A AMÉRICA LATINA E A CRISE INTERNACIONAL: ALGUMAS CONSIDERAÇÕES SOBRE A POLÍTICA MACROECONÔMICA*

Osvaldo Kacef**
Rafael López-Monti***

O início da recente crise internacional marcou o fim de um período de seis anos consecutivos de crescimento econômico na América latina, que durou de 2003 até o final de 2008. Devido às suas singularidades, tal período de crescimento não encontra precedentes na história econômica da região. Assim, este artigo tem por objetivo a análise das principais características de tal período de expansão na América Latina, bem como o estudo dos principais canais de transmissão da crise internacional para os países latino-americanos. Por fim, serão discutidos alguns desafios para a política macroeconômica da região em longo prazo.

LATIN AMERICA AND THE INTERNATIONAL CRISIS: SOME CONSIDERATIONS ON MACROECONOMIC POLICY

The onset of the recent international crisis marked the end of a period of six consecutive years of economic growth in Latin America, from 2003 to 2008. Due to its uniqueness, this growth period is unprecedented in the economic history of the region. Thus, this article aims to analyze the main characteristics of such expansion period in Latin America, and to study the main transmission channels of the international crisis to Latin American countries. Finally, it discusses some challenges of the macroeconomic policy in the region over the long term.

1 INTRODUÇÃO

A América Latina atravessou seis anos de crescimento consecutivo, de 2003 até o final de 2008, fenômeno que, por sua intensidade, duração e características, não tem precedentes na história econômica da região. Durante esse período de expansão, que alcançou quase todas as economias da região, o produto regional cresceu a uma taxa média anual de 4,8%, acumulando um crescimento do produto interno bruto (PIB) *per capita* de 22,1%, equivalente a 3,4% anual.

A recente crise internacional marcou o fim desse período de crescimento e coloca em destaque a necessidade de realizar um balanço do período de crescimento, cujas características o tornam verdadeiramente singular, assim como de avaliar a forma de transmissão da crise às economias da região, bem

* Os autores agradecem os comentários e as sugestões, sobre versões anteriores deste artigo, de José María Fanelli, Daniel Heymann, André Hofman, José Luis Machinea e Miguel Torres, bem como o apoio dos colegas da Divisão de Desenvolvimento Econômico e de Xavier Mancero da Divisão de Desenvolvimento Social da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal). As opiniões contidas neste artigo não representam necessariamente as da Cepal e os erros são de exclusiva responsabilidade dos autores.

** Diretor da Divisão de Desenvolvimento Econômico/Cepal.

*** Economista na Divisão de Desenvolvimento Econômico/Cepal.

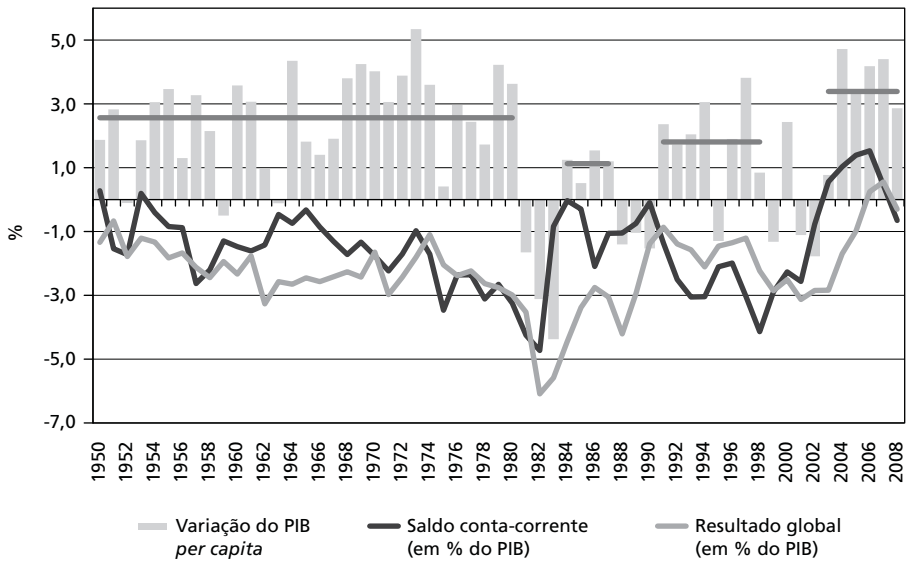
como de analisar a razão de o impacto ter sido diferente em relação a outros episódios que a região enfrentou no passado e propor, por último, alguns desafios que a política macroeconômica enfrenta, além da crise.

Com o objetivo de abordar esses temas, o artigo se estrutura da seguinte maneira: na seção 2, analisaremos as principais características que marcaram o período de crescimento 2003-2008 nos países da América Latina, assim como as contribuições da política macroeconômica para a redução da vulnerabilidade da região. Na seção 3, são estudados os principais canais de transmissão da crise internacional para as economias latino-americanas, e, finalmente, na seção 4, são propostos alguns dos desafios da política macroeconômica no longo prazo.

2 A ECONOMIA LATINO-AMERICANA ANTES DA CRISE: A FASE DE CRESCIMENTO 2003-2008

Como pode ser observado no gráfico 1, para encontrar um período no qual o PIB *per capita* tenha crescido de maneira sustentável acima de 3% anuais, teríamos que voltar 40 anos, quando a região cresceu, entre o final dos anos 1960 e o primeiro choque de preços do petróleo, no início dos anos 1970, por sete anos consecutivos a taxas comparáveis.

GRÁFICO 1
Variação do PIB *per capita*, do saldo da conta-corrente e do resultado global



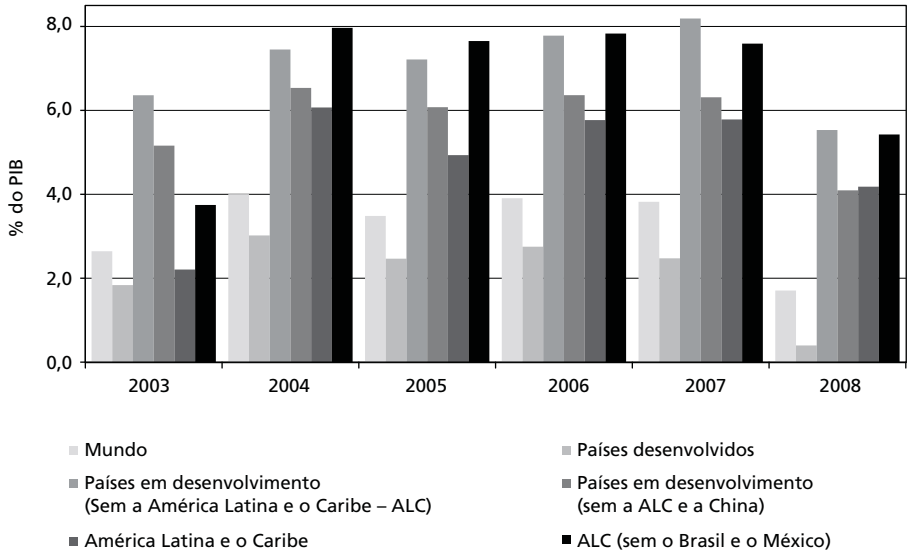
Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

Entretanto, como veremos em detalhe nesta seção, o crescimento sustentado foi acompanhado por uma melhora quantitativa e qualitativa das variáveis macroeconômicas fundamentais, o que torna este período uma fase de expansão

sem precedentes na história recente da região. Por um lado, registrou-se um superávit na conta-corrente da balança de pagamentos que corresponde, em grande medida, à recuperação que tiveram os termos de troca – na América do Sul, em particular – e ao crescimento das remessas dos trabalhadores emigrados – no México e, principalmente, na América Central. Por outro lado, a evolução das contas públicas durante a etapa de expansão caracterizou-se por um aumento do superávit primário, com a quase desaparição do déficit global, o que permitiu uma significativa redução da dívida pública.

O bom desempenho macroeconômico da América Latina durante o período 2003-2008 deu-se em um contexto internacional caracterizado pelo crescimento em todas as regiões do mundo e, em particular, por um bom desempenho das economias emergentes, lideradas por China e Índia. Nesse sentido, cabe ressaltar que, ainda que as taxas de crescimento da região tenham sido elevadas em termos históricos, elas foram inferiores àquelas registradas em média nos países em desenvolvimento. No entanto, não se pode ignorar que essa comparação está influenciada pelo baixo crescimento observado nos últimos anos nas maiores economias da região, Brasil e México, que, juntas, representam 60% do produto regional. Como se pode ver no gráfico 2, o crescimento dos países da América Latina, desconsiderando essas duas economias, não é muito diferente do desempenho do mundo em desenvolvimento.

GRÁFICO 2
Crescimento do mundo por regiões – 2003-2008



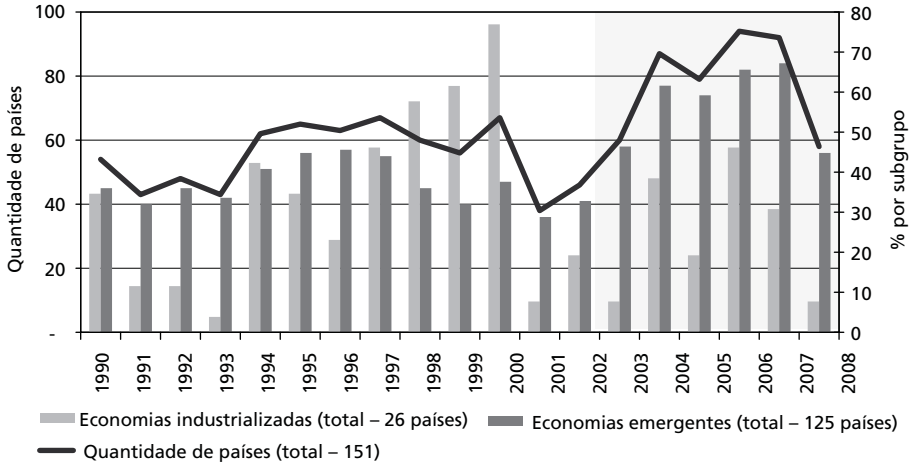
Fonte: Banco de dados das Nações Unidas e do Fundo Monetário Internacional (FMI).
Elaboração dos autores.

Em linhas gerais, esse período se caracterizou não apenas pela melhoria na conta-corrente, mas também pela abundância de liquidez nos mercados internacionais de capitais com uma diminuição do risco país. Nesse contexto, as reservas internacionais foram aumentadas e se reduziu o endividamento líquido externo, fato para o qual contribuiu também a evolução das contas públicas. Além disso, as melhores condições financeiras permitiram melhorar o perfil da dívida, tanto em termos de prazos como de taxas de juros, e, ao mesmo tempo, aumentar a proporção da dívida em moeda nacional. Como se analisará na subseção 2.5, o processo de expansão trouxe consigo uma melhoria dos indicadores do mercado de trabalho, como demonstrado pela diminuição da taxa de desemprego em nível regional, que passou de 11%, em 2002, a 7,4%, em 2008. Ademais, os novos postos de trabalho se caracterizaram por ser de melhor qualidade, dada a crescente participação do emprego formal assalariado no aumento do emprego. A conjunção de crescimento econômico, menor desemprego e maior qualidade dos postos de trabalho traduziu-se em uma melhoria dos indicadores sociais.

2.1 O contexto externo e a conta-corrente

Como assinalamos anteriormente, o bom desempenho econômico na América Latina no período 2003-2008 se deu em um contexto mundial de crescimento acelerado e generalizado. Com efeito, durante esse período houve um aumento na quantidade de países que registraram taxas de crescimento do produtomaiores que 3% anuais. Esse fenômeno se explica, fundamentalmente, pelo crescimento acelerado nas economias emergentes, em que 57% desses países exibiram taxas de crescimento do PIB *per capita* superiores a 3% entre 2003 e 2008, ao passo que apenas 25% das economias industrializadas cresciam a um ritmo comparável (gráfico 3). Esse padrão é um fato de destaque se comparado com a distribuição do crescimento na década passada, em que, na média, apenas 38% das economias emergentes e 33% das industrializadas registravam um crescimento por habitante superior a 3% anual, com uma marcada aceleração do ritmo de expansão nos países industrializados entre 1998 e 2000.

GRÁFICO 3
Quantidade de países com crescimento do PIB *per capita* superior a 3%

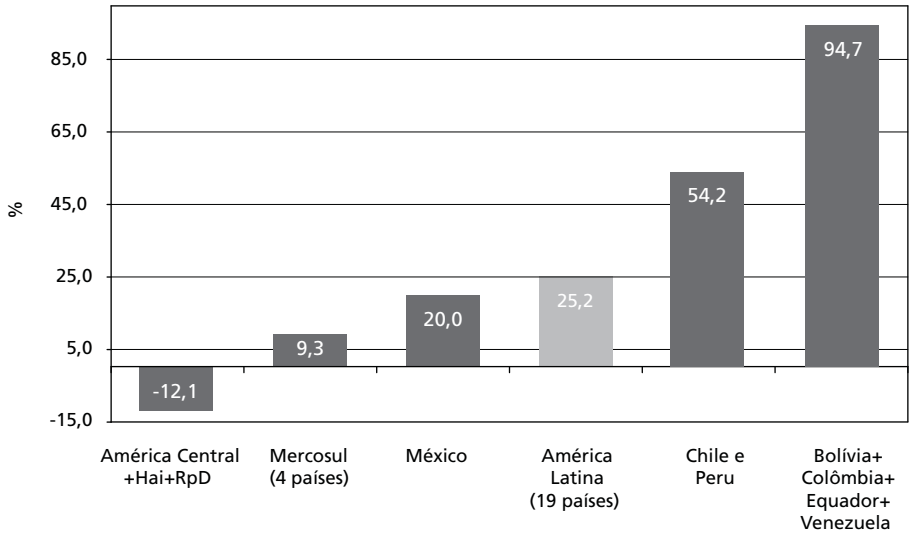


Fonte: Banco de dados das Nações Unidas e do FMI.
Elaboração dos autores.

Outros elementos destacados, no contexto da prolongada expansão da economia mundial, são a crescente incidência da China e da Índia na demanda global e a abundante liquidez que caracterizou, pelo menos até meados de 2007, os mercados internacionais de capitais. As condições externas favoráveis permitiram que, de maneira inédita na história econômica da região, o crescimento fosse acompanhado por superávit na conta-corrente com a única exceção do ano de 2008. Foram dois os fatores principais que explicam a evolução da conta-corrente regional: os termos de troca e as remessas dos trabalhadores emigrados. Contudo, ambos os elementos afetaram os países da região de maneira diferenciada. Não surpreende, portanto, que, mesmo que, na média, a região tenha registrado superávit na conta-corrente durante o período 2003-2008, esse excedente se concentra em uma minoria de países. Com efeito, somente oito dos 19 países da América Latina tiveram, em média, saldo superavitário durante o período de expansão, sendo todas elas economias sul-americanas.[1]

1. De fato, quatro países – Argentina, Brasil, Chile e Venezuela – explicam o superávit em conta-corrente da região.

GRÁFICO 4
Variação percentual da média dos termos de troca – 2003-2008
(Média 2003-2008 *versus* média dos anos 1990)



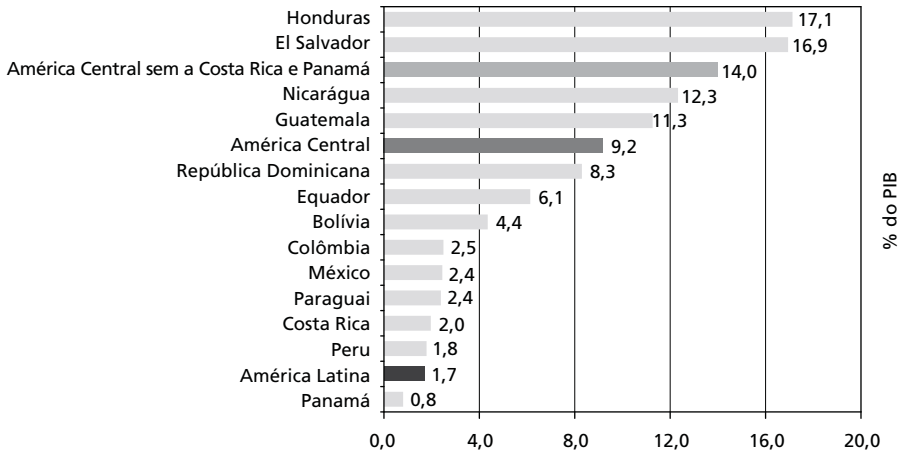
Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.
Obs.: O número ao lado dos nomes dos países corresponde à quantidade de países.

Não é por acaso que sejam os países da América do Sul os que explicam o excedente externo agregado, já que foi a região mais beneficiada pelo incremento nos termos de troca na comparação com o nível médio dos anos 1990 (gráfico 4). Com efeito, os países especializados na exportação de petróleo e seus derivados, bem como de metais e minerais, registraram o maior aumento de seus termos de troca durante o período de crescimento. No caso dos países do Mercado Comum do Sul (Mercosul), a contribuição se deu por meio do aumento no volume exportado líquido, já que a alta dos preços relativos de exportação foi de menor magnitude – menos de 10%. O México, por sua vez, é outro dos países que registrou uma importante melhoria em seus termos de troca aliada ao incremento no preço do petróleo, ainda que tenha sido parcialmente compensado pela deterioração do volume exportado líquido de bens. A história dos países da América Central, importadores líquidos de petróleo e competidores da China no mercado estadunidense, é outra. Esses países não só tiveram deterioração em seus termos de troca durante a fase de crescimento regional, mas também uma redução de suas vendas externas em termos reais, ambos com relação à média dos anos 1990.

Por outro lado, o México e a maioria dos países da América Central são receptores de vastos recursos pelo conceito de remessas de trabalhadores emigrados. O conjunto da região recebeu, em média, remessas equivalentes a

1,7% do PIB no período 2003-2008. Entretanto, a América Central recebeu o equivalente a 9,2% do PIB – ainda que excluamos Costa Rica e Panamá, a média se elevará significativamente, como se pode ver no gráfico 5 – e o México, 2,4%, cifra comparável ao que este país recebeu no conceito de investimento estrangeiro direto durante o período.

