

Nº 107

**O Brasil ante a Crise Financeira
Internacional**

18 de agosto de 2011

Comunicados do Ipea

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República

Ministro Wellington Moreira Franco

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

Presidente

Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Mário Lisboa Theodoro

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

José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete

Pérsio Marco Antonio Davison

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

Daniel Castro

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

Comunicados do Ipea

Os *Comunicados do Ipea* têm por objetivo antecipar estudos e pesquisas mais amplas conduzidas pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, com uma comunicação sintética e objetiva e sem a pretensão de encerrar o debate sobre os temas que aborda, mas motivá-lo. Em geral, são sucedidos por notas técnicas, textos para discussão, livros e demais publicações.

Os *Comunicados* são elaborados pela assessoria técnica da Presidência do Instituto e por técnicos de planejamento e pesquisa de todas as diretorias do **Ipea**. Desde 2007, mais de cem técnicos participaram da produção e divulgação de tais documentos, sob os mais variados temas. A partir do número 40, eles deixam de ser *Comunicados* da Presidência e passam a se chamar *Comunicados do Ipea*. A nova denominação sintetiza todo o processo produtivo desses estudos e sua institucionalização em todas as diretorias e áreas técnicas do **Ipea**.

Introdução¹

Nos últimos meses as notícias relacionadas às dificuldades da Europa e dos Estados Unidos vêm explicitando o fato de que a crise de 2008 não está superada. O rebaixamento da dívida dos Estados Unidos de AAA para AA+, pela *Standard and Poors*, foi mais um elemento desse processo e este gatilho acabou gerando um impacto expectacional negativo importante, especialmente sobre a capacidade de financiamento das dívidas dos países desenvolvidos, provocando forte efeito sobre as bolsas de valores mundiais.

Os Estados Unidos apressaram-se a informar que o juro básico permanecerá zerado até meados de 2013 e o Banco Central Europeu começou a comprar bônus italianos e espanhóis, na tentativa de baixar seus juros e proteger a zona do euro das incertezas deflagradas com os novos acontecimentos. O que se viu foi uma alta volatilidade nas bolsas de valores, que recuaram, voltaram a se recuperar e recuaram novamente nos dias posteriores aos citados acontecimentos.

No caso dos países em desenvolvimento, a volatilidade provocou a conhecida “*fuga para a qualidade*”, quando os capitais mais flexíveis revertem suas posições e se dirigem rapidamente para títulos financeiros seguros em moeda forte, especialmente os *Treasury Bonds* norte-americanos. Essa dinâmica permaneceu, mesmo considerando que foi a dívida dos Estados Unidos que sofreu rebaixamento. Desta forma, alguns dias após o anúncio da *Standard and Poors*, os títulos do tesouro dos Estados Unidos subiram rapidamente de patamar.

O debate quanto à possibilidade de uma recaída da crise mundial começou a crescer rapidamente e, no Brasil, esta discussão estabeleceu-se após forte queda da bolsa de valores do país. Grande parte das empresas que negociam diariamente suas ações na Bovespa apresentou queda expressiva no valor de seus papéis, sendo que os mesmos atingiram níveis inferiores aos observados entre setembro de 2008 e 2009, período do agravamento da crise financeira mundial. Com isso, várias empresas negociadas viram seu valor de mercado ficar abaixo do valor patrimonial, mas em seguida observou-se um rápido retorno dos capitais, de forma que parte das empresas recuperou suas perdas. Ou seja, a forte volatilidade da Bovespa indicou uma instabilidade crescente.

¹ Colaboraram na elaboração deste Comunicado: diretora Vanessa Petrelli e coordenador Claudio Hamilton, da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Ipea (DIMAC); assessora-chefe Luciana Acioly e assessor André Calixtre, da Assessoria Técnica da Presidência do Ipea (ASTEC). A revisão e diagramação do texto contou com o apoio da Assessoria de Comunicação do Ipea (ASCOM).

A partir daí, surgem discussões quanto à capacidade do país responder a um eventual aprofundamento da crise e várias interpretações se apresentam. Nesta direção, o objetivo deste Comunicado é o de apresentar uma reflexão sobre as condições atuais do Brasil e sua capacidade de efetuar políticas públicas, capazes de combater os efeitos mais perversos de uma possível crise mais profunda.

Primeiramente, o Comunicado apresenta uma comparação da situação de hoje com aquela que se observava em 2008, para mostrar os espaços de resposta para a intervenção do governo. A seguir, são abordadas algumas vulnerabilidades importantes que se observam, destacando a importância de se escolher um rumo para a intervenção que privilegie uma melhora no padrão de crescimento do país.

1. Condições atuais favoráveis

Apesar da possibilidade de uma recaída ser historicamente mais desafiadora do que no primeiro momento de uma crise sistêmica internacional, as condições objetivas do Brasil, após ter atravessado com sucesso a primeira tormenta, apontam reservas macroeconômicas estratégicas para o combate da possível segunda. O segundo capítulo da crise, ademais, pode alicerçar um processo de redução mais forte da taxa de juros doméstica. Há convergência de vários analistas econômicos quanto a alguns destes aspectos, mas existem divergências de interpretação, especialmente quanto à questão do papel da dívida pública.

Nos impactos da crise internacional, encontram-se no Brasil algumas especificidades macroeconômicas, cujas principais questões são comentadas a seguir.

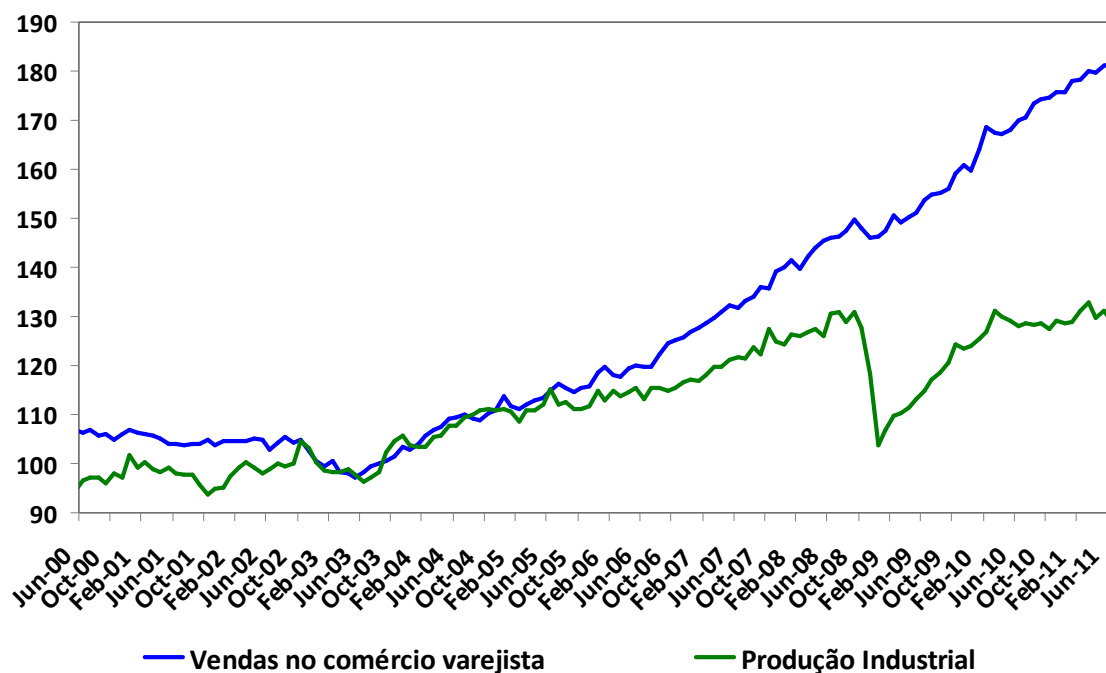
i) A turbulência externa está coincidindo com uma desaceleração da economia brasileira.

