juros de curto prazo de 6% para 5,5% em dezembro;
- Diminuição das exigências por parte do Banco da Índia dos depósitos compulsórios dos bancos (1,5 p.p.), para aumentar a liquidez do sistema;
- O Primeiro Ministro convocou os líderes das grandes corporações indianas para acertar medidas contra os impactos da crise sobre a economia real;
- Depreciação da rúpia frente ao dólar fez com que o Banco de Reservas da Índia injetasse cerca US\$ 2 bilhões, através dos Bancos Estatais, para conter a perda de liquidez do sistema e controlar a desvalorização cambial;
- Liberalização de regras para captação de empréstimos no exterior (teto foi ampliado de US\$ 50 bilhões para US\$ 500 bilhões) para setores selecionados: mineração e infraestrutura;
- A prioridade do governo é manter o sistema financeiro distante da crise de confiança, para isso as regulações serão ampliadas e modernizadas;
- Ampliar o déficit fiscal em virtude da crise para arcar com o aumento dos subsídios de setores estratégicos (fertilizantes e petróleo); e
- Executar uma Política Monetária expansionista (com redução de juros e expansão do crédito), visando manter a taxa de crescimento entre 7% e 8%.

Entre os países selecionados para elaborar o estudo, a África do Sul talvez seja o país que tenha realizado a transição política mais complexa por ter que se desvencilhar de um regime que legalmente se baseava no racismo. Os indicadores revelam que:

- O crescimento previsto do PIB foi 4,0% para 2008, sendo revisto para 3,7% e projetado em 3% para 2009. As projeções do PIB pelo Bureau for Economic Research – BER – são, respectivamente, de 1,9% e 2,7%, para 2009;
- O déficit em conta corrente subiu de 6,7%, na primeira metade de 2007, para 8,1% do PIB, para o mesmo período de 2008;
- Serão necessários US\$ 20 bi, para seu financiamento em médio prazo;
- Inflação anual em Ago/08 foi de 13,6% e de 13,1%;
- Aumento da taxa de juros feita em junho de 2008 de 11,5% para 12,0% com sua reversão em dezembro para a taxa de 11,5% anterior; e
- Reservas Internacionais eram, no final de set/08, de US\$ 33,6 bilhões e, no final de out/08, de US\$ 32,1 bilhões

Consideradas as características da África do Sul e o peso de suas questões sociais, não é de admirar que o elenco de medidas proposto possua um viés um tanto diferenciado em relação aos demais países do presente estudo. Entre as medidas governamentais, merecem destaque o lançamento do *2008 Medium Term Budget Policy Statement*, em outubro. Traça diretrizes de combate aos efeitos da crise financeira. Em seu âmbito, cabe destacar que:

- Previsão de déficit na balança orçamentária de 1,6% do PIB, para 2009. Expectativas de 2,0 do PIB, para médio prazo;
- Elevação de 6,0% ao ano do gasto público.
- Ações pretendidas pelo governo sul-africano:
 - Melhoria da qualidade da educação;
 - Melhoria no sistema de saúde (especial atenção aos programas de tratamento de Tuberculose e AIDS);
 - Expansão de investimentos no setor de construção civil, afim de que se aperfeiçoe o transporte público, redes de tratamento de esgoto, eletricidade (em especial após a crise de energia vivenciada no início do corrente ano);
 - Redução da pobreza no campo, através da extensão do acesso à terra e apoio a pequenos fazendeiros.

O Brasil foi o país que pouco cresceu em termos de renda per capita entre 1981 e 2003, tendo retomado uma trajetória mais robusta a partir de 2004, incentivada pelos efeitos distributivos dos gastos sociais, pela elevação do salário mínimo, pelo aumento da taxa de investimento e pela elevação dos preços globais das commodities.

Ao contrário de várias situações de crise dos anos 1980 e 1990, ou mesmo nos anos 1930; a economia brasileira conta com uma situação macroeconômica mais sólida e perspectivas mais concretas de inclusão social. Diante disso, vale a pena destacar os seguintes fenômenos:

- Previsão de aumento do PIB em 5,2% para 2008;
- Reservas oficiais em setembro de US\$ 206,5 bilhões e em novembro de US\$ 196,5 bilhões; em dezembro de US\$ 193,7 bilhões;
- Inflação (IPCA) 5,9% em dezembro;

- Taxa de juros básica 13,75% e TJLP 6,5% .