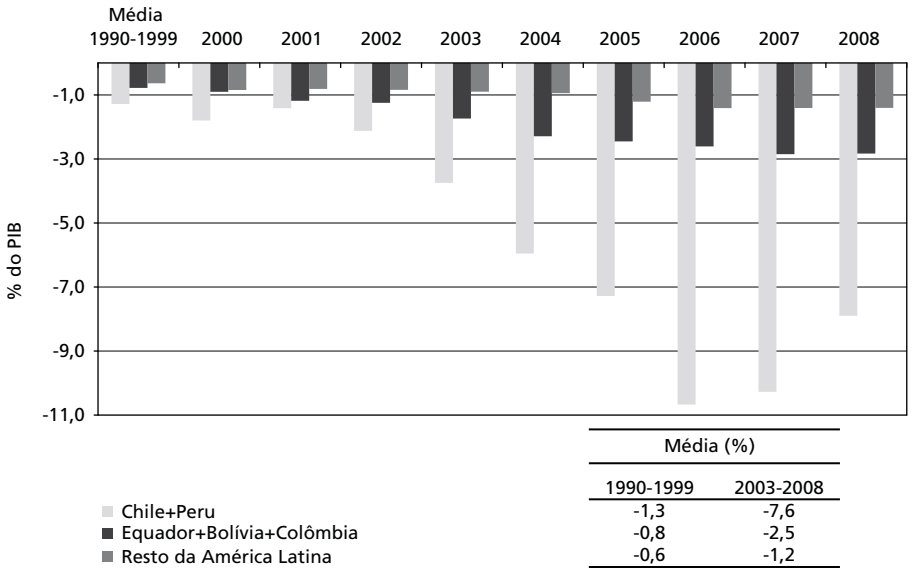
GRÁFICO 5
Remessas de trabalhadores – média 2003-2008



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.
Elaboração dos autores.

Outro traço característico da evolução da conta-corrente do balanço de pagamentos nos anos de crescimento foi o aumento significativo registrado pelas remessas de lucros realizadas pelas empresas estrangeiras as suas matrizes. Como se pode ver no gráfico 6, os fluxos de lucro líquido em termos do PIB registraram um importante crescimento naquelas economias vinculadas à produção e à exportação de produtos básicos na América do Sul, principalmente petróleo, metais e minerais. Essa circunstância está em linha com a melhoria nos preços internacionais de tais produtos e com o fato de que, em muitos casos, a exploração de recursos naturais está nas mãos de empresas estrangeiras. Nesse sentido, vale a pena destacar que Chile e Peru concentram em média 33% dos egressos líquidos de divisas correspondentes a esse conceito – a exploração de recursos naturais está nas mãos de empresas estrangeiras – entre 2003 e 2008, apesar de que representam menos de 8% do PIB regional medido em dólares correntes.

GRÁFICO 6
Remessas de lucro líquido



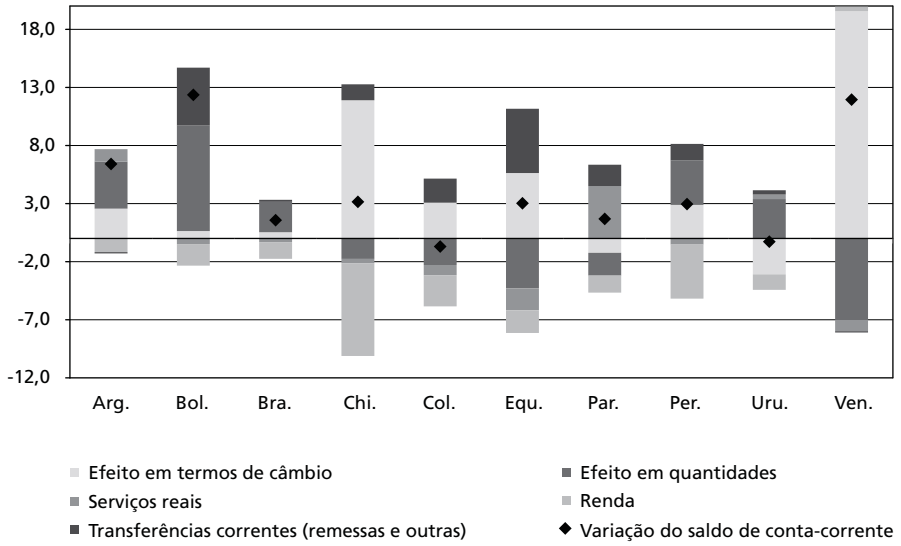
	Média (%)	
	1990-1999	2003-2008
Chile+Peru	-1,3	-7,6
Equador+Bolívia+Colômbia	-0,8	-2,5
Resto da América Latina	-0,6	-1,2

Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.
Elaboração dos autores.

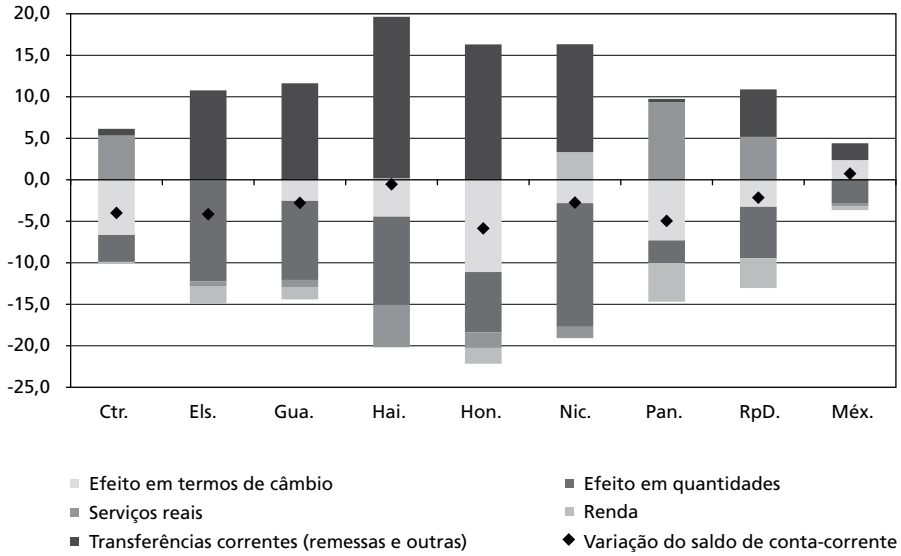
Para ilustrar os efeitos mencionados anteriormente e seu impacto no saldo da conta-corrente, analisaremos a seguir a desagregação das variações médias registradas nas contas correntes por país durante o período de expansão (2003-2008), tomando como medida de comparação a média dos anos 1990. Na América do Sul (gráfico 7a), ocorreu uma melhoria do saldo da conta-corrente na maior parte dos países – com exceção da Colômbia e do Uruguai –, devido, fundamentalmente, ao efeito do aumento dos termos de troca e, em alguns países, à melhoria do saldo comercial em termos reais. Com efeito, os países mais beneficiados pela melhoria dos termos de troca são Venezuela e Chile, parcialmente compensada, neste último país e no Peru, pela já mencionada remessa de lucros ao exterior, vinculada, sobretudo, à exploração mineira. Por outro lado, Argentina, Bolívia, Brasil, Peru e Uruguai são as economias que registram os maiores aumentos do volume exportado. É interessante observar que, em vários países da América do Sul – Bolívia, Colômbia, Equador e Paraguai –, as remessas de emigrados começam a ter uma importância destacada quando comparadas com a média dos anos 1990.

GRÁFICO 7
Decomposição da variação do saldo da conta-corrente entre a média 2003-2008 e a média 1990-1999
(Em % do PIB médio – 2003-2008)

(a) América do Sul



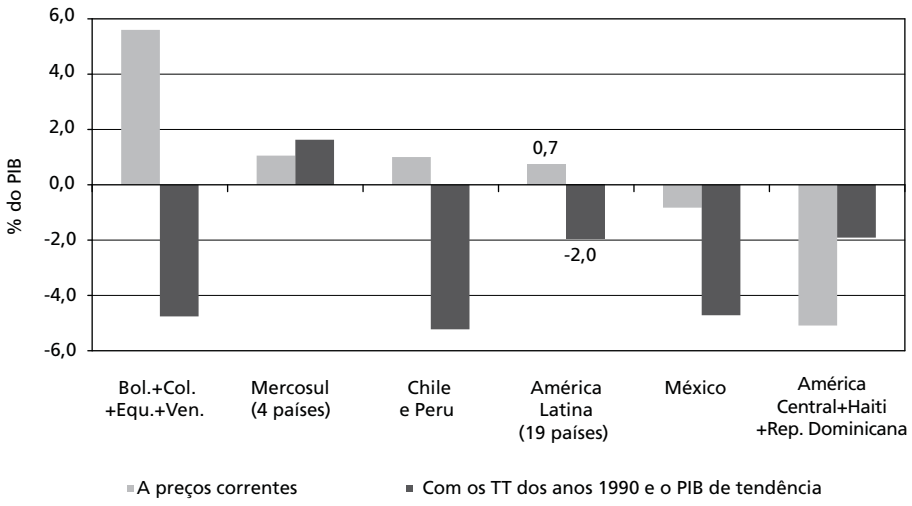
(b) América Central, Haiti, República Dominicana e México



Elaboração dos autores.

O gráfico 7b mostra a decomposição da variação da conta-corrente para México e América Central entre os períodos analisados. Dois elementos comuns nesses países são a deterioração da balança comercial a preços constantes e, com exceção do México, o impacto negativo da evolução de seus termos de troca. Ao mesmo tempo, é muito significativo o ingresso de divisas no conceito de remessas de trabalhadores emigrados, com exceção da Costa Rica e do Panamá. Estes dois países, junto à República Dominicana, apresentam efeito positivo significativo derivado da balança de serviços.

GRÁFICO 8
Conta-corrente média 2003-2008 a preços correntes e com os termos de troca (TT) dos anos 1990



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.`
Elaboração dos autores.

Para avaliar a sensibilidade do setor externo ao câmbio nos preços relativos do comércio exterior, estimamos qual seria o saldo da conta-corrente se os termos de troca fossem equivalentes aos dos anos 1990, ajustando também o crescimento do PIB na medida em que este depende dos termos de troca (gráfico 8).[2] No agregado, a região passaria de um superávit de 0,7% do PIB a preços correntes para um déficit de 2%, considerando a relação de troca dos

2. Para obter a conta-corrente com a relação de troca dos anos 1990, foram valoradas as exportações reais de bens e serviços com o nível de preços das importações correntes, tanto de bens como de serviços, ajustadas pela relação de troca média dos noventa. Procedimento idêntico foi aplicado às remessas de lucro ao exterior, por estarem muito vinculadas à evolução do preço dos produtos básicos. Por sua vez, o crescimento do volume importado de bens e serviços em cada ano se ajustou pela diferença entre o crescimento efetivo do PIB e o de tendência, resultado de filtrar a série com Hodrick-Prescott (HP) (λ=6.25), e aplicando as elasticidades-renda das importações relatadas em Bello e Pineda (2007). Cabe ressaltar que, nesse exercício, também foi utilizada a tendência do PIB nominal para o cálculo da relação conta-corrente sobre PIB.

anos 1990 e o crescimento da tendência durante o período 2003-2008. Se a relação de troca fosse a dos anos 1990, aumentaria o déficit de conta-corrente no México e na Colômbia, enquanto que nos casos da Venezuela, do Chile e do Equador, o saldo de conta-corrente passaria a ser deficitário, levando-se em consideração os menores preços do petróleo e os metais vigentes nesses anos. Nos países do Mercosul, com exceção do Brasil, aumentar-se-ia o superávit da conta-corrente, não como resultado da variação da relação de troca, mas da menor demanda de importações pelo menor crescimento relativo ao considerar a tendência. Já nos países da América Central, o déficit em conta-corrente se reduziria significativamente, ao eliminar o impacto da deterioração sofrida por seus termos de troca nos últimos seis anos.

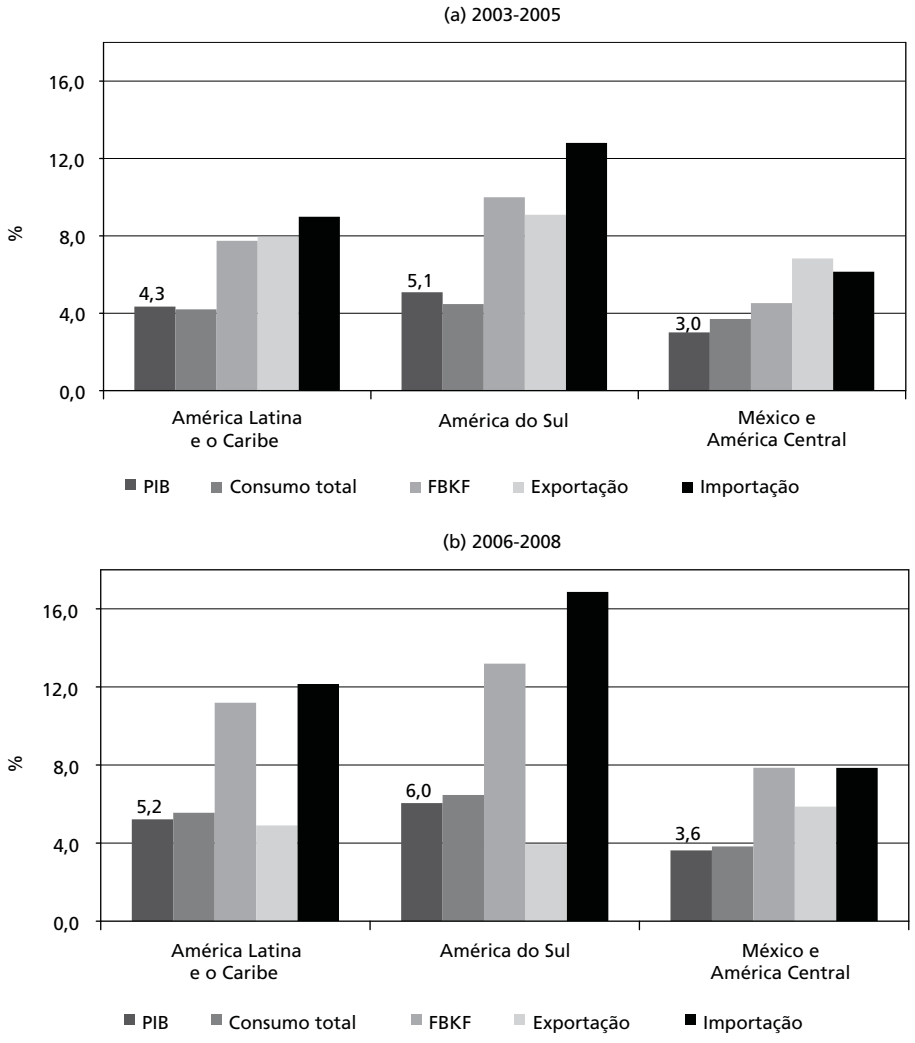
2.2 Produto, renda e componentes da demanda

Um fato que caracterizou o período de expansão 2003-2008 é que a renda nacional bruta disponível (RNBD) da maioria dos países da região se expandiu a uma taxa superior à do PIB. Com efeito, enquanto o PIB da região crescia a uma taxa média anual de 4,8%, a RNBD o fazia a um ritmo médio de 5,7%. Esse fenômeno se deu com maior força nos países exportadores de metais, minerais e hidrocarbonetos – Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Peru e Venezuela –, onde se registrou um aumento significativo da RNBD em linha com a melhoria dos termos de troca, apesar do pagamento líquido de lucros e dividendos ao resto do mundo (gráfico 5).[3] Nos demais países da América do Sul, a RNBD também mostrou uma alta superior à do PIB, ainda que mais moderada. Na América Central, em que pese a diminuição do poder aquisitivo das exportações, a ampliação das remessas dos emigrantes permitiu que, em alguns países, a RNBD crescesse a uma taxa maior que a do PIB – Guatemala e Honduras. No caso do México, a expansão da renda nacional é atribuída tanto à melhoria dos termos de troca como ao aumento das transferências correntes líquidas recebidas.

Dado o aumento da RNBD na região, e apesar do significativo dinamismo que teve o consumo, a poupança nacional aumentou consideravelmente na maioria dos países e, a preços correntes, representou, em média, 22% do PIB entre 2003 e 2008, registro mais alto desde 1990. Diferentemente da última década, a poupança externa ficou negativa (-0,7% do PIB), o que implica que o investimento regional foi inteiramente financiado com poupança nacional durante grande parte do período de expansão, com exceção do ano de 2008.

3. Uma análise detalhada desses aspectos pode ser encontrada em Kacef e Manuelito (2008).

GRÁFICO 9
Crescimento dos componentes de oferta e de demanda
(Taxas de crescimento médio anualizadas)

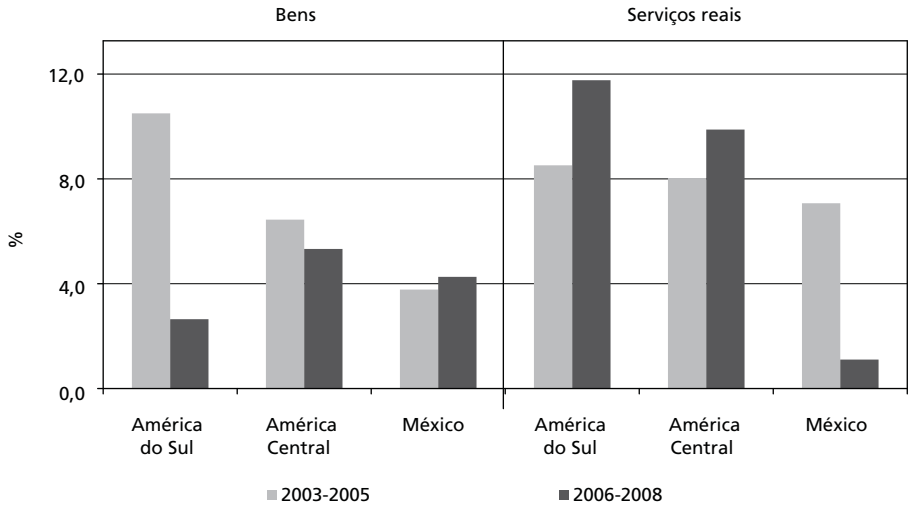


Elaboração dos autores.

