

# A CRISE FINANCEIRA: IMPACTO SOBRE O BRIC E AS POLÍTICAS DE RESPOSTA

Ritwik Banerjee\*

Pankaj Vashisth \*\*

Este trabalho trata dos canais de transmissão por meio dos quais a crise financeira afetou as quatro economias emergentes do bloco conhecido como BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China). São avaliados o grau e a extensão do impacto da crise, assim como as políticas de intervenções subsequentes que permitiram a recuperação. Por fim, é feita uma avaliação sobre a recuperação dessas economias, em que se conclui que, a longo prazo, a recuperação global requererá um reequilíbrio da economia, com um novo centro de consumo mundial que se desloca do oeste para o sul, particularmente para o BRIC.

## THE FINANCIAL CRISIS: IMPACT ON BRIC AND POLICY RESPONSE

The paper looks at the transmission channels by which the financial crisis affected the four emerging economies- Brazil, Russia, India and China, the degree and extent of the impact of the crisis, the subsequent policy interventions which enabled recovery and an assessment of how successful recovery has been in these economies. We conclude by noting that in the long term global recovery will necessitate a rebalancing of the world economy which in turn means that the hub of global consumption has to shift from the west to the global south, particularly to BRICs.

*“Tudo que sabemos sobre a crise financeira global é que não sabemos quase nada.”*

Paul Samuelson

*“(...) a profissão do economista perdeu-se porque os economistas, como um grupo, tomaram erradamente a beleza da matemática como verdade.”*

Paul Krugman

## 1 INTRODUÇÃO

Antes da crise financeira, a economia mundial estava passando por uma mudança. O antigo motor do crescimento mundial, os Estados Unidos, estava enfraquecendo e os novos polos globais começavam a aparecer. O grupo de países emergentes conhecido como BRIC era um dos polos de crescimento que estava surgindo, chamando atenção do mundo. Com grande volume de recursos físicos e humanos e a participação no crescimento do produto interno bruto (PIB) global aumentando rapidamente, esse grupo de economias heterogêneas mostrava grande potencial para substituir os Estados Unidos na condição de propulsor da expansão

\* Indian Council for Research on International Economic Relations (Icrier) – Nova Déli.

\*\* Icrier – Nova Déli.

econômica global. Suspeitou-se dessa possibilidade mais seriamente quando, durante a crise financeira, o BRIC manteve um razoável ritmo de crescimento. Apesar de, como as outras economias, esse grupo também ter sofrido as consequências indiretas da crise financeira, a gravidade do impacto sentido por esse bloco foi bem menor do que em muitos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Sua retração foi pequena e a recuperação, relativamente rápida e forte. Diante desse contexto, esse trabalho se propõe a fazer uma análise profunda do impacto da crise financeira global sobre o BRIC e avalia seu potencial para desempenhar o papel de reequilibrar o crescimento mundial.

O trabalho foi dividido em sete seções, incluindo esta introdução. Depois de fazer-se um resumo do panorama geral das economias BRIC na seção 2, na seção 3, trata-se do impacto da crise sobre este bloco. A seção 4 discute as respostas das políticas fiscais e monetárias para a crise, enquanto a seção 5 oferece uma avaliação crítica da recuperação e de questões relacionadas à política de saída da crise. A seção 6 fornece algumas observações a respeito das desigualdades globais e dos padrões de consumo no BRIC. Finalmente, na seção 7, temos as conclusões.

## 2 PANORAMA GERAL DO BRIC

Para entender por que o BRIC representa um bloco econômico importante na geopolítica atual, é importante lembrar o que este significa para a economia global como um todo. Brasil, Rússia, Índia e China juntos constituem aproximadamente 25% de toda a extensão de terra do planeta e acomodam 40% da população mundial. Mais de um quinto do PIB mundial vêm desses quatro países e essa proporção só tende a aumentar nos próximos anos. Na verdade, o BRIC chamou atenção do mundo não pelo que era, mas pelo claro potencial que teria nas próximas décadas. Hoje, acredita-se amplamente que a China irá passar os Estados Unidos na condição de maior economia do mundo até 2030, que o BRIC ficará tão grande quanto o G-7 até 2032 e que a Índia se tornará a segunda maior economia do mundo, depois da China, até a metade deste século (GOLDMAN SACHS, 2007).

A recente crise financeira mostrou claramente o quão resiliente essas economias são a choques externos. Estima-se que o BRIC tenha contribuído com 30% do crescimento global do PIB entre 2000 e 2008, mas sua contribuição para o crescimento global desde 2007 foi de aproximadamente 45%. Além disso, enquanto grande parte do BRIC já retomou seu ritmo de crescimento, as economias avançadas estão começando a sair da recessão agora. Espera-se que o bloco conseguirá suprimir o hiato do produto, resultado da crise, pelo menos dois anos antes destas últimas.

Apesar do desempenho relativamente surpreendente do BRIC *vis-à-vis* a crise, vale notar que estruturalmente as quatro economias são bastante diferentes umas das outras. Enquanto a agricultura contribui com aproximadamente 18%

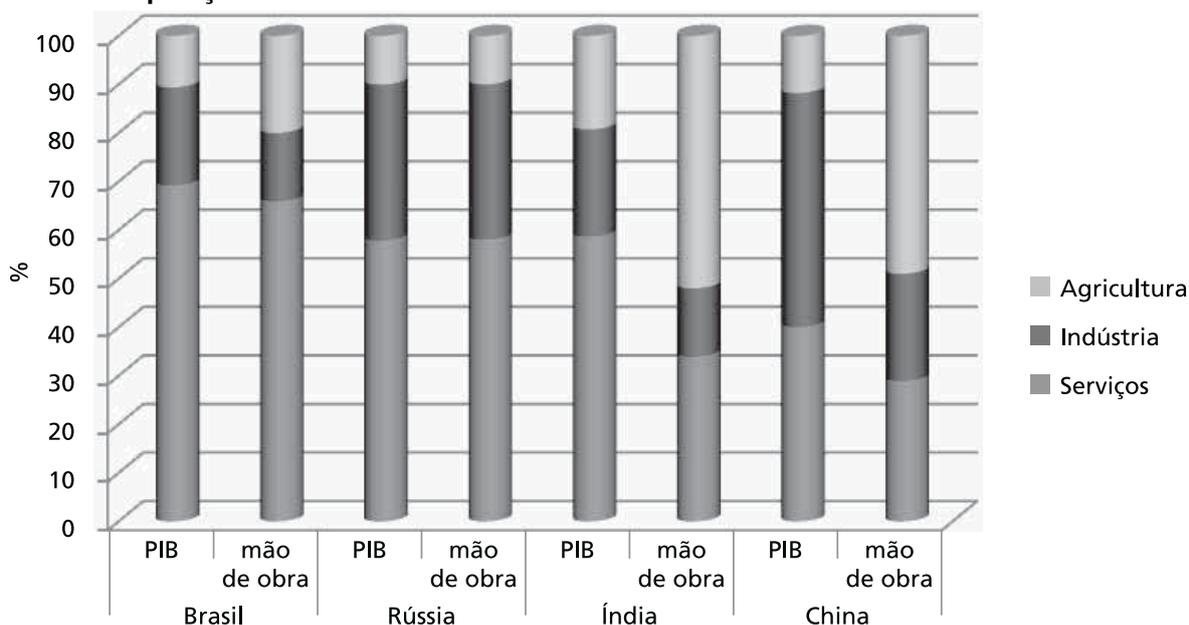
(gráfico 1) para o PIB da Índia e emprega aproximadamente 52% da mão de obra; o setor de serviços, por outro lado, contribui com mais da metade no país (53,4%). A produtividade agrícola na China, de forma bastante semelhante à da Índia, é baixa, como se observa da sua contribuição reduzida ao PIB, e grande parcela da mão de obra que depende dela. A característica distintiva, no caso chinês, é que a parcela maior do PIB vem do setor de manufaturados (48,1%), ao passo que ele emprega somente 22%.

Brasil e Rússia são estruturalmente bastante diferentes da Índia e da China, especialmente se levarmos em consideração o papel da agricultura na economia. Os serviços desempenham um papel importante nessas duas economias. O setor industrial, liderado por uma dependência explícita sobre a produção de petróleo, torna esse setor crucial para a Rússia.

Os gráficos 2A e 2B dão uma ideia clara da importância do comércio nas respectivas economias e do papel desempenhado pelo setor de serviços nas transações desses países.

Enquanto o comércio da China representa quase 60% do seu PIB, no Brasil ele corresponde a somente 20%. Além disso, a Índia é o único país entre os quatro que é exportador líquido de serviços: a importância deste setor no comércio indiano é clara, dado que 35% das suas exportações são de serviços. A concentração da receita da China sobre o setor de manufaturados pode ser observada no gráfico 2B, onde notamos que apenas 8,3% das exportações totais chinesas são provenientes da exportação de serviços.

GRÁFICO 1  
Composição setorial do PIB e da mão de obra



Fontes nacionais.