Entre as medidas preconizadas em termos de políticas de governo, no Brasil, merecem destaque:

- Redução do superávit primário, em 2009, de 4,3% para 3,8%.
- Injeção de dólares pelo BACEN.
- Atuação dos bancos estatais para comprar ações de bancos em crise.
- Incentivo às exportações:
 - PROEX, EXIM, ACC (BACEN disponibilizou R\$ 2,0 bi)
 - Redução do compulsório (R\$ 100 bi)
- Antecipação do desembolso para agricultura de R\$ 5,0 bi.
- Financiamento da construção civil de R\$ 3 bi (linha de capital de giro)
- Setor automobilístico: Crédito BB de R\$ 4 bi.
- BNDES: R\$ 10 bi de capital de giro para exportações pré-embarque
- Tributos:
 - Postergação do prazo de pagamento do IPI por 10 dias, PIS/COFINS por 5 dias e Imposto de Renda por 10 dias;
 - Acelerar a devolução dos tributos;
 - Cobrar contribuições previdenciárias sobre rescisões de contratos de trabalho.
- Política Fiscal cujo eixo é a manutenção dos investimentos (PAC e Pré-sal), dos programas sociais, da contenção do crescimento de gasto de custeio.

A turbulência na economia internacional afeta diferenciadamente os países com menor grau de desenvolvimento, mas atinge de forma mais dura aqueles com maior dependência da demanda internacional, sobretudo os de viés primário-exportador. Mas, de um modo geral, o impacto imediato foi a redução da liquidez internacional, com a conseqüente escassez e encarecimento das linhas de crédito. Isto ocorreu porque os investidores internacionais tornaram-se mais avessos ao risco e buscaram ativos de maior liquidez e menor risco. Os efeitos da crise para os países em desenvolvimento no médio e longo prazo dependem da duração e intensidade dos efeitos da crise financeira dos EUA.

3 - Efeitos simulados da crise econômica internacional sobre o Brasil: emprego, renda, câmbio e inflação

O Brasil vem percorrendo uma trajetória recente com resultados exitosos, ainda que limitado por uma política monetária restritiva. Com a expansão dos investimentos bem acima da produção por mais de 19 trimestres, o emprego formal cresceu com taxas significativas, reduzindo o desemprego e a economia informal. Tudo isso, associado à adoção de políticas sociais que contribuíram para diminuir a pobreza e

a desigualdade de renda. Com isso o país explorou melhor o seu mercado interno, ampliando o consumo e os investimentos, sobretudo em decorrência de ações do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) e das políticas produtivas e de inovação.

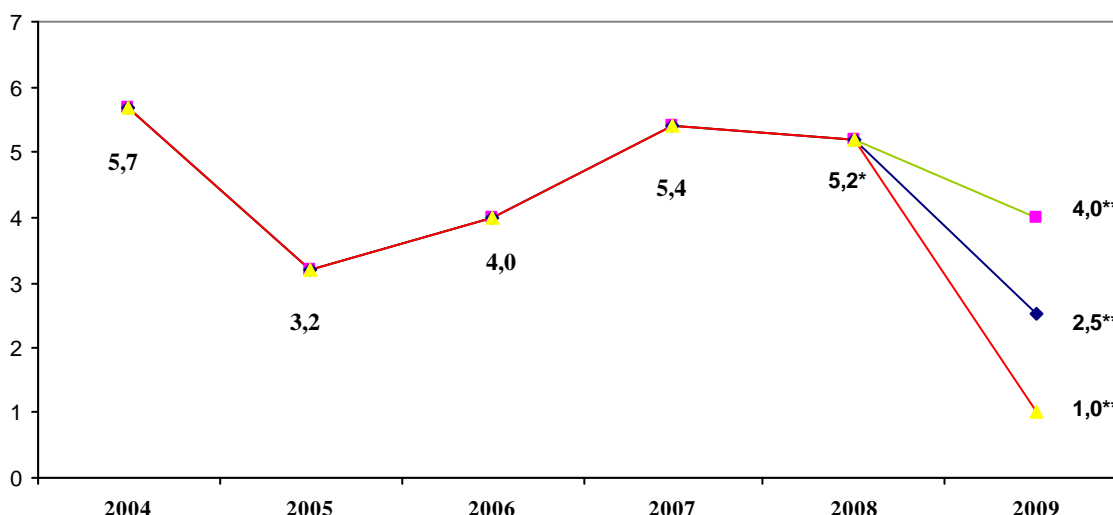
O grau de contaminação do Brasil pela crise econômica internacional pode sustar o ciclo de crescimento econômico e social recente, exigindo, em contrapartida, um conjunto de medidas capazes de contrabalançar o contexto desfavorável. As medidas adotadas até o momento pelo governo brasileiro evitaram o pior. Todavia, ainda não é possível delinear um quadro preciso dos efeitos da crise. Por hora, cabe apresentar, a seguir, um exercício técnico preliminar com possibilidades distintas de repercussões dos possíveis efeitos induzidos pela crise internacional.