O período de crescimento pode ser dividido em duas fases: 2003-2005 e 2006-2008. Na primeira fase (gráfico 9a), a demanda agregada em nível regional cresce a um ritmo médio de 5% anual, sendo a formação bruta de capital fixo (FBKF) e as exportações de bens e serviços os itens de maior dinamismo, particularmente nos países da América do Sul. Na segunda fase (gráfico 9b), a expansão da demanda

interna em toda a região se acelera a 6,6% anual aliada a um incremento nas taxas de crescimento médio do investimento, de 7,7% a 11,2% anual entre o primeiro e o segundo triênio, e em menor medida do consumo total – de 4,2% a 5,6% anual –, seguindo o desempenho dos países sul-americanos. Essa maior absorção interna, junto à crescente apreciação cambial, impulsionou as importações em termos reais em toda a região, especialmente na América do Sul, em que cresceram a uma taxa média anual próxima de 17% nos últimos três anos. Cabe ressaltar neste ponto que, como foi determinado em vários estudos, uma característica comum à maioria dos países latino-americanos é que a elasticidade-renda a longo prazo das importações é substancialmente maior que um.[4]

GRÁFICO 10
Crescimento do volume exportado de bens e serviços
(Taxas de crescimento médio anualizadas)



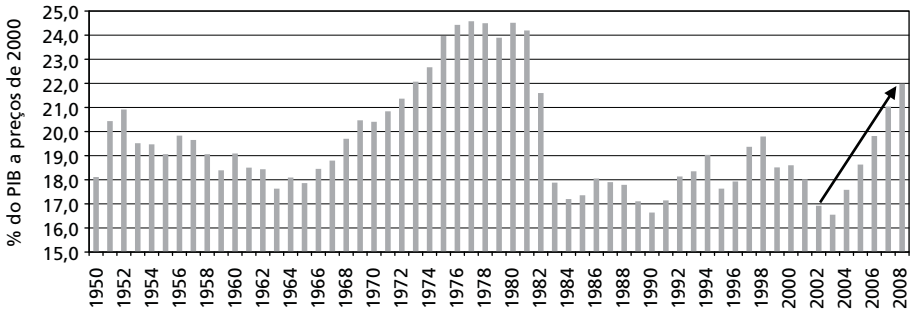
Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.
Elaboração dos autores.

Ao mesmo tempo, a apreciação do câmbio desacelerou o ritmo de crescimento do volume exportado de bens e serviços em nível regional. No entanto, essa situação se explica basicamente pela forte desaceleração registrada pelas exportações reais de bens na América do Sul, que depois de aumentar

4. Ver, entre outros, Senhadji (1998) e Bello e Pineda (2007). Neste último trabalho, usando como medida de renda o PIB real e como medida de preços o tipo de câmbio real, a variação da elasticidade renda das importações vai de 0,67, no caso do Peru, até 2,54 para o Uruguai, com uma mediana de 2. Quando se usa o PIB real – exportações como medida de renda –, e outra vez controlando o tipo de câmbio real, a variação dessa elasticidade vai de 0,65, para o Peru, até 3,09, para o Uruguai, com uma mediana de 1,4. No primeiro caso, apenas um país registrou elasticidade menor que a unidade, enquanto no outro caso, dois países, Peru e Honduras, apresentaram elasticidade renda menor que um.

a um ritmo de 10,5% anual na primeira fase 2003-2005, cresceram somente a 2,6% em média nos últimos três anos (gráfico 10). Por outro lado, as exportações de serviços reais nesses países mantiveram um ritmo ascendente, passando de um crescimento médio anual de 8,3% a 11,3%, entre as duas fases. É importante observar o notável crescimento registrado pelos serviços reais em países como Argentina, Chile, Peru e Uruguai, com taxas médias superiores a 10% anuais. No México e na América Central, a evolução das exportações teve um comportamento oposto. Enquanto o volume das exportações de bens se desacelerou na América Central nos últimos três anos, aumentava seu ritmo de crescimento no México. Ao mesmo tempo, as exportações de serviços reais se desaceleraram fortemente no México (6%), enquanto aumentou seu crescimento na América Central, basicamente na Costa Rica, no Haiti e no Panamá.

GRÁFICO 11
Formação bruta de capital fixo



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

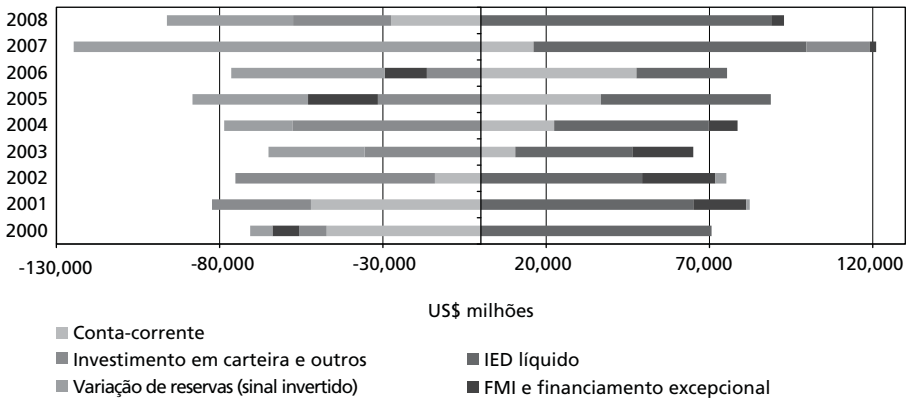
A formação bruta de capital fixo foi o componente mais dinâmico da demanda ao longo de todo o período de expansão 2003-2008, crescendo a uma taxa anual equivalente de 9,5% e é, evidentemente, maior nos países da América do Sul, favorecidos pela melhoria de seus termos de troca. Esse crescimento reflete não só o dinamismo da construção, mas, sobretudo, do investimento em maquinário e equipamentos, cuja contribuição representou aproximadamente dois terços da alta média da formação bruta de capital dos últimos seis anos. Como porcentagem do PIB, a formação bruta de capital fixo cresceu mais de 5 pontos percentuais (p.p.) nesse período, passando de 16,9% em 2002 a 22% em 2008, seu nível máximo em mais de 25 anos (gráfico 11). Apesar dessa recuperação sustentada, a taxa de investimento em 2008 é menor em relação aos níveis registrados na segunda metade da década de 1970 e princípio dos anos 1980.

2.3 A vulnerabilidade externa

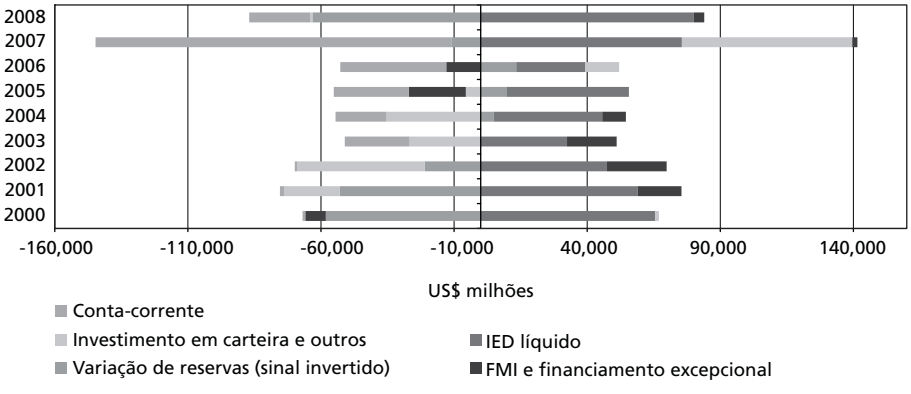
A América Latina registrou, nos últimos seis anos, um superávit na balança básica que, em média, representou 2,7% do PIB, como resultado do saldo positivo na conta-corrente (0,7%) e da entrada líquida de investimento estrangeiro direto (IED) (1,9%). Consequentemente, muitos países da região fortaleceram sua posição externa líquida, seja mediante a diminuição de seus passivos externos, seja pelo incremento dos ativos de reserva.

GRÁFICO 12
Fontes e usos da balança de pagamentos da América Latina

(a) Total



(b) Sem Chile e Venezuela



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

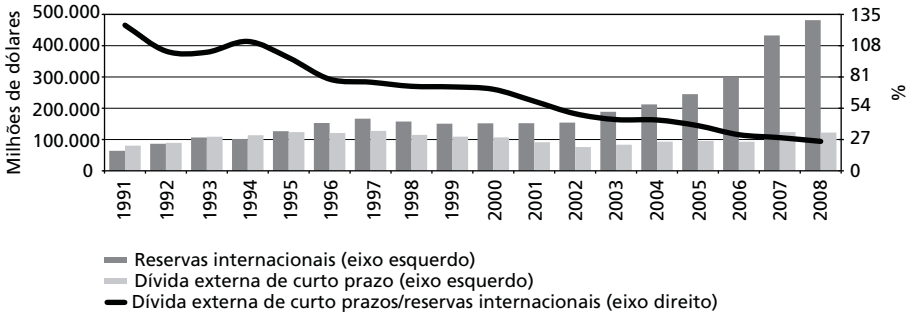
As entradas por IED cresceram a um ritmo de 14,6% anual nos últimos seis anos, até alcançar seu máximo histórico em 2008 (123,308 milhões de dólares). Por outro lado, como se observa no gráfico 12a, a região como um todo registrou uma saída líquida de capitais financeiros – de carteira e de outro investimento – ao longo

dos últimos anos, com exceção do ano de 2007, pela forte entrada de capitais financeiros no Brasil. Essa saída líquida de capitais fica menor e chega a reverter o sinal em 2006, se não consideramos Venezuela e Chile no agregado (gráfico 12b). No primeiro caso, registrou-se uma significativa saída líquida de capitais, tanto do setor privado como do público, associada aos excedentes provenientes das exportações petroleiras. Tanto que no Chile a saída líquida de capitais se explica pela criação, por parte do governo, de um fundo de estabilização no exterior associado ao preço do cobre.

De qualquer maneira, a saída líquida de capitais total na América Latina foi muito inferior ao superávit registrado na balança básica durante o período 2003-2008. Essa diferença resultou em uma forte acumulação de reservas internacionais, em um contexto em que alguns bancos centrais intervieram nos mercados de câmbio pela preocupação com relação ao nível do câmbio real. Como veremos mais adiante, com a intervenção nos mercados de câmbio, o estoque de reservas internacionais aumentou fortemente nos últimos seis anos, sendo um resseguro frente à posterior crise internacional (seção 3).

A situação que caracterizou as contas externas favoreceu, nos últimos anos, uma notória redução da carga da dívida externa, tanto em relação ao PIB quanto às exportações.[5] Ainda que, em alguns países, a dívida externa continue elevada, o coeficiente dívida externa sobre exportações de bens e serviços diminuirá a menos da metade do nível registrado há dez anos, se calculado com base na dívida total, e a aproximadamente um terço, se calculado como dívida líquida de reservas internacionais. O aumento da liquidez e o melhor perfil da dívida reduziram a vulnerabilidade na região, situação que se manifesta com a forte queda da relação entre dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais, que passou de 49,3%, em 2002, a menos de 25,4%, em 2008 (gráfico 13). Além dos menores coeficientes de endividamento externo, a vulnerabilidade diante dos choques externos diminuiu graças à redução do grau de dolarização de várias economias da região, especialmente da América do Sul – Bolívia e Peru, entre outras.

GRÁFICO 13
Dívida externa de curto prazo e reservas internacionais

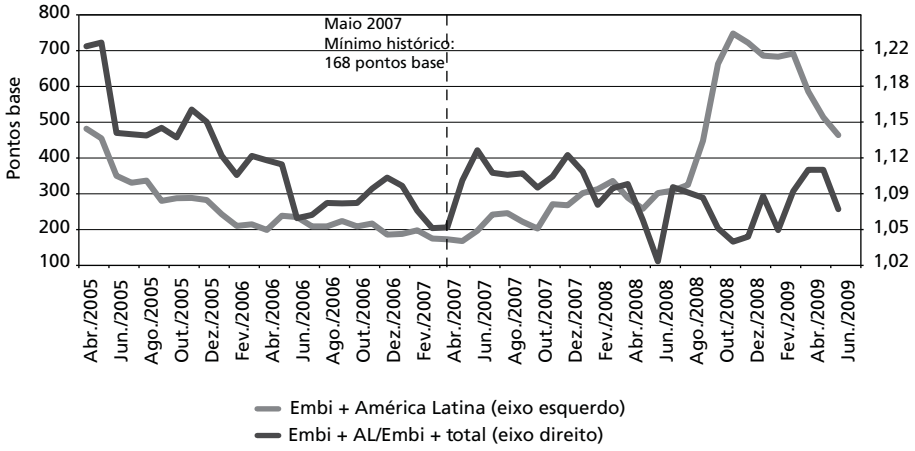


Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

5. Em ambos os casos cabe mencionar o incremento registrado nas variáveis do denominador desses coeficientes.

A melhoria da situação macroeconômica da América Latina durante o período 2003-2008 fica manifestada nos mercados financeiros internacionais, não só na evolução dos indicadores de risco soberano, mas também na qualificação mais favorável da dívida em vários países da região. Entretanto, como veremos mais adiante, a crise internacional originada no mercado hipotecário dos Estados Unidos, e que se propagou rapidamente em todos os países desenvolvidos, interrompeu a tendência nitidamente decrescente do risco soberano dos países da região. O aumento da volatilidade dos mercados financeiros internacionais coincide com a piora do mercado de hipotecas subprime dos Estados Unidos em meados de 2007. O Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+) da América Latina tinha alcançado seu mínimo histórico de 168 pontos-base no final de maio de 2007 – apenas 17% do registrado no fim de 2002 –, momento a partir do qual inicia sua escalada. Como mostra o gráfico 14, nesse processo aumentou o Embi+ relativo da América Latina – com relação ao dos mercados emergentes em geral.[6]

GRÁFICO 14
Embi+ da América Latina e sua relação com o Embi+ total



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

2.4 A contribuição da política macroeconômica

2.4.1 A política fiscal

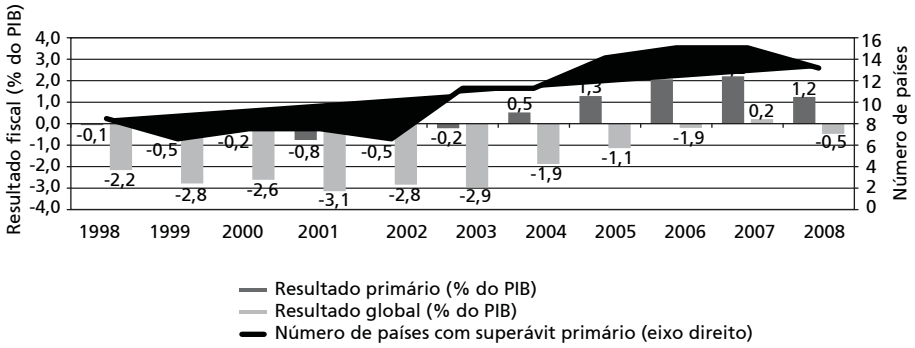
Nos últimos anos, as contas fiscais do governo central dos países da América Latina mostraram uma importante melhora, tanto no que se refere à redução do déficit global como ao superávit primário gerado a partir de 2004, ambos calculados como média simples (gráfico 15). Esse superávit primário médio é

6. Esse incremento do risco relativo da região, contudo, se explica pela evolução dos preços dos bônus da Argentina e da Venezuela, inclusive antes do início da crise internacional.

reflexo de um bom desempenho generalizado referente às contas fiscais dos países da região. Dos 19 países analisados em 2008, 14 registram superávit primário – apenas Guatemala, Haiti, Honduras, México e República Dominicana mantêm déficit primário –, o que contrasta significativamente com o observado em 2002, quando só sete países apresentavam superávit.

Por sua vez, a evolução positiva das contas fiscais em um contexto de rápido crescimento econômico permitiu a redução da relação dívida pública sobre o PIB que, em nível regional, passou de uma média de 58,4% em 2002 a 28% em 2008. Ademais, os países da região aproveitaram as condições macroeconômicas favoráveis dos últimos anos para aplicar políticas ativas de gestão de passivos que contribuíram para reduzir sua vulnerabilidade financeira.

GRÁFICO 15
Resultado primário e global do governo central e número de países com superávit primário



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.
Elaboração dos autores.

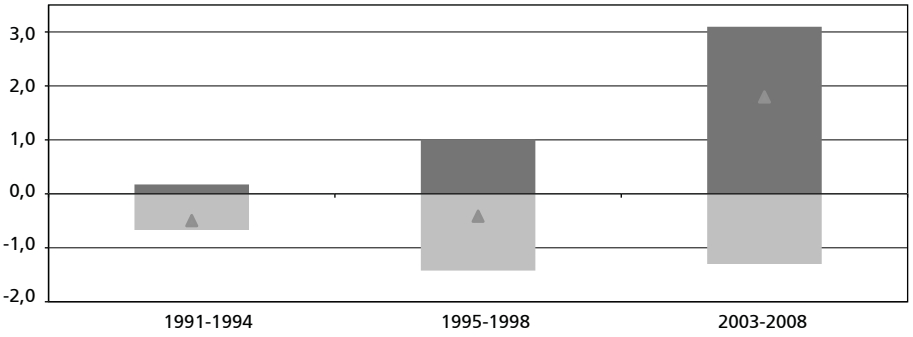
O bom desempenho das contas públicas nos últimos seis anos contrasta com o ocorrido em outros episódios recentes de crescimento (gráfico 16a). Durante o período 2002-2008, o superávit primário cresceu 1,8 pontos do PIB, como resultado de um importante incremento na receita total equivalente a 3,4 pontos do produto, enquanto a despesa se expandiu 1,6 p.p. Por outro lado, nos dois períodos de crescimento dos anos 1990 (1991-1994 e 1995-1998), a receita fiscal não cresceu com tanta força e foi, em ambos os casos, superada pela alta da despesa primária em termos do PIB, resultando em uma deterioração do superávit primário médio da região.