GRÁFICO 2A  
Proporção comercial no PIB (2008)

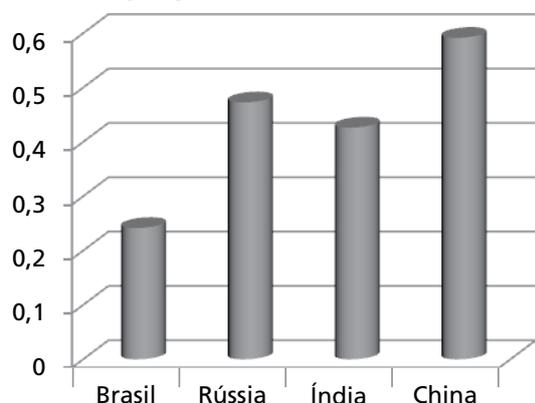


GRÁFICO 2B  
Participação do setor de serviços no comércio (2008)

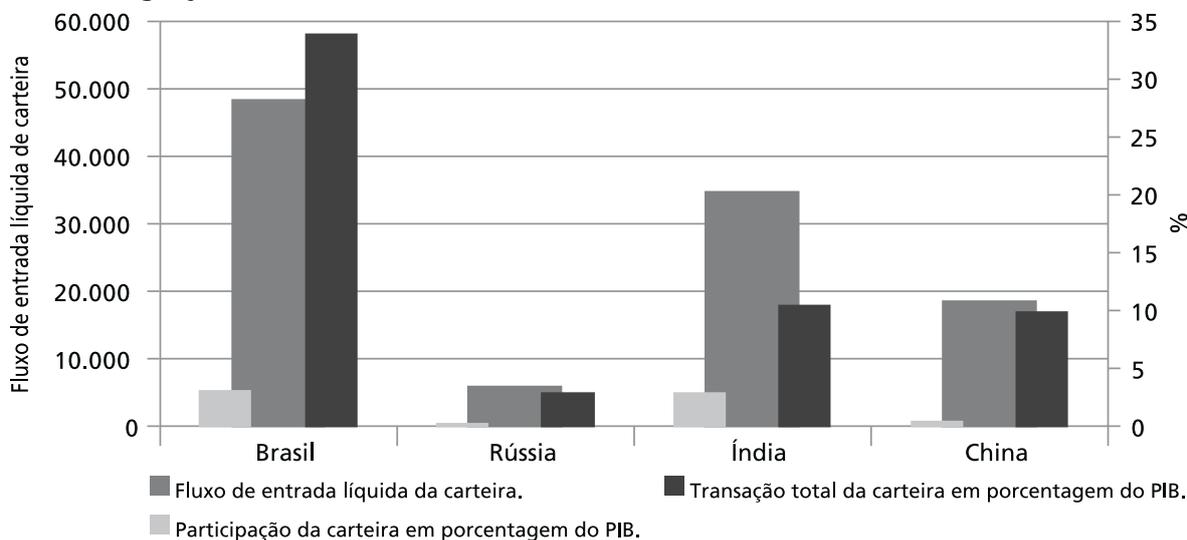


Fontes: International Financial Statistics (IFS) e Fundo Monetário Internacional (FMI).

Em inúmeras ocasiões, argumentou-se que o impacto de crises financeiras sobre economias em transição é, em geral, severo quando há um elevado grau de integração financeira com a economia global. Nós utilizamos a proporção total do fluxo de investimentos de instituições financeiras, isto é, a soma do fluxo de entrada e saída em relação ao PIB como medida da abertura financeira. A transação total de carteira como percentagem do PIB varia amplamente entre as quatro economias, sendo que no Brasil esse valor corresponde a 33%.

A discussão anterior evidencia que Brasil, Rússia, Índia e China, as quatro economias que estão sendo consideradas, representam um bloco bastante heterogêneo, com diferenças estruturais fundamentais entre suas economias. Portanto, as causas e as consequências e os remédios para o impacto da crise sobre as quatro economias diferem enormemente. Isso mostra que, até agora, no que se refere às panaceias, uma política comum para todos deve ser evitada.

GRÁFICO 3  
Integração financeira com a economia mundial (2007)



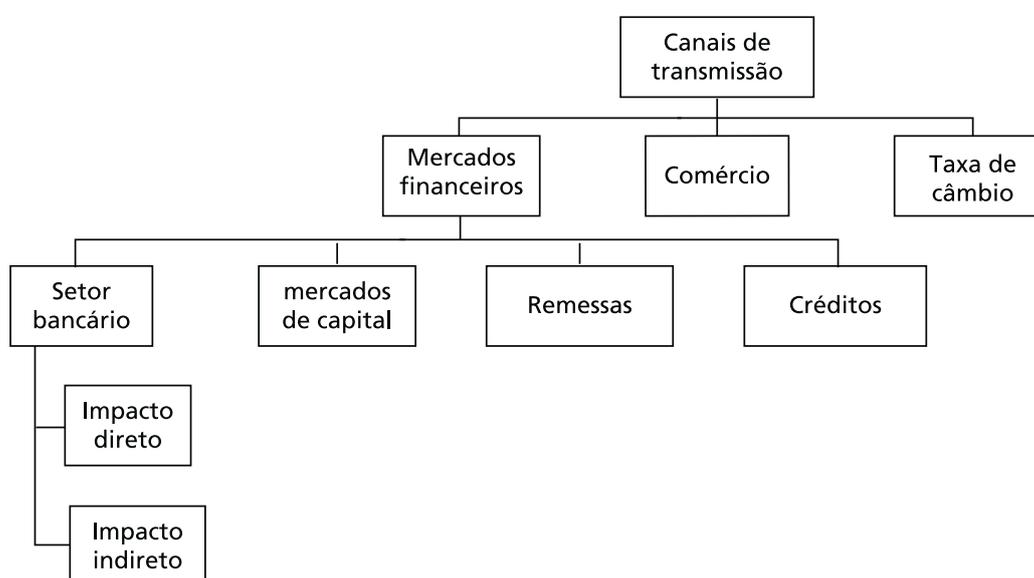
Fontes: IFS e IMF.

### 3 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO

Duas coisas ficam claras a partir das questões já colocadas. Primeiramente, a extensão da heterogeneidade estrutural entre as economias era muito grande antes da crise. Em segundo, o nível de integração com a economia global era elevado para estas, principalmente em termos de comércio e fluxo de capital interno; porém, essas medidas também variavam entre os países. Os fatos já relatados sugerem que seria impossível para essas economias permanecerem desconectadas da turbulência sentida pelo resto do mundo. Mas como esse choque, que surgiu das margens ocidentais do Atlântico, se transmitiu para o BRIC?

A figura 1, a seguir, pode ajudar a entender esse fenômeno.

FIGURA 1



Devemos analisar minuciosamente cada aspecto. Vale notar neste ponto que o impacto direto sobre o setor bancário se refere ao impacto causado pela retenção por parte dos bancos de ativos estrangeiros tóxicos. Entretanto, um banco poderá também ser afetado quando a expansão de crédito de uma economia é abalada, as taxas de juros de curto prazo aumentam, ou o grau geral de expectativa com relação ao futuro da economia está baixo. Um impacto dessa natureza pode ser entendido como um efeito indireto.

#### 3.1 Setor bancário

Bancos e demais intermediários financeiros do BRIC enfrentaram impactos limitados da crise. De um lado, a exposição dessas instituições aos instrumentos financeiros complexos foi restrita, criando uma zona de proteção automática; por outro, os depósitos domésticos e a liquidez estavam abundantes, amortecendo os efeitos sobre o setor bancário, algo que quase não foi observado nas economias avançadas.

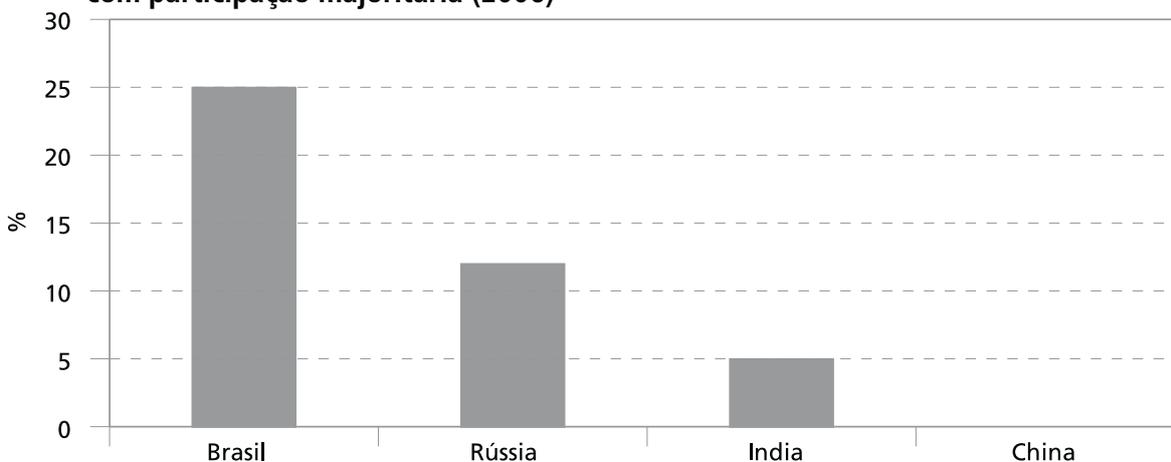
Em alguns casos, os bancos centrais é que tomaram medidas proativas para aumentar os requisitos anticíclico de provisionamento de capital. Isso

ocorreu particularmente no Banco Central indiano, cujas iniciativas anticíclicas sob liderança do YV Reddy evitaram que as firmas fossem expostas à crise do subprime (VASHISTH; KUMAR, 2009).

A solidez financeira pode ser medida pela exposição direta, que é medida em termos do montante de ativos estrangeiros – tóxicos ou não – detidos pelos bancos domésticos, ou com base na proporção de ativos bancários domésticos retidos por empresas estrangeiras. O gráfico 5 mostra isso. Essa proporção estava mais elevada para o Brasil (25%) e a Rússia (12%), indicando que qualquer choque na economia global iria impactá-los mais prontamente do que a Índia e a China, cujas participações correspondentes são bem menores. Na Índia, só o Banco ICI-CI ficou parcialmente exposto à crise; porém, forte balanço patrimonial e intervenção governamental oportuna ajudaram a superar os problemas (VASHISTH; KUMAR, 2009). Portanto, o nível de exposição financeira, no caso de Brasil e Rússia, superou em muito os de Índia e China, em todos os aspectos.

GRÁFICO 4

**Participação de ativos bancários domésticos detidos por empresas estrangeiras com participação majoritária (2006)**



Houve, no entanto, uma queda dos indicadores de solidez financeira, porém não de forma uniforme, com efeito em todas as categorias, como se observa na tabela 1, que compara os valores de 2005 com os dados mais recentes.