Neste sentido, é importante salientar que não existem parâmetros precisos para aferir o grau de contaminação da economia brasileira com a crise internacional. Ainda assim, é possível apresentar simulações de desempenho, em 2009, a partir de três perspectivas. A primeira trata da ocupação da força de trabalho brasileira, seguido de uma segunda perspectiva referente à desigualdade de renda. O terceiro exercício trata das implicações possíveis do repasse cambial sobre o nível geral de preços.

É essencial, contudo, salientar as limitações da simulação feita por meio de valores arbitrários quanto ao crescimento da economia brasileira. A formalização e a composição das simulações obviamente não cobrem todas as especificidades que as variações reais exigiriam. De modo compatível com a maioria dos trabalhos do gênero, é preciso adotar algum grau de arbítrio para a montagem das simulações com base nos parâmetros utilizados. Apesar disso, entende-se que essa é uma medida aceitável para as transformações recentes na economia, emprego, renda câmbio e inflação, sendo mais importante observar a trajetória potencial, do que os valores que dela resultam.

Portanto, inicialmente para realizar a simulação e exercícios subseqüentes estipulou-se três distintos valores para o comportamento da variação do Produto Interno Bruto (PIB) para o ano de 2009, que é apresentada no Gráfico 3, a seguir.

Gráfico 3– Brasil: variação do Produto Interno Bruto (em %)



Fonte: IBGE para 2004-2007 e Carta de Conjuntura do IPEA para 2008

*estimativa para 2008;

**Valores arbitrários para o crescimento do PIB para 2009

- Nível ocupação e desemprego

A partir dos valores arbitrados para a variação do PIB, anteriormente, pode-se simular possíveis comportamentos para o nível da ocupação e o desemprego. Portanto, ao considerar o universo estimado de 92,6 milhões de trabalhadores ocupados em 2008, os resultados obtidos para o ano de 2009 são os seguintes:

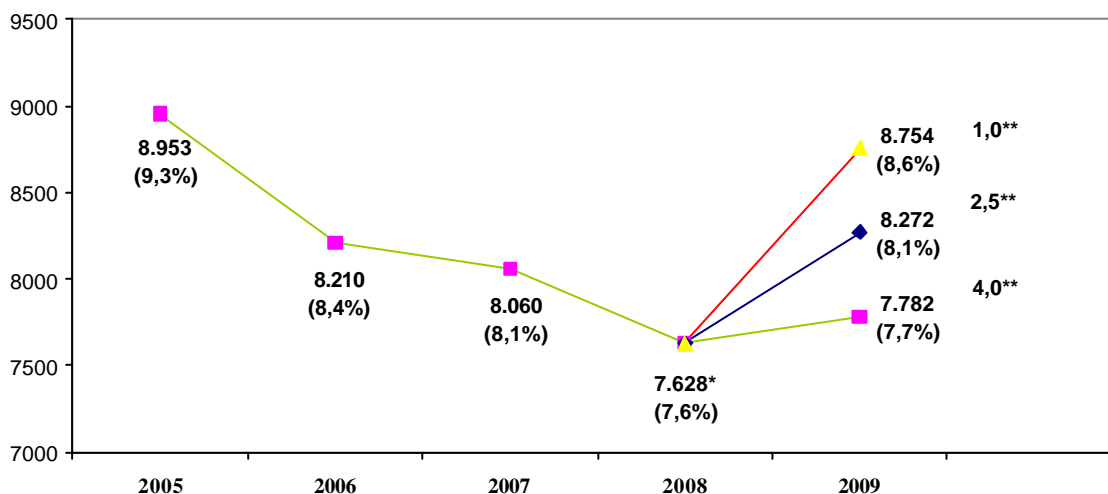
- **4%** - quase **1,3 milhão** de novos postos de trabalho seriam criados (1,4% da ocupação total);
- **2,5%** - ultrapassariam **800 mil** novos postos de trabalho (0,9% da ocupação total); e
- **1%** - geraria **320 mil** novos postos de trabalho (0,35% da ocupação total).