É interessante também observar a evolução dos principais indicadores fiscais ao longo do período de expansão 2003-2008. Enquanto a melhoria do superávit primário em 2003 e 2004 correspondia a um aumento da receita fiscal, e ao mesmo tempo em que as despesas cresciam menos que o produto da região, em 2005 e 2006 a alta do superávit primário correspondia ao notável incremento dos recursos, que compensa com folga o incremento da despesa pública em termos

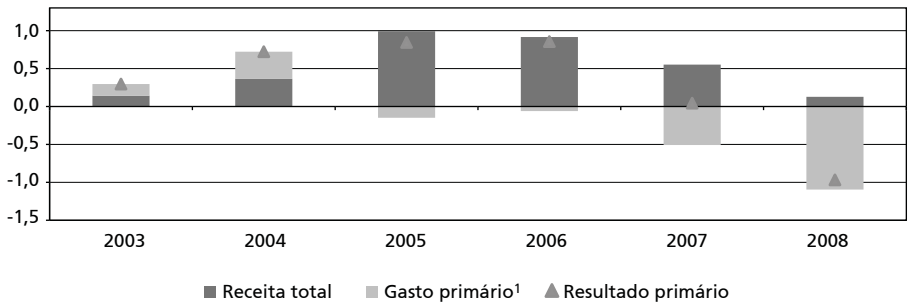
do PIB (gráfico 16b). Já a partir de 2007, a despesa primária se acelera, enquanto diminui o ritmo de aumento da receita total em relação ao produto. Essa situação gerou uma deterioração das contas públicas em 2007 que se aprofundou em 2008.

GRÁFICO 16
Indicadores fiscais – evolução do resultado primário e contribuição da renda e das despesas
(Variações em pontos do PIB)

(a) Comparação dos períodos 1991-1994, 1995-1998 e 2003-2008



(b) 2003-2008

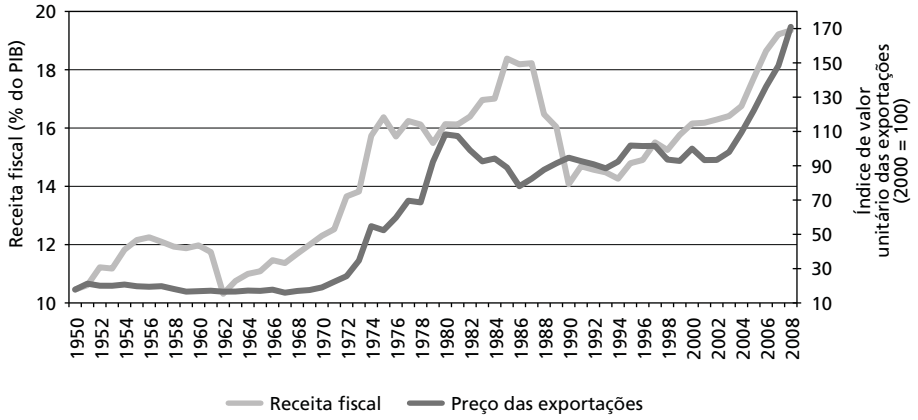


Elaboração dos autores.
Nota: [1] Uma contribuição negativa implica um aumento do gasto primário.

Como se depreende da análise anterior, o crescente aumento da receita fiscal e uma política de despesa mais controlada durante o período 2003-2006 explicam grande parte da melhoria do superávit primário em termos do PIB durante o período de crescimento. Os países onde houve maior aumento da receita fiscal são os que registram maior aumento dos preços de seus produtos de exportação. Como se observa no gráfico 17, devido à alta especialização da região e à elevada proporção de exportações correspondentes a produtos básicos, a receita fiscal é muito sensível à evolução dos preços das exportações.[7]

7. Para uma análise do impacto da evolução dos preços das exportações sobre a arrecadação tributária, ver Jiménez e Trombem (2006).

GRÁFICO 17
Receita fiscal e preço das exportações – América Latina



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

Na receita fiscal, a receita tributária que, somada às contribuições sociais, representa em média mais de 80% da receita fiscal – com diferenças entre países –, cresceu de maneira sustentável em termos do PIB até 2007, alcançando os níveis mais altos da série histórica. O item que mais aumentou é o de impostos gerais sobre bens e serviços, visto que a estrutura tributária se concentrou em maior medida nesse tipo de impostos, acentuando o viés regressivo que caracteriza a estrutura tributária dos países da América Latina.

Os efeitos da bonança que a região atravessou, com relação a seus indicadores fiscais, dependem da origem dos recursos extraordinários que os países receberam. Na América Central, o aumento da renda nacional obedece fundamentalmente às remessas dos trabalhadores emigrados que são percebidas pelo setor privado. Porém, em quase todos os países da América do Sul e no México, a maior parte da melhoria obedece ao efeito dos termos de troca, ainda que este último país seja o maior receptor de remessas em valor absoluto. Nos países cujas exportações são feitas em grande medida por empresas estatais, uma alta proporção dos recursos gerados pela melhoria dos termos de troca foi percebida pelo setor público. Esse é o caso, geralmente, das exportações de petróleo e de alguns metais, como o cobre. Entretanto, quando as exportações não são feitas por empresas públicas, os recursos são canalizados para as empresas privadas e o Estado só percebe parte deles por meio de impostos.

Com relação ao impacto fiscal do aumento das remessas e dos preços de exportação, podem ser distinguidas, de forma estilizada, três situações com impacto distinto nas contas públicas. As remessas e os melhores preços de exportação, quando a produção é privada, têm efeitos positivos sobre as contas públicas, por

meio do aumento dos ingressos impositivos, de forma direta, no caso do aumento dos preços das exportações – pela via de impostos sobre benefícios ou sobre as exportações –, e de maneira indireta, por meio do impacto do aumento das remessas e dos preços de exportação sobre a demanda interna. Uma diferença importante é que as remessas tendem a aumentar o consumo, enquanto as empresas privadas podem investir parte dos benefícios ou aumentar os lucros enviados ao exterior.

Quando se trata de empresa estatais produtoras e exportadoras, o impacto sobre as receitas fiscais é maior, ao passo que o impacto sobre a demanda dependerá das escolhas de política pública sobre poupar o excedente ou aumentar o gasto. Essa alternativa confere à política fiscal maior capacidade estabilizadora e a possibilidade de canalizar os recursos a um maior gasto em investimento, seja em infraestrutura, seja em capital humano.

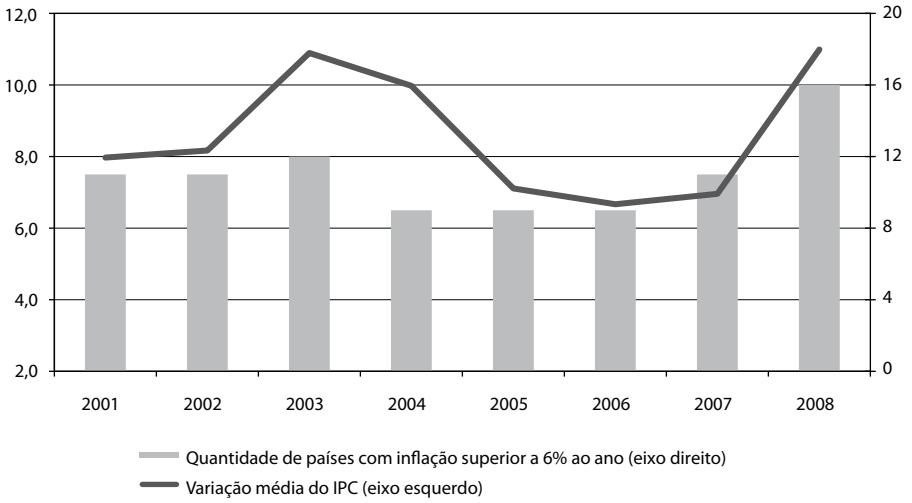
Por outro lado, e como se mencionou anteriormente, a evolução dos indicadores fiscais nos últimos dois anos mostra uma marcada aceleração do gasto primário com relação ao PIB. Enquanto em 2007 o gasto em capital tem maior participação no aumento das despesas, os gastos primários correntes em 2008 crescem com maior força que o gasto em capital. Esse incremento do gasto primário pode ser analisado como a consequência da considerável queda do gasto público durante os programas de estabilização de início da década, além do aumento do gasto social, que segue uma tendência crescente já evidenciada em parte da década de 1990.[8] Desde essa perspectiva, o aumento do gasto social pode ser considerado apropriado e até necessário, dados os altos níveis de pobreza e desigualdade. Por outro lado, diferentemente do passado, o aumento do gasto durante os últimos anos deu-se em um contexto de consolidação fiscal que, com diferente grau conforme o país, foi generalizado na região. Essa consolidação, como destacada, se explica, em grande medida, pelo forte aumento das receitas fiscais e se reflete na diminuição do déficit fiscal global e na geração de um superávit primário crescente, pelo menos até 2007.

2.4.2 A política monetária e cambial

Em linhas gerais, um elemento que caracterizou a maior parte do período de crescimento da América Latina foi o incremento nas expectativas inflacionárias derivadas da sustentada expansão do nível de atividade e do aumento dos preços dos produtos básicos, especialmente os energéticos e alguns alimentos. Após a desaceleração dos níveis médios de inflação na região durante o período 2003-2006, a inflação se acelerou a partir de 2007 até alcançar os dois dígitos em 2008 (ver gráfico 18).

8. O gasto social, depois da forte queda dos anos 1980, aumentou em 40% em termos reais entre 1991-1992 e 2002-2003.

GRÁFICO 18
Inflação média simples e número de países com taxas superiores a 6% anuais – América Latina e Caribe

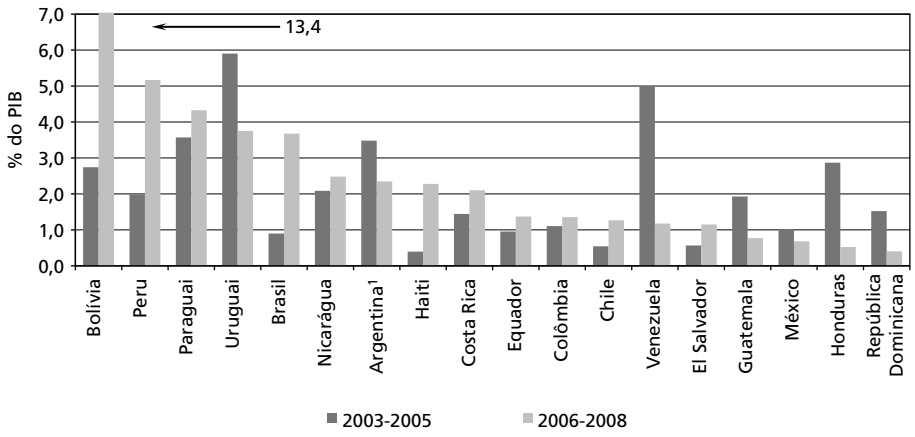


Fonte: Banco de dados das Nações Unidas e do FMI.
Elaboração dos autores.

Com efeito, entre 2004 e 2006, nove países, de um total de 19, exibiam taxas de inflação superiores a 6% anuais, enquanto em 2008, 16 países superavam este *benchmark*. Essa alta dos preços não é um fenômeno exclusivo da América Latina; deu-se em um contexto de aumento da inflação em nível mundial puxado pelas mesmas causas da região: maior atividade e aumento no preço das *commodities*.

Por sua vez, depois de uma etapa inicial de forte depreciação no tipo de câmbio real efetivo dos países da região, nos últimos anos, começou a ser observada uma crescente apreciação do tipo de câmbio real, particularmente nos países da América do Sul. Essa situação motivou que muitos bancos centrais da região aumentassem o ritmo de intervenção nos mercados de divisas, acumulando importantes quantidades de reservas internacionais (gráfico 19).

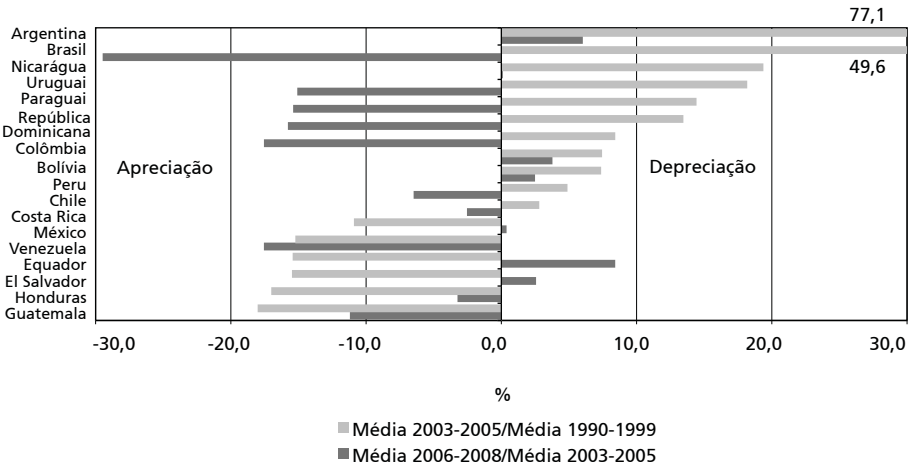
GRÁFICO 19
Variação de reservas internacionais médias nos períodos 2003-2005 e 2006-2008



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.
Nota: [1] A variação de reservas inclui o pagamento ao FMI.

Sem prejuízo de levar adiante políticas baseadas em metas de inflação, no Brasil, na Colômbia e no Peru, as autoridades monetárias mostraram preocupação pelo nível do tipo de câmbio real, o que as levou a intervir nos mercados de divisas. Também no Chile, o Banco Central decidiu intervir no mercado em abril de 2008, com a finalidade de fortalecer a posição de liquidez da economia chilena frente à expectativa de deterioração do contexto externo. Essa medida foi considerada consistente com a avaliação de que o tipo de câmbio real no Chile estava abaixo do seu nível de longo prazo. Por outro lado, foram observadas amplas intervenções nos mercados de divisas na Argentina, na Bolívia, na Costa Rica e no Paraguai. Se ao aumento de reservas dos últimos anos for somado o incremento registrado durante a etapa inicial 2003-2005, a acumulação total em seis anos de ativos de reserva superou os 327,5 bilhões de dólares em toda a região, cifra equivalente a 11,3% do PIB médio.

GRÁFICO 20
Tipo de câmbio real efetivo



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

Apesar do esforço dos bancos centrais, e em um contexto em que o dólar se depreciava com relação ao resto das moedas, o tipo de câmbio real efetivo na maior parte dos países da região se apreciou com relação a seus níveis médios 2003-2005 (gráfico 20). A melhoria observada nos termos de troca, o incremento da demanda de alguns produtos que a região exporta e o aumento dos recursos provenientes das remessas dos trabalhadores emigrados constituem um conjunto de fatores que explicam essa pressão de baixa sobre os tipos de câmbio reais da região. Em menor medida, diferentemente dos anos 1990, pode-se agregar o efeito da maior liquidez externa. Em suma, o excesso de oferta no mercado cambial pressionou a baixa dos tipos de câmbio reais da região nos últimos anos, com uma intensidade que varia de um país para outro, mas que não dependeu da magnitude do esforço das autoridades monetárias em intervir nos mercados cambiais para sustentar a paridade.

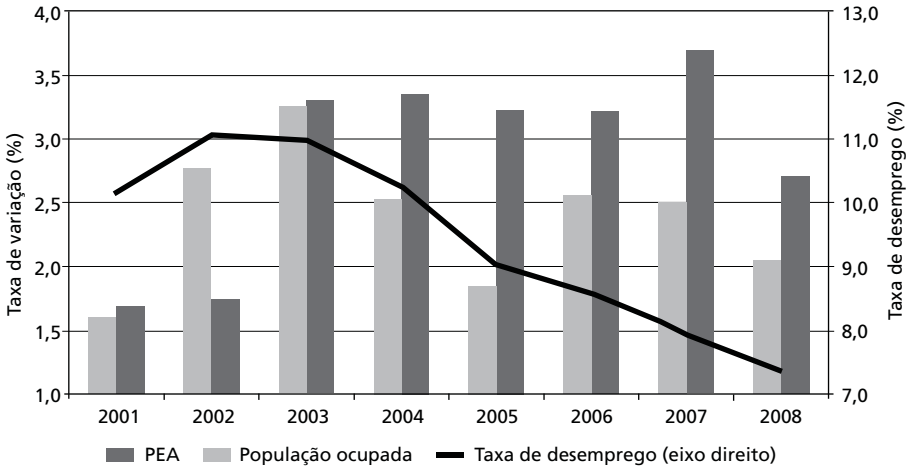
A contrapartida da intervenção nos mercados de câmbio tem sido o crescente esforço de esterilizar a emissão monetária em um contexto que se caracterizou por expectativas crescentes de inflação. Os países da região têm realizado políticas de absorção, mediante operações no mercado aberto, incorrendo em custos de diversos tipos e com diferentes resultados. Para citar apenas alguns exemplos, no Brasil, o Banco Central interveio comprando divisas para sustentar a cotação, pagando um alto custo em termos de taxa de juros dos instrumentos de absorção, com o objetivo de não colocar em risco o programa monetário, mas, como temos visto, esses esforços não impediram a apreciação do real. Algo similar ocorreu na Colômbia. Por outro lado, na Argentina, o Banco Central também comprou

divisas, com um melhor resultado em termos de estabilidade cambial, mas com um alto custo em termos de capacidade de manejo da política monetária. O elemento comum aos três casos é que os custos associados à estratégia de intervenção no mercado de câmbios – e o resultado desta – estiveram fortemente condicionados por um contexto geral de política econômica que incluía características contraditórias com a decisão de sustentar o tipo de câmbio real.