O coeficiente de adequação dos fundos próprios, que indica qual a margem de proteção de um banco contra ativos potencialmente tóxicos, aumentou em todas as categorias, mas principalmente por condições estatutárias. Outros indicadores como retorno sob ativos e retorno sobre patrimônio líquido caíram, exceto para Índia e China. A proporção de liquidez de operações duvidosas subiu consideravelmente para o Brasil e, particularmente, a Rússia. Caiu, entretanto, para a Índia de 4,4% para 2,4% e para a China de 8,6% para 1,2%, sugerindo que talvez a saúde financeira geral dos setores financeiros indiano e chinês esteja melhor do que a do Brasil e a da Rússia. Parte do motivo para tal pode ser ras-

treado ao papel proativo do Banco Central da Índia, na área de regulamentação. Este foi um dos poucos bancos centrais no mundo a introduzir requisitos de provisão anticíclica de capital ao aumentar os requisitos de provisionamento para os empréstimos de bancos comerciais ao setor imobiliário. Acredita-se amplamente que essa medida desempenhou um papel fundamental na Índia, na prevenção de uma bolha de preços de imóveis. Também é fato que o setor financeiro indiano é bem menos desenvolvido do que o de suas contrapartes brasileira e russa. Portanto, fica bastante claro, a partir das discussões anteriores, que o impacto da crise sobre o setor bancário variou entre os países do BRIC. Enquanto Índia e China quase não foram afetados, os indicadores de solidez financeira pioraram, severamente em algumas ocasiões, para Brasil e Rússia.

### 3.2 Investimentos institucionais estrangeiros

Forte inversão da tendência foi observada no caso da entrada de investimentos de instituições financeiras no Brasil, na Rússia e na Índia. Enquanto o êxodo destes investimentos em si começou no terceiro trimestre de 2008, na Índia e no Brasil ele começou no quarto trimestre de 2008. Só nesse trimestre, a Rússia perdeu o equivalente a US\$ 25 bilhões em investimentos de instituições financeiras, enquanto o Brasil viu US\$ 20 bilhões escaparem rapidamente da sua economia. O valor correspondente para a Índia foi um pouco abaixo de US\$ 6 bilhões. Depois que a fuga de investimentos de instituições financeiras cessou, no primeiro trimestre de 2009, as economias puderam ver a primeira entrada positiva no segundo trimestre de 2009. No caso da China, a entrada de investimentos de instituições financeiras não foi em nada afetada pela crise. A principal razão disso foi o fato de que, tal qual o investimento estrangeiro direto (IED), parte substancial da sua entrada de investimentos de instituições financeiras veio redirecionada de Taiwan e outros paraísos fiscais.

TABELA 1  
**Solidez de indicadores financeiros**  
(Em %)

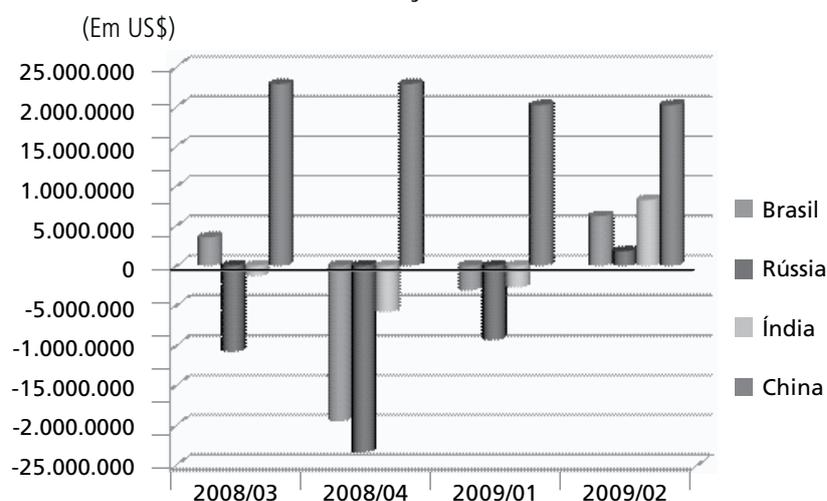
	Coeficiente de adequação dos fundos próprios		Retorno sobre investimentos		Retorno sobre patrimônio líquido		Proporção de empréstimos de operações duvidosas		Coeficiente de liquidez	
	2005	Mais recentes	2005	Mais recentes	2005	Mais recentes	2005	Mais recentes	2005	Mais recentes
Brasil (outubro de 2009)	17,89	18,2	2,9	1,5	29,5	13	3,5	4,5	55,32	53,9
Rússia (novembro de 2009)	15,98	20,9	3,2	0,7	24,2	4,9	2,6	9,6	28,45	27,5
Índia (março de 2009)	12,8	13,2	0,9	1	13,3	12,5	5,2	2,4	11,92	11,3
China (novembro de 2009)	2,5	10	0,6	1,1	15,1	17,1	8,6	1,6	-	Não disponível

Fonte: FMI.

### 3.3 Mercados de capital

O resultado do êxodo de investimentos de instituições financeiras refletiu-se imediatamente nas bolsas de valores. Houve uma queda generalizada dos índices de mercado, como se pode observar dos movimentos ilustrados no gráfico 7. Nós levamos em consideração o Índice Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Ibovespa) para o Brasil, o Russian Trading System Index (RTSI) para a Rússia, o Bombay Stock Exchange (BSE) para a Índia e o Shanghai Stock Exchange (SSE) para a China.

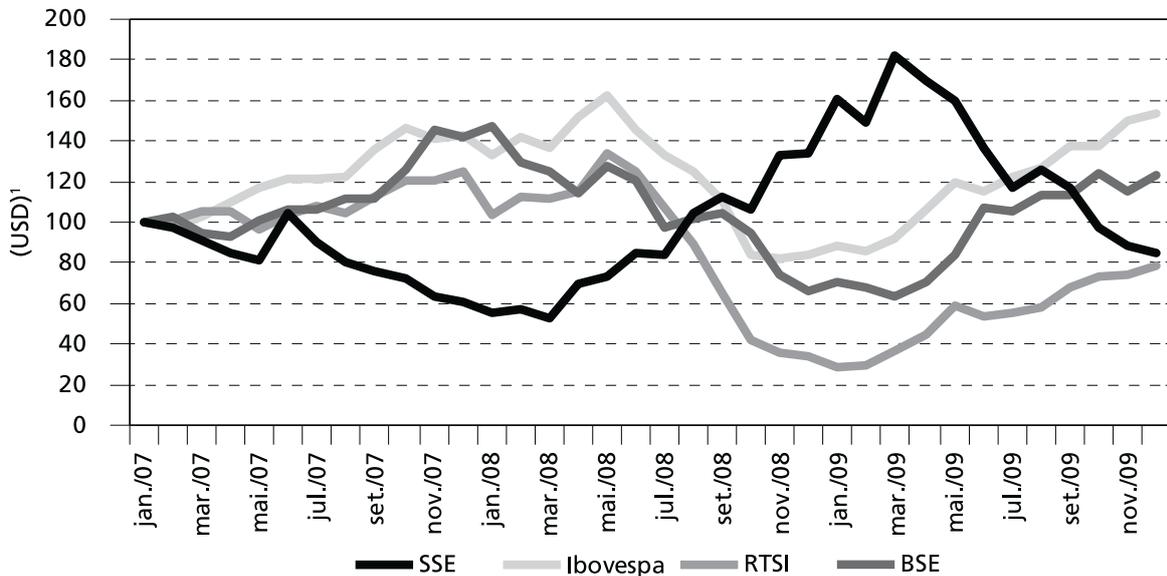
GRÁFICO 5  
Investimentos de Instituições financeiras



Como esperado, visto que a saída de investimentos de instituições financeiras foi bastante restrita na China, o SSE atravessou saudavelmente o período da crise. Para Brasil, Rússia e Índia, entretanto, o impacto da crise financeira foi visivelmente sentido em termos de índices de mercado. A retração começou em algum momento em torno de maio de 2008, quando o mercado sentiu os primeiros indícios da crise do *subprime* norte-americana. A queda do Lehman Brothers acentuou ainda mais seus efeitos, principalmente na Índia. Após isso, desde abril/maio de 2009, os mercados vêm mostrando sinais de recuperação. Isso pode ser resultado também da abundância de liquidez no mundo. Esta, quando excessiva, sempre encontra o caminho para investir-se em mercados de elevado retorno, que é o contexto atual das economias de mercado emergentes.

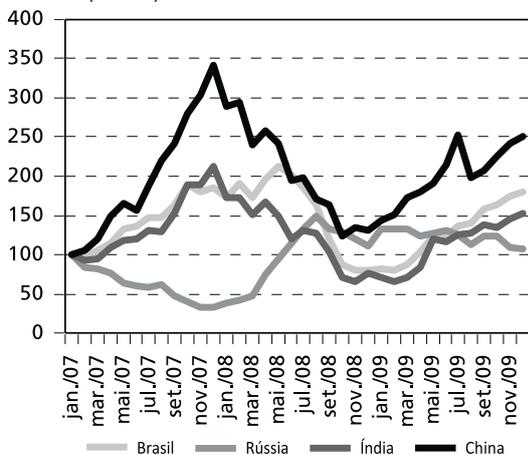
O colapso dos índices das bolsas de valores levou a uma queda substancial da capitalização de mercado. O índice de capitalização de mercado da China caiu mais de 200% entre novembro de 2007 e novembro de 2008. Porém, depois disso, subiu e, como mostra o gráfico 8A, a capitalização de mercado como fração do PIB despencou depois do rápido aumento em 2007 para todos os países BRIC.

**GRÁFICO 6**  
**Índices da bolsa de valores**

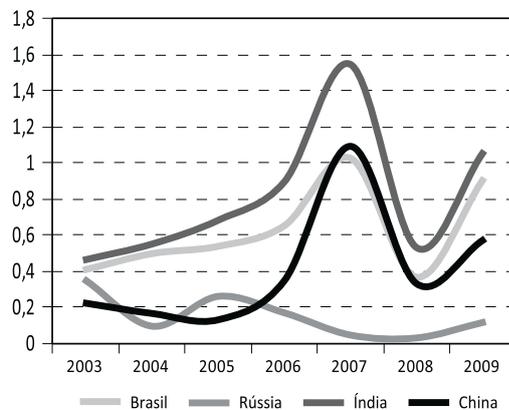


Nota<sup>1</sup> USD=United States Dolar.