Contrariamente à situação de 2008, em que a economia brasileira estava apresentando um movimento de aceleração do crescimento, a situação de hoje é distinta. Os sinais de desaceleração podem permitir maior espaço de manobra para uma política que envolva a queda da taxa de juros doméstica.

De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o volume de vendas no varejo restrito voltou a registrar avanço na série livre de influências sazonais, com alta de 0,2% na passagem entre maio e junho de 2011. No entanto, paralelamente, a produção

industrial apresenta um cenário de estagnação (gráfico 1), uma vez que os resultados referentes ao mês de junho de 2011, divulgados na Pesquisa Industrial Mensal (PIM), do (IBGE), reforçaram a tendência de desaceleração iniciada após o primeiro trimestre de 2011.

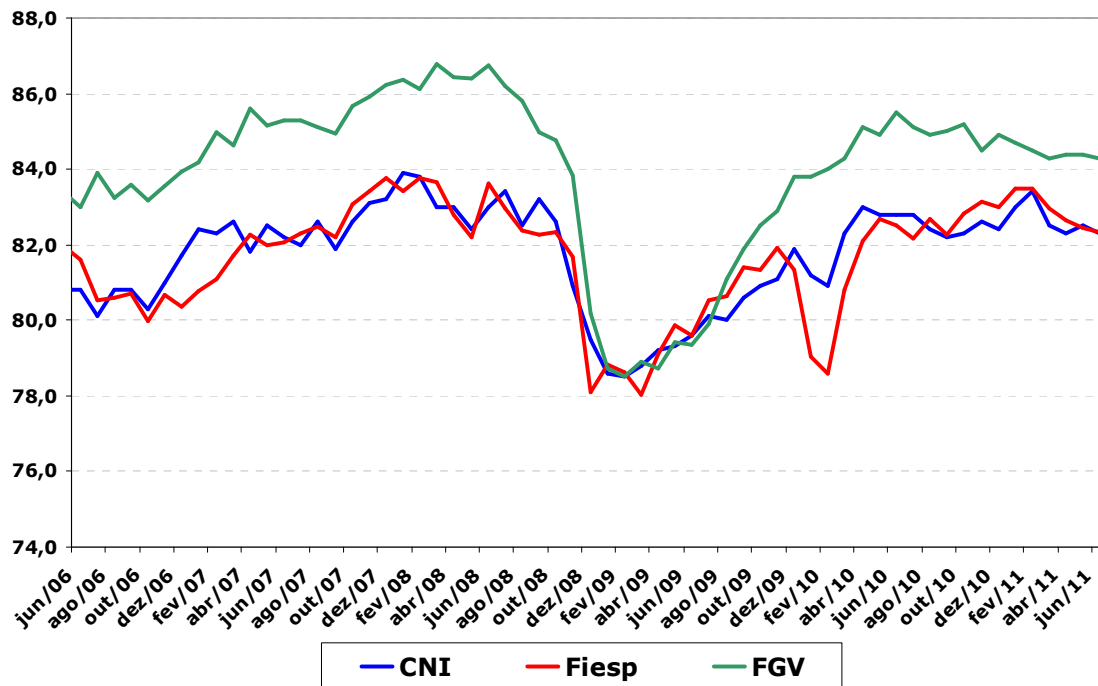
Gráfico 1- Vendas a Varejo x Produção industrial
Índice dessazonalizado: Base 2003 = 100



Fonte: Fonte: PMC e PIM-PF/IBGE. Elaboração Ipea.

Além disso, a indústria vem acumulando estoques acima do nível planejado nos últimos meses, segundo apontaram as pesquisas da Fundação Getúlio Vargas (FGV) e da Confederação Nacional das Indústrias (CNI) (Gráfico 2).

Gráfico 2 - Nível de utilização da capacidade instalada
(% com ajuste sazonal)



Fonte: CNI, FIESP, FGV. Elaboração Ipea.

ii) Está em processo um movimento de queda do preço das commodities em nível mundial.

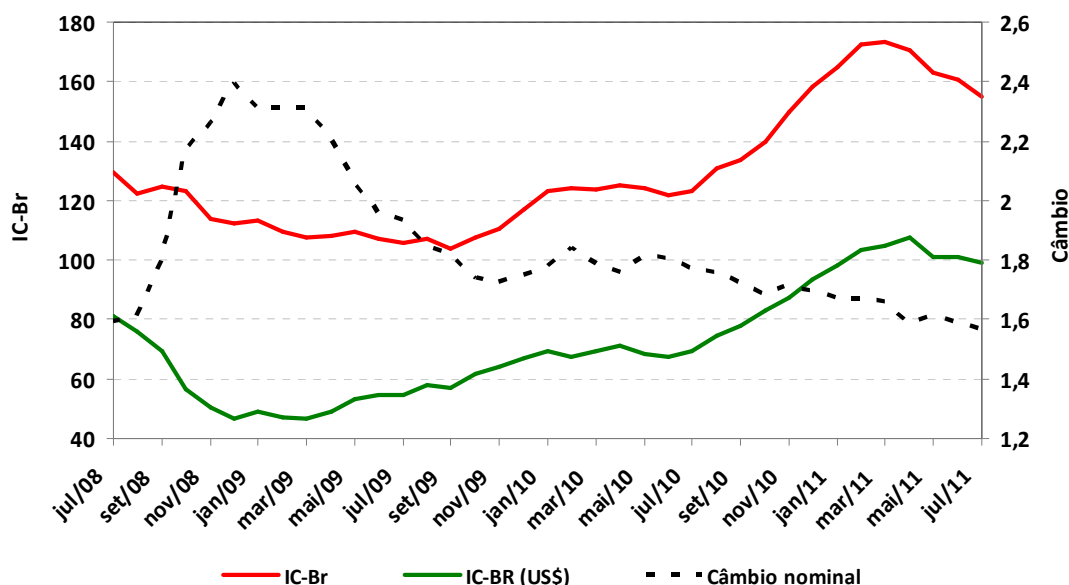
Em 2008, no período imediatamente anterior ao aprofundamento da Crise de *Subprime* em Setembro, o movimento do preço das commodities era de forte crescimento, e estava gerando impactos inflacionários. A partir de setembro, os preços caem abruptamente e já em meados no ano seguinte voltam a crescer rapidamente, para surpresa de grande parte dos analistas.

Contrariamente à situação do início de 2008, hoje se observa, em nível internacional, uma queda do preço das *Commodities* e para o caso do Brasil isto é sentido há alguns meses. O índice IC-br.² (em reais) apresentou a sua quarta redução consecutiva em julho (-3,3%) desde abril deste ano. Dois vetores impulsionaram o índice para baixo: a apreciação cambial (variação de -1,5% da taxa média mensal de venda Ptax) e a queda das cotações das commodities agrícolas (em dólares), que levou a uma variação de -4,5% do IC-br agropecuária em dólares e de -5,9% do mesmo índice em reais.

² O IC-Br é um índice dos preços das *commodities* que mais afetam os preços internos no Brasil, ponderados de maneira equivalente à cesta de consumo utilizada no IPCA, divulgado pelo Banco Central do Brasil.