2.5 Mercado de trabalho e indicadores sociais

O crescimento econômico deu lugar a um aumento da demanda de mão de obra com uma significativa geração de emprego formal. Dessa maneira, a partir de 2003, a taxa de ocupação começou a se recuperar, acumulando, até 2008, um incremento de 3 p.p., o que corresponde a um crescimento do número de ocupados de 3,3% anual, em média, no período 2003-2008, ainda que com uma desaceleração bem definida no último ano (gráfico 21). Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego da região como um todo diminuiu de um máximo de 11% em 2002 e 2003 para 7,4% em 2008. Dessa maneira, a taxa de desemprego retornou aos níveis do início dos anos 1990, enquanto os salários reais do setor formal, por causa dos ainda altos níveis de desemprego, registraram aumentos moderados e abaixo do crescimento da produtividade laboral.

GRÁFICO 21
Evolução da população economicamente ativa (PEA), a ocupação e a taxa de desemprego – América Latina e Caribe

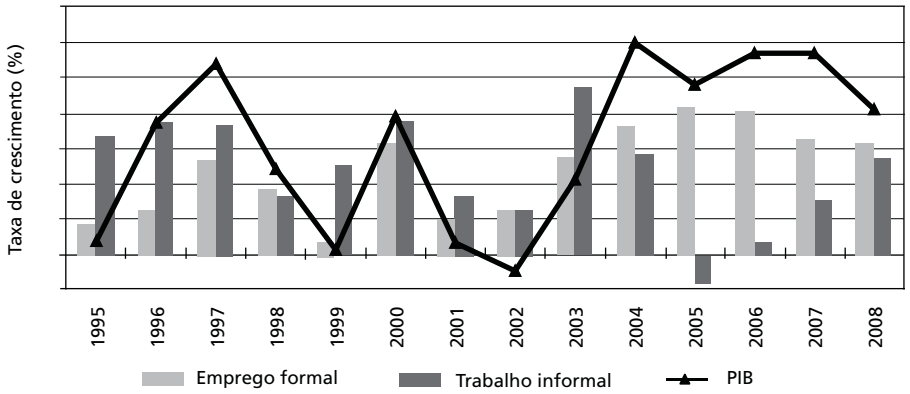


Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

Desde o começo da presente década, a população urbana economicamente ativa se expandiu em ritmo de 2,4% anual. Durante os primeiros anos, o número de ocupados crescia abaixo de 2%, o que originou um forte aumento do desemprego

em 2002. Porém, como assinalamos anteriormente, o crescimento do emprego se acelerou com o crescimento econômico, motivando a queda da taxa de desemprego. A oferta laboral veio crescendo nas últimas décadas, a partir do forte incremento da taxa de participação das mulheres, tanto nas áreas urbanas como nas rurais, onde tradicionalmente era baixa.[9]

GRÁFICO 22
Crescimento econômico e geração de emprego – 1995-2008



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

A partir de 2003, acelerou-se a geração de emprego, acompanhando o crescimento da economia e, particularmente, durante o período 2005-2007, freou-se a expansão do trabalho informal, em um contexto de taxas de crescimento econômico e de geração de emprego assalariado inéditas para a região como um todo, pelo menos olhando os últimos 25 anos.[10] Cabe ressaltar que, apesar de 2008 ter registrado uma aceleração do emprego informal, seu ritmo de crescimento foi ainda menor que o emprego assalariado, fato que caracterizou cinco dos seis anos de expansão econômica.

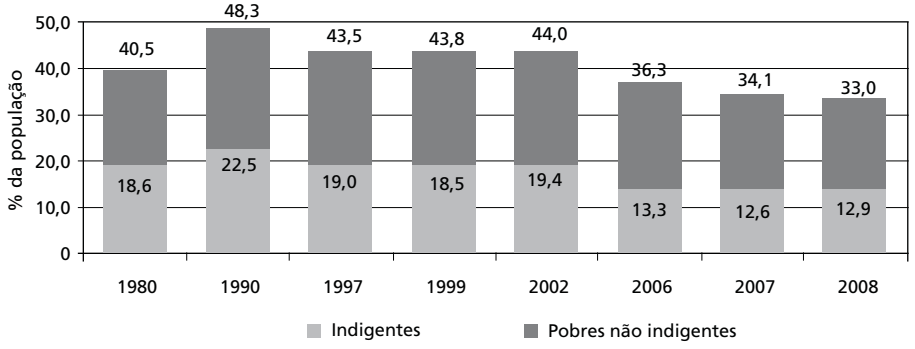
O crescimento econômico e a melhoria dos indicadores trabalhistas que acompanharam o período de expansão 2003-2008 tiveram um impacto positivo na redução da pobreza. No início da presente década, 44% da população da América Latina era considerada pobre, ou seja, não contava com a renda

9. Em nível regional, tem-se observado, em geral, um comportamento procíclico da taxa de participação. Ao comparar o componente cíclico da taxa de participação e do produto em diferentes países da região, observa-se um comportamento procíclico da taxa de participação na Argentina, no Brasil e no Uruguai, acíclico no Chile, na Costa Rica, no México e no Peru, enquanto na Colômbia e na Venezuela, o comportamento é anticíclico. Esses resultados são obtidos a partir de regressões feitas pelo método dos mínimos quadrados ordinários sobre os logaritmos da taxa de participação e do PIB, ambos filtrados por Hodrick-Prescott, para obter o componente cíclico de ambas as séries, no período de 1985 a 2006 (MACHINEA; KACEF; WELLER, 2008).

10. Isso mostra que uma grande parte do aumento da informalidade observado nos anos 1990 não se deve a uma preferência por esse tipo de emprego, mas a uma opção obrigada frente à frágil demanda laboral das empresas do setor formal.

necessária para satisfazer suas necessidades básicas. Nesse grupo, 19,4% da população era indigente, isto é, não satisfaziam nem sequer suas necessidades de alimentação. Com o crescimento sustentado e a melhoria do mercado de trabalho entre 2003 e 2008, tanto em termos de quantidade como de qualidade, os postos de trabalho gerados, as taxas de pobreza e a indigência do início da década se reduziram de 11 p.p. e 6,5 p.p., respectivamente (gráfico 23).[11] Em 2006, pela primeira vez, os níveis de pobreza e indigência em relação à população eram menores que os registrados no início da década de 1980. Entretanto, em termos absolutos, encontram-se acima, devido ao crescimento populacional.

GRÁFICO 23
Pobreza e indigência – América Latina

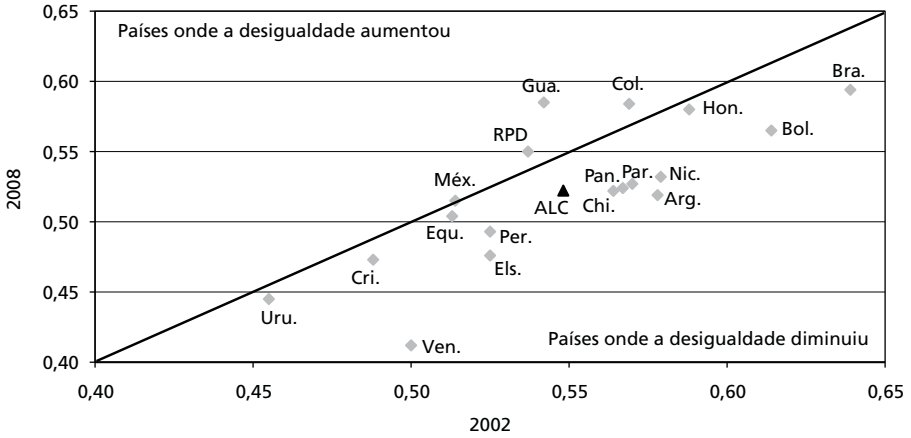


Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

Durante o período de crescimento 2003-2008, não apenas se reduziu a pobreza e a indigência nos países da América Latina, como também se observou uma melhoria na distribuição da renda na região. Como se observa no gráfico 24, os indicadores de desigualdade de 2008 mostravam uma melhor distribuição da renda em grande parte dos países da região, com relação a 2002, e foram os menores desde o início da década de 1990.

11. Em 2008, observou-se um ligeiro aumento da indigência, apesar de a pobreza ter continuado caindo. Essa divergência se deve ao significativo aumento do preço dos alimentos registrado na primeira metade de 2008.

GRÁFICO 24
Evolução da distribuição da renda medida pelo Gini – 2008 *versus* 2002

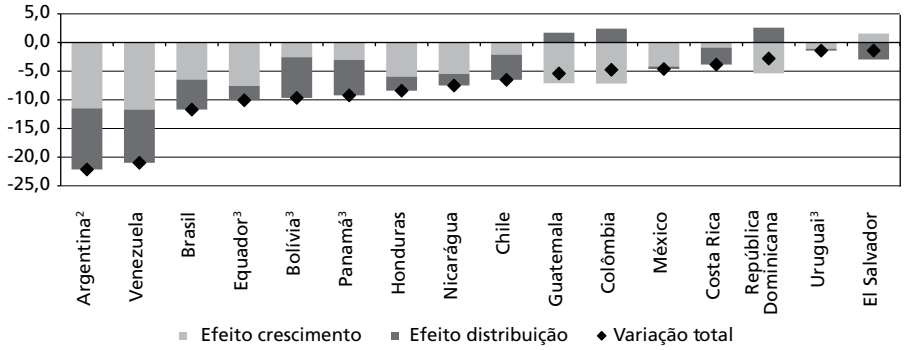


Fonte: Cepal.

A diminuição observada nas taxas de pobreza e indigência entre 2002 e 2008 se explica fundamentalmente pelo incremento da renda média das famílias, ainda que em quase todos os casos esse efeito foi reforçado pela melhoria na distribuição da renda (CEPAL, 2008).[12] Por sua vez, nos casos da Colômbia, da Guatemala e da República Dominicana, o aumento da desigualdade durante o período tendeu a incrementar a pobreza, mesmo que esse efeito tenha sido mais que compensado pelo maior crescimento da renda das famílias. Por outro lado, em nove países da região, ambos os efeitos contribuíram simultaneamente para a diminuição da pobreza, ainda que com diferente intensidade (gráfico 25). É interessante destacar que o aumento da renda média das famílias de menores recursos se explica, em sua maior parte, pela melhoria de sua renda proveniente do trabalho, na comparação com outras fontes não laborais – transferências públicas e privadas, rendas de capital e outras rendas. Dos sete países onde a pobreza se reduziu com mais força – Argentina, Brasil, Chile, Equador, México, Panamá e Venezuela –, o incremento da renda laboral explica, em média, a alta de 77% da renda total das famílias pobres e 69% da renda das famílias indigentes. Esse fenômeno ocorreu no contexto, já analisado, da melhoria geral dos indicadores globais da região, tanto em termos quantitativos como qualitativos.

12. Essa análise se baseia na decomposição de Datt e Ravallion (1992) das variações nas taxas de pobreza e indigência, fazendo a média dos efeitos calculados com os diferentes anos-base – sugestão de Kakwani (1997) – para evitar o resíduo e a dependência de um ano-base. Para mais detalhes da metodologia, ver Cepal (2008, quadro I.7).

GRÁFICO 25
Efeitos "crescimento" e "distribuição" das mudanças na taxa de pobreza – 2002-2008[1]



Fonte: Cepal, com base em tabulações especiais das pesquisas de famílias dos respectivos países.
Notas: [1] Em alguns países, corresponde à última estimativa disponível.
[2] Áreas metropolitanas.
[3] Áreas urbanas.

3 O IMPACTO DA CRISE SOBRE A MACROECONOMIA LATINO-AMERICANA[13]

A crise econômica global marcou a interrupção da fase mais longa e intensa de crescimento econômico regional, desde a década de 1970. Como mencionado na seção anterior, esse crescimento se deu no contexto de uma generalizada expansão econômica internacional, cujo auge foi de 2003 até meados de 2007, quando começaram a se generalizar gradualmente os problemas iniciados no segmento de hipotecas de alto risco dos Estados Unidos. O impacto se refletiu nos sistemas financeiros de todo o mundo e afetou significativamente os mercados de bens e trabalho, de maneira especialmente marcada desde setembro de 2008. Assim, foi sendo formada uma perturbação econômica mundial de gravidade incomum que, devido às similaridades com a Grande Depressão dos anos 1930, tem motivado comparações com esse episódio.

Com efeito, há mais de um elemento de coincidência: ambas começaram no sistema financeiro norte-americano e dali se propagaram a outras latitudes e a outros setores e ambas foram o resultado da explosão de uma bolha de preços de ativos, dando lugar a um problema de solvência do sistema financeiro. Nesta ocasião, contudo, tanto o tamanho do sistema financeiro como as interconexões em nível internacional são muito maiores e o grau de opacidade do sistema financeiro alcançou níveis inéditos.

Pelo contrário, desta vez, a resposta a partir da política econômica foi mais rápida e mais certeira. A crise dos anos 1930 deixou como ensinamento que é necessário limitar seu impacto tão rápido quanto possível e implementar

13. Esta seção se baseia em Kacef (2009).

políticas monetárias e fiscais expansivas com o fim de evitar o risco de uma depressão econômica. Isto é, ainda com enormes diferenças determinadas pelas diferentes capacidades e pelas particularidades de cada caso, o que os países têm feito de maneira generalizada desde 2008. Outra importante diferença com o que ocorreu nos anos 1930 é que atualmente existem várias instâncias de coordenação internacional, tanto em nível regional como multilateral, muitas delas criadas depois da grande crise e da Segunda Guerra Mundial, e outras de criação mais recente, como o Grupo dos Vinte (G-20). Inclusive com suas limitações, essas instituições têm alguma capacidade para potencializar as políticas que os países implementem isoladamente e para evitar, ou ao menos limitar, as práticas predatórias que, por meio da política comercial ou da política cambial, podem causar dano ao comércio internacional, que foi bastante castigado pela crise.

Pelas razões assinaladas no parágrafo anterior, este episódio se limitou a uma contração econômica, abrupta e severa, mas que, para a economia global como um todo, não chegou a uma intensidade como a da Grande Depressão, em termos de níveis de desemprego, quebras contratuais e subutilização dos recursos produtivos.

A crise financeira se transportou rapidamente para as variáveis reais e se internacionalizou devido, principalmente, a quatro fatores:[14]

- A contração do crédito derivada da fragilidade do sistema financeiro levou os bancos a requerer mais liquidez, devido à incerteza com relação à renovação de seus passivos e à necessidade de recompor seu capital, por um lado, e às dúvidas sobre a solvência de eventuais tomadores de empréstimo, por outro.
- A destruição da riqueza, financeira e não financeira, derivada da perda de valor das propriedades imobiliárias e das ações e de outros ativos.
- A deterioração das expectativas sobre a evolução da atividade econômica que afetou as decisões de consumo das famílias e de investimento das empresas.
- A diminuição do comércio mundial que acumulou 21% em volume e 38% em valor entre julho de 2008 e janeiro de 2009, ainda que a queda se reverteria no primeiro semestre de 2009.

14. Sobre a análise da crise internacional com um olhar latino-americano, ver Machinea (2009) e Lopes (2008).

3.1 Os canais de transmissão da crise

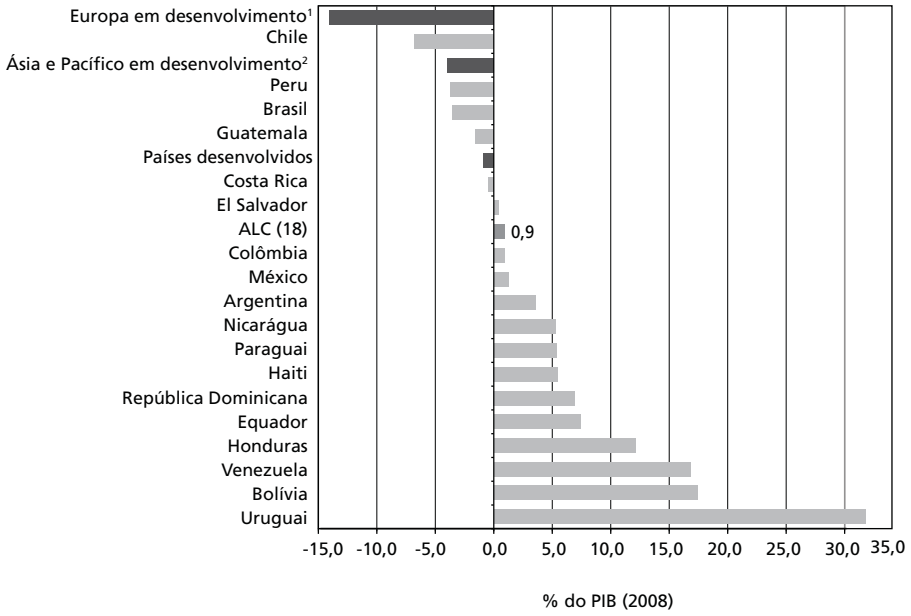
Uma característica que distingue esta crise de outras anteriores tem a ver com os canais de transmissão por meio dos quais afetou as economias da América Latina. Diferentemente de episódios similares, é pelo canal real por onde se produziram os impactos mais fortes. Como se analisará mais adiante, foram o volume e os preços das exportações, as remessas e outros elementos diretamente vinculados à atividade econômica os que, junto à deterioração das expectativas de consumidores e produtores, explicam a brusca parada do crescimento observado no quarto trimestre de 2008.

Com efeito, apenas três países – Brasil, Chile e Peru – experimentaram sinais de uma interrupção súbita (*sudden stop*) do fluxo de capitais associado aos efeitos da crise.[15] Como pode ser visto no gráfico 26, trata-se dos três países da região onde o sistema financeiro tinha – e ainda mantém – uma posição devedora líquida de maior magnitude relativa.[16] Portanto, em sete casos – Argentina, Brasil, Chile, Equador, México, Peru e Venezuela –, a informação analisada sugere a existência de uma turbulência comercial devido a uma redução das exportações consideravelmente maior que a que teria sido típica em um movimento cíclico usual. Todavia, essas perturbações estão em grande medida vinculadas ao comportamento dos preços das *commodities*, pelo que não podem se dissociar – na origem e nos efeitos – de um choque de tipo financeiro.

