



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Luciana Barreto van Tol

**Política Econômica em Tempos de Crise: A Condução da Política Econômica no Brasil
na Crise Asiática de 1997-8 e na Crise de 2007-9**

Campinas

2013

Luciana Barreto van Tol

**Política Econômica em Tempos de Crise: A Condução da Política Econômica no Brasil
na Crise Asiática de 1997-8 e na Crise de 2007-9**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Graduação do Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do
Prof. Dr. Rogério Pereira de Andrade

Campinas

2013

Campinas

2013

VAN TOL, Luciana Barreto. **Política Econômica em Tempos de Crise: A Condução da Política Econômica no Brasil na Crise Asiática de 1997-8 e na Crise de 2007-9.** 2013. 49 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013.

RESUMO

Esta monografia tem por objetivo a comparação de dois períodos de crise na história recente do país. A crise asiática, de 1997-8, e a crise financeira de 2007-9 foram muito diferentes, com impactos distintos na economia brasileira e políticas econômicas diversas. A primeira crise teve sua origem e principais efeitos em países emergentes, a segunda, nos países desenvolvidos. Os impactos da crise asiática no Brasil foram mais significativos e resultaram na crise cambial de 1999. Já a “grande recessão”, iniciada em 2007, provocou na economia brasileira uma crise mais intensa, porém mais breve, entre o final de 2008 e início de 2009. A condução da política econômica diante de cada crise foi também distinta, devido à situação da economia e da política do país em cada momento.

Palavras-Chaves: Crise Asiática; “Grande Recessão”; Política Econômica

ABSTRACT

This monograph aims to compare two periods of crisis in the recent history of the country. The Asian crisis of 1997-8 and the financial crisis of 2007-9 were different, with distinct impacts in the Brazilian economy and diverse economic policies. The first crisis had its origins and main effects in emerging countries, whereas the second, in developed countries. The impacts of the Asian crisis in Brazil were more substantial and resulted in the currency crisis of 1999. The “great recession”, on the other hand, which started in 2007, caused a more intense, yet shorter, crisis in the Brazilian economy from late 2008 to early 2009. The economic policies carried out in each crisis were also disparate, due to the economic and political situation of the country in each period.

Keywords: Asian Crisis; “Great Recession”; Economic Policy

Sumário

Introdução	1
1. A Crise Asiática de 1997 – 8	2
1.1 A Conjuntura Internacional.....	2
1.2 Impactos na Economia Brasileira.....	5
1.3 A Política Econômica.....	7
1.3.1 O Acordo com o FMI e a Política Fiscal	11
1.3.2 Mudança no Regime Cambial	14
1.3.3 A Política Monetária	18
1.3.4 Metas de Inflação	20
2. A “Grande Recessão” (2007-9).....	24
2.1 A Conjuntura Internacional.....	24
2.2 Impactos na Economia Brasileira.....	29
2.3 A Política Econômica.....	32
2.3.1 Metas de Inflação	34
2.3.2 Papel dos Bancos Públicos.....	36
2.3.3 Política Fiscal	38
3. A Condução da Política Econômica: uma Breve Comparação.....	40
Conclusão	43
Referências Bibliográficas	44

Introdução

O objetivo desta monografia é comparar as estratégias da política econômica no Brasil diante de duas crises econômicas distintas: durante a crise asiática de 1997-98 e na crise de 2007-09. Houve marcadas diferenças na condução da política econômica brasileira nesses dois momentos: na crise de 1997 a política econômica deu-se a reboque dos acontecimentos, ao passo que em 2007 o país pôde se antecipar aos efeitos da crise sobre a economia nacional e agiu mais prontamente. As diferenças decorreram, em parte, do contexto de cada momento: enquanto em 2007 o país contava com grandes volumes de reservas internacionais, e tinha espaço de manobra para políticas monetária e fiscal, em 1997 a situação não era tão favorável. Nesta, o país tinha déficits em transações correntes e nas contas públicas e havia o temor que o Real se desvalorizasse, fatores que contribuíram para a fuga de capitais que se observou durante a crise, estreitando mais ainda as possibilidades de ação da política econômica. Deve-se considerar também, é claro, as características de cada crise: enquanto em 1997 ela se originou em países emergentes, em 2007 o epicentro foi a economia norte-americana, o centro do sistema. Assim, este trabalho buscará recuperar o contexto específico da conjuntura internacional em cada um desses períodos históricos para analisar as decisões de política econômica do país em cada um deles.

1. A Crise Asiática de 1997 – 8

1.1 A Conjuntura Internacional

Do fim dos anos 80 até o ano de 1997, as economias asiáticas receberam grandes fluxos de capitais estrangeiros. Nos anos de 1995 e 1996, quase a metade de todo o fluxo de capitais destinados aos então chamados países emergentes foram para a Ásia (Tabela 1). Vários autores (por exemplo, CARVALHO, 2000) assinalam que os passivos externos criados por estes fluxos eram de curto prazo, mas usados para comprar tanto ativos líquidos (como ações e títulos) quanto para financiar investimentos produtivos – ativos ilíquidos e de longo prazo. Em ambos os casos, uma tentativa súbita de inverter os fluxos de capital levaria a perdas aos credores e investidores estrangeiros. No segundo caso, havia também um grave descasamento de maturidade dessas operações. Desta forma, a crise asiática teve o caráter de uma crise de liquidez ou "corrida bancária" de dimensões clássicas (BIS, 1998).

(US\$ bilhões)	1984–89	1990–96	1994	1995	1996	1997
Total	15,2	148,1	160,5	192	240,8	173,7
Ásia	13	55,9	63,1	91,8	102,2	38,5
% para Ásia	86%	38%	39%	48%	42%	22%

Fonte: Fundo Monetário Internacional - Annual Report 1998

No período dos anos 1980 até 1996, os países do Sudeste Asiático cresceram a taxas bastante elevadas: a taxa de crescimento anual média do período foi de 7,5% (BIS, 1998). Até que, no começo de 1997, observou-se uma queda significativa da atividade na região, acompanhada de forte pressão de baixa sobre o preço dos ativos.

A crise asiática teve início com a diminuição da confiança dos investidores na Tailândia. O país apresentava um déficit em conta corrente de 8% do PIB em 1996, e uma queda das exportações no início de 1997 afetou negativamente a expectativa de que este déficit diminuísse. Somou-se a isso a percepção de fragilidades econômicas e financeiras no país, levando a uma forte pressão especulativa sobre a moeda tailandesa, o baht. Com o início de uma fuga de capitais, em maio de 1997, as autoridades monetárias tailandesas introduziram controles de capital e passaram a intervir fortemente no mercado de câmbio futuro – utilizando cerca de 90% de suas reservas internacionais em tais operações. Em junho, o Banco Central da Tailândia suspendeu as operações de 16 instituições financeiras com problemas de liquidez, determinando fusões e consolidações. Apesar das intervenções e medidas tomadas pelas autoridades tailandesas, no dia 2 de julho já não era mais possível defender o valor do baht e o país foi obrigado a deixar sua moeda flutuar. Com o anúncio do regime de câmbio flutuante administrado, o baht desvalorizou-se entre 15 a 20% nos mercados de câmbio e

a Tailândia entrou com um pedido de ajuda financeira ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

No início de agosto, a Tailândia suspendeu mais 42 instituições financeiras problemáticas. Já no dia 20 de agosto, o FMI anunciou um pacote de resgate para o país no valor de US\$17 bilhões. Mesmo com o pacote, a crise continuou se espalhando e se aprofundando rapidamente. Em outubro, a classificação das dívidas soberanas do país foi rebaixada pela Standard & Poor's.

O colapso do baht rapidamente afetou a Malásia, as Filipinas e a Indonésia. Com a acentuada queda nos fluxos de capitais, ainda em julho de 1997, o Banco Central das Filipinas interveio fortemente para defender o peso. No dia 3 de julho, com o intuito de atrair os fluxos de capital estrangeiro, as autoridades monetárias filipinas elevaram a taxa de juros de 15 para 24%. Mesmo com as intervenções no mercado de câmbio e a elevação dos juros, a pressão sobre a moeda filipina forçou as autoridades a uma mudança no regime cambial: no dia 11 do mesmo mês, anunciou-se que o peso filipino fluatuará mais livremente, abandonando a indexação *de facto* que se observava.

Ainda em julho, o Banco Central da Indonésia aumentou a banda de flutuação da rúpia de 8% para 12%. Como o alargamento progressivo da banda cambial não foi capaz de acomodar a crescente pressão sobre a moeda, as autoridades abandonaram sua defesa no dia 14 de agosto, deixando-a fluatuar. Com a flutuação livre, a rúpia desvalorizou-se em 4% naquele único dia. Ao fim de agosto, o Banco Central da Indonésia impôs também controles de crédito. Todavia, em 8 de outubro, incapaz de lidar com as pressões no mercado de câmbio, a Indonésia anunciou que solicitaria ajuda ao FMI. Um acordo de US\$ 23 bilhões foi fechado no último dia do mês.