Os números também mostram que para essas variações do PIB, em 2009, o nível ocupacional cresceria em termos de contingente, mas seria insuficiente para atender ao aumento estimado dos novos ingressantes no mercado de trabalho. Está-se supondo que a expansão da População Economicamente Ativa (PEA) seria de 1.450 mil pessoas em 2009. Com isso, o universo total de desempregados incorporaria mais:

- 154 mil trabalhadores na simulação de 4% de variação do PIB;
- 644 mil trabalhadores na simulação de 2,5% de variação do PIB;
- 1.126 mil trabalhadores na simulação de 1% de variação do PIB;

Os efeitos do aumento no número de desempregados podem ser visualizados de forma mais precisa no Gráfico 4, a seguir:

Gráfico 4– Brasil: evolução do número de desempregados e da taxa de desemprego (em mil e em %)



Fonte: IBGE para 2004-2007 e Carta de Conjuntura do IPEA para 2008

*estimativa para 2008;

**simulação para 2009.

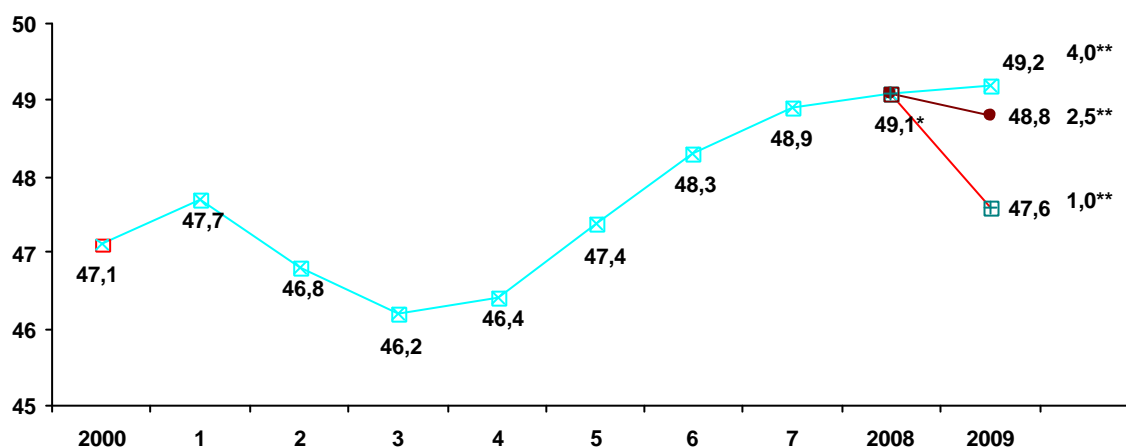
Ou seja, esses resultados mostram que a taxa de desemprego no Brasil tenderia a se estabilizar em 2009 com o crescimento de, no mínimo, 4% do PIB. Abaixo

disso, a taxa de desemprego projetada poderá aumentar, interrompendo a trajetória de queda verificada no período recente.

- Desigualdade de renda

Diante da maior expansão econômica, acompanhada da ampliação do emprego formal e da elevação do rendimento dos trabalhadores, a participação dos rendimentos do trabalho no PIB vem crescendo desde 2004. Mesmo que não atinja os resultados dos anos 1970, quando o rendimento dos trabalhadores representava a maior parte da renda nacional, destaca-se a trajetória recente de fortalecimento da parcela salarial no Gráfico 5. Além disso, apresentam-se as simulações segundo a variação do PIB, que foi arbitrada anteriormente.

Gráfico 5 - Brasil: evolução da participação da renda do trabalho na renda nacional * (em %)**



Fonte: IBGE – SCN e PNAD.

*estimativa; **simulação; *** não inclui imposto líquido sobre a produção que responde, em média, por 15% de toda a renda nacional.