15. Para estimar esses efeitos, foram aplicadas duas metodologias distintas. A primeira se centrou na reversão que puderam ter as exportações dos países latino-americanos, como consequência das variações da demanda mundial. Neste exercício, foi utilizado o desvio da série de exportações com ajuste sazonal da tendência de longo prazo, calculado usando o filtro de Hodrick-Prescott. Definiu-se como reversão do comércio, toda diminuição de mais de um desvio padrão e meio das exportações. A segunda metodologia foi aplicada aos episódios em que diminuem acentuadamente os fluxos de capital. Essa série compreende os fluxos de investimento com ajuste sazonal obtidos da diferença entre a acumulação de reservas e a balança básica. Um episódio de baixa do fluxo de capital será aquele em que os fluxos de investimento considerados sofram uma reversão de mais de um desvio padrão e meio com relação à média de todo o período.

16. Cabe ressaltar que o fato de que esses países mantenham uma posição devedora líquida com o exterior não implica um julgamento de valor negativo sobre esses sistemas financeiros. Ao contrário, isso pode ser devido ao fato de que são mercados mais desenvolvidos e que requer uma maior escala de operações que obriga as entidades a recorrer aos mercados financeiros internacionais. Além disso, cabe esclarecer que o Chile mostra uma reversão dos fluxos de capital, quando são descontados da análise os fluxos do setor público. No caso da Venezuela, é possível identificar uma reversão da conta de capitais da balança de pagamentos no primeiro trimestre de 2009, mas também em alguns momentos de 2008, anteriores ao agravamento da crise, pelo que não é possível associá-los a esta.

GRÁFICO 26
Posição externa líquida do sistema financeiro – dezembro de 2008



Fonte: Com base em cifras do Bank for International Settlements (BIS) e da Cepal.
Elaboração dos autores.
Notas: [1] Sem a Rússia.
[2] Sem a China.

3.1.1 O canal financeiro

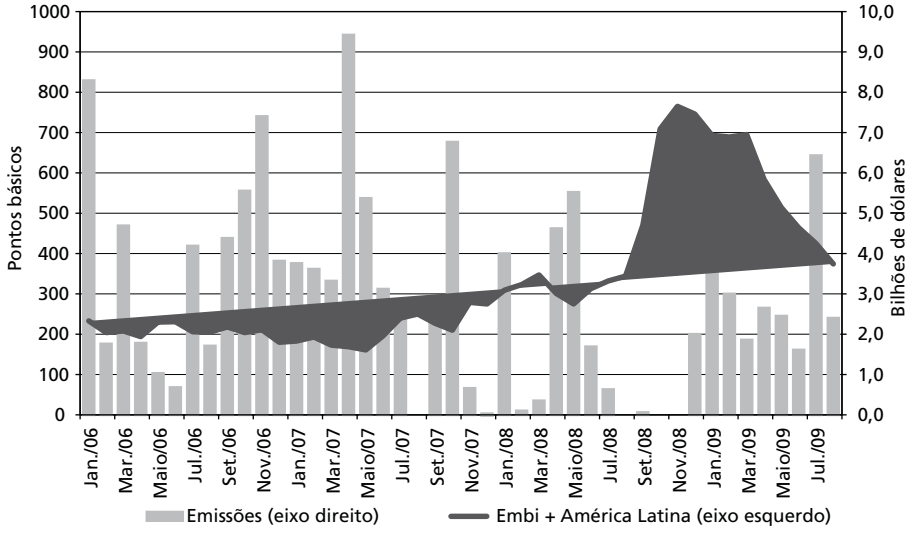
O fato de que os países da América Latina tenham reduzido seus níveis de endividamento e acumulado reservas internacionais (subseção 2.3) contribui para explicar por que, diferentemente de outras vezes, a região não foi palco de uma crise financeira. Outro elemento importante nesse sentido é que o grau de exposição externa dos sistemas financeiros da região é relativamente baixo, pelo que a manutenção do crédito interno acaba não sendo tão sensível às condições externas, sobretudo quando comparada com outras economias emergentes.

Em resposta às dificuldades de acesso a crédito externo observadas até o fim de 2008, como se analisa na próxima seção, os bancos centrais de vários países da região adotaram medidas tendentes a garantir a liquidez, em moeda nacional e em divisas, para apoiar os seus bancos, enquanto o Federal Reserve dos Estados Unidos celebrou acordos com os Bancos Centrais do Brasil e do México com o mesmo propósito (CEPAL, 2009b). Igualmente, as colocações de bônus soberanos e corporativos de países da região nos mercados mundiais desapareceram completamente durante a etapa de aumento

dos prêmios de risco, como mostrado no gráfico 27. Esses fatores se fizeram sentir na diminuição das reservas internacionais da região, entre o fim de 2008 e o primeiro trimestre de 2009. Entretanto, desde o segundo trimestre, as reservas voltaram a crescer até atingir um novo máximo histórico de mais de 530 bilhões de dólares.

Durante os primeiros meses de 2009, as condições nas quais os mercados financeiros operam começaram a mudar lentamente. Os programas implementados nos Estados Unidos e, em menor medida, na Europa ajudaram a consolidar a expectativa de que, exceto em casos pontuais, seria feito todo o possível para evitar a quebra de instituições com alcance sistêmico. Paralelamente, a política monetária em vários países desenvolvidos se norteou pelo restabelecimento da liquidez, reduzindo as taxas de juros até chegar a níveis próximos a zero, ao mesmo tempo em que se buscava restaurar o fluxo de crédito, oferecendo certas garantias para créditos interbancários. Isso contribuiu para que a percepção de risco em relação aos países emergentes começasse a se reduzir paulatinamente, embora tenha se mantido em níveis mais altos que durante os três anos anteriores, e permitiu que os países da região voltassem a acessar os mercados internacionais de capitais, retomando assim as colocações de bônus soberanos e corporativos.[17]

GRÁFICO 27
Colocação de bônus soberanos e corporativos nos mercados mundiais – América Latina



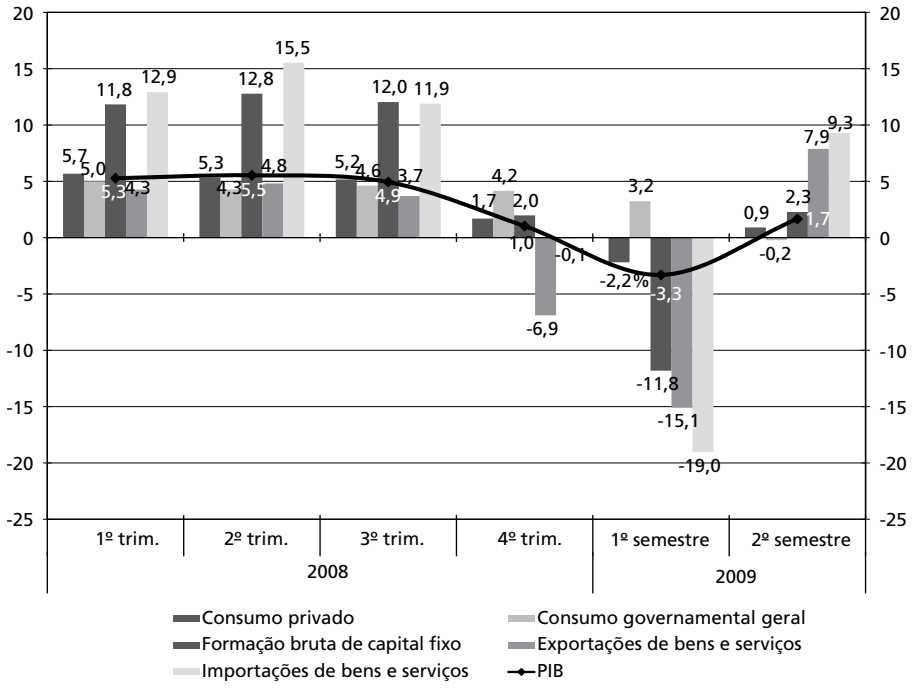
Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

17. É importante ressaltar que, mesmo no momento mais agudo da crise – setembro a outubro de 2008 –, o aumento dos prêmios de risco implícitos nos rendimentos da dívida soberana foi bastante inferior ao constatado em outras crises.

3.1.2 O canal real

O impacto foi sentido com mais força no canal de transmissão comercial. Por um lado, observa-se uma importante queda dos volumes de exportação de bens e serviços reais que, como observado no gráfico 28, ultrapassou 15% interanual no primeiro semestre de 2009, ainda que as estimativas para o segundo semestre mostrem uma acentuada recuperação.

GRÁFICO 28
Variação percentual interanual da demanda agregada – América Latina, 2008-2009
(Em % dólares constantes de 2000)

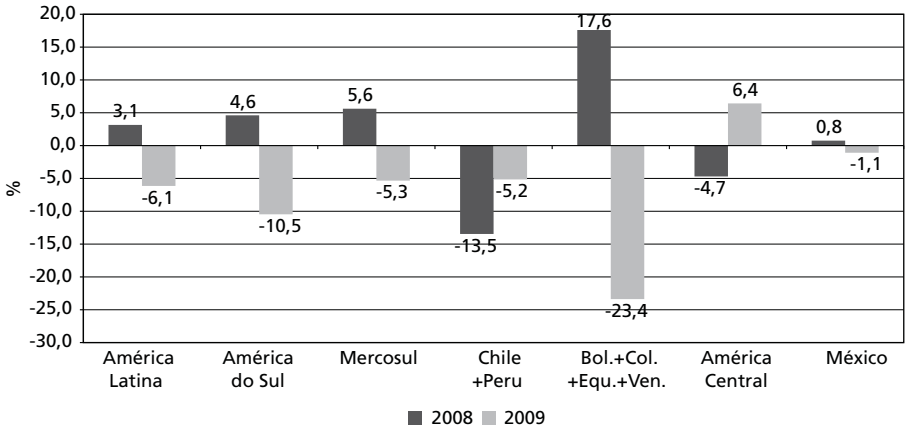


Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

Por outro lado, a recessão mundial e a diminuição do comércio internacional afetaram negativamente os preços das *commodities*, que diminuíram significativamente em relação aos altos níveis observados no primeiro semestre de 2008, repercutindo sobre a evolução dos termos de troca regionais (gráfico 29). Apesar de que essa evolução negativa tenha se revertido parcialmente nos últimos meses do ano, estima-se que a queda dos termos de troca da América Latina tenha sido superior a 6% em 2009, após ter aumentado 37% entre a média das décadas de 1990 e 2008.

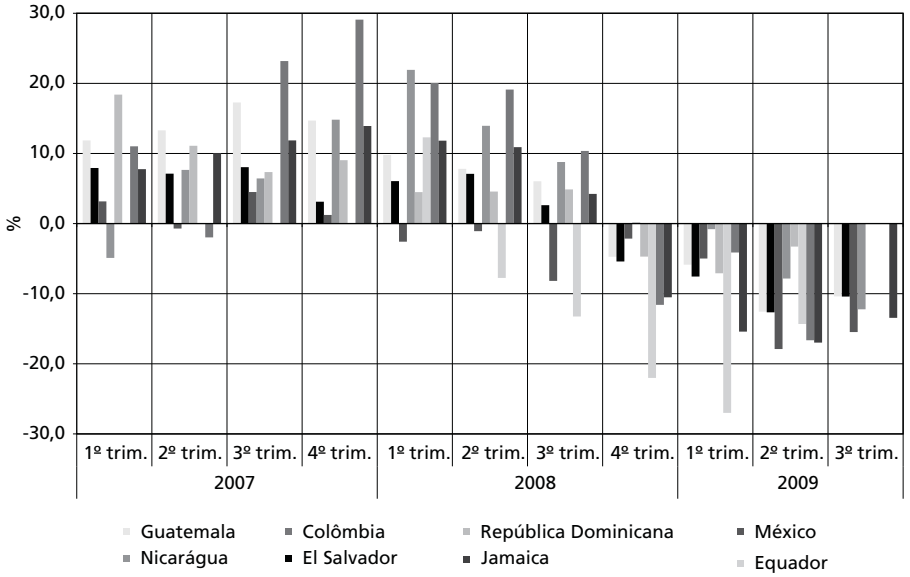
Além das repercussões internacionais da crise estadunidense pelos mercados financeiros e de comércio exterior, houve outros fatores relevantes, mesmo que fossem mais difíceis de quantificar, como a destruição de riqueza derivada da queda dos preços dos ativos – financeiros e imobiliários – e os efeitos da deterioração das expectativas das famílias e das empresas na demanda de bens e serviços. Esses fatores são de particular importância nos países com mercados internos de maior tamanho e peso na atividade econômica e têm se manifestado em reduções do investimento e significativas desacelerações do consumo privado. Já o consumo público, como pode ser visto no gráfico 28, mostra maior crescimento, o que pode estar relacionado às políticas fiscais ativas às quais se fará referência mais adiante.

GRÁFICO 29
Variação estimada dos termos de troca – 2008-2009



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

GRÁFICO 30
Variação interanual das remessas – América Latina (oito países)
(Em milhões de dólares)



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

Em alguns países, a evolução do consumo privado se viu afetada também pela redução das remessas de emigrantes (gráfico 30). Após o terceiro trimestre de 2008, observa-se uma redução das receitas por este conceito, queda que se aprofundou no primeiro trimestre de 2009 e que tendeu a diminuir para o fim do ano.

Por sua vez, a atenuação dos fluxos de investimento estrangeiro direto influenciou na queda do investimento, cuja diminuição para 2009 é estimada entre 35% e 45% (CEPAL, 2009c). Destaca-se a importância desse efeito em países da América Central, onde, embora não sejam os principais receptores, a incidência dessas correntes é elevada em termos do PIB.

3.2 O espaço macroeconômico e as políticas para enfrentar a crise

Mesmo com diferenças de um país para outro, tem-se observado nos últimos anos uma mudança nos comportamentos macroeconômicos na região que, como analisado em profundidade na seção 2, marcam um contraste com episódios prévios de auge. No período anterior à crise, foram promovidos incrementos nas taxas de poupança da região, o que se traduziu em menor dependência dos recursos financeiros externos e, em muitos casos, em diminuições dos passivos externos dos governos, que compensaram com folga a maior utilização do crédito internacional por parte dos setores privados. Esse processo foi acompanhado

pela importante acumulação de reservas internacionais já mencionada, com o propósito de reduzir a dependência do financiamento externo diante de eventuais dificuldades de liquidez.[18] Essa conduta de autosseguro refletiu a decisão de pagar um preço, equivalente ao custo de oportunidade dos recursos externos acumulados, como consequência do reconhecimento do caráter procíclico da oferta internacional de crédito e do desejo de evitar condicionantes associadas ao financiamento proveniente de fontes multilaterais.

Isso não apenas marcou uma diferença destacada com relação às dificuldades financeiras que os países da região encararam habitualmente em episódios similares, mas também propiciou um maior espaço para a aplicação de políticas públicas. Entretanto, a evolução mais recente, condicionada pelas repercussões da crise, estreitou o espaço macroeconômico disponível para implementar políticas voltadas ao incremento da demanda interna e acentuou o dilema entre objetivos que competem pelo uso dos instrumentos e recursos de que dispõem os governos (FANELLI; JIMÉNEZ, 2009).

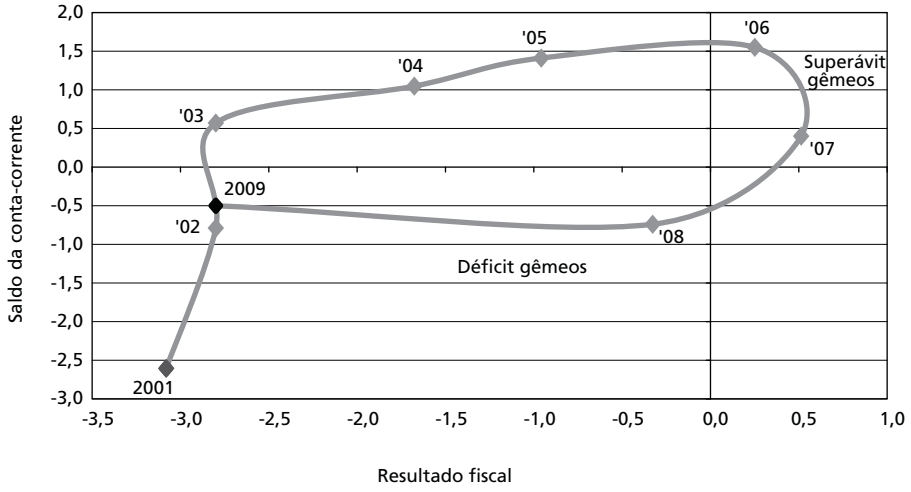
O gráfico 31 mostra a evolução paralela dos elementos básicos para definir o espaço para a política econômica, quando analisada desde a ótica dos fluxos: o saldo da conta-corrente e o saldo das contas públicas. Como mencionado no parágrafo anterior, o período de bonança desde 2003 e até pelo menos 2007 foi acompanhado de uma melhoria paralela de ambos os saldos que, de maneira inédita na região, permitiu que a América Latina registrasse em média superávits gêmeos em 2006 e 2007.

Não obstante, boa parte da melhoria da situação fiscal nos últimos anos obedeceu, como assinalado previamente, a alta crescente dos preços das *commodities* observada entre 2002 e a primeira metade de 2008, pelo que a deterioração observada a partir de meados de 2008, embora temperada recentemente, impõe condicionamentos ao espaço fiscal alcançado. Na verdade, estima-se que em 2009 a arrecadação tributária teria diminuído na América Latina, de 1,4% do PIB – média simples –, pelo que o déficit total médio da região ficou em 2,8% do PIB.

Já a queda da demanda interna e, por consequência, das importações compensou amplamente a contração das exportações e remessas, o que redundou em diminuição do déficit, que ficou em torno de 0,5% em 2009. O colapso no consumo e no investimento foi traduzido em um acentuado abatimento das importações de quase 25% em valores correntes, que compensou as menores vendas externas da região, cujo retrocesso fica na casa de 23%.

18. A percepção dos esforços dos países da região seria ainda maior se o cálculo das reservas internacionais incluísse o poupado por vários países em fundos soberanos alimentados por superávits fiscais. É claro que se tratou de um esforço bastante oneroso em termos do custo de oportunidade dos recursos, no qual os países da região e as economias emergentes em geral precisaram incorrer para compensar imperfeições dos mercados financeiros internacionais frente às quais haviam ficado indefesos em outras crises.