Entre os dias 8 a 14 de julho, também diante de grandes saídas de capital, o Banco Central da Malásia interveio fortemente nos mercados de câmbio para proteger sua moeda, o ringgit. No dia 14, no entanto, abandonou sua defesa – o que permitiu a desvalorização do ringgit em 4,8% até o fim do mês. Para conter as saídas de capital, em agosto foram impostas restrições no mercado de ações da Malásia. Em outubro, o país apresentou também um plano de austeridade, na tentativa de impedir que a economia entrasse em recessão. Destaca-se que, entre os países mais afetados pela crise, a Malásia foi o único que optou por adotar controles de capital, e por não assinar um acordo com o FMI (CARVALHO, 2000).

Nas últimas semanas de outubro, o dólar taiwanês passou a sofrer fortes ataques especulativos, depreciando em 3% no dia 20. Com o ataque à moeda taiwanesa, o dólar de

Hong Kong também passou a ser considerado vulnerável, por conta da similaridade entre as duas economias. Para combater os ataques especulativos, as autoridades de Hong Kong elevaram rapidamente suas taxas de juros.

Os ataques especulativos no mercado cambial refletiram-se imediata e significativamente no mercado de ações de Hong Kong: entre 20 e 23 de outubro, as ações perderam quase um quarto de seu valor de mercado. Seguindo a queda da Hong Kong SAR, o índice Dow Jones (Nova York) teve uma queda de 554 pontos, a maior em um único dia vista até então. O pânico se espalhou muito rapidamente pelos mercados de ações ao redor do mundo. Brasil, México e Argentina foram fortemente abalados e, em 27 de outubro, registraram suas maiores perdas em um único dia.

A Coreia do Sul foi o último país afetado pela crise. No mês de novembro, intensificaram-se as pressões sobre a moeda local, o won. No dia 17, as autoridades monetárias pararam de intervir nos mercados de câmbio. No dia seguinte, o ministro das finanças coreano afastou-se do cargo e foi anunciado um pacote de reformas. Em 21 de novembro, as autoridades coreanas solicitaram ajuda do FMI; em 3 de dezembro, o país assinou um pacote de ajuda de US\$57 bilhões. Mesmo com este pacote em volume recorde, a situação da Coreia continuou se deteriorando: no fim de dezembro, seus títulos soberanos foram rebaixados a *'speculative grade'* por agências de classificação de risco e o governo teve de renegociar dívidas de curto prazo com bancos estrangeiros.

Os mercados de ações asiáticos entraram em 1998 com a mesma volatilidade observada a partir de meados de 1997. Com o intuito de melhorar a solidez de seus sistemas financeiros, diversas medidas continuaram a ser tomadas em cada país: no início do mês de janeiro, a Indonésia anunciou planos de fundir quatro dos sete bancos estatais e a Malásia anunciou planos para fusões de instituições financeiras.

No início de 1998, notou-se uma grande diferença nos saldos comerciais de cada país em relação ao período antes da crise: os déficits em conta corrente tornaram-se superávits na maioria dos países por meio de reduções em suas importações. As da Coreia e da Tailândia, por exemplo, caíram em até um terço no comparativo ano a ano (BIS, 1998). Observa-se que o ajuste foi gravemente recessivo para todos os países envolvidos na crise com severos impactos no bem-estar da população.

As taxas de câmbio reais (que no início de 1997 apresentavam uma valorização significativa) caíram para entre um quarto e metade do seu nível do ano anterior no início de 1998. O baht tailandês atingiu seu menor valor contra o dólar americano em janeiro de 1998.

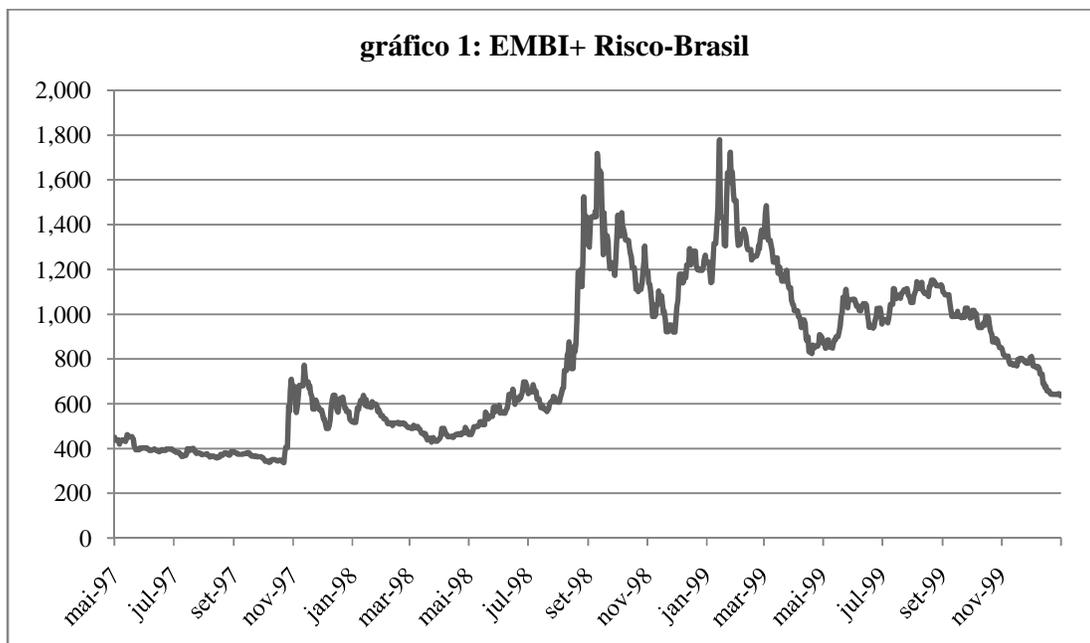
A Indonésia, que sofreu a pior de todas as desvalorizações, apesar dos esforços, assistiu a um verdadeiro colapso de sua taxa de câmbio no final de 1997 e início de 1998: a rúpia caiu para mais de 15 mil rúpias ao dólar americano no final de janeiro, menos de um sexto do seu valor antes da eclosão da crise. A estes níveis de taxa de câmbio, o crescente custo do serviço da dívida externa deixou muitos setores tecnicamente insolventes. Além disto, por causa da forte desvalorização cambial, a compra dos produtos mais básicos ameaçava o orçamento de grande parte da população da Indonésia.

Em maio de 1998, a bolsa de valores coreana alcançou seu nível mais baixo em 11 anos. Em primeiro de junho, a bolsa tailandesa caiu ao seu nível mais baixo em 10 anos. Em meados de 1998, uma nova fase de maior aversão a risco emergiu (BIS, 1999). Uma crise de confiança surgiu com o anúncio da moratória russa sobre a manutenção de títulos da dívida interna, bem como no reembolso de dívida corporativa e bancária para credores estrangeiros. De acordo com observadores internacionais, como o BIS, havia graves desequilíbrios econômicos e financeiros nas raízes da crise russa, além da necessidade de reforma nas finanças públicas do país.

A rapidez com que a crise se agravou, o processo incessante de contágio entre os países e a magnitude do colapso nas taxas de câmbio e preços de ativos foram inesperados e sem precedentes (BIS, 1998). O ano de 1998 foi de severa recessão para os países atingidos pela crise: a Indonésia terminou o ano com uma retração do PIB de 13,7%, a Tailândia com uma queda de 8%, a Coreia, 5,5%, a Malásia de 6,8% e Hong Kong de 5,1%. Singapura e Taiwan fecharam o ano com crescimento positivo, ainda que bem abaixo do observado em anos anteriores.

1.2 Impactos na Economia Brasileira

Os efeitos da crise asiática na economia brasileira não foram imediatos. Durante os primeiros meses da crise, o país assistia com cautela aos eventos do sudeste asiático sem, no entanto, ser diretamente afetado. A taxa básica de juros, que estivera em processo de queda no primeiro trimestre de 1997, manteve-se estável entre abril e outubro daquele ano. O spread dos títulos da dívida externa brasileira (Bradies) mostrava-se em queda: de 421 pontos em junho para 360 pontos no dia 20 de outubro de 1997. O risco-país, indicador da confiança dos investidores estrangeiros na economia nacional, foi de 462 pontos em maio de 1997 a 337 pontos no dia 22 de outubro, seu mínimo histórico (ver gráfico 1).



Fonte: IpeaData / JP Morgan

Porém, no final de outubro de 1997 o país sentiu com grande intensidade os primeiros impactos da crise. A turbulência iniciada no mercado financeiro de Hong Kong no final de outubro afetou bolsas de valores pelo mundo todo. Conforme mencionado, o dia 27 de outubro foi marcado por fortes quedas nos mercados de ações: a bolsa de Nova York caiu 7,18%, a maior queda em pontos de sua história até então; na bolsa de valores de São Paulo, o recuo foi de 14,97%, o pior desempenho entre todas as bolsas do mundo. Os preços dos títulos brasileiros Brady caíram 18% na semana seguinte. De 27 a 31 de outubro, o índice Bovespa caiu em 22%, e o real ficou sob forte pressão, tanto no mercado de futuros de moeda quanto no mercado à vista. O relatório de 1998 do Banco de Compensações Internacionais (BIS) aponta que o déficit brasileiro em conta corrente de 4,2% do PIB no ano de 1997, a percepção de um ajuste fiscal insuficiente e o regime de câmbio administrado foram os fatores que fizeram do Brasil a principal vítima fora da Ásia das inquietações dos investidores.