Gráfico 3 - Evolução do IC-Br e Taxa de Câmbio

Base: Dez de 2005 = 100

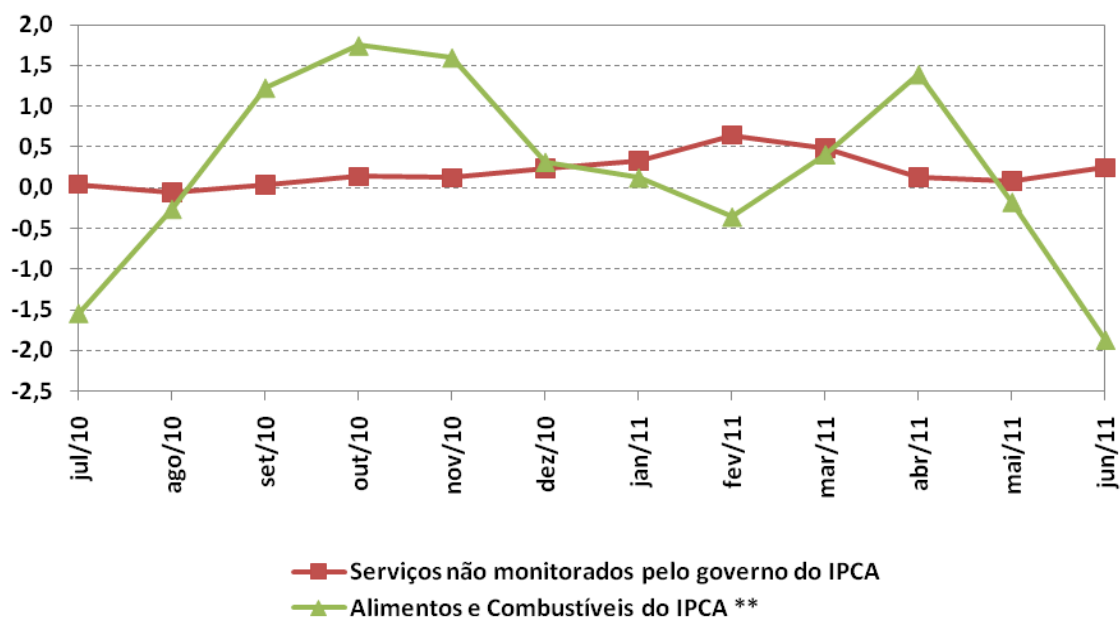


Fonte: BCB e IPEA. Elaboração Ipea.

Essas quedas das cotações das *commodities* ainda não foram suficientes para compensar a forte alta ocorrida no ano passado. Porém, juntamente com a valorização do Real, já é possível notar os impactos sobre os preços internos, que se refletem nas sucessivas quedas mensais no IGP-DI da FGV, de (-)0,13% em junho, e de (-)0,05% em julho, fato comentado nas publicações da Conjuntura em Foco e na Carta de Conjuntura da DIMAC/IPEA como importante para indicar um arrefecimento do processo inflacionário.

No atacado, a variação de -0,13% no IPA decorreu da redução dos preços dos “materiais e componentes para a manufatura” e de “matérias primas brutas” (com destaque para o milho e o algodão). No varejo, os preços dos alimentos apresentaram novamente variação mensal negativa em julho de -0,67% deste grupo no IPC e de -0,34% no IPCA.

Gráfico 4 -IPCA – Serviços não monitorados e Alimentos e Combustíveis
Variação mensal %*



Fonte: IBGE/IPEA. Elaboração IPEA.

* Variação da inflação do mês (contra mês anterior) relativamente à média das inflações dos mesmos meses nos 4 anos anteriores.

** Séries de combustíveis para veículos e alimentos no domicílio: média reponderada segundo os pesos de junho de 2011 do IPCA resultando em 24% (combustíveis) e 76% (alimentos).

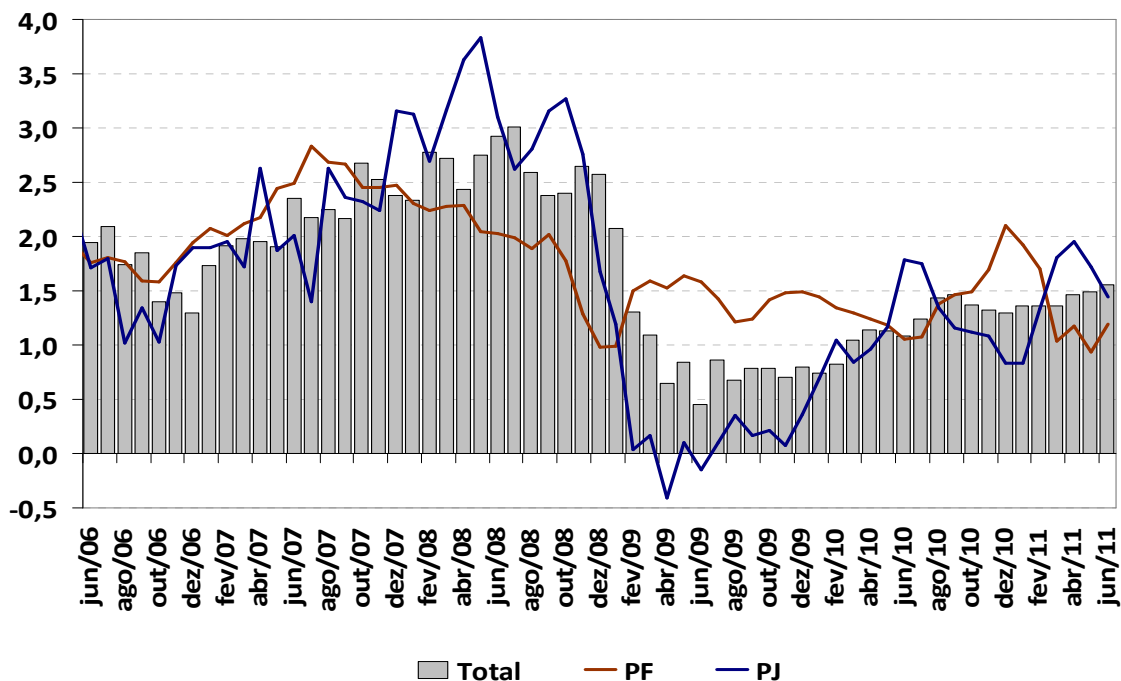
A perspectiva é a de que, se a crise aprofundar-se, deve haver uma queda mais pronunciada no preço das commodities. No entanto, provavelmente as mesmas não voltarão a apresentar um crescimento acelerado depois, já que a dinâmica atual é de queda dos preços.

iii) Os grandes bancos parecem estar funcionando em bases sólidas e não está ocorrendo uma interrupção de canais de crédito

Em setembro de 2008, as instituições de pequeno e médio porte apresentavam dificuldades, sendo que os créditos externos haviam caído fortemente e apresentou-se rapidamente uma redução abrupta do crédito interno. Neste contexto, o Banco Central buscou fornecer liquidez ao sistema, para evitar uma crise financeira e este foi outro fator a justificar a demora na queda da taxa de juros doméstica. No momento atual, contrariamente, os bancos estão sólidos e não há indicação de um arrefecimento mais profundo no crédito.

Gráfico 5 - Saldo das operações de crédito com recursos livres

Variação percentual trimestre contra trimestre encerrado no mês anterior com ajuste sazonal