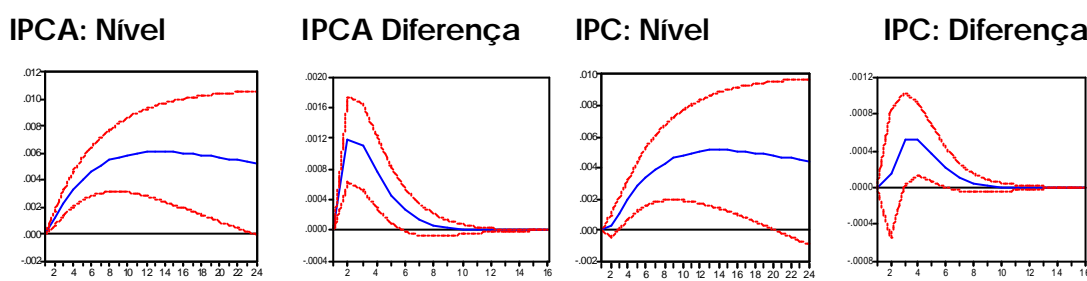
Os resultados para a simulação indicam que para a expansão do PIB em 1%, a parcela salarial pode ser reduzida em 3%, assim com pode cair 0,6% se a elevação do PIB em 2009 for de 2,5%. No caso do aumento do PIB em 4%, a renda do trabalho na renda nacional pode continuar crescendo (0,2%) e manter a trajetória iniciada em 2004.

- Inflação e repasse cambial

Os efeitos da crise internacional afetam de maneira mais intensa o mercado de câmbio, que registrou significativa depreciação real da moeda nacional e que têm seus limites ainda incertos para o ano de 2009. A cotação do dólar saltou, de maneira abrupta, de um nível próximo a R\$ 1,60 para R\$ 2,30, patamar em torno do qual tem oscilado bastante. Tanto assim, que registrou valores próximos a R\$ 2,50, gerando um quadro de depreciação superior a 40%. Esse movimento repercutiu sobre grandes empresas exportadoras que operam com forte exposição no mercado de derivativos cambiais. Esse cenário, somado à queda dos preços das *commodities*, agravou os problemas de crédito inerentes à crise, resultando em perdas do setor real da economia.

Dada a importância do canal da taxa de câmbio na determinação do nível de preços doméstico, sobretudo para a dinâmica inflacionária, é preciso aferir os efeitos dessa importante variação cambial. A experiência brasileira recente nas duas grandes desvalorizações cambiais em 1999 e 2002 permite estimar o coeficiente de repasse do câmbio para os preços, com dados do período de 1999 a 2008. Esse coeficiente tem-se mostrado elevado. Mas é essencial ressaltar que o seu impacto no comportamento futuro da taxa de inflação é uma grande incógnita, tendo em vista o elevado grau de incerteza que decorre queda no preço das *commodities* e desaceleração da atividade econômica, que são de natureza muito diversa da existente em 1999 ou 2002. Com a desaceleração econômica, o repasse da desvalorização cambial para os preços é muito duvidoso. Da mesma forma, a forte queda no preço das *commodities*, da ordem de 40% entre agosto e outubro de 2008, representa um choque positivo de oferta, arrefecendo, provavelmente, as pressões inflacionárias. O gráfico 6 apresenta o problema numa perspectiva ergótica.

Gráfico 6 – Brasil: testes de impactos estimados para IPCA e IPC decorrentes da alteração da taxa cambial segundo exercício com dados de períodos anteriores



Fonte: IBGE, FIPE e Ipeadata (elaboração do IPEA)

Os resultados obtidos pelo teste de impacto sobre o índice de custo de vida com a desvalorização do real implicam em contaminação do custo de vida, conforme apontam os testes de robustez de maior confiabilidade, tais como diferentes séries (em nível e em diferença), ordenamentos distintos, entre outros. Percebe-se, por exemplo, que o efeito da desvalorização cambial sobre os índices de preços é importante, porém tende a se estabilizar a partir dos meses seguintes.

Mas existem sérias limitações às quais os testes de impacto podem estar sujeitos, como o problema de não-linearidade. Ou seja, para grandes apreciações ou depreciações cambiais a resposta da inflação pode seguir um padrão diferenciado, sobretudo quando a amostra conta com observações mensais de apenas dez anos. Por fim, cabe, ainda, destacar que a ordenação dos choques no modelo teórico é arbitrária e pode mostrar-se problemática para projetar repercussões nos dias de hoje.

5. Considerações Finais

A crise internacional se intensificou a partir de meados de setembro de 2008, levando os bancos centrais e governos do mundo todo a adotarem medidas na

tentativa de dirimir seus efeitos e evitar um quadro negativo para o conjunto da economia e sociedade. O quadro ainda é bastante incerto para avaliar as conseqüências que devem emergir desta crise.