Na medida em que caíam os níveis de confiança dos investidores internacionais em relação às moedas asiáticas, todas as moedas de países emergentes foram colocadas à prova, e o real não foi exceção. Ademais, para muitos investidores internacionais, fez-se necessária uma reestruturação de portfólio diante das perdas nos mercados asiáticos, levando à chamada “fuga para a qualidade”. As pressões sobre o mercado de câmbio levaram a grandes saídas de reservas internacionais no Brasil. Registraram-se perdas de US\$ 10 bilhões em uma questão de horas no auge do ataque, na manhã do dia 28 de outubro de 1997 (FMI, 1998; LOPES, 2003). As reservas internacionais passaram de 62 bilhões de dólares em setembro para 52

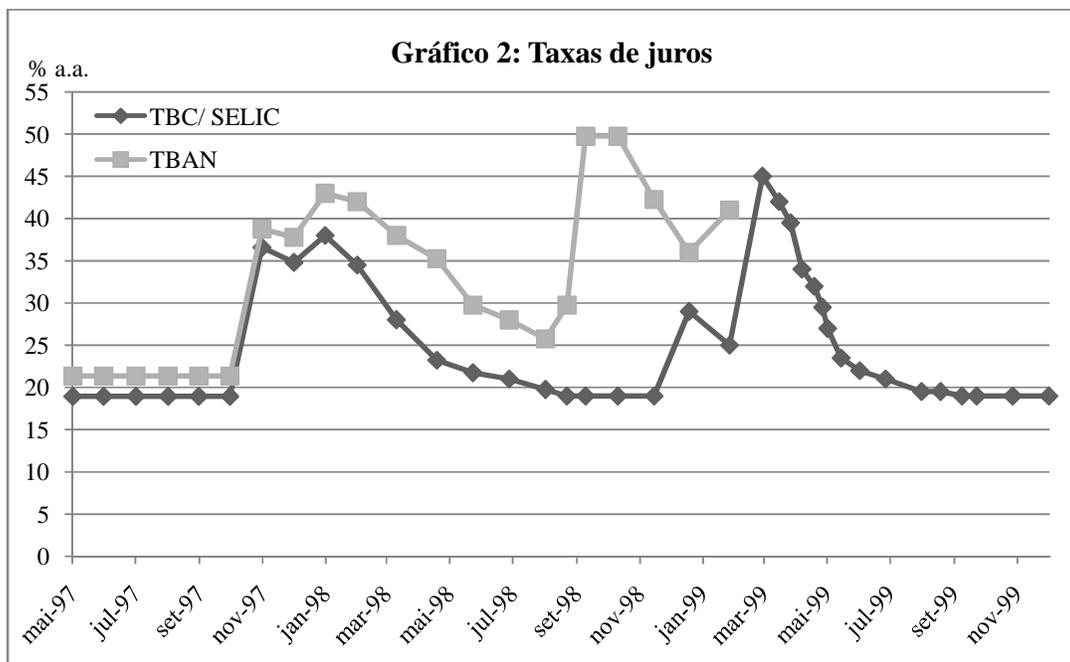
bilhões em novembro de 1997 (ver gráfico 3). As pressões sobre a taxa de câmbio foram mais intensas do que durante a chamada “crise Tequila”, no início de 1995. Conforme os efeitos da crise foram sentidos, o risco-país disparou, chegando a 772 pontos em 12 de novembro, refletindo as expectativas mais pessimistas dos investidores quanto à economia brasileira (ver gráfico 1).

1.3 A Política Econômica

Para tentar conter a crescente instabilidade, as autoridades monetárias elevaram as taxas de juros, de forma a onerar a manutenção de posições em moedas estrangeiras (BACEN, 1997). A taxa básica de juros, que estava em 19% ao ano, foi elevada para 45% na reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom) de 31 de outubro de 1997 (ver gráfico 2). Além deste choque de juros, reduziram-se os prazos médios mínimos para amortizações de novos empréstimos e para renovações ou prorrogações, visando estimular a captação de recursos externos. Além disso, ampliou-se a oferta de títulos com indexação cambial.

No mês de novembro, o governo anunciou um amplo pacote fiscal de medidas restritivas, denominado “ajuste fiscal de curto prazo”, contendo tanto cortes de gastos quanto elevação de receitas. Para realização do forte ajuste fiscal, de mais de 2% do PIB (em torno de R\$ 19 bilhões), foram anunciadas medidas como: extinção de cerca de 70 mil cargos vagos na administração pública; veto a contratações temporárias; elevação das alíquotas do imposto sobre produtos industrializados (IPI) incidentes sobre automóveis; elevação de 10% do imposto de renda para pessoas físicas; elevação de preços dos derivados do petróleo; redução ou revogação de diversos incentivos fiscais, entre outras. Destaca-se, todavia, que grande parte das medidas anunciadas não foi realmente efetivada ao longo do ano seguinte.

Não obstante, de acordo com o BIS (1998), essas medidas cumpriram o papel de sinalizar que as autoridades brasileiras estavam no controle da situação e que eram capazes de restaurar a confiança do mercado. De fato, observa-se que, já no início de 1998, as taxas de juros começaram a ser gradualmente reduzidas (gráfico 2) e os preços de ações e fluxos de capital reverteram a trajetória anterior.



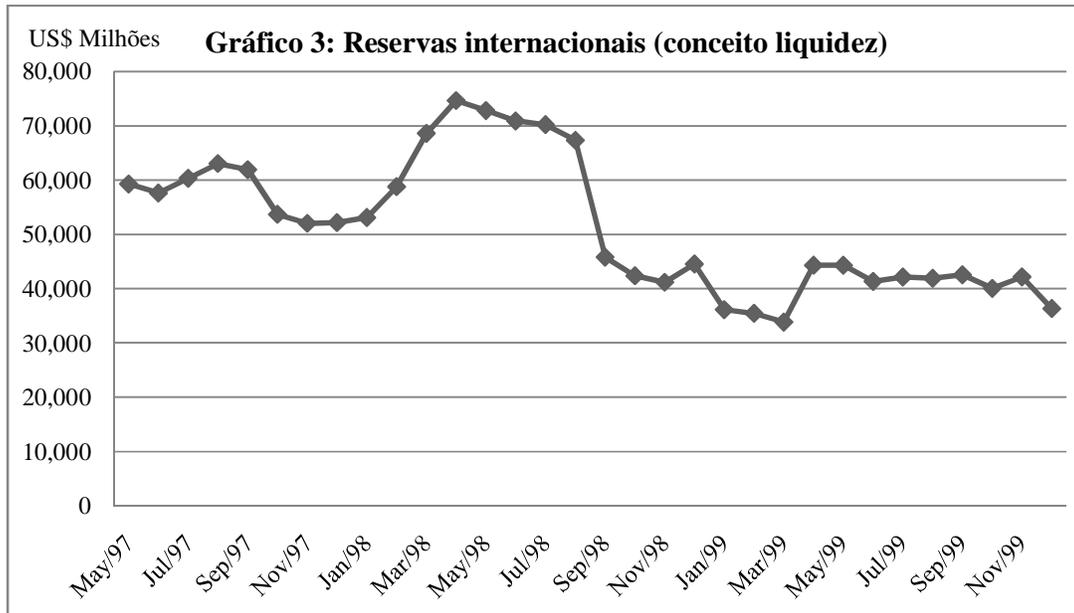
Fonte: Banco Central do Brasil

Obs: No período de 1/7/96 a 4/3/99, o COPOM fixava a TBC (Taxa Básica do Banco Central, taxa mínima) e, a partir de 5/3/99, com a extinção desta, passou a divulgar a meta para a Taxa SELIC para fins de política monetária. A TBAN (Taxa de Assistência do Banco Central, taxa máxima) foi criada em 28/8/96 e extinta em 4/3/99.

O primeiro semestre de 1998 foi de relativa tranqüilidade na economia nacional: taxas de juros decrescentes e condições normais de fluxo de recursos externos, crescimento de 1,32% do PIB no primeiro trimestre, e aumento das reservas internacionais de US\$52 bilhões em novembro de 1997 para US\$74,6 bilhões em abril de 1998 (gráfico 3). No segundo semestre, no entanto, o país voltou a ser fortemente afetado pelos humores desfavoráveis dos mercados internacionais; desta vez, com o anúncio da desvalorização do rublo e da moratória russa em 17 de agosto. Os crescentes níveis de desconfiança nos mercados quanto às economias emergentes e a revisão das expectativas a respeito da economia brasileira levaram a novas saídas de capital estrangeiro: em um mês (entre agosto e setembro) o país perdeu US\$ 24 bilhões em reservas internacionais, montante equivalente ao que havia acumulado no período de aparente bonança entre janeiro e abril de 1998.