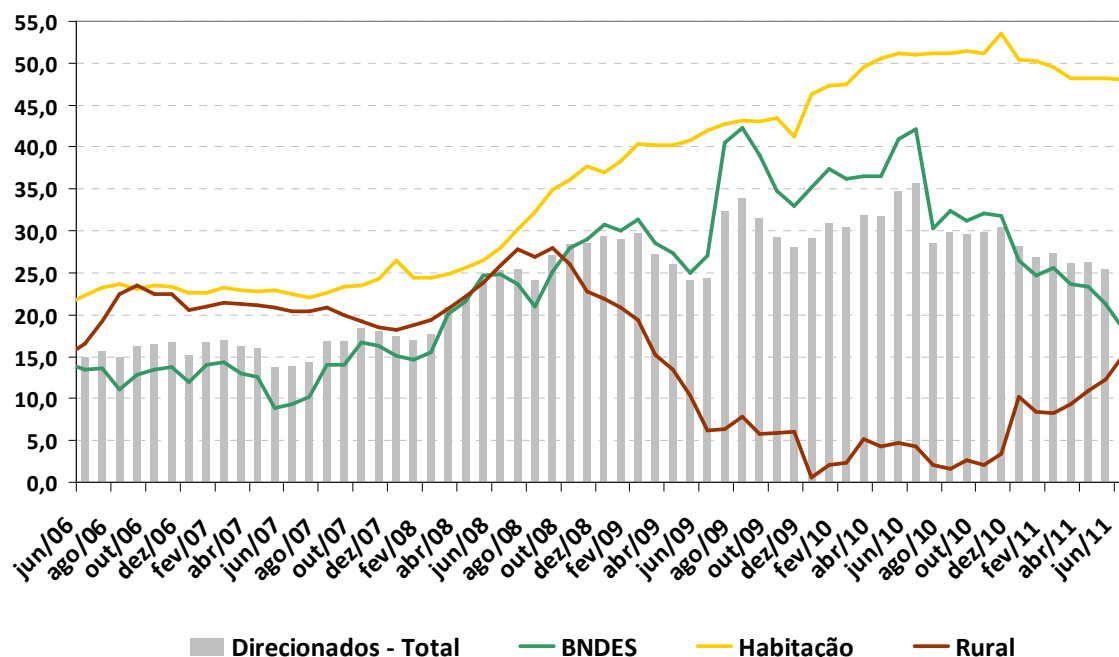


Fonte: BCB-DEPEC. Elaboração Ipea.

Uma explicitação deste movimento é o fato de que, em junho, o mercado de crédito manteve a tendência de expansão moderada dos últimos meses. Os dados dessazonalizados mostram que, enquanto o segmento de pessoa jurídica apresenta uma queda nas concessões acumuladas no ano, o segmento de crédito à pessoa física apresentou um movimento de recuperação. Ambos indicam um pequeno crescimento do saldo das operações com recursos livres.

Um fato importante é a queda, em julho, nas concessões das modalidades ligadas a repasses externos, mas este movimento ainda não pode ser considerado negativo, já que, em comparação com o mesmo período do ano passado, as liberações de hoje são maiores.

Gráfico 6 - Saldo com recursos direcionados
Variação % em 12 meses



Fonte: BCB-DEPEC. Elaboração Ipea.

Paralelamente, do lado dos recursos direcionados, observa-se a queda das liberações do BNDES e que o crédito rural vem tendo um movimento de expansão, porém hoje apresenta níveis inferiores aos ocorridos no início de 2008. Uma das considerações que se pode indicar é a de que, no caso destes dois últimos créditos, há espaço para uma volta do crescimento, caso haja a necessidade de uma ação anticíclica dos bancos públicos.

iv) O Banco Central já iniciou uma atuação para a contenção da especulação no mercado de derivativos, assim como as empresas brasileiras, após lições dos acontecimentos desastrosos das operações com derivativos ocorridas em 2008

Em 2008, logo após o anúncio da falência do *Lehman Brothers*, descobriu-se que empresas brasileiras estavam fortemente alavancadas em derivativos cambiais. Grandes grupos, como Sadia e Aracruz, registraram perdas expressivas, por manter elevadas apostas na contínua valorização da moeda nacional. As perdas da Sadia chegaram a R\$ 2,6 bilhões e as da Aracruz atingiram o nível de R\$ 4,2 bilhões. A magnitude do total dos contratos de risco era substancialmente maior e o movimento da

desvalorização abrupta do câmbio comprometia a saúde do próprio sistema financeiro. A consequência desse problema foi, mais uma vez, obstaculizar uma redução da taxa de juros, sob a alegação que isto comprometeria ainda mais a capacidade de financiamento dessas grandes empresas.

Quadro 1- Medidas adotadas pelo Banco Central do Brasil

| Data | Medida |
|----------|---|
| 4/10/10 | Ministério da Fazenda eleva a alíquota de IOF de 2% para 4% sobre a aplicação, por estrangeiros, em fundos de renda fixa e títulos do Tesouro. |
| 7/10/10 | Resolução n. 3.912: o BC estabelece que a migração, por investidores não residentes, de aplicações em renda variável e ações para aplicações em renda fixa está sujeita ao fechamento de novo contrato de câmbio (câmbio simultâneo), impedindo que os investidores deixem de pagar a nova alíquota de IOF para renda fixa. |
| 18/10/10 | Decreto n. 7.330: nova elevação da alíquota de IOF, agora de 4% para 6%, para aplicações, por investidores não residentes, em renda fixa e de 0,38% para 6% sobre as margens de garantias pagas em dinheiro nos mercados futuros por não residentes. |
| 20/10/10 | Resolução n. 3914: fica vedada, às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, a realização de aluguel, troca ou empréstimo de títulos, valores mobiliários e ouro a investidor não residente, com o objetivo de realizar operações nos mercados de derivativos. Os contratos já existentes eram válidos até seu vencimento ou até 31/12/2010, caso não houvesse data de vencimento. |
| 20/10/10 | Resolução n. 3.915: altera a Resolução n. 3.912, incluindo migração de recursos com a finalidade de cobrir margens de garantia dos mercados futuros (excetuam-se os ajustes diários de margem). |
| 6/1/11 | Circular n. 3.520: recolhimento de depósito compulsório (em reais) de 60% do valor das posições vendidas em câmbio assumidas pelos bancos, que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 3 bilhões ou o patrimônio de referência (Nível I). A medida começará a valer a partir de 4/4/2011. Objetivo do BCB: trazer a posição vendida dos bancos no mercado à vista para US\$ 10 bilhões. |
| 29/3/11 | Decreto n. 7.456, por meio do qual o Ministério da Fazenda elevou para 6% a alíquota de IOF sobre as captações externas de até 360 dias (as captações externas com prazo inferior a 90 dias já eram tributadas com alíquota de IOF de 5,38%). |
| 28/3/11 | Decreto presidencial eleva IOF sobre compras no exterior com cartão de crédito (de 2,38% para 6,38%). |

| | |
|----------|---|
| 4/4/11 | Resolução n. 3.967: CMN estabelece que as renovações de empréstimos externos, sujeitos a registro no BCB e contratados de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional, devem contar a realização de câmbio simultâneo (devem contabilizar os fluxos cambiais “fictícios” referentes ao pagamento da dívida, sujeito a IOF de 0,38%, e à nova captação, sujeita a IOF de 6%). Bloqueia-se, assim, um instrumento de evasão do Decreto n. 7.456. |
| 6/4/11 | IOF de 6% passa também a incidir sobre empréstimos externos de até dois anos e para repactuação e assunção de dívidas. |
| 8/7/11 | Estabelecimento de compulsório de 60% sobre as posições vendidas em moeda estrangeira acima de US\$ 1 bilhão das instituições financeiras (ou de seu patrimônio de referência; o que for mais elevado). |
| 27/07/11 | Medida Provisória Nº 539 autoriza o Conselho Monetário Nacional, para fins da política monetária e cambial, a estabelecer condições específicas para negociação de contratos de derivativos, inclusive para a aplicação do IOF de até 25% para operações cambiais dos bancos e demais instituições. |

Fonte: Fundap/BCB

Atualmente, não há indicações de que empresas de maior porte estejam fazendo as mesmas operações com derivativos, a despeito da contínua valorização do câmbio. Além disto, o governo tomou atitudes no intuito de desestimular a montagem de posições deste tipo. Foram implantadas medidas para barrar a entrada de capitais de curto prazo muito voláteis (principalmente via IOF e aumento da fiscalização das operações) e também para limitar o uso de derivativos cambiais. O quadro 1 resume as ações efetuadas.