GRÁFICO 31
Evolução da conta-corrente e o resultado fiscal – América Latina, 2001-2009
(Em % do PIB)



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.

Além dos limites que a dinâmica das contas públicas e das contas externas possam impor à quantidade de recursos disponíveis para intervenções contracíclicas, as características das economias da região sugerem outros fatores que podem condicionar a capacidade da política macroeconômica. Em particular, alheia à importância de se preservar níveis de liquidez que permitam uma operação fluida dos sistemas financeiros, a efetividade das políticas monetárias poderia estar restrita em países com parcos níveis de monetização e profundidade financeira. Além disso, em situações de elevada incerteza, é possível que os mecanismos de transmissão entre medidas expansivas de política monetária e aumentos da oferta de crédito se vejam afetados, e entre eles e a utilização efetiva do financiamento disponível para elevar a demanda de bens.

Em situações de crise, quando os mercados de crédito tendem a se segmentar, a política fiscal poderia ter um papel de destaque na manutenção dos fluxos de despesa agregada.[19] No entanto, os países da região às vezes enfrentam restrições institucionais e na capacidade de implementação da parte do setor público, que delimitam as margens para o uso flexível da política fiscal com objetivos de estabilização macroeconômica. Em particular, embora as reduções de impostos sejam decisões cuja implementação é relativamente simples, a magnitude de seu efeito pode ser limitada em países onde o nível de imposição de partida é baixo e, em condições de incerteza, os aumentos das receitas disponíveis não necessariamente

19. Sobre a eficácia da política fiscal frente a uma crise financeira, ver Baldacci, Gupta e Mulas-Granados (2009).

são transformados em maiores volumes de demanda, principalmente se os grupos favorecidos pelas reduções impositivas pertencem às camadas mais altas da distribuição. Por sua vez, os aumentos do gasto público exigem mais em termos institucionais e administrativos. Incrementar o investimento público consome tempo, sobretudo porque os países não costumam contar com projetos avaliados e prontos para serem implementados. Semelhantemente, a concessão de subsídios direcionados pode ser altamente efetiva, mas nem todos os países desenvolveram mecanismos para identificar e chegar aos possíveis beneficiários de programas sociais.

3.2.1 Política monetária e cambial

Diante da mudança do cenário internacional no último quadrimestre de 2008, que pressupôs importantes restrições creditícias nos países desenvolvidos e as menores pressões inflacionárias que haviam caracterizado os últimos anos (subseção 2.4.2), os institutos emissores da região procuraram garantir níveis de liquidez adequados, com o fim de facilitar o funcionamento dos mercados financeiros internos.[20] Para isso, foram adotadas medidas como a redução das exigências de reservas, o corte dos prazos ou a reversão de operações de contração de liquidez, e o estabelecimento ou a ampliação de linhas especiais para realizar operações de redesconto e relatórios.

Nos primeiros meses de 2009, os bancos centrais da maioria dos países da região diminuíram suas taxas de política monetária para contribuir com a reativação da economia, de maneira coordenada com as medidas fiscais, embora em alguns países caberia esperar que as taxas continuassem a se reduzir, haja vista que ainda permanecem altas em termos reais. A diminuição das pressões inflacionárias no ano passado e as expectativas de queda do ritmo de crescimento dos preços deram lugar para essa mudança na orientação da política monetária.[21]

Não obstante, a política monetária expansiva não pôde impedir a perda de dinamismo do mercado de crédito, sobretudo a partir do agravamento da crise

20. A aceleração inflacionária observada em 2007 e no primeiro semestre de 2008 complicou o manejo da política monetária e condicionou o cumprimento das metas de inflação dos bancos centrais. No período assinalado, a inflação se manteve acima da meta estabelecida no Chile, na Colômbia, no México, no Paraguai e no Peru. O Brasil foi o único país onde a inflação se manteve na faixa definida, mais ampla que a do resto dos países, mas o ritmo de aumento de preços também se acelerou e permaneceu em um degrau superior ao nível médio da banda. Mesmo quando a aceleração inflacionária observada obedeceu, em grande medida, a choques de oferta vinculados aos preços dos alimentos e à energia, a maioria dos bancos centrais aumentou suas taxas de política monetária, com o objetivo de ancorar as expectativas de inflação. Como as pressões inflacionárias foram cedendo na segunda metade de 2008, em muitos casos foram observadas taxas reais muito altas no fim do ano.

21. O Banco Central do Brasil reduziu a taxa básica de juros do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) em quatro oportunidades, entre dezembro de 2008 e abril de 2009, passando de 13,66% para 11,66%, sendo observados comportamentos similares nesse período por parte dos Bancos Centrais da Colômbia, da Guatemala, do México e do Peru. O Banco Central do Chile reduziu sua taxa de juros drasticamente, 7 p.p., passando de 8,25% em dezembro de 2008 para 1,25% em maio de 2009. Foi considerável também a diminuição das taxas do Banco Central de Honduras, de 9% para 4,5% entre novembro de 2008 e março de 2009. Uma exceção foi a Argentina, onde a evolução do mercado de câmbios limitou a capacidade da autoridade monetária para diminuir as taxas de juros.

internacional. A desaceleração da taxa de crescimento do crédito total em termos reais continuou no primeiro semestre de 2009 na Argentina, no Brasil, na Colômbia, no México, no Peru e na Venezuela, mesmo quando em vários países se observou uma atividade mais intensa dos bancos públicos, que contribuiu, pelo menos, para segurar a queda da oferta de financiamento. Este instrumento foi especialmente relevante no Brasil, onde o crédito proveniente de entidades públicas representa aproximadamente um terço do crédito total para o setor privado.

Por outro lado, a partir do agravamento da crise, até o fim de 2008, e apesar da perda de reservas, as moedas de vários países da região se depreciaram de forma significativa, após a apreciação registrada nos últimos três anos (seção 2.4.2, gráfico 18). As formas de intervenção adotadas pelas autoridades foram as mais diversas, e incluíram tanto operações no mercado à vista, como futuro (JARA; MORENO; TOVAR, 2009). Esses movimentos foram revertidos parcialmente na primeira metade de 2009, quando, ainda que se tenha observado uma baixa generalizada das taxas de juros por parte dos bancos centrais da região, as moedas tenderam a se apreciar em termos nominais, como reflexo das melhores condições que caracterizaram os mercados financeiros internacionais. Durante esse período, a intervenção vendedora nos mercados cambiais se reduziu progressivamente até desaparecer.[22]

3.2.2 Política fiscal

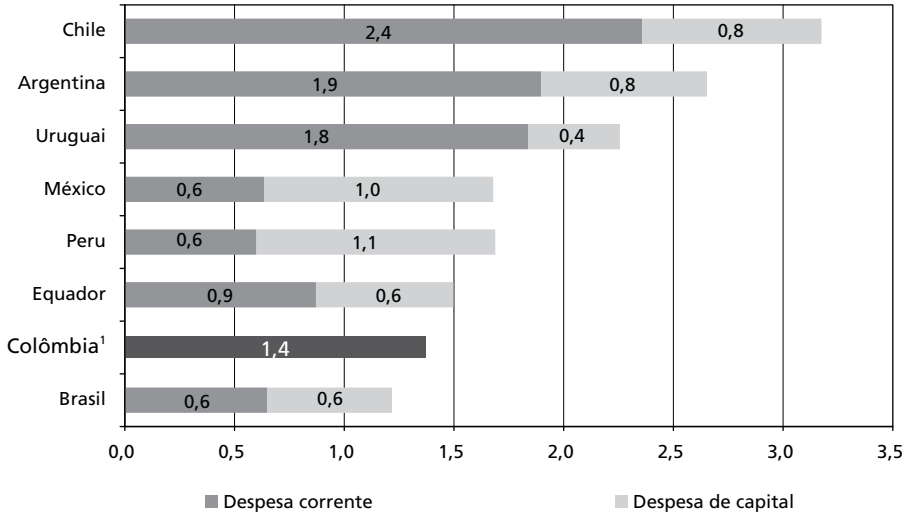
O desafio da política fiscal contracíclica ocorre no contexto de diminuição da arrecadação, protegendo, ao mesmo tempo, certas despesas – educação, proteção social e infraestrutura – que são vitais para evitar um aumento da pobreza e para assentar as bases do crescimento futuro. Ainda que os governos da região mantenham alguma capacidade para apoiar a economia com intervenções fiscais, na prática, o espaço de manobra fiscal varia muito de um país a outro e depende da existência de poupança acumulada nos bons tempos, do grau de rigidez da despesa, da duração da crise e da possibilidade de endividar-se de forma prudente.

Como foi assinalado, a crise colocou as finanças públicas das economias latino-americanas em uma situação complexa. Por um lado, as receitas fiscais registraram uma importante redução, como resultado do menor nível de atividade e da queda dos preços das *commodities*. Por sua vez, os países adotaram medidas de estímulo fiscal e de compensação dos custos distributivos da crise, que significaram uma deterioração adicional de seus resultados fiscais. Ademais, essa deterioração ocorreu, em muitos casos, no marco de uma importante restrição do financiamento externo, que condicionou a possibilidade de aplicar políticas fiscais anticíclicas.

22. A exceção desse comportamento ocorreu na Argentina, onde o peso se depreciou gradualmente desde meados de 2008.

Semelhantemente, os efeitos da crise internacional sobre a receita fiscal diferem de um país a outro em função da estrutura tributária, do nível de arrecadação e da origem das atividades que geraram as receitas. Assim, o grau de exposição à crise foi maior nos países que têm baixa carga tributária, ou que contam com uma alta porcentagem de recursos não tributários ou provenientes dos recursos naturais, e aqueles que têm uma grande abertura comercial, sobretudo se suas exportações estão voltadas principalmente a países desenvolvidos. Em contraste, parece ter sido menor em países com carga tributária elevada e maior participação do Imposto de Renda e Produtividade do Imposto de Valor Agregado (IVA).

GRÁFICO 32
Variação do gasto público na América Latina – países selecionados –, nove meses de 2008-nove meses de 2009
(Em % do PIB)



Fonte: Cepal, com base em cifras oficiais.
Nota: [1] Variação do gasto total.

Do ponto de vista do gasto, o aumento das despesas é explicado por um crescimento do gasto corrente e, também, do gasto de investimento em infraestrutura, especialmente na construção de moradias. Nos primeiros nove meses de 2009, houve um importante incremento do gasto corrente e, em menor medida, do gasto de capital, cuja elevação é, no geral, mais lenta (gráfico 32).

Apesar de as medidas do aumento do gasto terem predominado sobre aquelas relacionadas à diminuição dos impostos ou à ampliação da receita tributária, vários países da região aplicaram medidas de caráter impositivo. Com efeito, 11 países aplicaram reduções do Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF) – mediante mudanças no esquema de deduções, redução de alíquotas ou maiores isenções –, duas das

quais são transitórias, e igual número de países anunciou mudanças no Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) – mediante novas isenções, deduções ou sistemas de depreciação acelerada –, das quais quatro são transitórias. Cabe ressaltar o caso do Brasil, onde, apesar de o aumento do gasto total ter sido menor que em outros países, foram aplicadas medidas de redução de alíquotas do Imposto de Produtos Industrializados (IPI) – de forma temporária sobre veículos, eletrodomésticos e materiais de construção –, do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e foram modificadas as taxas sobre o IRPF com menor renda.

Ao desagregar as medidas sociais por sub-regiões, observa-se uma importante diferença de abordagem na composição destas. Na América do Sul e no México, três quartos das medidas anunciadas correspondem à área de apoio às famílias pobres, enquanto na América Central, a distribuição é mais equilibrada, onde a metade das medidas anunciadas são subsídios ao consumo e a outra metade ao apoio para as famílias de menor renda. Como já assinalado, isso mostra uma divergência com relação à capacidade institucional para levar adiante estas políticas, já que as medidas focalizadas, embora mais efetivas, requerem um maior esforço institucional. Apesar de os subsídios ao consumo serem relativamente mais simples de se aplicar, eles atingem uma maior parcela da população, podendo gerar um viés regressivo em favor daqueles que mais consomem.

Com relação ao efeito das medidas tomadas, são bem conhecidas as dificuldades que os incentivos e as deduções impositivas apresentam na região, normalmente chamados "gastos tributários", tanto em matéria de quantificação como de medição de seus efeitos. Por outro lado, sugere-se um ponto de interrogação sobre a duração das medidas e a capacidade de alguns governos de sustentar o nível de gasto que essas políticas implicam. Também, cabe apontar que, embora as medidas tenham sido adotadas pelos governos centrais, muitas delas requereram recursos dos governos subnacionais, o que agrega uma necessidade de maior coordenação intergovernamental e uma via adicional de vulnerabilidade da política fiscal frente à crise.

4 CONCLUSÕES: A POLÍTICA MACROECONÔMICA ALÉM DA CRISE

Embora não com a dramaticidade de outras vezes, a região foi afetada pela crise internacional, interrompendo um processo de seis anos consecutivos de crescimento e melhoria dos indicadores sociais. Dois mil e nove será um ano de queda do PIB regional, sobretudo devido à forte queda esperada na economia mexicana e haverá repercussões negativas em matéria de emprego e pobreza. Como assinalamos nas duas seções anteriores, o crescimento do período 2003-2008 foi acompanhado de aumento do emprego e melhoria em sua qualidade, fatores que levaram a diminuição da pobreza e da desigualdade. Em 2009, houve um caminho inverso: o crescimento baixo ou até mesmo negativo será acompanhado de

um incremento no desemprego e da informalidade, de um enfraquecimento do emprego com proteção social e de uma contração do emprego de jornada completa (CEPAL; OIT, 2009). A conjunção desses elementos trará um aumento da pobreza e da desigualdade em uma região onde ainda há mais de 180 milhões de pobres e mais de 70 milhões de indigentes.

Resta esperar que a incipiente recuperação observada no fim de 2009 se consolide em 2010 e que a América Latina volte a crescer, ainda que seja provável que o faça ainferiores àquelas do período de bonança truncado pela crise. O crescimento esperado poderia ser insuficiente em termos da demanda de emprego, o que dificultará uma rápida recuperação da quantidade e qualidade dos postos de trabalho e, portanto, dos indicadores sociais.

Por outro lado, a contração do investimento não apenas tem impacto negativo imediato sobre a demanda de bens e sobre o nível de atividade, mas afeta a capacidade de crescimento da região no longo prazo. Argumenta-se com frequência que a região demorou 14 anos para recuperar o PIB *per capita* anterior à crise da dívida dos anos 1980 e que levou 25 anos para recuperar a taxa de pobreza observada antes dessa crise. Como demonstrado na seção 2, as taxas de investimento em relação ao PIB observadas na região nos anos 1970 não voltaram a se repetir. Nos últimos anos, os países da América Latina estavam conseguindo incrementar suas taxas de investimento, mas esse caminho foi interrompido antes que recuperasse o nível necessário para crescer de maneira sustentável a uma taxa mais alta.[23]

Por outro lado, é altamente provável que a crise abra lugar a mudanças profundas no cenário internacional, que vão gerar um ambiente menos favorável ao crescimento que aquele enfrentado por nossa região entre 2003 e 2008. Em primeiro lugar, é provável que o mundo pós-crise se caracterize por um menor crescimento global, a partir de uma queda no dinamismo da demanda agregada dos países desenvolvidos, compensada parcialmente por aumentos da demanda agregada nos países em desenvolvimento (ROGOFF, 2009).

Como consequência do que foi dito no parágrafo anterior, cabe esperar que as economias emergentes tenham um papel mais central no crescimento mundial, mas no marco de uma desaceleração dos fluxos comerciais. A queda da demanda de importações por parte das economias desenvolvidas estreitará o espaço para que as economias emergentes possam colocar seus produtos naqueles mercados, exacerbando a concorrência e incentivando, ao mesmo tempo, a adoção de estratégias de crescimento mais voltadas aos mercados internos, pelo menos nas economias de maior tamanho relativo.

23. Estima-se que para crescer de modo sustentado a 6% ao ano, a taxa de investimento média da região deveria estar entre 24% e 27% do PIB. Ver Cepal (2006a).

Por outro lado, a crise financeira global manifestou a necessidade de reformas profundas na arquitetura financeira internacional e, em particular, nos sistemas regulatórios e de supervisão, a fim de garantir maior estabilidade financeira global. A crise deixou em evidência que os mecanismos institucionais para o controle de riscos sistêmicos não evoluíram no nível do processo de globalização e de liberalização financeira. Assim, seria necessário produzir mudanças no enfoque e no alcance da regulação e supervisão dos sistemas financeiros domésticos, acompanhados por um maior esforço de coordenação da regulação em nível global. Essas mudanças se traduzirão, provavelmente, na expansão dos alcances da regulação e na supervisão sobre os vários instrumentos financeiros, bem como sobre os diferentes participantes do mercado. Espera-se que a mudança no modelo bancário seja na direção de um sistema mais transparente, com menores incentivos à assunção de risco, bem como menores níveis de alavancagem, o que implicará uma redução nos fluxos financeiros internacionais e, como consequência, uma parcial reversão do processo de integração financeira que se observava até a crise.

Recapitulando, a América Latina enfrenta o renovado desafio de aumentar sua taxa de crescimento, a fim de poder dar resposta às necessidades sugeridas por uma situação social complexa e cuja resolução é cada vez mais peremptória. Porém, crescer mais requer investir mais e isso, em nossa região, implica um aumento da demanda de divisas para adquirir bens de capital que, em sua maioria, são de origem importada. Cabe perguntar, então, como a região se inserirá em um mundo caracterizado, de um lado, pelo menor crescimento dos países desenvolvidos e por maior participação dos países em desenvolvimento no crescimento global, de outro, por sistemas financeiros sujeitos a regulações e supervisões mais rígidas, com menor dinamismo dos mercados de crédito e maiores taxas de juros.

Não é nosso objetivo dar uma resposta exaustiva a essas perguntas que, definitivamente, giram em torno da necessidade de conseguir crescimento econômico sustentado, apoiado no aumento da produtividade, e uma maior equidade distributiva. Propomo-nos, apenas, a sugerir algumas contribuições que, a partir do desenho da política macroeconômica, podem contribuir para consolidar o vínculo, bastante difuso na experiência latino-americana, entre crescimento e equidade.