De acordo com Averbug e Giambiagi (2000) a eclosão da crise asiática havia demonstrado que o país deveria corrigir dois grandes desequilíbrios: o das contas públicas (endividamento público) e do setor externo do país (explicitado pela relação déficit em conta corrente/PIB). Segundo os autores, o governo optou pelo gradualismo na correção destes desequilíbrios, e apontam três razões para a escolha: a rapidez com que os efeitos da crise

mexicana haviam sido revertidos, em 1995; o temor que uma desvalorização cambial abrupta ameaçasse a estabilização do país; e a realização de eleições no ano de 1998. O decorrer do primeiro semestre de 1998 pareceu legitimar o otimismo do governo e a escolha pelo gradualismo. Até a emergência da crise russa.



Fonte: Banco Central do Brasil

A reversão das expectativas em relação ao Brasil, refletida no indicador risco-país, pode ser observada no gráfico 1. Nota-se que, em 1998, o nível de desconfiança atingiu patamares muito maiores do que os observados no final de 1997. Desde janeiro de 1998, o indicador começara a cair, chegando ao ponto mais baixo do ano (429) em 3 de março. Antes do mês de agosto, o índice já começou a apresentar uma tendência de elevação, oscilando até 698 pontos ainda em junho. Contudo, após o mês de agosto o índice subiu vertiginosamente, atingindo 1718 pontos no dia 10 de setembro de 1998.

Neste contexto, as percepções em relação às finanças públicas brasileiras também foram negativamente afetadas. De acordo com o relatório anual do BACEN de 1998, o lançamento do Programa de Estabilidade Fiscal, em 28 de outubro de 1998, foi uma resposta a essa alteração de percepção. O programa tinha o objetivo de estabilizar a relação dívida pública/PIB no triênio seguinte (1999-2001), mas também cumpria o importante papel de sinalizar para o mercado o compromisso do governo com os chamados fundamentos macroeconômicos. No bojo deste processo de reordenamento das contas públicas, outras reformas seriam apresentadas nos anos de 1998 e 1999: a Reforma Administrativa, a Reforma

Previdenciária, e a Lei de Responsabilidade Fiscal (esta encaminhada ao Congresso Nacional em 1999).

Apesar das pressões nos mercados de câmbio, do segundo semestre de 1997 até o final de 1998, a regra política cambial manteve-se constante: o sistema de faixas de flutuação cambial, com a variação intrabanda determinada por leilões de *spread*, e desvalorizações graduais ao longo do período. Algumas medidas seriam tomadas diante do aumento da volatilidade nos mercados de câmbio, como se verá adiante. Porém, as turbulências no mercado de câmbio brasileiro após a moratória russa mostraram-se mais fortes do que no final de 1997 (auge da instabilidade oriunda da crise asiática). De acordo com Farhi (2001), durante os ataques especulativos após agosto de 1998, as preocupações dos participantes do mercado cambial voltaram-se às incertezas quanto aos rumos da própria economia brasileira, diferentemente do que aconteceu durante os ataques contra o câmbio do quarto trimestre de 1997, quando os efeitos da crise no Brasil pareciam somente refletir os eventos da economia internacional. Em 4 de setembro de 1998, a agência Moody's rebaixou a classificação de risco do Brasil, agravando ainda mais as expectativas dos mercados.

Neste momento de forte incerteza, o país recorreu à ajuda do Fundo Monetário Internacional, com o intuito de manter as reservas internacionais em níveis considerados seguros. No entanto, mesmo com programa de assistência financeira do Fundo, que teve início com o recebimento de US\$ 9,32 bilhões em dezembro de 1998, as reservas internacionais brasileiras continuaram caindo. Em 13 de janeiro de 1999, em virtude dos fortes ataques especulativos contra a moeda brasileira, foi anunciada uma alteração na banda de flutuação na taxa de câmbio. O governo também não foi capaz de sustentar a nova banda cambial. Diante da rápida diminuição das reservas internacionais, o regime de câmbio flutuante foi divulgado apenas cinco dias depois do anúncio do novo sistema de banda.

O impacto das crises internacionais sobre a economia foi grave, bem como das medidas adotadas diante delas: o crescimento do PIB no ano de 1998 foi nulo e pouco diferente no ano de 1999. A taxa média de desemprego anual para as regiões metropolitanas pesquisadas pelo IBGE saltou para 7,6% em 1998 e manteve-se no mesmo patamar em 1999 (ver tabela 2). As medidas tomadas pelo governo para conter a instabilidade derivada das crises foram, de modo geral, restritivas: forte elevação da taxa de juros, corte de gastos públicos, aumento de impostos e a decisão pelo pacote de ajuda do FMI, com seus requerimentos de austeridade. Todas contribuíram para o crescimento pífio e elevadas taxas de desemprego em 1998 e 1999. Já em 2000, o país retomou o crescimento e, apesar da taxa média de desemprego ter ficado

pouco abaixo do ano anterior (7,14%), no segundo semestre do ano ela apresentava clara tendência de queda.

ano	variação do PIB	taxa média anual de desemprego
1997	3,4%	5,70%
1998	0,0%	7,60%
1999	0,3%	7,56%
2000	4,3%	7,14%

Fonte: IBGE

1.3.1 O Acordo com o FMI e a Política Fiscal

No dia 13 de novembro de 1998, foi anunciado um acordo do governo brasileiro com o FMI, acompanhado do documento Memorando de Política Econômica, no qual são apresentadas as políticas econômicas e os objetivos do governo para o período 1998-2001 para apoio das quais foi solicitada a ajuda do Fundo. Explica-se no documento que, antes do Plano Real, o desequilíbrio das contas públicas ex-ante era transformado em equilíbrio ex-post pela inflação crescente, em um contexto de receitas indexadas e de gastos nominais parcialmente indexados. Com o fim da inflação, observou-se um crescente déficit fiscal que, associado às altas taxas de juros, levou também ao aumento da dívida pública. Ainda de acordo com o documento, esta situação levou a crescente recurso aos fluxos de capital estrangeiro, elevando o déficit em conta corrente do país de 0,5% em 1994 a 4% do PIB em 1997. Destaca-se que o amplo programa de liberalização comercial empreendido pelo governo contribuiu para este déficit, o que aumentou significativamente o volume de importações. Neste contexto, as súbitas reversões dos fluxos de capitais observadas durante as crises asiática e russa deixaram o real sob forte pressão, a sustentabilidade do setor público foi questionada e os déficits externo e fiscal foram colocados como as principais razões para a vulnerabilidade do país diante das crises.

O acordo com o FMI se deu sob a forma de uma combinação de empréstimos conhecidos como *stand-by* e um mecanismo de reservas suplementares no valor de US\$18 bilhões, equivalente a 600% da cota do Brasil junto ao Fundo à época. Fizeram parte do acordo mais US\$4 bilhões do Banco Mundial e a mesma quantia do Banco Interamericano de Desenvolvimento, além de US\$14,5 bilhões de 20 governos, através do BIS (FMI, 1998). A primeira parte deste empréstimo (*tranche*), no valor de US\$ 9,32 bilhões, foi disponibilizada imediatamente após a aprovação do programa brasileiro por parte da diretoria-executiva do Fundo, em dezembro de 1998. Além do citado Memorando de Política Econômica, dois

outros documentos listaram as medidas a serem seguidas pelo país: as cartas de intenção e os memorandos técnicos. Neles, encontram-se as chamadas “técnicas de monitoramento do programa”, que incluem números específicos para diversos indicadores, como piso para reservas internacionais do país, valores para dívida externa, para dívida do setor público e para o Crédito Doméstico Líquido do Bacen (CDL), bem como procedimentos para atingi-los¹. Neste sentido, os empréstimos foram acompanhados de condicionalidades bastante específicas, que influenciaram significativamente a política fiscal conduzida no período.

A fim de instaurar a confiança, estabilizar a razão dívida/PIB e possibilitar a queda das taxas de juros vigentes, anunciaram-se metas de superávit primário do setor público consolidado para os três anos seguintes, a saber: 2,6% do PIB para 1999, 2,8% para 2000 e 3,0% para 2001. Para 1999, foi lançado um conjunto de medidas de corte de gastos e elevação de receitas de aproximadamente 3,5% do PIB, entre as quais se destacam: a elevação da CPMF² de 0,2% para 0,38%, o aumento do COFINS de 2% para 3% e a elevação de 9% na contribuição para aposentadoria dos servidores públicos que ganhem mais de R\$1200,00. Além de contar com receitas temporariamente majoradas, o governo fez um claro esforço para transformar a maneira como a política fiscal era conduzida. A idéia de que o Estado brasileiro vinha há muito gastando além de seus recursos e a necessidade de austeridade fiscal foi sistematicamente difundida pela mídia, especialmente através dos discursos do então presidente Fernando Henrique Cardoso.