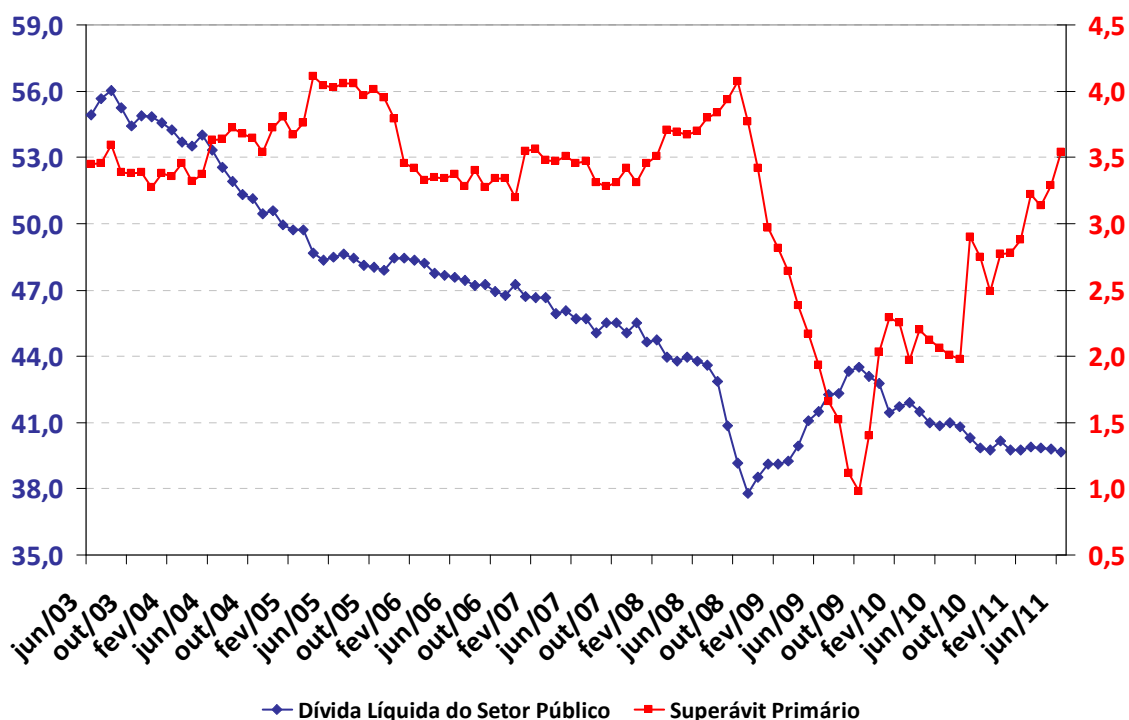
v) As contas públicas do país continuam apresentando bons resultados

Nos seis primeiros meses de 2011, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), exclusive Petrobras e Eletrobrás, permaneceu essencialmente estável em 39,8% do Produto Interno Bruto (PIB)³. Observe-se que a dinâmica da DLSP medida em porcentagem do PIB (“d”) depende de quatro variáveis básicas: i) da taxa “real” de crescimento do PIB (“g”); ii) da taxa de juros (líquida) “real” incidente sobre a DLSP (“r”); iii) do valor do superávit primário medido como porcentagem do PIB (“prim”); e

³ – O resultado líquido é dado pela diferença entre a Dívida Pública Total e os ativos financeiros (ambos consolidados) da União, dos estados, do Distrito Federal, dos municípios e das demais empresas estatais brasileiras – exceto Petrobrás.

iv) do valor dos “ajustes patrimoniais” incidentes sobre a DLSP medido em porcentagem do PIB (“ap”).⁴

Gráfico 7-Dívida Líquida e Superávit Primário do Setor Público
Saldos em fim de período e fluxos acumulados em 12 meses - em % do PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração Ipea.

Quanto aos ajustes patrimoniais, os mesmos são de três tipos: i) ajustes cambiais; ii) ajustes por conta de reconhecimentos de dívidas e iii) privatizações. Desde 1999, os únicos ajustes patrimoniais macroeconomicamente relevantes têm sido os ajustes cambiais.

Variações na taxa de câmbio afetam a DLSP porque modificam o valor em reais dos passivos e ativos públicos denominados em dólares. Desvalorizações do Real aumentaram fortemente a DLSP em 1999 e 2002 porque os passivos públicos denominados em dólares eram bem maiores do que os ativos públicos em moeda estrangeira (notadamente reservas internacionais em poder do BCB). O contrário vem ocorrendo desde o final de 2008 – quando as reservas internacionais já eram bem

⁴ Com efeito, algebricamente tem-se que:

$$d \approx (1 + r - g) * d - \text{prim} + \text{ap} \quad (1)$$

maiores do que os passivos públicos denominados em dólares, situação que permanece até hoje.

Na atual conjuntura, apreciações do Real aumentam a DLSP ao passo que desvalorizações a diminuem. Ou seja, um fato importante que ocorre agora está ligado à questão de que a Dívida Externa Pública deixou de ser problema e que a Dívida Interna se desindexou do dólar, de forma que, a desvalorização do dólar geraria um impacto de redução da dívida, ao invés de aumentá-la como em períodos passados.

Por fim, chega-se ao terceiro elemento que afeta a dinâmica da dívida pública: os juros. Nos seis primeiros meses de 2011, a taxa de juros real implícita sobre a DLSP⁵ tem flutuado em torno de 9,5% ao ano. A elevação na taxa de juros implícita nominal verificada nos últimos meses apenas compensou o efeito da elevação da inflação (medida pelo IPCA e anualizada) no mesmo período. O que se observa é que a dinâmica dos juros tem afetado a relação DLSP/PIB.

A DLSP é composta por ativos e passivos distintos, emitidos em datas diferentes e remunerados a taxas diversas. Em maio de 2011, por exemplo, os principais passivos públicos eram: i) a Dívida Mobiliária Federal (42,9% do PIB), que ainda tem parte importante dos títulos pós-fixados Selic; ii) as Operações Compromissadas do BCB (9,8% do PIB), que têm forte relação com a compra de Reservas; iii) depósitos do setor privado no BCB (8,8% do PIB); e iv) a Base Monetária (4,6% do PIB). Paralelamente, os principais ativos financeiros públicos, por sua vez, eram: i) Reservas Internacionais do BCB (da ordem de 13,5% do PIB); ii) Aplicações do Fundo de Amparo ao trabalhador (FAT) (4,7% do PIB); e iii) Créditos junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (6,8% do PIB).

Na medida em que se devem considerar os ganhos advindos dos ativos, com as exigências de pagamentos envolvidas nos passivos, a taxa implícita de juros sobre a DLSP reflete o histórico de decisões tomadas no passado sobre a aquisição de ativos e passivos pelo governo (e a “maturidade” e a remuneração dos mesmos).

Analisando-se o perfil de ambos, sabe-se que a remuneração dos passivos públicos (com exceção da Base Monetária) tende a ser igual ou superior à taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) vigente quando da emissão dos mesmos, enquanto os principais ativos financeiros públicos tendem a ser remunerados (quando muito) pela taxa de juros de longo prazo (TJLP).

⁵ Isto é, a taxa nominal mensal anualizada, menos a inflação mensal anualizada medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), uma aproximação do “r” da equação (1)

Em outras palavras, a taxa de juros implícita sobre a DLSP tende a ser maior, quanto maior for o tamanho do passivo público total e maior a diferença entre a TJLP e a taxa Selic nos anos passados próximos. Deste modo, a estabilidade recente relaciona-se com o fato de que o aumento do passivo público (quando comparado a 2008, por exemplo) foi em grande medida compensado pela diminuição da diferença entre a TJLP e a Selic. O comportamento futuro da taxa de juros implícita real incidente sobre a DLSP irá depender fundamentalmente do *timing* e da magnitude do aperto monetário em curso e do comportamento da inflação – assim como das decisões do governo quanto à acumulação de reservas. Assim, cabe notar que os juros são um importante fator, que contribui para o movimento da Dívida Líquida do Setor Público.