**GRÁFICO 7A**  
**Índice de capitalização do mercado**  
(Em %)



**GRÁFICO 7B**  
**Capitalização do mercado como fração do PIB**



### 3.4 Crédito de curto prazo e IED

O crédito de curto prazo desempenha um papel importante em economias emergentes de mercado, como o BRIC. Os setores corporativos geralmente têm dificuldade para gerar domesticamente recursos suficientes para investimentos que possibilitem uma expansão. Este tipo de crédito consegue eficientemente preencher essa lacuna e viabilizar a realização de novos investimentos. Além disso, o número crescente de empresas, que estão surgindo a partir de economias de mercado emergentes, está buscando expandir-se globalmente. Os recursos necessários para ajudar a financiar aquisições e fusões no exterior muitas vezes vêm do crédito de curto prazo.

A tabela 2<sup>1</sup> mostra que houve um declínio no crédito de curto prazo em cada uma das economias BRIC. A Rússia, nesse sentido, foi a mais atingida, com forte queda de empréstimos de curto prazo, especialmente no quarto trimestre de 2008 e no primeiro de 2009.

O tamanho do recuo reduziu substancialmente nos três trimestres seguintes, mas permanece negativo. De forma semelhante, a dívida de curto prazo caiu substancialmente no Brasil. A Índia não foi tão afetada quanto a Rússia e o Brasil, como podemos observar a partir dos valores de empréstimo comercial estrangeiro. Estava em US\$ 457 milhões no segundo trimestre de 2009 e recuperou-se pouco depois. A China também foi levemente afetada no segundo semestre de 2008, porém seu crédito de curto prazo ainda não retornou aos patamares de antes da crise.

A importância do IED no crescimento das economias de mercado já foi amplamente documentada (BORENSZTEIN; GREGORIO; LEE, 1998). O período de moderação foi acompanhado de um aumento estável do IED nessas economias e acredita-se que isso seja uma das razões importantes do desempenho notável destas em termos de crescimento econômico. Brasil, Índia e China tiveram um crescimento estável deste investimento em uma grande variedade de setores, cenário que não se repetiu na Rússia. O acometimento da crise global implicou a redução do ritmo de crescimento de IED. Estima-se que esse último país, particularmente, não retornará antes de 2013 ao patamar de IED de antes da crise.

É interessante notar que o impacto de tudo isso se refletiu sobre o câmbio. Brasil, Rússia e Índia tiveram valorizações notáveis de suas moedas, com intrigante exceção da China. Na verdade, a valorização monetária combinada de Brasil, Rússia e Índia, desde o terceiro trimestre de 2008 até o primeiro trimestre de 2009, foi de 38,6%, 34,72% e 13,7%, respectivamente, mas para a China foi só de 0,25%.

Os números revelam claramente o que hoje já é um segredo sabido: o Renminbi está altamente desvalorizado. A extensão da desvalorização já foi debatida e as estimativas variam entre 25 a 40%. Isso foi tido como uma forma clara de protecionismo e o assunto tem sido debatido em diversos fóruns multilaterais. A tendência de alta foi significativamente revertida no BRIC posteriormente: os últimos três trimestres de 2009 foram marcados pela desvalorização das moedas, exceção feita à Índia.

---

1. Visto que economias diferentes em geral seguem procedimentos contábeis distintos, a definição de crédito de curto prazo difere de país a país. Neste estudo, consideramos para cada país aquilo que mais se aproxima deste tipo de crédito.

TABELA 2  
**Crédito de curto prazo no BRIC**  
 (Em US\$ milhões)

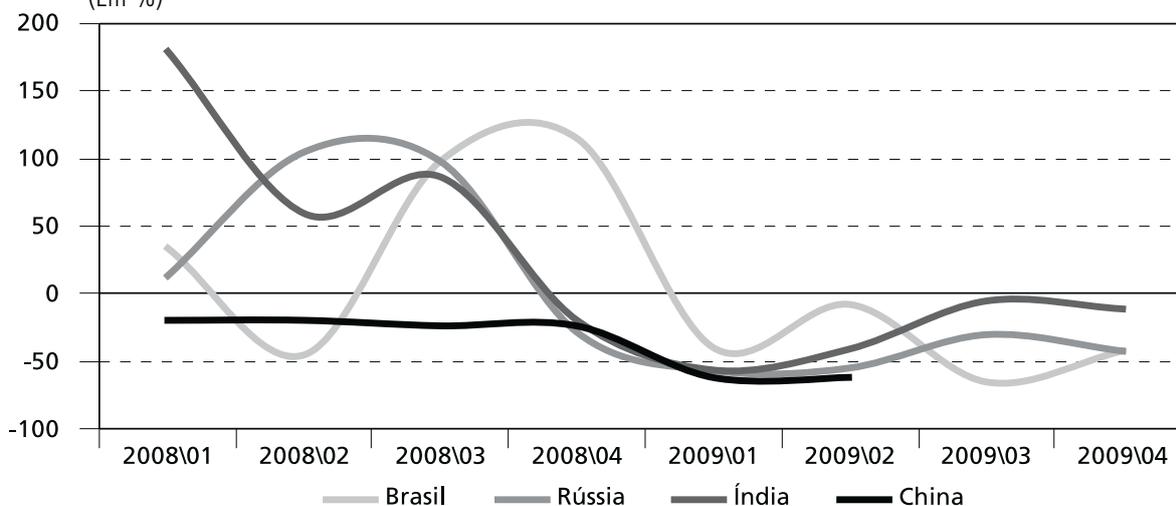
2008 Q1	12.921	-56	4.827	46.727,68
2008 Q2	44.049	-50	1.467	
2008 Q3	29.990	217	1.690	-49.830,78
2008 Q4	-26.178	108	3.884	
2009 Q1	-16.698	-3.568	1.117	2.304,16
2009 Q2	-3.687	-9.610	-457	
2009 Q3	-9.927	-10.737	1.209	Não disponível
2009 Q4	-10.254	-1.175	1.538	

Fontes Nacionais.

### 3.5 O grande colapso comercial

A crise financeira global levou à situação que é amplamente reconhecida como a mais dura queda comercial desde a Segunda Guerra Mundial. O gráfico 9 mostra o quanto caiu a taxa de crescimento do montante total de comércio. Foi incluída a taxa de crescimento mundial também para nos permitir avaliar o desempenho do BRIC quando comparado com a média mundial. A queda no comércio começou no terceiro trimestre de 2008 e durou até o terceiro de 2009. Os resultados do quarto trimestre mostram que a recuperação diante dessa contração está, pelo menos, começando.

GRÁFICO 8  
**Crescimento trimestral de IED ano a ano<sup>1</sup>**  
 (Em %)



Nota: <sup>1</sup> Dados da China referentes ao semestre.

TABELA 3  
Alterações na taxa de câmbio e reservas cambiais (2008-2009)

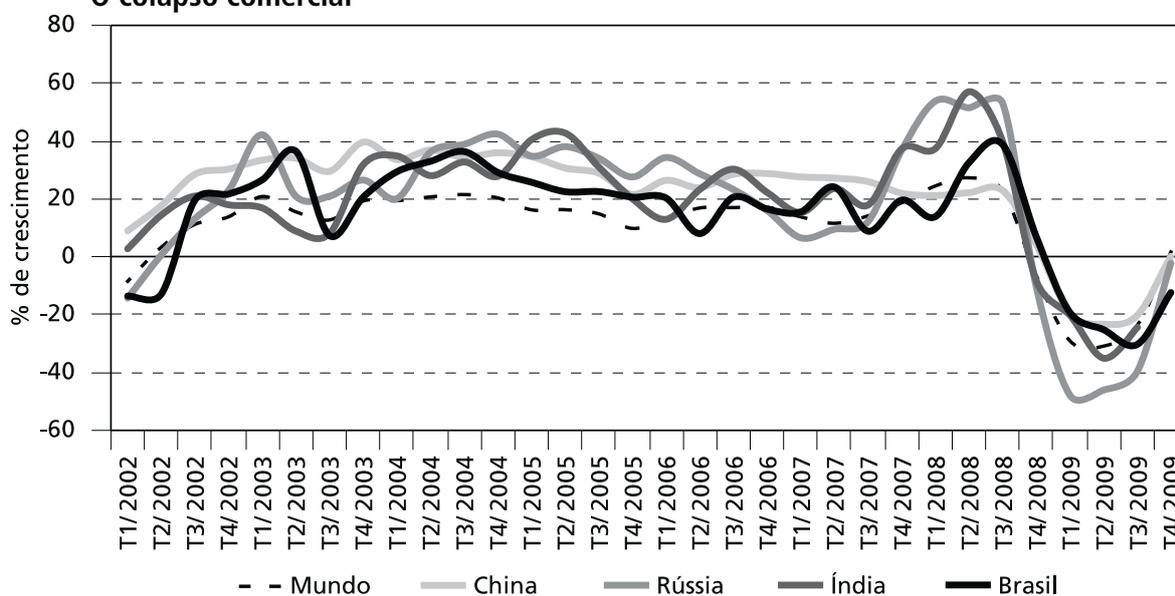
(Em %)

	Taxa de câmbio		Reservas internacionais	
	2008 T3-2009 T1	2009 T2-2009 T4	2008 T3-2009 T1	2009 T2-2009 T4
Brasil	-38,61	16,22	7,85	-16,00
Rússia	-34,73	3,34	32,35	-2,93
Índia	-13,69	-4,40	12,94	-1,77
China	-0,26	0,05	-2,53	-12,54

Fontes: IFS e FMI.

O impacto mais grave do colapso comercial é observado na Rússia. É fato que a queda comercial neste país foi sentida de forma acentuada. Entretanto, parte do motivo disso pode ser atribuído ao efeito de uma base elevada, do mesmo período, no ano anterior. O terceiro trimestre de 2007 e também o terceiro de 2008 foram os bons tempos da Rússia, já que ela estava tranquilamente apoiada pela ascensão dos preços de petróleo bruto. Seus valores de exportação foram, portanto, inflados; o que resultou, no ano seguinte, no efeito de uma base elevada, conforme discutido anteriormente.