Enfatiza-se no Memorando a importância da reforma administrativa aprovada no primeiro mandato do presidente Cardoso, visando aumentar a eficiência da administração pública. Após a reforma, pela primeira vez os servidores públicos poderiam ser demitidos por desempenho insatisfatório e um período probatório seria exigido de todos os funcionários. Também se destacou o fato de que qualquer modificação da legislação que causasse impacto negativo da posição orçamentária – comprometendo as metas de superávit – deveria ser compensada por outras fontes de receita ou cortes de gastos.

Neste documento, o governo ainda sinalizou seu comprometimento com o regime cambial então vigente, e o prosseguimento com a política de abrir gradativamente a banda cambial. Como se sabe, a crise cambial que se verificou apenas dois meses depois forçou as autoridades econômicas a adotar o regime de câmbio flutuante.

¹ Para uma análise detalhada acerca das crescentes condicionalidades impostas pelo FMI nos acordos de empréstimos, ver Lopreato (2004).

² A Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira foi um tributo que vigorou de 1997 a 2007.

De acordo com Giambiagi (2002), as mudanças estruturais que levariam aos superávits primários observados a partir de 1999, na verdade, tiveram início alguns anos antes. O autor as separa em quatro eixos principais: as alterações que afetaram as finanças dos estados e municípios; as privatizações; as mudanças na previdência social e a reforma do sistema financeiro. Esta última ocorreu quase integralmente antes das crises, com o PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), a privatização dos bancos estaduais e a abertura do setor à participação do capital estrangeiro. O autor destaca que a reforma foi, em grande medida, responsável pela saúde do sistema financeiro nacional durante as crises.

É importante esclarecer que, de fato, o ano de 1999 marcou grande inflexão nas contas públicas do país. Giambiagi (2002) aponta que o momento de crise “permitiu aos defensores de uma política fiscal mais rígida receber o apoio político necessário para implementar o ajuste requerido” (p. 37), ou seja, para o autor, o ajuste já era recomendável, “mas encontrava pouco eco no ambiente vigente antes de 1998” (p. 45). Neste sentido, ele argumenta também que o acordo com o FMI e suas exigências de política econômica foram importantes para respaldar as mudanças políticas necessárias para o ajuste.

A emenda constitucional de reforma da previdência, aprovada ainda em 1998, contribuiu para conter o (então) crescente déficit do INSS. Foi estabelecida uma idade mínima para aposentadoria dos servidores público e introduzido o “fator previdenciário” – um multiplicador que leva em conta o tempo de contribuição e idade do assegurado, com o objetivo de desestimular aposentadorias precoces. Destaca-se também que a alteração da forma de cálculo da aposentadoria, que antes levava em consideração a média apenas dos últimos três anos de contribuição, desestimulou a subdeclaração de rendimentos.

Giambiagi (2002) considera as privatizações relevantes não apenas porque o Estado se desfez de diversas empresas deficitárias, como teria havido um efeito positivo na gestão das estatais estaduais remanescentes. A soma das empresas estaduais e municipais passou a ser superavitária em praticamente todos os anos depois de 1999.

Já as mudanças que propiciaram o encerramento de fontes de desequilíbrio fiscal para os estados e municípios tiveram início em meados da década de 1990. Foi privatizada a maioria dos bancos estaduais, fechando-se, desta maneira, um canal de financiamento anteriormente muito utilizado. Restringiu-se a prática das antecipações de recursos orçamentários e do mecanismo de emissão de precatórios. Foram reestruturadas as dívidas estaduais com a União, que dotou o governo federal de poderes para reter transferências

constitucionais ou se apropriar de parte do ICMS dos estados inadimplentes. E a Lei de Responsabilidade Fiscal, enviada ao Congresso Nacional em 1999 (aprovada apenas em maio de 2000), estabeleceu, entre diversas resoluções, teto para as despesas com pessoal, impôs regras de transparência para a contabilidade pública e proibiu novos refinanciamentos de dívidas estaduais e municipais.

Cintra (2005) chama a atenção para a perversidade do ajuste fiscal implementado. Para fazer frente aos superávits primários definidos, a carga tributária nacional passou de 29,73% do PIB, em 1998, para 35,91%, em 2004, sem que o aumento se refletisse em ampliação semelhante nos bens e serviços públicos. Os gastos com investimentos, na verdade, caíram de 2,8% do PIB (1998) para 1,7% em 2003. Embora uma parte desta carga tributária tenha sido destinada a custear maiores gastos com benefícios sociais (transferências de renda), a maior parte destinou-se a atender o serviço da dívida pública. Os gastos com juros da dívida subiram de 5,2% do PIB para 7,8%. O autor ressalta que a transferência de parcelas crescentes de juros para os rentistas deteriora a (já ruim) distribuição da renda no Brasil.

1.3.2 Mudança no Regime Cambial

Ao longo de todo o período desde a implantação do Plano Real, em meados de 1994 a janeiro de 1999, manteve-se no país o regime monetário de metas cambiais com duas diretrizes básicas, quais sejam: a manutenção do real sobrevalorizado e a redução progressiva desta sobrevalorização cambial (MODENESI, 2005). A moeda sobrevalorizada foi um dos pilares do Plano e se apoiava nos grandes volumes de capital estrangeiro que fluíram para o país, especialmente a partir do início dos anos 1990.

Conforme explicam Paula e Alves Junior (1999), planos de estabilização dotados de âncora cambial, em geral, são acompanhados de valorização cambial, devido à discrepância da evolução dos preços internos e externos. Isto resulta em um crescimento das importações, que, mais baratas, contribuem para o controle da inflação, mas implicam em déficit na balança comercial. Este déficit é compensado por um superávit na conta de capital, com a entrada de capitais estrangeiros que chegam ao país motivados pelo sucesso do plano e também pelas reformas liberalizantes que o acompanham. Uma reversão destes fluxos de capitais levaria a um desequilíbrio no balanço de pagamentos que tornaria a taxa de câmbio insustentável. De modo que “o elevado grau de mobilidade internacional de capital, associado a um regime de câmbio de fixo (ou quase-fixo) e à tendência à deterioração dos saldos em conta corrente nas

economias recém-estabilizadas, aumenta o risco de ataques especulativos contra as suas moedas” (PAULA E ALVES JR, 1999, p.73).

Diante de ataques especulativos contra a moeda ao longo de todo este período, o Banco Central teve presença constante como agente provedor de liquidez, “fazedor de mercado” (*market maker*) e formador de expectativas (FARHI, 2001). Para tanto, o Banco Central contava com os altos níveis de reservas internacionais que puderam ser acumulados desde o início da década de 1990, período de favoráveis condições de liquidez internacional. Além do manejo das reservas externas, o Bacen se utilizava de títulos da dívida pública atreladas ao câmbio e operações no mercado de câmbio futuro.

Após os dias 27 e 28 de outubro de 1997, quando o país sofreu os primeiros impactos da crise asiática, com a queda da bolsa de valores e ataques especulativos contra o real, o governo agiu muito rapidamente, elevando fortemente os juros (que, como visto, passaram de 19% a 45% ao ano) e anunciando um pacote restritivo de 2% do PIB – ambas as medidas em questão de dias. Houve também incentivos à entrada de capitais mediante redução dos prazos médios mínimos de amortização e seus respectivos custos tributários. Todavia, não houve alterações significativas na política cambial para acomodar a maior volatilidade da taxa diante da redução dos fluxos de capital estrangeiro e da incerteza dos mercados.

Com a elevação dos juros no final de 1997 e a conseqüente recomposição das reservas internacionais até abril de 1998 (conforme se observou no gráfico 3), Francisco Lopes argumenta que este teria sido um momento propício para se fazer mudanças no regime de câmbio brasileiro (LOPES, 2003). De fato, esta seria a última oportunidade para uma alteração de regime cambial não traumática.

A partir de maio de 1998 já é possível perceber uma gradual queda nas reservas internacionais (gráfico 3), com a piora das incertezas em relação aos países asiáticos, e agora também em relação à Rússia. Conforme descrito acima, em agosto, com o anúncio da moratória russa, as expectativas em relação aos países emergentes foram bruscamente revertidas. O ano de 1998 foi, na verdade, mais adverso para a América Latina do que o ano anterior. Se em 1997 a região recebeu US\$ 80 bilhões de capitais internacionais, em 1998, o montante foi de US\$ 62 bilhões.

Com a queda dos fluxos de capitais, a partir de 30 de abril o governo começou a elevar a amplitude da intrabanda cambial, que passou de 0,437% para 1,171% no final de 1998³ em um tímido movimento em direção à flexibilização cambial.