Gráfico 8- Taxas implícitas anuais sobre a DLSP

(em % do PIB, em % a.a.)



Fonte: BCE e cálculo do Ipea/Dimac/Coordenação de Finanças Públicas

No que se refere ao Resultado Primário, a Lei de Diretrizes Orçamentárias, (LDO) aprovada pelo Congresso Nacional em agosto de 2010, fixou a meta de superávit primário do setor público consolidado (exclusive Petrobras) para 2011 em R\$ 125,5 bilhões (ou 3,3% de R\$ 3,927 trilhões, o PIB nominal previsto para este ano).

Os dados demonstram que tal meta vem sendo atingida. Note-se que o bom desempenho recente das contas públicas brasileiras é resultado da dinâmica dos Gastos

Públicos Primários, que vêm crescendo menos que as receitas e isto é particularmente verdadeiro no caso da União. A exceção desta dinâmica se observa apenas para o caso do item “Outras Transferências a Famílias”, que inclui os gastos com o Regime Geral da Previdência Social, despesas com o pagamento do seguro desemprego e gastos assistenciais em geral (que atendem majoritariamente os brasileiros mais pobres) e que têm sido fundamentais para a mudança do regime de crescimento brasileiro.

Quadro 2- Evolução das receitas primárias da União nos primeiros 5 meses de 2011

| | Acumulado nominal (jan-mai/2011 – R\$ bilhões) | Taxa de crescimento real em relação a jan-mai de 2010 (IPCA) | Taxa de crescimento real em relação a agosto de 2010 (IPCA, ajuste sazonal, X-12) | % do PIB nominal (Jan-mai/2011) | % do PIB nominal (jan-mai/2010) |
|---|--|--|---|---------------------------------|---------------------------------|
| Receitas primárias | 396,35 | 10,48% | 10,63% | 24,65% | 23,57% |
| Receitas primárias s/receitas não recorrentes | 394,98 | 10,24% | 5,13% | 24,56% | 23,54% |
| Tributos sobre a renda do trabalho | 40,1 | 15,98% | 11,75% | 2,49% | 2,27% |
| Contribuições previdenciárias | 100,41 | 9,00% | 2,31% | 6,24% | 6,05% |
| Tributos sobre o lucro | 71,76 | 14,98% | 4,07% | 4,46% | 4,10% |
| Tributos indiretos | 112,02 | 12,27% | 4,39% | 6,97% | 6,56% |
| Tributos sobre operações financeiras | 22,04 | 17,20% | 12,40% | 1,37% | 1,24% |
| Demais recorrentes | 48,65 | -3,92% | -8,32% | 3,03% | 3,33% |

Fonte: STN/IPEA. Elaboração Ipea.

Excluindo-se o item acima citado, a arrecadação de praticamente todos os tipos de tributos aumentou mais rapidamente que o PIB, com destaque para o crescimento da arrecadação sobre Operações Financeiras (por conta das seguidas mudanças no Imposto sobre Operações Financeiras - IOF) e para a arrecadação sobre a renda do trabalho (por conta do crescimento da massa salarial).

Quadro 3- Evolução das despesas primárias da União nos primeiros 5 meses de 2011

| | Acumulado nominal (jan-maio/2011 - R\$ bilhões) | Varição real em relação a jan-maio/2010 (IPCA) | Varição real em relação a ago-dez/2010 (IPCA, ajuste sazonal, X-12) | % do PIB nominal (jan-mai/2011) | % do PIB nominal jan-mai/2010 |
|---|---|--|---|---------------------------------|-------------------------------|
| Despesa total | 350,89 | 5,39% | -2,65% | 21,82% | 21,88% |
| Despesa total s/ Fundo Soberano e s/ capitalização da Petrobrás | 350,89 | 5,39% | 7,52% | 21,82% | 21,88% |
| Transferências obrigatórias a Estados e Municípios | 72,56 | 17,43% | 13,21% | 4,51% | 4,06% |
| Pessoal e encargos sociais | 73,27 | 4,58% | 3,65% | 4,56% | 4,60% |
| Benefícios previdenciários (RGPS) | 108,12 | 3,91% | 3,98% | 6,72% | 6,83% |
| Abono e seguro desemprego | 9,8 | 1,57% | -5,53% | 0,61% | 0,63% |
| LOAS e RMV | 10,19 | 5,90% | 3,12% | 0,63% | 0,63% |
| Subsídios e Subvenções econ. | 3,83 | -12,83% | 110,51% | 0,24% | 0,29% |
| Out_desp_cust_capit | 70,79 | -0,93% | 11,75% | 4,40% | 4,70% |
| Investimentos (incluindo transferências de capital) | 14,13 | -13,32% | 8,44% | 0,88% | 1,07% |
| FBCF | 9,81 | -4,94% | 3,03% | 0,61% | 0,68% |

Fonte: STN/IPEA. Elaboração Ipea.

É importante destacar que os dados disponíveis para o primeiro semestre do ano sugerem um significativo aperto da política fiscal em 2011 (relativamente a 2010) - liderado pelo crescimento da carga tributária e pela diminuição no ritmo de crescimento dos gastos públicos federais, notadamente de custeio (consumo intermediário), de investimentos e com pagamento de salários e benefícios previdenciários a funcionários públicos.

Observa-se que, nos cinco primeiros meses do ano, o Governo já havia atingido 51,5% da meta “cheia” de superávit primário para todo o ano de 2011. O que se destaca

é que o Setor Público não se encontra em situação de “excesso de gasto” ou de que tenha obtido tal resultado através de novas receitas extraordinárias – o que não ocorreu.

É fato que se antevê um crescimento das transferências públicas de assistência e previdência em 2012 – por conta do reajuste do salário mínimo. Mas cumpre notar que a política salarial e de contratação de funcionários públicos federais sofreu significativa inflexão em 2011, de modo a permitir projetar um baixo crescimento da folha salarial federal em 2012, o que ajudará a compensar o impacto do reajuste do mínimo nas contas públicas no ano que vem. Cumpre ressaltar, ademais, que o aumento do salário mínimo tem forte impacto positivo sobre o nível de atividade – tornando-o, simultaneamente, equalizador do ponto de vista social (tendo em vista a importância redistributiva do salário mínimo) e funcional do ponto de vista macroeconômico em um contexto de crise.

vi) As Reservas brasileiras continuam em patamares altos

Os dados relativos às reservas internacionais registram os patamares mais altos alcançados nos últimos anos. De fato, as mesmas estão em torno de US\$ 350 bilhões, nível seguro para contrapor uma debandada de recursos de estrangeiros aplicados no país, que revertem rapidamente, pelo fato de terem grande flexibilidade. No entanto, brasileiros que aplicam em títulos podem sair do país e, assim, a magnitude dos montantes totais de potenciais saídas é maior do que as reservas. Ou seja, de acordo com a possível gravidade da fuga de capitais, deve-se adotar medidas de incentivo à permanência dos investidores internos em ativos brasileiros, para garantir os recursos necessários ao combate da eventual fuga de capitais externos.