GRÁFICO 9  
O colapso comercial



Isso fica ainda mais claro a partir da tabela 4. A taxa de crescimento de exportações flutuou em torno de 68% a cada trimestre durante os primeiros três trimestres para a Rússia. Porém, despencou para -52,4% no primeiro trimestre de 2009. Essa queda continuou por mais três trimestres consecutivos. Vale notar que a queda nas exportações foi liderada pela queda das exportações de bens, principalmente de petróleo bruto. Na verdade, não foi tanto o volume de expor-

tações deste produto que foi afetado, mas seu valor. O declínio acentuado dos preços internacionais de petróleo levou a uma forte redução no valor do petróleo exportado pela Rússia. O fato de que a participação do setor de serviços no total exportado continuava subindo, até mesmo no pico da crise, também sugere que foi a queda na exportação de bens que levou ao declínio de exportações da Rússia.

Observa-se fenômeno semelhante no caso da China. O crescimento das exportações caiu para -22,2% no primeiro semestre de 2009. Entretanto, nesse período, a participação do setor de serviços no total exportado aumentou para 11%, quando a participação anterior era de 10%, indicando que a exportação de manufaturados se retraiu a uma taxa maior do que a de serviços.

Para a Índia, os serviços constituem parte importante da carteira de exportações. Apesar de ter havido queda das exportações no país, foi bem menor do que a observada nos outros países, especialmente no Brasil e na Rússia. Isso se deve primordialmente ao fato de que a redução nas exportações de serviços tem sido relativamente mitigada, apresentando sua maior queda no terceiro trimestre de 2009, com a retração de 14%. Dado que os serviços desempenham, de longe, o papel mais importante no conjunto de exportações da Índia, pode-se concluir que seu impacto limitado sobre estas no país pode ser atribuído ao efeito mitigado da crise sobre esse setor. Entretanto, há alguns indícios de que houve um efeito retardado sobre a exportação de serviços.

TABELA 4  
Taxa de crescimento trimestral de exportação (2008-2009)

País	Brasil			Rússia			Índia			China		
Indicador	Crescimento das exportações	Participação do setor de serviços no total exportado	Crescimento das exportações	Crescimento da exportação de serviços	Participação do setor de serviços no total exportado	Crescimento das exportações	Crescimento da exportação de serviços	Participação do setor de serviços no total exportado	Crescimento das exportações	Crescimento da exportação de serviços	Participação do setor de serviços no total exportado	
2008 T1	13,8	25	68	34,7	0,09	25,8	3,3	0,61				
2008 T2	32,5	31,6	67,2	42,9	0,1	37,4	22,5	0,47	22,4	29	0,08	
2008 T3	38,8	38,8	69,3	36	0,1	30,3	47	0,57				
2008 T4	6,9	15,5	1,2	11,8	0,12	-11,9	9,3	0,7	13,6	13,1	0,1	
2009 T1	-19,4	-6,5	-52,4	-18,8	0,15	-7	-6,9	0,61				
2009 T2	-25,4	-14	-51,3	-19,7	0,16	-22,8	-10,4	0,54	-22,2	-23,8	0,11	
2009 T3	-30,5	-15,2	-45,6	-22,4	0,14	-14,4	-14,4	0,5				
2009 T4	-12,5	-0,1	-13,8	-12,3	0,12	19,8	-9,3	0,53	NA	NA	NA	

Fonte: Balanço das folhas de pagamento dos respectivos bancos centrais: Banco Central do Brasil (Bacen), Banco da Rússia, Reserve Bank of India e Banco Popular da China.

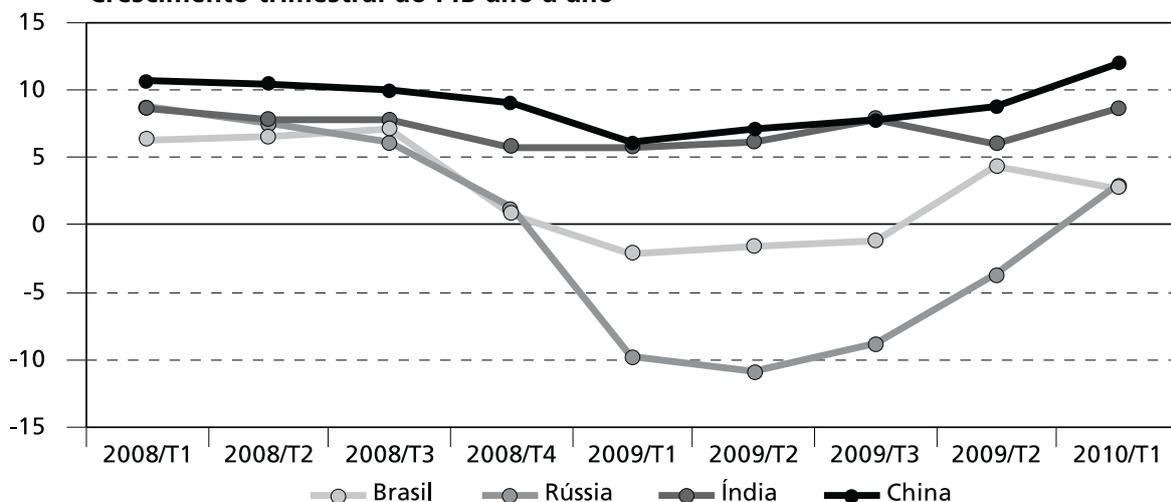
### 3.6 Efeito sobre o setor da economia real

O BRIC estava indo bastante bem até que a crise financeira atingiu a economia mundial. Como evidenciado pelo gráfico 10A, a taxa de crescimento variou de modestos 6% até 11%. Do terceiro trimestre de 2008 em diante, o impacto da crise foi sentido por cada economia de forma distinta. Por um lado, China e Índia atravessaram a crise relativamente bem, com taxas de crescimento permanecendo em cima da marca de 5% durante o período de turbulência, tendo subido fortemente depois, no quarto trimestre de 2009; por outro lado, a taxa de crescimento do PIB do Brasil e da Rússia, particularmente, despencou. De fato, nesses três trimestres consecutivos, a partir do quarto de 2008, a taxa de crescimento do PIB russo flutuou em torno de -10%. Analogamente, o Brasil esteve no vermelho até o quarto trimestre de 2009, quando mostrou os primeiros sinais de recuperação.

Quando analisamos as diferenças estruturais entre as quatro economias, notamos que o grau de integração financeira – distinto da do setor real – diferenciava-se bastante nestas. Enquanto Brasil e Rússia estavam fortemente integrados, a Índia e a China não estavam. Não é à toa que esses últimos países não foram atingidos com tanta força quanto os primeiros. A maior integração financeira do Brasil e da Rússia significou que os inúmeros canais de transmissão em funcionamento os afetaram mais rapidamente do que aos outros.

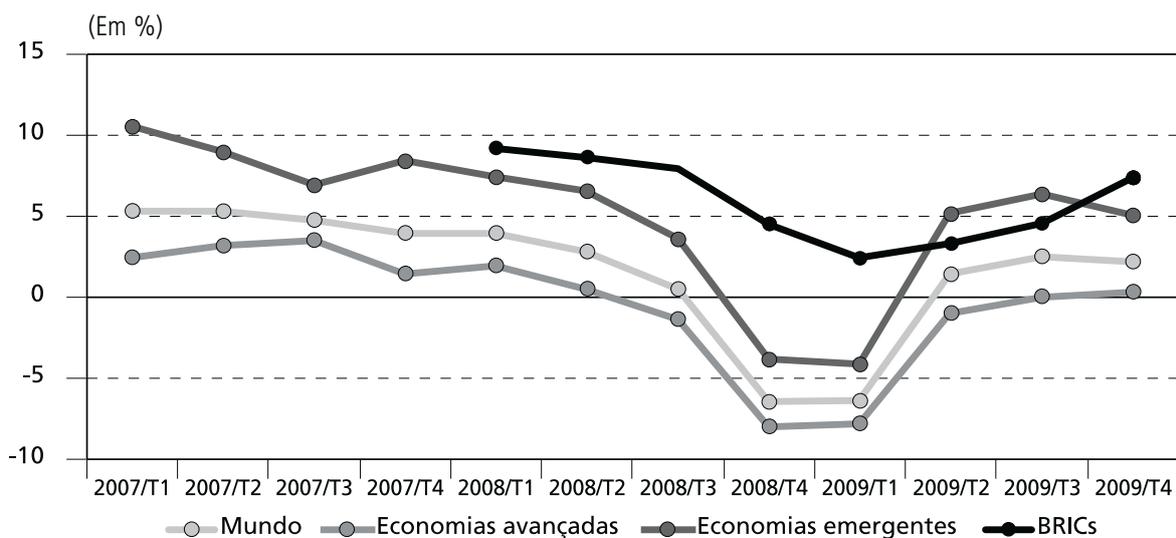
O gráfico 10B compara os índices de crescimento trimestrais das economias BRIC com os das economias emergentes, avançadas e o mundo. O quarto trimestre de 2008 e o primeiro de 2009 foram os períodos em que as economias foram abaladas com a maior força, e as avançadas retraíram-se em aproximadamente 8% durante os dois trimestres. O fundo do poço estava claro para a economia mundial e as economias de mercado emergentes; porém, as economias BRIC, como um todo, visivelmente escaparam da magnitude da recessão vivida pelos outros. As quedas observadas nos seus índices de crescimento se justificam pelos efeitos do Brasil e da Rússia. Essa figura comparativa ilustra a resiliência das economias BRIC em face de uma retração econômica global acentuada.

GRÁFICO 10A  
Crescimento trimestral do PIB ano a ano



Fontes: IFS e IMF.

GRÁFICO 10B  
Comparação do BRIC com o mundo



Fontes: Economia mundial, economias desenvolvidas e economias emergentes. Dados compilados pelo FMI e disponibilizados em seu site.