Diversos economistas defendiam uma alteração mais rápida do regime monetário, entre eles, destaca-se Paulo Nogueira Batista Jr. (BATISTA JR, 2000, *apud* MODENESI, 2005). Outros defendiam o sistema vigente, como o então presidente do Banco Central, Gustavo Franco, que justificava a lenta ampliação do intervalo de flutuação pelo temor do repique inflacionário. Para Modenesi (2005), analisando em retrospectiva, fica claro que o regime cambial deveria ter sido alterado assim que a estabilidade fora atingida, evitando-se a crise de janeiro de 1999.

Lopes (2003) também chama atenção para o período do ciclo político em que se deu a eclosão da crise russa: pouco antes das eleições presidenciais de 1998. Neste momento, os impactos eleitorais de políticas restritivas poderiam ser impeditivos para que o governo defendesse a moeda como o fizera em 1997. Mas, para o autor, a despeito do período, o governo buscou sinalizar austeridade para o mercado: novamente foram elevados os juros e anunciadas políticas fiscais restritivas. Ademais, o país buscou auxílio financeiro do FMI a fim de manter as reservas internacionais em níveis seguros e fazer frente aos ataques especulativos contra o real. Porém, desta vez todas as medidas não foram suficientes para debelar os ataques especulativos contra o real.

Na análise de Lopes, a razão para que a combinação de juros altos e o auxílio do FMI não tenha conseguido evitar as perdas de reservas no final de 1998 foi a falta de credibilidade do governo, a qual não teria agido com a rapidez necessária, como no ano de 1997. Segundo o autor, o governo sinalizava que buscaria maior crescimento econômico ao mesmo tempo em que buscava o pacote de auxílio do FMI, o que implicava exigências de austeridade. A imprensa, então, chamou a atenção para uma suposta disputa entre monetaristas e desenvolvimentistas acerca da taxa de juros no interior do governo, que teria levado o mercado a ver ambigüidades nos sinais do governo e apostar contra o regime cambial.

Ao mesmo tempo, multiplicavam-se também as críticas à política cambial vindas da Federação das Indústrias de São Paulo (FIESP), já que o câmbio valorizado implicava perda

³ Em face da redução da entrada de capitais externos a partir de abril de 1998, outras medidas foram tomadas no sentido de facilitar e incentivar o retorno destes fluxos, bem como adiar a repatriação de recursos. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentou as aplicações em fundos mútuos de investimento em empresas emergentes - capital estrangeiro (Instrução n° 278, de 8/5/98). A Resolução do Conselho Monetário Nacional n° 2.500, de 28/5/98, alterou a regulamentação relativa à captação de recursos no mercado externo para a concessão de empréstimos ou financiamentos a atividades rurais e agroindustriais. O prazo médio de amortização dos empréstimos foi reduzido para 12 meses, no caso de empréstimos novos, e para seis meses no caso de renovações ou prorrogações (Circular n° 2.834, de 24/8/98).

de competitividade da indústria nacional e exigia juros muito elevados para atração de recursos externos, também prejudicando a nossa competitividade (FARHI, 2001).

Lopes (2003) conclui que, em retrospectiva, o acordo com o FMI foi um erro, uma vez que foi firmado para defender o regime cambial em um momento em que a maior parte dos agentes econômicos já o considerava condenado. Mas, naquele momento, logo antes das eleições presidenciais, o governo optou por defender o regime cambial e, em face das perdas de reservas, o acordo com o FMI fez-se necessário.

Para Averbug e Giambiagi (2000), a combinação de dois fatos teria levado ao derradeiro fracasso da defesa da moeda: em dezembro, o Congresso Nacional rejeitou uma das medidas mais importantes de ajuste fiscal e, poucas semanas depois, no início de janeiro de 1999, o Governo do Estado de Minas Gerais decretou um default temporário da sua dívida com o Governo Federal.

Em 13 de janeiro de 1999, Francisco Lopes foi nomeado presidente do Banco Central e um novo regime cambial foi apresentado. A chamada “banda diagonal endógena” significava uma maior flexibilização do câmbio. Tanto o piso quanto o teto da nova banda se elevariam ao longo do tempo – por isso diagonal. E endógena porque a banda se moveria de acordo com a cotação média da taxa de câmbio referencial de venda (ou seja, um valor dado pelo próprio mercado), a cada três dias. O piso da nova banda foi definido em R\$1,20 e o teto em R\$1,32. Contudo, em apenas dois dias a fuga de capitais foi de US\$3,92 bilhões, o que levou a taxa de câmbio próxima ao teto da nova banda. Deste modo, ficou claro que já não seria mais possível uma desvalorização gradual da moeda.

O novo regime foi abandonado rapidamente: no dia 15 de janeiro o Banco Central anunciou que deixaria de operar no mercado de câmbio e o real se desvalorizou em 11,1% no dia (ver gráfico 4).

Na segunda-feira seguinte, 18 de janeiro, o país adotou oficialmente o câmbio flutuante. Modenesi (2005) assinala que a mudança do regime deu-se pela incapacidade do Banco Central de sustentar as metas cambiais diante das pressões sobre as reservas internacionais. Em outras palavras, não houve uma opção planejada pela flexibilização do regime cambial. As autoridades econômicas simplesmente foram forçadas a fazê-lo em decorrência da incapacidade de reverter uma conjuntura econômica adversa.



Fonte: Sisbacen

No dia primeiro dia em que o Banco Central absteve-se de intervir no mercado de câmbio, as reações foram bastante positivas: redução da saída de divisas para US\$ 322 milhões; alta de 33,4% do Índice Bovespa e alta de 15,61% nos preços dos títulos da dívida externa. Por outro lado, até o fim do mês de janeiro, observou-se uma desvalorização contínua da taxa de câmbio, apontada como um caso típico de *overshooting* (FARHI, 2001). Este fenômeno ocorre especialmente em momentos como o de mudança de regime cambial: os agentes não são capazes de prever a taxa de câmbio “de equilíbrio” e reagem de forma exagerada, levando a uma sobredesvalorização momentânea da moeda. O pico da cotação média da venda da moeda americana no ano de 1999 foi alcançado em 3 de março, quando atingiu R\$2,16, para depois cair a R\$1,67 em 16 de abril e então se desvalorizar aos poucos e terminar o ano em torno de R\$1,80.

1.3.3 A Política Monetária

O que mais se temia neste momento de flutuação do câmbio era o efeito sobre a inflação. Afinal, após tantos planos de estabilização frustrados, o Plano Real trouxera a inflação para “níveis civilizados” apenas cinco anos antes e, ao longo deste período, a taxa de câmbio fora controlada pelo regime de bandas cambiais. Assim, no início de março, o Banco Central anunciou, através das Notas da 33ª Reunião do COPOM, que as metas de inflação seriam a nova âncora nominal da economia. No mesmo documento, afirma-se o objetivo primeiro do

Banco Central e que a taxa de juros seria o instrumento efetivo para controle das pressões inflacionárias:

- “- O objetivo primeiro do Banco Central é o de manutenção da estabilidade dos preços.
- Em regime de câmbio flutuante não se pode controlar a taxa de inflação diretamente pela intervenção na taxa de câmbio, uma vez que o valor do dólar é determinado pelo mercado.
- A estabilidade dos preços em regime de câmbio flutuante é garantida pela austeridade fiscal sustentada e por um sistema de austeridade monetária compatível com a política fiscal.
- Como no curto prazo a política fiscal está dada, o instrumento efetivo para controle das pressões inflacionárias é de natureza monetária, ou seja, a taxa de juros. (...)
- Dessa forma, optou-se por uma taxa de 45% ao ano, mas com a introdução de um viés de redução, ou de baixa. A introdução desse viés se justifica pelo fato de o problema inflacionário de curto prazo no Brasil ter como origem a excessiva desvalorização cambial. Assim, na presença de sinais evidentes de retorno sustentado da taxa de câmbio a níveis mais realistas, não seria mais justificada a manutenção de taxas de juros nominais tão elevadas.”⁴

Dessa forma, a taxa de juros foi elevada a 45% ao ano nesta reunião, mas com viés de baixa, isto é, o presidente do Banco Central tinha a prerrogativa de baixar esta taxa sem a necessidade de convocar uma reunião extraordinária. O viés indicava que o Banco Central partilhava da percepção de que neste momento a taxa de câmbio estava excessivamente desvalorizada. Neste sentido, assim que passasse o período de *overshooting* cambial, cairiam também os juros, o que de fato ocorreu, como se pode observar nos gráficos 2 e 4.

Apesar da grande volatilidade e desvalorização da taxa de câmbio ao longo do ano, o Banco Central cumpriu o objetivo de manter a inflação dentro do intervalo estabelecido para 1999 (de 6% a 10%): o IPCA fechou o ano em 8,9%. Nota-se que a desvalorização cambial não foi completamente transmitida para o IPCA, pois havia a percepção de que o real estava sobrevalorizado antes da flutuação e, também, devido ao desaquecimento econômico (MODENESI, 2005).