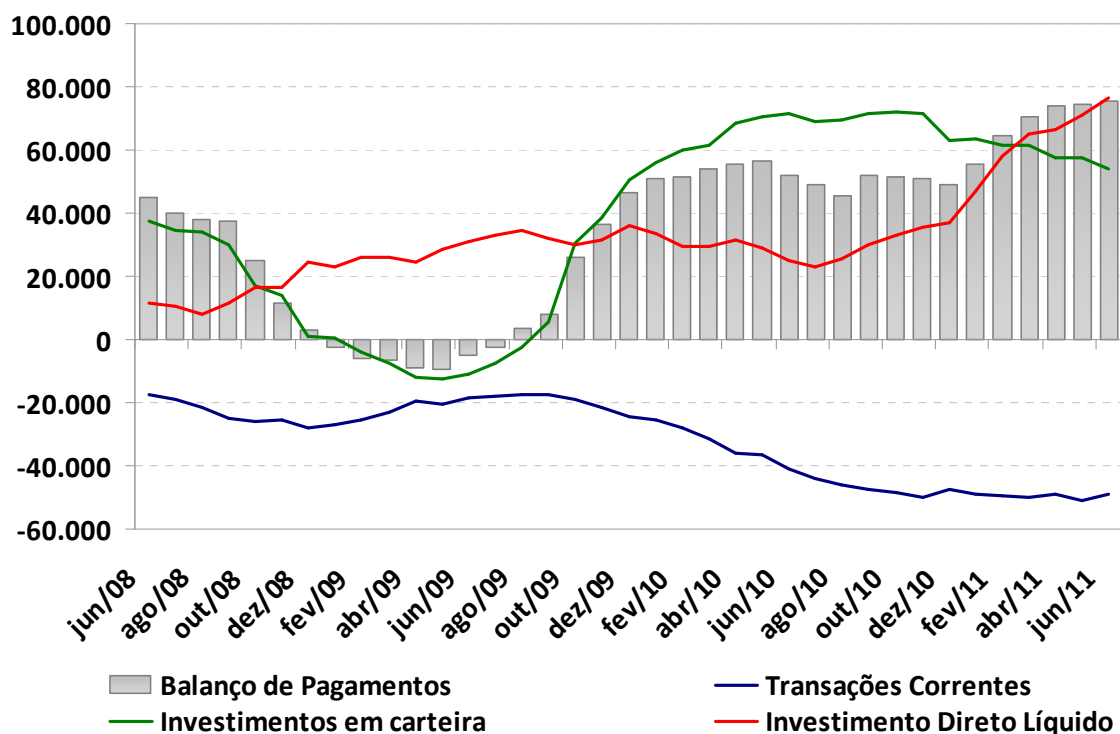
2. Algumas vulnerabilidades

i) O crescimento do passivo externo líquido, a magnitude e volatilidade dos fluxos financeiros

Um dos pontos de vulnerabilidade refere-se à magnitude dos fluxos de capitais com viés especulativo que entraram no país a partir de 2009, atraídos, especialmente, pelo diferencial de juros. Após a reversão dos fluxos financeiros internacionais, observada na eclosão da crise de 2008, ocorreu um rápido retorno destes fluxos, de forma que, em 2009, o grau de liquidez da economia mundial começou a mostrar sinais de melhora. Os fluxos internacionais de capitais que se dirigiram das economias

avançadas para as economias emergentes voltaram a aumentar e, no ano de 2010, esta recuperação da liquidez tornou-se ainda mais intensa, estimulada pela política de “*quantitative easing*” dos Estados Unidos. Observa-se aí um grande direcionamento de recursos privados para as economias periféricas. Esta cifra alcançou o valor de 470,1 bilhões de dólares, segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Gráfico 9 – Evolução do Balanço de Pagamentos
Valores acumulados em 12 meses em US\$ milhões



Fonte: BCB/IPEA. Elaboração IPEA.

A política de câmbio valorizado, segundo o *Comunicado do Ipea nº 106*, tem anulado a política tarifária brasileira, de modo que o câmbio tornou-se um incentivo à importação e um desestímulo à exportação. O primeiro efeito disso é a deterioração progressiva da situação dos déficits em transações corrente, ainda que a balança comercial tenha registrado saldos positivos. Isso porque o superávit comercial não foi capaz de compensar os déficits constantes na conta de rendas e de serviços. A conta de renda é a principal fonte dos déficits e é produto de dois fatores inter-relacionados: a maciça entrada de capitais externos pela conta financeira gera pressões intertemporais deficitárias sobre as transações correntes, na forma de juros e lucros emitidos ao

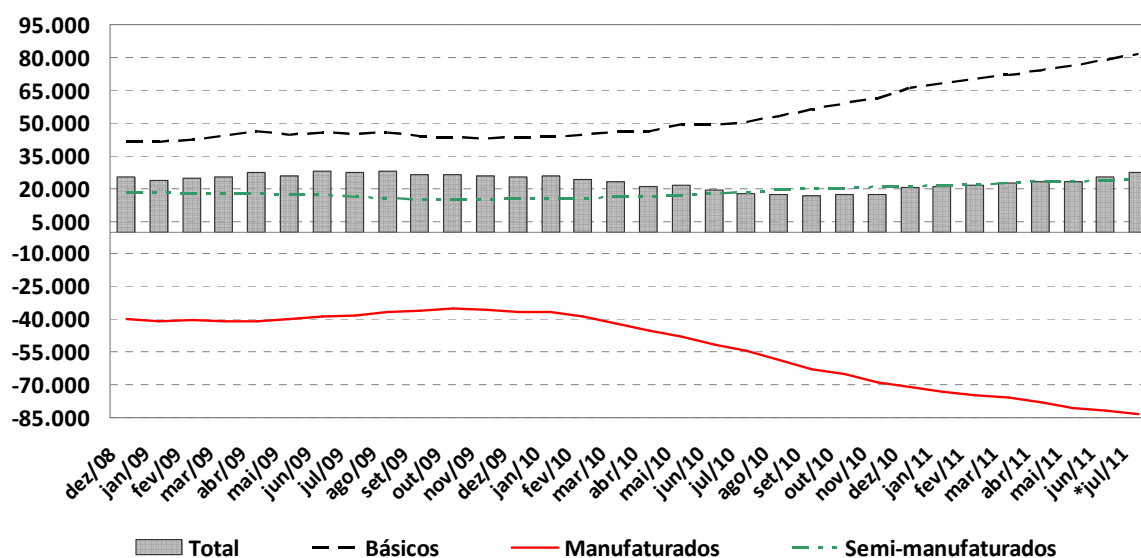
exterior; e a valorização cambial provocada por esse intenso fluxo financeiro favorece a realização de lucros e juros ao exterior, agravando ainda mais o quadro.

ii) O perfil da Balança comercial brasileira, movimento de commodities e dependência da articulação com a China

Segundo o Comunicado do Ipea nº 85, as relações comerciais Brasil-China tiveram crescimento superior à elevação do comércio entre o Brasil e o mundo. Entre 2000 e 2010, as exportações brasileiras para a China elevaram-se de US\$ 1,1 bilhão – 2% do total exportado pelo Brasil – para US\$ 30,8 bilhões – 15% do total, ao passo que as importações brasileiras da China cresceram de US\$ 1,2 bilhão – 2% do total – para US\$ 25,6 bilhões – 14% do total. Ao longo desses períodos, o saldo foi positivo para o Brasil em seis anos.

A alta recente dos preços das *commodities*, associada à importância comercial da China (que tem perfil de demanda em produtos primários) e à valorização do câmbio, que penaliza os produtos industrializados, consolidando o processo de primarização da pauta exportadora brasileira (gráfico 10).

Gráfico 10 – Saldo comercial Brasileiro. Primários, Semimanufaturados e Manufaturados



Fonte: MDIC. Elaboração Ipea

Essa primarização em curso aumenta a vulnerabilidade do país a choques externos, pois a volatilidade nos preços das *commodities* é maior que nos produtos

industrializados e a dependência do saldo exportado de produtos primários pode deteriorar o balanço de pagamentos, caso a conta financeira torne-se deficitária e, na hipótese de forte queda de preços internacionais das commodities, combine-se déficits em transações correntes e na conta financeira.