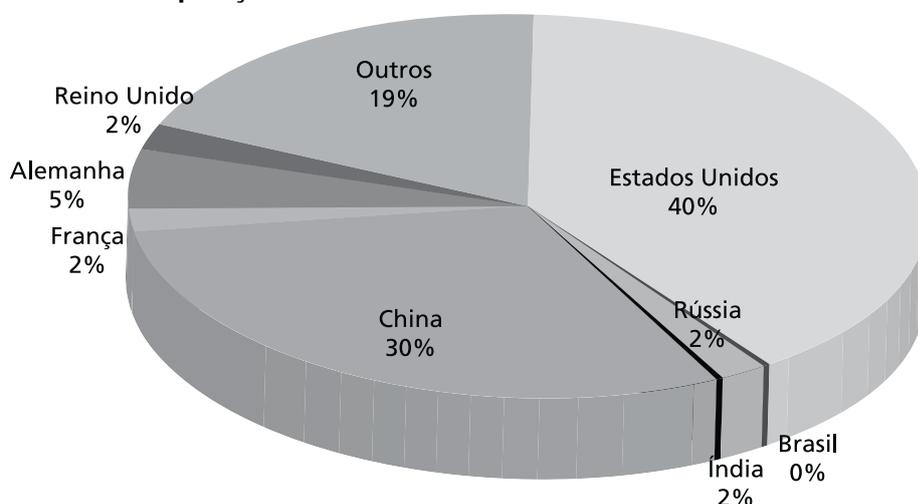
## 4 POLÍTICAS DE RESPOSTAS

### 4.1 Resposta da política fiscal

Os líderes mundiais concordaram que uma resposta fiscal coordenada era necessária para puxar a economia mundial para fora da recessão. Depois de décadas de irreverência, as políticas keynesianas e suas variantes passaram a dominar o centro das formulações de políticas econômicas mundiais.

A extensão e a profundidade das intervenções de políticas fiscais têm sido motivo de debate. Entretanto, diferentemente de muitos outros artigos, é feita

neste estudo a distinção entre pacotes financeiros oferecidos por diversos países e as políticas de resposta. Esta é importante, pois estes pacotes ofertados a bancos e outras instituições financeiras que apresentam riscos sistêmicos à economia concentram-se, essencialmente, em *swaps* de ativos (*asset swaps*), injeções bancárias e garantias de empréstimo. O impacto disto, em termos de impulsos à demanda geral da economia, é indireto. Os estímulos fiscais, por outro lado, por meio de cortes tributários e gastos públicos em bens e serviços, visam induzir diretamente a demanda na economia. São consideradas as respostas fiscais diretas dos países BRIC, contrastadas com as de algumas economias avançadas, no gráfico 10C.

GRÁFICO 10C<sup>1</sup>**Decomposição do estímulo fiscal mundial**

Fonte: Organização Internacional do Trabalho (OIT).

Nota: <sup>1</sup>Compilado por Sameer Khatiwada, da OIT.

O tamanho do estímulo fiscal global agregado é de aproximadamente US\$ 1.957,97 bilhões, em torno de 3,16% do PIB mundial. Desse total, Estados Unidos e China responderam por 40% e 30%, respectivamente. Estes países foram os que mais contribuíram para o estímulo agregado. A Alemanha comprometeu-se com 5%, e o Reino Unido, a França e a Rússia dispuseram-se de 2% cada do estímulo total mundial. Índia e Brasil participaram com somente 0,3%. Em termos de PIB em 2008, Brasil, Rússia, Índia e China responderam por estímulos que representaram 0,3%, 1,7%, 0,5% e 6,9% dos valores globais, respectivamente.

É interessante notar que a natureza dos estímulos dos quatro países foi diferente em termos de se basear em cortes tributários ou ser induzida pelo gasto. Sabe-se que o impacto de uma ação é diferente da outra. Alesina e Ardagna (2009) concluíram, a partir de dados de 1977 a 2007, que as medidas fiscais norte-americanas induzidas por cortes tributários têm contribuído mais para o crescimento do que o gasto direto. A tabela 5 mostra que enquanto Brasil e Rússia adotaram predominantemente a saída pela via tributária, Índia e China pre-

feriram o caminho do gasto público direto. O Brasil, inclusive, aproveitou essa oportunidade para estender o aplaudido e exitoso Programa Bolsa Família (PBF), reajustar o salário mínimo em mais 12% e realizar uma série de concessões em termos de alívio de juros para impulsionar a demanda de consumo privada.

A China investiu massivamente em infraestrutura rural, ferrovias, aeroportos, malhas elétricas, entre outros exemplos. Buscou ampliar a seguridade social para grande parte da população por meio do aumento do número de fundos de pensões, oferecendo subsídios agrícolas e fornecendo moradias a aluguéis baixos para seus cidadãos. Porém, também ofereceu concessões tributárias diretas para nove de suas maiores indústrias.

A propósito, o orçamento da União da Índia para 2008-2009, anunciado em março de 2008, foi expansionista. Foram essencialmente questões eleitorais, que levaram ao pagamento de compensações comissionadas e de importantes subsídios alimentares e agrícolas. Parte substancial do desembolso estava comprometida para o Programa Nacional de Garantia de Emprego Rural. Felizmente, meses antes da crise atingir o mundo, esse país já estava em caminho expansionista, fazendo que fossem menos necessárias as intervenções fiscais pós-crise. No entanto, ofereceu, sim, estímulos ao investir em infraestrutura, fazer concessões tributárias indiretas e dar assistência à indústria exportadora.

TABELA 5  
Respostas fiscais e classificações<sup>1</sup>

País	Estímulo fiscal			Classificação das medidas fiscais		
	Montante (US\$ bilhões)	Porcentagem do PIB em 2008	Cortes tributários/despesas	Despesas públicas em bens e serviços	Estímulo direcionado a consumidores	Estímulo direcionado a empresas
Brasil	5,1	0,3	T <sup>2</sup>	Extensão do PBF, reajuste de 12% no salário mínimo e cortes tributários sobre empréstimos e renda pessoal para alavancar vendas		Cortes tributários na indústria automobilística
Rússia	30	1,7	T <sup>2</sup>		Cortes tributários	Cortes tributários
Índia	6,5	0,5	S <sup>3</sup>	Gastos em estradas, portos e infraestrutura		Cortes tributários sobre exportação e setores baseados primordialmente em mão de obra
China	586	6,9	S <sup>3</sup>	Investimentos massivos em infraestrutura rural, ferrovias, aeroportos, malhas elétricas etc.	Aumento do número de fundos de pensão e subsídios agrícolas e criação de habitações com aluguéis baratos	Cortes tributários diretos sobre nove indústrias – aço, telecomunicações e automobilística incluídas – e suspensão das cotas de crédito para investidores comerciais

Fontes: International Institute for Labour Studies (IILS), Bloomberg e Mídia Nacional.

Nota: <sup>1</sup>Compilado por Sameer Khatiwada, da OIT.

<sup>2</sup>T = Estímulos na forma de corte de impostos.

<sup>3</sup>S = Estímulos na forma de gastos do governo.

#### 4.2 Resposta da política monetária

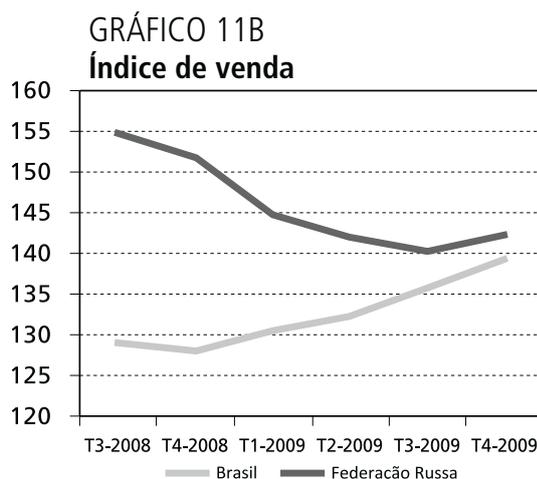
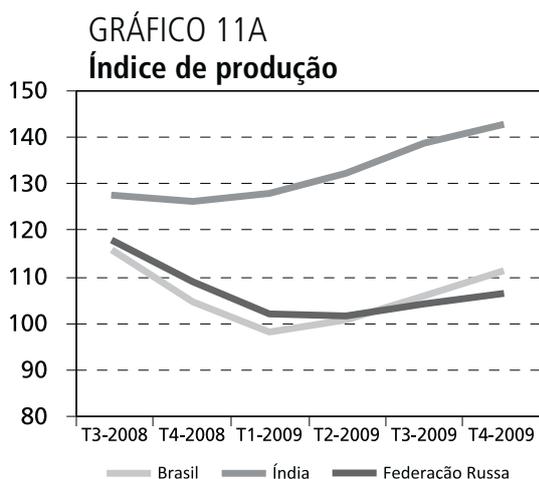
O objetivo geral da resposta monetária tem sido o de injetar crédito no sistema e assim impulsionar a demanda agregada e o crescimento. A Taxa Bancária do Banco Popular da China recuou de 4,14% para 2,79% em dezembro de 2008 e tem permanecido nesse patamar já por algum tempo. O Banco Central da Índia achou o índice de recompra reversa, de 6% para 3,25%, e o índice de recompra, de 8% para 4,75%; os índices de reserva de capital e de reserva de lucro estatutário também foram reduzidos de 9% para 5% e de 25% para 24%, respectivamente, entre os ajustes realizados logo após a crise. A Rússia cortou drasticamente sua proporção de reserva de capital de 7%, em setembro de 2008, para 0,5%, em novembro de 2008, para bombear liquidez na economia. A taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) brasileira foi diminuída à baixa histórica de 8,75%. Vale notar neste estudo que a economia brasileira e as latino-americanas em geral têm uma inclinação inerente ao superaquecimento, resultando, então, em tendências inflacionárias. As metas de inflação sempre constituíram um objetivo importante para o Bacen e um regime de juros elevados tem sido mantido no Brasil. Entretanto, com o passar dos anos, a taxa de juros de equilíbrio vem decaindo, queda essa que é sem precedentes. O impacto das intervenções de política monetária supracitadas sobre o crédito será avaliado na seção seguinte.