A flutuação, de fato, não foi tão ruim quanto se temia. Ao menos não houve um aumento explosivo da inflação, nem uma crise bancária ou uma recessão econômica de grandes proporções. Farhi (2001) aponta três motivos para esta flutuação bem-sucedida: o saneamento do sistema financeiro, iniciado em 1995; o fato de que os principais agentes econômicos haviam antecipado a mudança de regime cambial e estavam preventivamente resguardados e, finalmente, os mercados de ativos cambiais e de derivativos financeiros, através da cobertura de riscos que forneceram para agentes relevantes, contribuíram para formar uma barreira que atenuou a transmissão da instabilidade financeira para a economia em geral.

⁴ Nota Explicativa da Decisão do COPOM de 04/03/99.

1.3.4 Metas de Inflação

Conforme mencionado acima, o regime de metas de inflação foi informalmente adotado a partir da 33ª Reunião do COPOM, no dia 4 de março de 1999. O decreto presidencial que estabelece formalmente o regime é o de número 3.088, do dia 21 de junho de 1999. As bases institucionais deste regime são as descritas abaixo:

- O Conselho Monetário Nacional, formado pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e Orçamento e Presidente do Banco Central, que estabelece as metas de inflação e os respectivos intervalos de tolerância, com um mínimo de dois anos de antecedência, em junho de cada ano. A meta consiste na variação desejada do Índice de Preço ao Consumidor Ampliado (IPCA);
- O Bacen é responsável pelo cumprimento das metas de inflação. Apesar do trecho acima transcrito da 33ª ata do COPOM afirmar que o instrumento efetivo para o controle inflacionário é a taxa de juros, o decreto 3088 não especifica os instrumentos ou estratégias para cumprimento da meta. Pelo contrário, atribui-lhe independência: “Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.” (Art. 2º);
- O COPOM, formado pelo presidente e diretores do Bacen, determina a meta da taxa básica de juros, a SELIC (taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia para títulos federais);
- Caso a meta de inflação não seja cumprida, o Presidente do Banco Central deve divulgar uma carta aberta ao Ministro da Fazenda explicando as razões do descumprimento, as providências a serem tomadas para o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

A escolha pelo IPCA como referência de inflação foi feita para garantir credibilidade ao regime de metas. É um índice que inclui preços voláteis, como, por exemplo, alimentos, que em outros países são excluídos das metas (países onde são adotadas metas para a chamada *core inflation*), mas cuja exclusão no regime de metas brasileiro poderia ser interpretada como um expurgo indevido (FREITAS, 2010). Também com o intuito de imprimir credibilidade ao regime, adotou-se um curto horizonte temporal para o cumprimento da meta – de janeiro a dezembro, ou o ano calendário. As escolhas do índice e período, apesar de conferir forte rigidez ao regime de metas, foram justificadas pelo histórico de altíssimas taxas de inflação e planos de estabilização fracassados do país.

Caracteriza também o regime de metas de inflação a transparência na condução da política monetária. Neste sentido, procurou-se ampliar os canais de comunicação entre o Banco Central e os agentes econômicos. Um dos principais é a publicação trimestral do *Relatório de Inflação*, no qual são divulgadas todas as medidas de política monetária tomadas pelo Bacen e seus objetivos, os resultados de medidas anteriores, bem como a análise das perspectivas de inflação. Já as atas das reuniões do COPOM, que eram divulgadas três meses após sua realização, passaram a ser publicadas na internet já na semana seguinte à reunião.

A fundamentação teórica do regime de metas de inflação é o chamado “novo consenso macroeconômico” (NMC) que emergiu no *mainstream* na década de 1990 (FREITAS, 2010). De acordo com o NMC, o regime de metas de inflação seria a melhor prática de política monetária. Isto porque a moeda apenas teria impacto no curto prazo sobre a produção e o emprego, mantendo sua neutralidade no longo prazo; de modo que o único efeito existente no longo prazo seria a inflação. No bojo do NCM está também a idéia de um Banco Central independente, comumente (mas não necessariamente) associada ao regime de metas de inflação. Como uma política monetária expansionista pode levar à expansão da economia (de acordo com o NCM, apenas no curto prazo), haveria uma tendência dos governos de aproveitarem-se deste mecanismo: buscar gerar menor desemprego no curto prazo, mas levando à maior inflação no longo prazo. É o chamado viés inflacionário da política monetária. Um Banco Central independente, imune a pressões eleitorais, seria capaz de conduzir a política monetária de maneira “neutra” e manter a inflação baixa, independente dos ciclos políticos.

Na primeira publicação do *Relatório de Inflação*, o Banco Central afirma que há um consenso entre economistas acerca desta fundamentação teórica; mas, na verdade, o NCM remonta a um modelo específico (novo-clássico), que ainda encontra muitos críticos. Como colocou Modenesi (2005), “o Banco Central simplesmente negligenciou um dos mais antigos, intensos e controversos debates da história do pensamento econômico: a discussão acerca da eficácia da política monetária” (p. 363). Freitas (2010) também é bastante crítica em relação à adoção do regime: “A adoção da estabilidade de preços como objetivo único do Banco Central, como previsto no regime de metas de inflação, engessa toda a política econômica, impede a coordenação de políticas e retira do Executivo o poder de formular a política monetária” (p. 186). Freitas e Modenesi partem do arcabouço teórico pós-keynesiano, que nega a neutralidade da moeda não só no curto, mas também longo prazo. Se parte-se da hipótese que a moeda não é neutra, a condução da política monetária, logicamente, adquire

uma relevância muito maior. Afinal, se é possível alterar o nível de produção de uma economia por meio da política monetária, não deveria o crescimento econômico fazer parte dos objetivos desta? Neste ponto, divergem radicalmente os economistas do chamado “novo consenso” e críticos como Freitas e Modenesi. Para os primeiros, dada a neutralidade da moeda no longo prazo, o único meio de induzir o crescimento por meio da política monetária seria através do controle da inflação. Taxas de inflação baixas diminuiriam as incertezas do ambiente econômico, incentivando o investimento privado; além, é claro, de preservar o poder de compra real dos consumidores. Daí o regime de metas ter como objetivo único a manutenção da estabilidade de preços.

Em junho de 1999 foram definidas as metas de inflação para aquele ano e os dois seguintes: 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001, com intervalo de 2% de tolerância para mais ou para menos, nos três anos. As metas para os anos de 1999 e 2000 foram cumpridas; mas a partir de 2001 ficou claro que a expectativa de que a inflação brasileira convergiria em poucos anos para níveis internacionais havia sido otimista demais. Arestis, Ferrari-Filho e Paula (2011) observam que, apesar do regime ter sido bem sucedido em manter a inflação sob controle, ela ficou acima da meta por três anos (2001, 2002, 2003, e em 2004 ela ficou dentro de uma meta ajustada). Todavia, a maior crítica ao regime de metas feita por estes autores é em relação ao desempenho econômico do país⁵. Eles classificam como um crescimento *stop-and-go* o padrão observado sob o regime de metas de inflação: após expansão praticamente nula em 1999, o país cresceu 4,3% em 2000, apenas 1,3% em 2001, 2,7% em 2002 e 1,1% em 2003.

Estes autores apontam que no período em questão a taxa de juros foi mantida em patamares muito altos, pois a reação do Bacen à inflação foi assimétrica: os juros foram elevados mais do que proporcionalmente em momentos de pressão inflacionária e baixados muito gradualmente nos períodos de queda da inflação. Os juros elevados, por sua vez, resultaram em restrições ao crescimento e em aumento da dívida pública.

Segundo os autores, os juros seriam também a forma de estabilizar a volatilidade da taxa de câmbio, levando a ainda maior variação da Selic. Uma vez que as economias em desenvolvimento, em geral, tendem a exibir uma taxa de câmbio mais volátil⁶ e estão mais suscetíveis a choques de ofertas do que as economias já desenvolvidas, os autores indicam que elas deveriam buscar alternativas ao regime de metas. Afinal, o controle inflacionário

⁵ São analisados neste trabalho os primeiros nove anos do regime, 1999-2007.

⁶ Para uma discussão dos determinantes da taxa de câmbio em economias periféricas, ver Andrade e Prates (2013)

deste regime é feito essencialmente pelo lado da demanda, restringindo o crescimento econômico – fundamental para o desenvolvimento destes países.

Também para Barbosa-Filho (2008), o problema do regime de metas de inflação para o Brasil é que ele seria incompatível com a aceleração de crescimento que o país necessita. Na interpretação do autor, o regime representou um avanço em relação ao regime monetário anterior, sendo bem sucedido em manter a inflação sob controle – embora apoiado em considerável valorização cambial. Barbosa-Filho mostra que a taxa média de juros foi, na verdade, menor do que a média do período anterior (1994-1999), apesar de continuar sendo uma das mais altas do mundo. Contudo, neste regime, diante de momentos de maior expansão da economia, as autoridades monetárias têm de colocar em prática medidas restritivas. De acordo com a teoria que o embasa, o crescimento econômico deve ser estabilizado no chamado produto potencial (associado a uma suposta taxa natural de desemprego⁷), aquele que, em tese, não eleva a inflação do país. Contudo, o autor destaca que o produto potencial reflete as expectativas em relação ao crescimento da economia, sendo consideravelmente influenciado pelo crescimento passado, de modo que qualquer crescimento acima do esperado (mais elevado do que o crescimento passado) leva os formadores de opinião e as autoridades monetárias a interpretar que há um sobreaquecimento, levando a política monetária a restringir qualquer estímulo adicional ao crescimento em seu princípio.