A estabilidade macroeconômica é uma condição necessária para que a região possa crescer mais e repartir melhor, mas a estabilização deve ser entendida de maneira ampla, como um objetivo que vai além de assegurar inflação baixa e estável. Este é, sem dúvida, um objetivo central da política macroeconômica, mas a história econômica da América Latina tem dado numerosos exemplos dos grandes custos que a instabilidade real pode acarretar. Isso coloca em relevo a importância que adquire uma gestão macroeconômica sustentável, definida em

função de caminhos de tendência previstos das principais variáveis, que sirvam de referência para a tomada de decisões que envolvem horizontes que ultrapassam o curto prazo.

É crucial que o desenho da política macroeconômica permita enfrentar as flutuações associadas aos ciclos econômicos, mas essa capacidade deve ser forjada nos momentos de auge econômico para ser utilizada nas fases recessivas, evitando flutuações excessivas, tanto no nível de prestação de serviços públicos como no nível do tipo de câmbio real e da taxa de juros. Esta é uma importante lição que emerge da crise, na medida em que ficaram patentes na região os benefícios derivados das políticas contracíclicas que, em diferente medida, vários países puderam implementar.

No entanto, este não foi o caso sempre. Ao contrário, um olhar comparativo dos últimos 30 anos mostra que, na maior parte dos países da América Latina, a política fiscal se comportou de maneira procíclica, diferentemente do observado nos países desenvolvidos, onde tem sido contracíclica ou, ao menos, acíclica.[24] Apesar da recente melhoria, a América Latina ainda registra níveis muito altos de volatilidade real, que acarretam importantes custos em matéria de bem-estar.[25]

Naturalmente, a implementação de políticas contracíclicas é uma tarefa que não está isenta de tensões e conflitos, em grande medida associados à dificuldade para identificar a tendência de longo prazo em muitas de nossas economias, ainda que também possa se derivar das diferenças nas preferências de diversos agentes econômicos frente a situações específicas. No caso, é altamente provável que os setores com capacidade de poupança ou acesso a financiamento difiram em seus interesses com relação às camadas mais pobres, que enfrentam fortes restrições em sua despesa, dado que não têm capacidade de poupança e têm acesso muito limitado ao mercado financeiro (KRUSELL; SMITH, 2002). Nesse sentido, a administração macroeconômica contracíclica é particularmente relevante para os grupos de menores recursos, pelo que são particularmente importantes, desde o ponto de vista distributivo, as ações de política nas fases expansivas voltadas a acumular capacidade de enfrentar a fase descendente do ciclo.

De modo geral, a política macroeconômica incide sobre o crescimento e a distribuição pelo modo em que combina o manejo das variáveis que estão, pelo menos parcialmente, sob o controle das autoridades econômicas, como a quantidade e o tipo de impostos arrecadados, o nível e a composição do gasto público, as taxas de juros e o tipo de câmbio. O modo em que esses instrumentos são utilizados influi

24. Ver López-Monti (2009b) para uma análise comparativa da ciclicidade da política fiscal na América Latina e nos países desenvolvidos.

25. Para uma estimativa do custo, em termos de bem-estar, das flutuações do ciclo na América Latina com base em diferentes modelos, pode-se ver López-Monti (2009a).

de modo decisivo sobre decisões de produção e acumulação e sobre a renda de diferentes grupos ou setores. O conjunto de instrumentos disponíveis e a natureza e intensidade de seus efeitos dependem da estrutura da economia, de sua configuração institucional (por exemplo, quanto à propriedade dos recursos naturais) e de sua história (por exemplo, quanto às experiências que podem afetar a demanda de ativos domésticos e a profundidade dos sistemas financeiros).

Na América Latina, o nível da carga tributária da maioria dos países é insuficiente para garantir a atenção para as demandas de gasto que os Estados enfrentam. Porém a região não apenas arrecada pouco, mas arrecada mal.[26] Especialmente, é preciso assinalar a baixa participação do Imposto de Renda e o fato de que a estrutura tributária está sustentada, principalmente, em impostos indiretos de caráter regressivo.[27] Os sistemas tributários da região estão entre os fatores que contribuem para manter o quadro de distribuição desigual da renda e, portanto, da pobreza e da indigência, dado que a política tributária relegou o objetivo de conseguir melhoria na equidade distributiva em prol de outros propósitos. O grande desafio nesta área é não só aumentar a quantidade de recursos arrecadados, mas também melhorar sua incidência sobre a distribuição da renda, aumentando a carga sobre os setores mais favorecidos.

Com relação ao gasto, praticamente não deve haver área dos orçamentos públicos que não esteja sendo objeto de algum tipo de reformulação, dando resposta para a insatisfação da sociedade em relação à magnitude e à forma de intervenção dos governos.[28] Particularmente, em relação ao gasto social, cabe esperar que as reformas tenham um papel central na construção de sociedades mais coesas e permitam, ao mesmo tempo, aumentar a legitimidade das políticas públicas e, portanto, do pagamento de impostos destinados a financiá-las. Mas as demandas por maior gasto público não estão circunscritas à área social, mas incluem, por exemplo, o investimento público em infraestrutura que, além do impacto sobre a atividade de outros setores e seu papel como elemento reativador da economia, tem incidência muito significativa sobre a competitividade e sobre a definição do perfil produtivo.[29]

Trata-se, em suma, de garantir o financiamento sustentável de uma série de prestações que os Estados devem realizar a fim de contribuir à consecução de um crescimento maior e mais inclusivo. Essa necessidade, apesar de envolver de maneira direta diferentes aspectos da política fiscal, ultrapassa

26. Ver sobre este ponto em Cetrangolo e Gómez-Sabaini (2007).

27. Isso poderia afetar também a efetividade dos estabilizadores automáticos. Sobre este ponto, ver Suescun (2007).

28. Uma avaliação da percepção dos planos sociais na Argentina pode ser vista em Cruces, Rovner e Schijman (2007). Uma conclusão interessante desse trabalho é a necessidade de se contemplar aspectos do fluxo de informação relacionada aos conteúdos e às avaliações dos programas como forma de melhorar sua legitimidade.

29. Sobre este tema, ver Lucioni (2009).

amplamente o alcance desta, para se transformar na base de um novo pacto social, assunto que apenas sugeriremos, mas cujo desenvolvimento em profundidade requereria um novo artigo.

Por último, a política monetária deve apontar para alcançar uma taxa de inflação mais baixa e estável possível; isso constitui um consenso amplamente alcançado em uma região que atravessou momentos muito difíceis associados a processos de inflação muito elevada. Entretanto, não se pode esquecer que a escolha do regime monetário e cambial determina uma variável tão importante, como o tipo de câmbio. A volatilidade real característica das economias latino-americanas está intimamente associada à excessiva variabilidade do tipo de câmbio real, que tem impacto negativo sobre o investimento, sobretudo em bens comercializáveis internacionalmente, pelo que deveria ser um objetivo da política macroeconômica tentar evitar oscilações amplas e bruscas do tipo de câmbio real, independentemente se o preço nominal das divisas flutua segundo as condições do mercado ou é fixado pela autoridade econômica.[30]

As dificuldades associadas a reduzir a volatilidade do tipo de câmbio em uma região exposta a fortes choques externos não são menores, mas é evidente que os baixos preços dos bens transacionáveis, que se derivam de uma excessiva apreciação, tendem a induzir uma configuração da produção e dos investimentos, que dificulta o crescimento e a diversificação das exportações.[31] Por outro lado, esses preços relativos dão lugar a percepções errôneas da capacidade de gasto – medida em moeda estrangeira –, que acabam repercutindo na geração de elevados desequilíbrios externos e níveis de endividamento insustentáveis.

Portanto, a política econômica e, em particular, os bancos centrais, deveriam ter como "um segundo objetivo" a manutenção de um tipo de câmbio real, estável e competitivo. Para isso, as ferramentas com que se conta podem ir desde intervenções diretas e ações de "dissuasão" até as restrições à entrada de capitais de curto prazo, quando seja relevante. Naturalmente, políticas monetárias mais ativas para tentar sustentar o tipo de câmbio real requerem como contrapartida maior disciplina fiscal. Não obstante, a manutenção do tipo de câmbio real a qualquer custo pode, em certas circunstâncias, dar lugar a pressões inflacionárias, conspirando assim contra o objetivo principal da política monetária.

As dificuldades que isso pode trazer, de qualquer forma, devem ser resolvidas fortalecendo os âmbitos de coordenação, de modo que seja possível avaliar de maneira integral e explícita os custos de que alguma variável relevante se distancie

30. Bastourre e Carrera (2004) encontram uma associação negativa entre o grau de flexibilidade da política cambial e o grau de volatilidade real.

31. Aghion *et al.* (2006) demonstram que em economias que, como as latino-americanas, têm sistemas financeiros escassamente desenvolvidos, a volatilidade cambial afeta negativamente o crescimento.

do valor fixado como meta, em relação aos eventuais benefícios de evitar desvios de outras variáveis às quais também se dá peso nas decisões. No entanto, tendo em conta a importância do tipo real de câmbio como sinal macroeconômico sobre as decisões de produção, investimento, demanda e financiamento, não parece conveniente tratá-lo como uma variável "residual" para a política econômica.[32]

Nestes parágrafos, buscamos identificar alguns fatores que devem ser levados em consideração no desenho de uma política macroeconômica voltada a mitigar a volatilidade. A multiplicidade de objetivos que isso pode trazer leva à necessidade de se criar instrumentos independentes, o que requer, por sua vez, atuar sobre as restrições estruturais que limitam a autonomia das políticas: as instituições, a disponibilidade de recursos tributários e a qualidade do aparato estatal.

O desenvolvimento econômico é uma construção complexa, que vai muito além de meras mudanças quantitativas e saltos de escala, e que deve ser visto como um processo de transformação permanente das estruturas produtivas e sociais. A dificuldade que enfrentam as economias, como as latino-americanas, nesse sentido está associada à ausência de alguns mercados – como os de crédito de longo prazo em moeda doméstica –, à concorrência imperfeita que caracteriza outros, à distribuição assimétrica da informação – por exemplo, nos mercados de crédito ou de tecnologia, e sobre as oportunidades de investimento – e às falhas de coordenação. Tudo isso sublinha a importância da presença do Estado, visto que a geração e a ampliação do espaço de políticas públicas, por meio da criação de instrumentos e do fortalecimento das várias instâncias de coordenação, são uma tarefa fundamental desde o ponto de vista do crescimento e do desenvolvimento.

A necessidade de alcançar um crescimento sustentável baseado no aumento da produtividade e no aumento da equidade realça a importância de diminuir a volatilidade para crescer mais, para gerar mais emprego e para reduzir a vulnerabilidade dos segmentos mais expostos da população. Definitivamente, como assinalava Prebisch (1949), há 60 anos:

> Se, com fins sociais, se busca elevar ao máximo a renda real, as considerações anti-cíclicas não podem faltar em um programa de desenvolvimento econômico. A propagação para a periferia latinoamericana das flutuações cíclicas dos grandes centros implica consideráveis diminuições de renda. Se essas diminuições pudessem ser evitadas, o problema da formação de capital seria menos difícil. Houve ensaios de política anti-cíclica, mas é preciso reconhecer que ainda estamos no início da elucidação deste assunto.

32. Sobre a importância do instrumento cambial para economias emergentes, pode-se ver Eichengreen (2008), Rodrik (2007) ou, desde uma perspectiva latino-americana, Barbosa-Filho (2006) ou Frenkel (2006).

REFERÊNCIAS

AGHION, Philippe *et al.* Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development. **NBER**, 2006 (Working Paper, n. 12117). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w12117>.

BALDACCI, Emanuele; GUPTA, Sanjeev;MULAS-GRANADOS, Carlos. **How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises?** Washington, DC: Fondo Monetario Internacional,jul. 2009 (Working Paper, n. WP/09/160).

BARBOSA-FILHO, Nelson Henrique. Inflation Targeting in Brazil: Is There An Alternative? **Political Economy Research Institute**, Amherst, University of Massachusetts Amherst, Sept. 2006.

BASTOURRE, Diego; CARRERA, Jorge. Could the Exchange Rate Regime Reduce Macroeconomic Volatility? *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 32., João Pessoa, Paraíba, 2004. São Paulo, ANPEC.

BELLO, Omar; PINEDA, José. **Las elasticidades de largo plazo de las importaciones agregadas de América Latina**. Santiago de Chile: Cepal, 2007. Mimeografado.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL). **La inversión extranjera en América Latina y el Caribe 2006**. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, 2006a.

_____. **Estudio económico de América Latina y el Caribe 2006**. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, 2006b.

_____. **Panorama social de América Latina 2008**. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, 2008.

_____. **Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2008-2009 (LC/G.2410-P)**. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, jul. 2009a.

_____. **La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional**: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de mayo de 2009 **(LC/L.3025/Rev.1)**. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, jun. 2009b.

_____. **La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe, 2008 (LC/G.2406-P)**. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, 2009c.

_____. **Balance Preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2009**. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, jul. 2009d.

CETRANGOLO, Oscar; GÓMEZ SABAINI, Juan Carlos. **La tributación directa en América Latina y los desafíos de la imposición sobre la renta**. Santiago de Chile: Cepal, 2007 (Serie Macroeconomía del desarrollo, n. 60).

CRUCES, Guillermo; ROVNER, Helena; SCHIJMAN, Agustina. **Percepciones sobre los Planes Sociales en Argentina**. Buenos Aires: Banco Mundial, 2007 (Serie de Documentos de Trabajo sobre Políticas Sociales, n. 2).

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL); ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO (OIT). **Coyuntura laboral en América Latina**: crisis en los mercados laborales y respuestas contracíclicas. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, Sept. 2009.

DATT, Gaurav; RAVALLION, Martin. Growth and redistribution components of changes in poverty measures. **Journal of Development Economics**, Washington, DC, v. 38, 1992.

EICHENGREEN, Barry. **The Real Exchange Rate and Economic Growth**. New York: Commission on Growth and Development, 2008 (Working Paper, n. 4).

FANELLI, José María; JIMÉNEZ, Juan Pablo. **Crisis, volatilidad, ciclo y política fiscal en América Latina (LC/L.3038)**. Santiago de Chile: Cepal, 2009.

FRENKEL, Roberto. An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment. **JPKE**, v. 28, n. 4, Summer 2006.

GÓMEZ-SABAINI, Juan Carlos; JIMÉNEZ, Juan Pablo. **El papel de la política tributaria frente a la crisis global**: consecuencias y perspectivas (LC/L.3037). Santiago de Chile: Cepal, 2009.

JARA, Alejandro; MORENO, Ramon; TOVAR, Camilo. The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses. **BIS Quarterly Review**, June 2009.

JIMÉNEZ, Juan Pablo; PODESTÁ, Andrea. **Inversión, incentivos fiscales y gastos tributarios en América Latina**. Santiago de Chile: Cepal, 2009 (Serie Macroeconomía del desarrollo, n. 77).

JIMÉNEZ, Juan Pablo; TROMBEN, Varinia. Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe. **Revista de la CEPAL**, n. 90, p. 61-86, 2006.

KACEF, Osvaldo. Crisis y políticas públicas en América Latina. *In*: KACEF, O.; JIMÉNEZ, Juan Pablo (Comp.). **Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis**: opciones y perspectivas. Santiago de Chile: Cepal, 2009 (Colección Documentos de proyectos).

KACEF, Osvaldo; MANUELITO, Sandra. **El ingreso nacional bruto disponible en América Latina**: una perspectiva de largo plazo. Santiago de Chile: Cepal, 2008 (Serie Macroeconomía del desarrollo, n. 69).

KAKWANI, Nanak. **On measuring growth and inequality components of changes in poverty with application to Thailand**. University of New South Wales, 1997 (Discussion Paper).

KRUSELL, Per; SMITH, Anthony. **Revisiting the welfare effects of eliminating business cycles**. New York: Rochester University, Nov. 2002 (Working Paper).

LOPES, Francisco. A dimensão da crise. *In*: BACHA, Edmar; GOLDFAJN, Ilan (Org.). **Como reagir a crise?** políticas econômicas para o Brasil. Rio de Janeiro: Iepe/CdG, 2008.

LÓPEZ-MONTI, Rafael. **A comparative analysis of the welfare cost of real volatility in Latin America and Developed Countries**. Santiago de Chile: Cepal, 2009a. Mimeografado.

_____. **Real volatility and fiscal policy in Latin America and Developed Countries**, 2009b. Mimeografado.

LUCIONI, Luis. **La provisión de infraestructura en América Latina**: tendencias, inversiones y financiamiento (LC/L.2981-P). Santiago de Chile: Cepal, 2009 (Serie Macroeconomía del desarrollo, n. 72).

MACHINEA, José Luis. La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica. **Revista CEPAL**, n. 97, LC/G.2400-P. Santiago de Chile: Cepal, abr. 2009.

MACHINEA, José Luis; KACEF, Osvaldo; WELLER, Jurgen. América Latina en el 2007: situación económica y del mercado de trabajo. *In*: MACHINEA, José Luis; SERRA, Narcis (Ed.). **Hacia un nuevo pacto social**: políticas económicas para un desarrollo integral en América Latina. Santiago de Chile: Cepal, 2008.

PREBISCH, Raúl. **Bases para la discusión de una política anticíclica en América Latina**: el desarrollo económico de la América Latina. Santiago de Chile: Cepal, 1949.

RODRIK, Dani. **The Real Exchange Rate and Economic Growth**: Theory and Evidence. Cambridge: John F. Kennedy School of Government/Harvard University, 2007 (Working Paper).

ROGOFF, Kenneth. **The "New Normal" for Growth, Project Syndicate**. Cambridge, 2009. Disponível em: <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff56/English>.

SENHADJI, Abdelhak. **Time-Series Estimation of Structural Import Demand Equations**: A Cross-Country Analysis. Washington, DC: IMF, 1998 (Working Paper, n. 132).

SUESCUN, Rodrigo.**The Size and Effectiveness of Automatic Fiscal Stabilizers in Latin America**. Washington, DC: World Bank, 2007 (Working Paper, WPS4244).