#### 5 POLÍTICA DE RECUPERAÇÃO E SAÍDA

Conforme discutido anteriormente, seguindo a crise financeira, houve um esforço coordenado pelas maiores economias para dar uma guinada na demanda agregada da economia por meio de respostas fiscais e monetárias. A economia mundial recuperou-se mais cedo do que o esperado. Os Estados Unidos registraram um PIB positivo de 2,2% e 5,6% no terceiro e quarto trimestres de 2009, respectivamente. Os tiros certos da recuperação da economia global ficaram evidentes no próprio terceiro trimestre. Nesta seção, examinaremos como o BRIC se saiu.

Os gráficos 11A e 11B nos dão uma ideia da recuperação em termos de produção e vendas. O índice de produção do Brasil subiu a partir do primeiro trimestre de 2009, depois de uma queda notável.

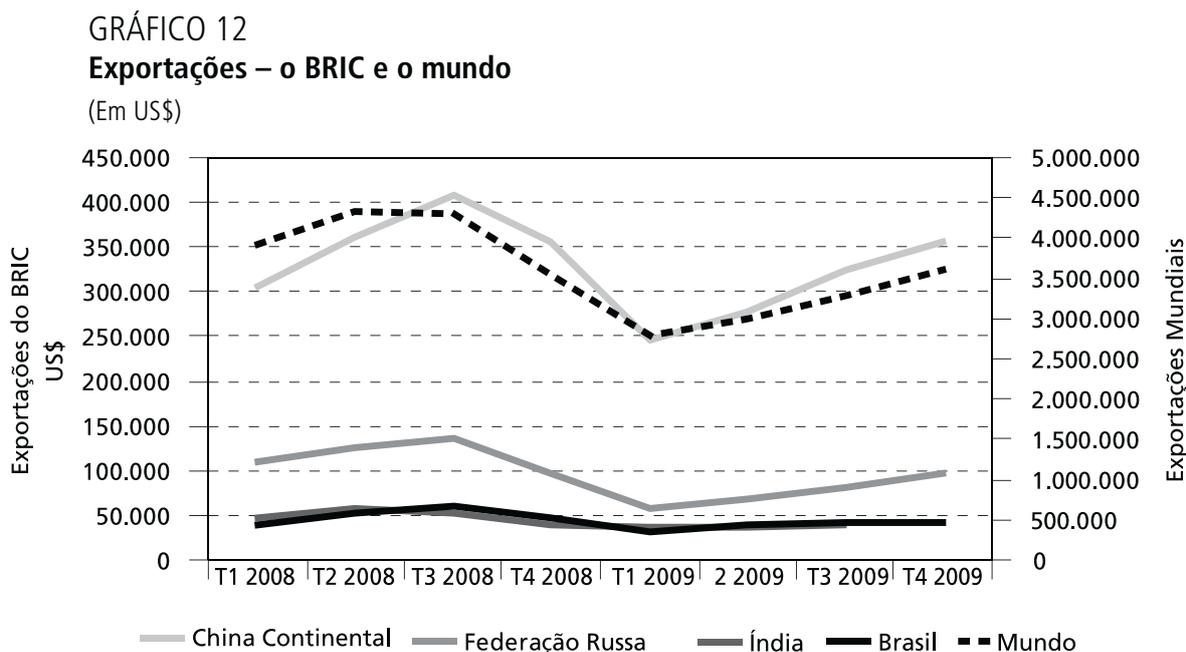
Na Índia, o índice permaneceu estável durante o pico da crise, no terceiro e quarto bimestre de 2008, e, desde então, vem registrando constante ascensão. O aumento no índice de produção russo foi bastante gradual depois do segundo trimestre de 2009. Isso pode ser explicado em parte pelo fato de que o índice de vendas da Rússia ainda não deslanchou significativamente. Enquanto a demanda dos consumidores no Brasil já se recuperou claramente, qualquer pequeno aumento de produção na Rússia pode ser inteiramente devido a reabastecimento de estoques escassos.



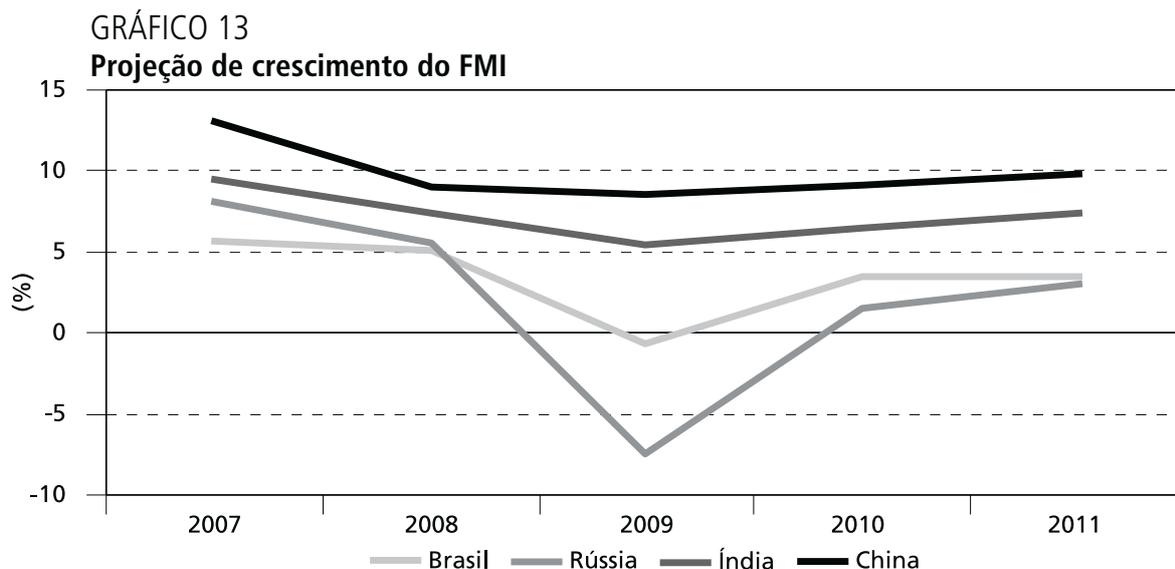
Fonte: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

A recuperação global vem sendo acompanhada por um aumento substancial do comércio internacional. As exportações mundiais e chinesas expandiram-se fortemente, depois da grande queda. As exportações da Rússia também se recuperaram induzidas, principalmente, pelo aumento do preço do petróleo.

A visão consensual sobre o crescimento global é de que é improvável que ocorra uma segunda queda. A previsão é a mesma para o BRIC. Enquanto Índia e China já alcançaram suas taxas de crescimento tendenciais, Brasil e Rússia só o farão mais ou menos no terceiro trimestre de 2010. O gráfico 13 mostra claramente que esse último país foi o mais afetado em termos de taxa de crescimento do PIB e é o que vai demorar mais para eliminar o hiato do produto.



Fontes: IFS e FMI



Fonte: FMI.

Nota:<sup>1</sup> Valores projetados pelo FMI para 2010 e 2011.

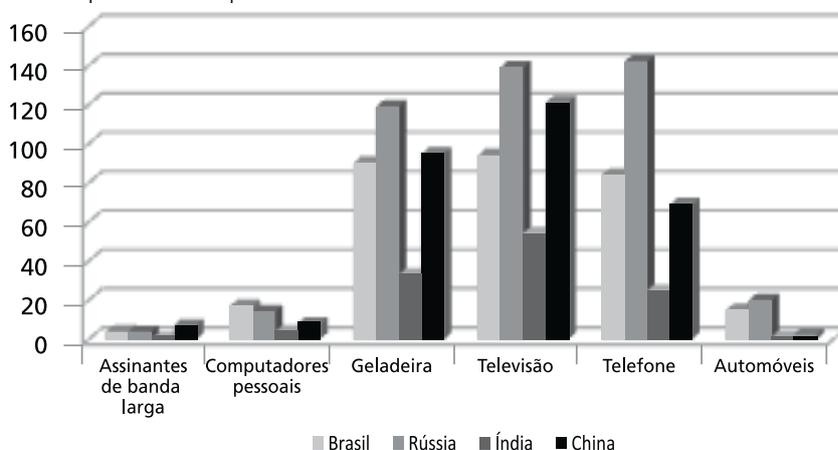
## 6 DESEQUILÍBRIO GLOBAL E PADRÃO DE CONSUMO NO BRIC

Entre as diversas razões atribuídas para as causas da crise financeira, a ampla maioria dos economistas acredita que os desequilíbrios globais tiveram participação importante. Certamente, se não foram a causa direta, desempenharam um papel importante na perpetuação da crise. Os Estados Unidos historicamente tiveram um déficit em conta corrente em torno de 6,5% do seu PIB. Depois da crise, seguindo-se à queda no preço de petróleo bruto, ao crescimento lento e às importações decrescentes, este déficit caiu e espera-se que chegue a 4% em futuro próximo. Entretanto, de acordo com uma estimativa feita pelo Instituto Peterson de Economia Internacional, acredita-se que, a longo prazo, o déficit seja de US\$ 5 trilhões anuais, mais de 10% do PIB americano.<sup>2</sup> O que continua a motivar esse déficit em contas correntes nos Estados Unidos?

A resposta pode ser encontrada no padrão de consumo dos Estados Unidos. Consumo pessoal e governamental juntos constituíam 88,7% do PIB, e o primeiro representou, por si, em torno de 70,7% do PIB do país em 2008. Os economistas argumentam que esse elevado nível de consumo nesse país e seu corolário natural, um nível alto de poupança nas economias emergentes, particularmente China e outros países exportadores de petróleo, são insustentáveis. O que se faz necessário, portanto, é um reequilíbrio global. Analisa-se, a seguir, se o BRIC pode atuar para conseguir esse deslocamento do consumo, do oeste em direção às economias de mercado emergentes.