Além disso, o desempenho das economias depende diretamente da efetividade das medidas e das reações que produzirão nos principais agentes econômicos. Diante do cenário de crise e do aumento das incertezas quanto ao futuro, os países devem estar atentos para os possíveis impactos sobre o crescimento econômico; desempenho das exportações; investimento direto estrangeiro e também às condições de financiamento externo.

Neste sentido, o manejo eficiente das políticas econômicas e sociais pode auxiliar a evitar um pior cenário ou ao menos amenizá-lo, permitindo que opções estratégicas de inserção internacional possam fazer a diferença. As simulações apresentadas neste documento são preliminares e buscam antecipar investigações mais aprofundadas que se encontram em curso no IPEA.

Referência bibliográficas

- BACEN (2008a). *Relatório de Inflação*. BACEN: Brasília, setembro de 2008.
- BACEN (2008b). *Relatório de Inflação*. BACEN: Brasília, dezembro de 2008.
- BELAISCH, A (2003). *Exchange Rate Pass-Through in Brazil (July 2003)*. IMF Working Paper, WP/03/141.
- CHAILLOUX, A *at all* (2008). *Central Bank Response to the 2007-08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Draw*. IMF Working Paper. WP/08/210.
- GOLDFAJN, I.; WERLANG, S. R. (2000) *The pass-through from depreciation to inflation : a panel study*. Banco Central do Brasil, *Working Paper* nº. 5.
- IPEA (2008). *Carta de Conjuntura*. IPEA: Brasília, setembro de 2008.
- IPEA. *Indicadores IPEA*. Disponível em <<http://www.ipeadata.gov.br.htm>>, 2008.
- KIFF, J. e MOLLS, P. (2007). *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*. IMF Working Paper. WP/07/188.
- LAEVEN, L. e VALENCIA, F. (2008). *Systemic Banking Crises: A New Database*. IMF Working Paper. WP/08/224.
- LÜTKEPOHL, H (2007). *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*, 1st ed. 2006, Corr. 2nd printing.
- MODENESI, A. (2008), *Três Ensaios sobre política Monetária e Cambial*. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Tese de doutorado.
- ROMER, C. e BERSTEIN, J. (2009) *The job impacto of the American Recovery and Reinvestment Plan*. Washington: CEA.
- SIMS, C. A (1990). *Rational expectations modeling with seasonally adjusted data*, Discussion Paper. Institute for Empirical Macroeconomics 35, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

TORRES FILHO, E. (2008). *Entendendo a crise do subprime*. BNDES: Visão do Desenvolvimento.

WOLF, M. (2009) *A reconstrução do sistema financeiro global*. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier.

ANEXO METODOLÓGICO:

Para o dimensionamento de possíveis efeitos socioeconômicos decorrentes da crise internacional no Brasil tomou-se como referência três distintas simulações de impacto. Na simulação inicial sobre o nível de atividade econômica e comportamento ocupacional, bem como sobre a desigualdade de renda, consideraram-se três possibilidades de variação do Produto Interno Bruto (PIB) em 2009: o primeiro com expansão do produto anual estimada em 4%; o segundo, de acordo com previsões do mercado financeiro, com variação de 2,5%; e o terceiro, com improvável baixo crescimento de 1% no nível geral de atividade. A base de dados primários utilizada pertence à Matriz de Insumo e Produto (MIP) do IBGE, tendo por referência a estimativa da demanda final para cada um dos setores finais da cadeia produtiva, o que significou considerar o setor de Serviços como de demanda final da cadeia produtiva, bem como as PNAD's.

Na segunda simulação referente ao coeficiente de repasse da taxa de câmbio para a inflação no Brasil, utilizou-se tanto o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE) e seus principais componentes como o Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-FIPE) e seus componentes. Além disso, também foram adotadas as seguintes variáveis para calcular o coeficiente de repasse da taxa de câmbio para a inflação: taxa de câmbio (real/dólar); uma *proxy* para choques de oferta (índice de preços de *commodities*) e um indicador de demanda agregada (índice de produção industrial). A fonte dos dados é o Ipeadata e todas as séries são de periodicidade mensal, compreendendo o período de janeiro de 1999 a outubro de 2008. A todas as séries do modelo empregou-se o teste para a ordem de integração das variáveis e constatou-se que as séries utilizadas são integradas de ordem 1, isto é, são séries não-estacionárias ao longo do tempo.