3.Considerações Finais

Sobre a questão dos fluxos financeiros, deve-se destacar o expressivo crescimento do passivo externo líquido do país como um fator que pode indicar uma potencial vulnerabilidade. Este se refere à diferença entre os ativos de brasileiros no exterior e o ativo de estrangeiros no Brasil. São valores de estoques que constam na estatística de Posição Internacional de Investimento, disponibilizada pelo Banco Central⁶. Tendo em vista o crescimento da magnitude dos recursos ingressantes no Brasil, os passivos externos líquidos atingiram a cifra de US\$ 752,3 bilhões, enquanto, como visto, as reservas estão em US\$ 350 bilhões, podendo este ser um indicador de vulnerabilidade de curto prazo, pois parte do capital aplicado no país pode sair rapidamente, como os contabilizados em investimentos em carteira.

Dois fatos importantes a comentar são que parte do capital especulativo pode estar abrigada na rubrica de investimentos diretos, como é o caso de empréstimos intercompanhias, e que investidores nacionais também podem vender títulos aplicados no país e dirigir-se ao exterior em momento de crise.

Neste sentido, em caso de turbulência global, deve haver de novo uma forte saída de recurso, conforme se comprovou com os acontecimentos recentes na bolsa de valores brasileira. No entanto, a expectativa é a de que estes capitais retornem rapidamente, pois a taxa Selic está alta e os Estados Unidos confirmaram a manutenção de sua taxa de juros em níveis baixíssimos até 2013. Provavelmente, os capitais com viés especulativo tendem a voltar, notando-se que as medidas para constranger o capital de curto prazo ainda não contiveram a apreciação do câmbio.

⁶ Por definição o Passivo Externo Líquido é igual ao simétrico aditivo da Posição Internacional de Investimentos Líquida

Ademais, na eventual fuga de capitais o melhor é o governo vender dólares para conter os efeitos da reversão, pois uma desvalorização cambial brusca, apesar de ajudar a indústria, poderia ter impactos sobre a inflação ao encarecer os produtos importados.

O cenário de crise aumentou a necessidade de ações mais fortes para aumentar a competitividade da indústria brasileira, não apenas dos exportadores, mas também da indústria doméstica que se confronta com produtos importados muito baratos. Esses efeitos são estruturais e não se resolvem apenas pela intervenção no mercado de câmbio.

Outro tema relevante é a possibilidade de consolidar novos pilares da política macroeconômica. O Programa de Estabilidade Macroeconômica, iniciado em 1999, ainda persiste em suas bases de taxa de juro real elevada, superávits primários crescentes e câmbio flutuante. No entanto, os efeitos concretos do padrão de crescimento distributivo de 2004 em diante colocam novas perspectivas sobre a validade fundamentalista desses princípios, especialmente quando a necessidade de aumentar gastos virtuosos e progressivos na sociedade – como o gasto social, que possui multiplicador macroeconômico médio maior que 1 e diminui a desigualdade de renda – encontram nos gastos com juros uma face de ineficiência macroeconômica e concentradora de renda nos círculos financeiros.

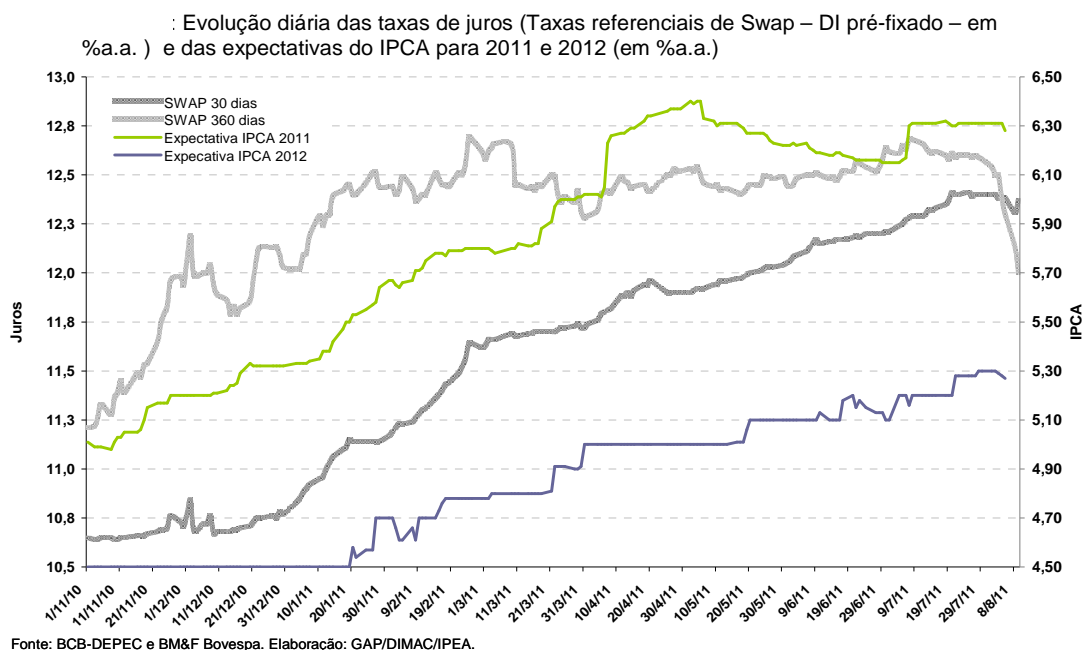
O diagnóstico é de que o Brasil está em melhores condições para enfrentar a instabilidade mundial. Porém, o estilo de defesa não pode permitir a erosão das reservas internacionais, nem a recessão, nem o desemprego, nem o corte de salários reais. Se necessário, deve haver dirigismo do crédito como em 2008/2009, pela participação dos bancos públicos. Fundamentalmente, a crise é uma oportunidade para mudar intensamente a política monetária, tendo como resultado a redução sensível das taxas de juros e o direcionamento da economia, articulado entre setor público e privado, para além das rendas financeiras, impulsionando a produção.

Os efeitos de uma desvalorização do câmbio sobre a inflação podem ser neutralizados pela queda nos preços das commodities exportadas pelo Brasil, atenuando, assim, as pressões sobre preços domésticos. Em 2008, isso não era claro, explicam fontes da época. Ademais, os riscos da chamada “fuga para qualidade” são menores para o Brasil hoje do que em 2008, ainda que, apesar de as reservas serem suficientes para amortecer movimentos bruscos de saída de capitais, nota-se que a volatilidade das contas externas aumentou.


Após optar pelo aumento da taxa básica de juros em 0,25% a.a. nas reuniões de 19/07/2011 e de 20/07/2011, o Conselho de Política Monetária (Copom) sinalizou que o

ciclo de aperto monetário pode ter chegado ao fim. Como o recrudescimento da crise nos países desenvolvidos poderá frear o ritmo de crescimento da atividade econômica mundial e, em decorrência, o ímpeto inflacionário doméstico, esse caminho parece ser provável. É importante salientar que, em comunicações recentes, o Banco Central do Brasil (Bacen) já chamava a atenção do mercado para as incertezas do cenário externo, justificando, assim, a cautela e o gradualismo da política monetária. A avaliação do Bacen mostrou-se fundamentalmente correta, e os dados do gráfico abaixo mostram que, nos últimos dias, o mercado reduziu suas expectativas de inflação e de taxas de juros. A inversão do movimento de alta das taxas nos contratos para 30 e 360 dias, tornando negativo o *spread*, leva a crer que o mercado já trabalha com a hipótese de queda na taxa básica Selic.

Gráfico 11



Sumariamente, os desdobramentos da crise internacional oferecem oportunidades, se enfrentadas as vulnerabilidades descritas acima, para uma mudança de qualidade na política monetária, devido à confluência de fatores estratégicos: o Brasil tem ampliado o mercado doméstico; há instrumentos de política fiscal e creditícia sólidos para investimentos, manutenção da demanda e para uma política industrial competitiva; China, Índia e Brasil parecem estar fora do cenário da crise; os mercados futuros já indicam a queda dos juros e há tendência de redução dos preços das *commodities*.



Ipea – Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Secretaria de Assuntos Estratégicos da
Presidência da República