2. Disponível em: <<http://www.iie.com/research/topics/hottopic.cfm?HotTopicID=9>>.

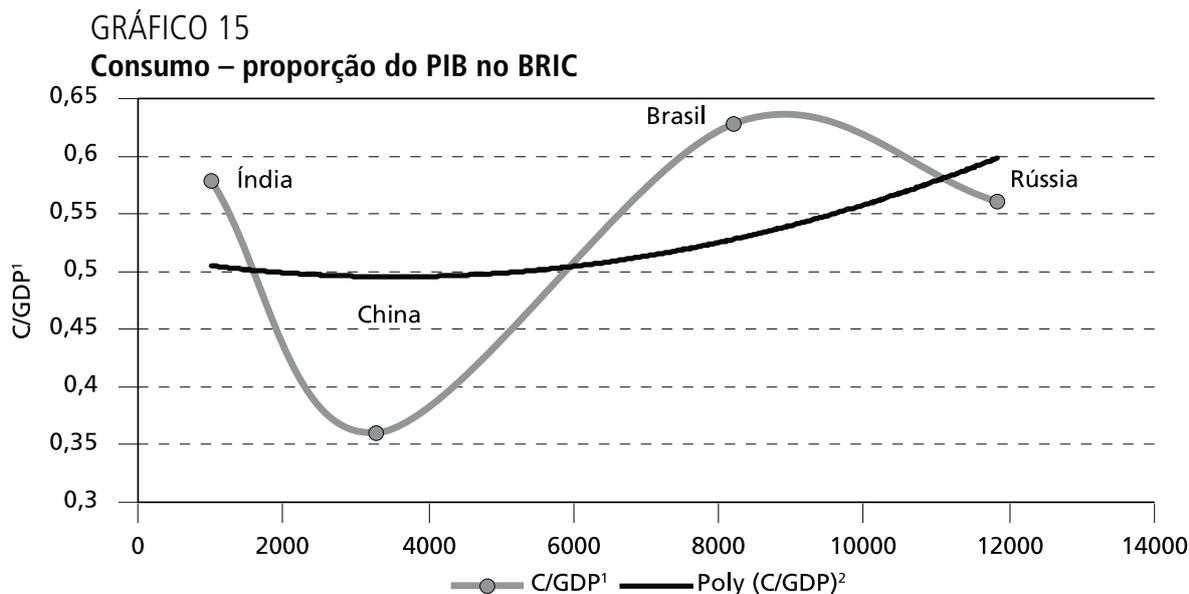
GRÁFICO 14  
**Penetração de bens**  
 por cada 100 pessoas



Fonte: Goldman Sachs.

O gráfico 14 deixa claro que a penetração de bens (número de determinado bem por cada 100 pessoas), conforme estimada para os seis grupos de produtos nos quatro países, está relativamente baixa. A Rússia é disparadamente o mercado consumidor mais maduro. O Brasil, na segunda posição, chega muito perto. Isso pode ser justificado pelo fato de que as rendas *per capita* de Índia e China são muito mais baixas que de Brasil e Rússia. A penetração de bens na Índia é a mais fraca. O nível de penetração, no caso de banda larga e computadores pessoais, é muito baixo nos quatro países, o que sugere potencial para um futuro próximo. Enquanto há entre 19 e 17 automóveis por cada 100 pessoas na Rússia e no Brasil, respectivamente, na Índia e na China esse número é insignificante. Apesar de a Índia ser a mais atrasada em todos os aspectos, ela está atualmente vivenciando taxas de crescimento fenomenais em alguns setores de bens de consumo, como telefonia móvel, computação, internet e automóveis.

À medida que a renda *per capita* continua a crescer no BRIC, a classe média em ascensão, principalmente na Índia e na China, irá impulsionar o consumo fazendo que ele se desloque dos países ricos para as economias de mercado emergentes.



A teoria econômica sugere que nos níveis de renda inferiores, as pessoas consomem mais e poupam menos. Isso é motivado pelo fato de que somente quando se alcança um grau mínimo de consumo de subsistência é que as pessoas passam a considerar questões como consumo intertemporal e, portanto, poupança. Na medida que a renda cresce, os níveis de consumo caem relativamente a renda e finalmente, quando a renda excede o grau mínimo, a razão consumo por renda sobe novamente. A lógica econômica da terceira fase do desenvolvimento econômico é a de que quando, em níveis superiores de renda, as necessidades básicas são atendidas e existe uma rede de segurança social bem desenvolvida, as pessoas tendem a consumir produtos mais avançados, o que leva a um aumento da taxa entre consumo e renda.

A teorização anterior também está empiricamente validada. A relação entre PIB *per capita* e a razão consumo/PIB tem o formato de um U. Países de baixa renda *per capita* tendem a ter mais elevadas proporções consumo – PIB, e isso está configurado para diminuir, inicialmente, e, depois, finalmente aumentar novamente, visto que, em países de elevada renda *per capita*, por sua vez, as pessoas consomem mais em relação às suas rendas. O gráfico 15 sugere que essa relação é válida também para os países do BRIC. Enquanto Brasil e Rússia estão do lado inferior direito do U, a Índia está à esquerda e a China, no fundo do U. Portanto, para esse último país, a razão consumo – PIB esta pronta para aumentar, enquanto a Índia nem começou ainda a atravessar esse ciclo. Está claro, portanto, que o consumo na China esta se preparando para crescer em breve. Para a Índia, o nível de consumo em si deverá aumentar. Porém, o PIB deverá subir em ritmo ainda mais acelerado. Portanto, a proporção entre consumo e PIB irá cair, inicialmente, e depois passar a subir novamente.

Uma questão preocupante, porém, permanece. Porque a relação de consumo para renda não aumentou na mesma proporção que a renda em si? A hipótese da renda permanente de Milton Friedman prega que mudanças transitórias ou de curto prazo, na renda, não alteram o nível de consumo e o que o afeta são as expectativas de renda de longo prazo. É possível que os consumidores das economias de mercado emergentes percebam o aumento de renda como sendo transitório. Uma vez que este se torna permanente, os níveis de consumo irão aumentar. No agregado, então, um aumento na razão consumo/PIB vem junto com um aumento no nível de renda; porém, com certo atraso. É possível que este seja o fenômeno que estamos observando nos mercados emergentes, em geral, e no BRIC, em particular. É importante notar, porém, que o Brasil, em certa medida, e a Rússia, particularmente, não compartilham das características de consumo da Índia e da China, e o potencial de consumo da primeira é bem menor do que da última.

Reequilibrar a economia mundial, entre outras coisas, implica um deslocamento do consumo das economias avançadas para as economias de mercado emergentes. Isso *ipso facto* significa uma redução da poupança nestas economias e um aumento correspondente da poupança no ocidente. Nossa análise mostra que essa transição do fenômeno de poupança elevada e baixo consumo para o de poupança moderada e elevado consumo é viável nas economias de transição e o BRIC pode desempenhar um papel importante nisto.

## 7 CONCLUSÕES

Na linha da experiência global, o BRIC também sofreu da crise financeira que atingiu a economia mundial no fim de 2008. Entretanto, a gravidade do seu impacto não foi uniforme em todas essas economias. Devido a seu mais elevado grau de integração, Brasil e Rússia sofreram mais, enquanto Índia e China tiveram uma desaceleração moderada somente no crescimento do seu PIB. Dependendo da disponibilidade fiscal, todas as economias BRIC anunciaram estímulos fiscais para interromper o contágio da crise financeira. O maior estímulo fiscal foi anunciado pela China, seguida de Rússia, Índia e Brasil. Além das dimensões, as respostas fiscais dessas economias diferem também em suas naturezas. Enquanto Brasil e Rússia foram para o caminho de abatimentos tributários para impulsionar a demanda privada, Índia e China optaram por gastos públicos diretos no desenvolvimento de infraestrutura. De forma interessante, o Brasil usou essa oportunidade para expandir seu famoso e bem-sucedido Programa Bolsa Família e aumentou o salário mínimo em 12%. A resposta de política monetária foi relativamente simples e uniforme: todas as economias baixaram juros, sendo que a Rússia adotou o regime de política monetária mais liberal.

A política monetária liberal aliada à expansão fiscal ajudou o BRIC a se recuperar mais rápido. A recuperação foi observada, primeiro, na Índia e na China,

no primeiro trimestre de 2009, quando essas economias testemunharam uma reversão no crescimento de seus PIBs. O Brasil também embarcou na trajetória da recuperação, no quarto trimestre de 2009, seguido da Rússia, no primeiro trimestre de 2010. Entretanto, no caso desses países, a recuperação econômica ainda é frágil e, portanto, o governo deve continuar com a política expansionista. No longo prazo, é essencial que a economia global se reequilibre e o BRIC tem um papel importante a desempenhar para assegurar que isto ocorra de fato.

## REFERÊNCIAS

ALESINA, Alberto; ARDAGNA, Silvia. **Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending**. Cambridge, MA: NBER, 2009 (NBER Working Paper, n. 15438).

BANCO MUNDIAL (BIRD). **Russian Economic Report**, Washington, DC, n. 20, Nov. 2009.

———. **Russian Economic Report**, n. 21, Mar. 2010.

BORENSZTEIN, Eduardo; DE GREGORIO, José; LEE, Jong-Wha. How does foreign direct investment affect economic growth? **Journal of International Economics**, v. 45, n. 1, p. 115-135, 1 June 1998.

**China Quarterly Update**. Mar. 2010.

GOLDMAN SACHS. **Goldman Sachs BRIC Reports**.

———. **Dreaming with BRICs**, 2003.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **Global Financial Stability Report**. Washington, DC, Oct. 2009.

———. **Global Economics**, n. 99/152, 2007. Disponível em: <<http://www2.goldmansachs.com/>>.

———. **Global Financial Stability Report**. Washington, DC, Apr. 2010.

MOHAN, Rakesh. Global financial crisis and key risks: impact on India and Asia. *In*: IMF-FSF HIGH-LEVEL MEETING ON THE RECENT FINANCIAL TURMOIL AND POLICY RESPONSES. Washington, DC, 9 Oct. 2008.

VASHISTH, Pankaj; KUMAR, Rajiv. **The Global Economic Crisis: Impact on India and Policy Responses**. Tokyo: ADBI, 2009 (ADBI Working Paper, n. 164).