⁷ Também conhecida como NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)

2. A “Grande Recessão” (2007-9)

2.1 A Conjuntura Internacional

A crise associada ao que alguns observadores chamaram de “Grande Recessão” teve seu início no mercado imobiliário americano em 2007 e tem muitas e variadas delimitações e interpretações. Para Prates e Cunha (2011), por exemplo, a crise soberana da área do euro, que se iniciou em meados de 2009 e se estende até os dias de hoje, seria um desdobramento dessa mesma crise. O presente trabalho, no entanto, pretende cobrir o período que se inicia com a eclosão da crise do *subprime* em 2007 a meados de 2009, quando foram registrados os primeiros sinais de recuperação das economias centrais mais afetadas. Para apresentar os principais eventos da crise de 2007-9, utiliza-se aqui a periodização em cinco etapas feita pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS, 2009).

A primeira fase, ou “prelúdio”, como denomina o BIS, vai de julho de 2007 a março de 2008 e foi quando as turbulências concentraram-se no mercado do *subprime*⁸ americano. Mecanismos inovadores cada vez mais sofisticados de financiamento vinham sendo colocados em prática no mercado de hipotecas⁹ americano, associados à grande valorização dos imóveis que se observou entre meados da década de 1990 e 2006. Essa trajetória de valorização e inovações financeiras possibilitou a venda de empréstimos para um grande número dos chamados devedores *subprime*, pessoas físicas de elevado risco de crédito. Entre as inovações financeiras do mercado de crédito imobiliário *subprime* estava a venda de hipotecas com dois regimes de pagamento: um curto período inicial, de 2 ou 3 anos, em que as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas, seguido de outro, de 27 ou 28 anos, em que as prestações e os juros eram mais elevados e reajustados periodicamente. Ao fim do período inicial, os tomadores de empréstimo tinham dificuldade de continuar honrando os pagamentos, e a saída mais comum era a troca da dívida por uma nova hipoteca. Com a inevitável queda das vendas dos imóveis e de seus preços, esses agentes enfrentaram cada vez mais dificuldades para renegociar suas hipotecas. Na verdade, uma significativa parcela de famílias tornou-se inadimplente já no primeiro trimestre de 2007 (TORRES FILHO, 2008). Em fevereiro de 2007, o banco HSBC revelara grandes perdas no seu setor *Household Finance*, especializado em hipotecas.

É importante destacar também a participação do governo americano e de investidores na formação da chamada bolha do mercado imobiliário. O governo federal americano

⁸ O termo *subprime*, do inglês *subprime loan* ou *subprime mortgage*, refere-se a um crédito de risco, concedido a um tomador que não oferece garantias suficientes para se beneficiar da taxa de juros mais vantajosa (*prime rate*).

⁹ As hipotecas são empréstimos em que o próprio imóvel é dado como garantia.

incentivou o crescimento deste mercado em uma tentativa de aumentar o percentual de famílias com casa própria – levando os intermediários Fannie Mae e Freddie Mac¹⁰ a acumular hipotecas *subprime*. Outras políticas no âmbito do governo federal também incentivaram o crescimento do mercado imobiliário, que liderou o crescimento econômico após a recessão de 2001, mas também alimentou o aumento dos preços das casas (POOLE, 2010). Além disso, muitos dos mutuários de hipotecas eram investidores esperando revender as propriedades adquiridas.

Devido ao complexo sistema de securitização das hipotecas, os prejuízos foram rapidamente sentidos por muitos bancos e instituições financeiras em posse dos derivativos baseados em empréstimos *subprime*. No dia 9 de agosto de 2007 o banco BNP Paribas anunciou a suspensão de retiradas de três fundos de investimento simplesmente porque não poderia quantificar seus ativos após as perdas no mercado imobiliário americano. Após o anúncio, ficou claro que ninguém sabia o tamanho das perdas de cada banco e instaurou-se um ambiente de total falta de confiança. O ex-diretor do banco Northern Rock, Adam Applegarth, aponta o episódio como o início da crise de crédito (*credit crunch*). No mês seguinte, este banco sofreu uma corrida bancária – a primeira contra um banco inglês em mais de 150 anos. Alguns meses depois, em fevereiro de 2008, o Northern Rock seria estatizado.

Neste período, observaram-se um declínio dos preços das ações – que ficaram em patamares substancialmente menores dos picos observados em outubro em 2007 – e um aumento das taxas de juros nos mercados interbancários devido à piora na desconfiança entre as instituições. A crise de liquidez se aprofundou até que, em março de 2008, ocorreu o colapso do banco de investimentos Bear Stearns. As ações do banco foram compradas pelo JP Morgan Chase por apenas US\$2,00 por ação, o equivalente a 7% do seu valor de mercado dois dias antes (o valor foi posteriormente elevado a US\$10,00). A compra foi efetuada com empréstimo do governo americano e marcou o fim da primeira etapa definida pelo BIS.

Embora o resgate do Bear Sterns tenha inaugurado um período de relativa estabilidade e aumento dos preços dos ativos financeiros, os mercados interbancários não se recuperaram. Para o BIS, uma característica distintiva desta etapa é o crescente foco dos investidores nos sinais de que a recessão norte-americana espalhava-se para outras grandes economias, afetando as expectativas de lucros e gerando inadimplências. As dificuldades de se obter empréstimos evoluíram para preocupações quanto à solvência de diversos bancos. Esta

¹⁰ Tratam-se de empresas de capital aberto, mas garantidas pelo governo americano (*government sponsored enterprise* ou GSE), criadas com o intuito de estimular o mercado hipotecário americano.

segunda etapa foi intitulada pelo BIS de “*events leading up to the Lehman Brothers bankruptcy*” – ou seja, o pior estava por vir.

Em agosto de 2008, as empresas Fannie Mae e Freddie Mac divulgaram resultados trimestrais com perdas piores do que o esperado e o preço de suas ações despencaram. A confiança na solvência destas empresas caiu tanto que no dia 7 de setembro o governo americano assumiu formalmente o controle de ambas, a fim de evitar o colapso do mercado imobiliário do país.

A atenção dos investidores pareceu se virar novamente para os bancos de investimento. As pressões intensificaram-se particularmente sobre o banco americano Lehman Brothers: no dia seguinte, suas ações caíram 45%. O Federal Reserve (FED) recusou-se a resgatar a instituição. No dia 15 de setembro de 2008, o banco registrou sua falência: uma das maiores da história dos Estados Unidos, com US\$613 bilhões de dívidas, contra ativos em torno de US\$639 bilhões – dando início à fase mais aguda da crise. As bolsas de valores caíram cerca de 4% nos Estados Unidos e Europa neste dia e continuariam a cair nos dois dias seguintes.

A terceira etapa da crise, denominada pelo BIS de “desconfiança global”, vai de 15 de setembro ao final de outubro de 2008. Neste curto e crítico período, houve uma quase paralisia do sistema financeiro internacional. Logo após a quebra do Lehman Brothers, o banco Merrill Lynch foi comprado pelo Bank of America em uma transação de US\$ 50 bilhões e a seguradora AIG recebeu um pacote de socorro do banco central americano de US\$ 85 bilhões, valor que posteriormente chegaria a US\$ 180 bilhões. Um famoso indicador do nível de stress do mercado, o spread do LIBOR-OIS¹¹ americano, que já estava em um nível elevado, em 80 pontos base no início de setembro, subiu para perto de 250 pontos no final deste mês.

No dia 19 de setembro, o Tesouro americano anunciou o “*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*” (Ato de Estabilização Econômica de Emergência), conhecido como o pacote de resgate do sistema financeiro dos EUA, que autorizaria o gasto de US\$700 bilhões para a compra de ativos “podres” do setor de hipotecas e injeção de liquidez no sistema

¹¹ O spread do LIBOR-OIS (*Overnight Index Swap*) é a diferença entre a Libor (*London Interbank Offered Rate*) e a taxa OIS. A taxa OIS representa swaps de taxas de juros com base em uma moeda específica, que troca o pagamento de juros de taxa fixa pelo pagamento de taxa flutuante com base em um princípio de swap nocional em intervalos regulares ao longo da vida do contrato de swap – no caso dos exemplos aqui usados, a referência é a OIS de três meses. A taxa flutuante é baseada em uma taxa overnight diária para a moeda em questão. No caso dos swaps do dólar americano, a taxa flutuante de referência é a taxa diária dos fundos federais. Trata-se essencialmente de um indicador do risco no mercado de empréstimos interbancário naquela moeda.

bancário. Com o anúncio, a trajetória de queda dos mercados de ações foi revertida: o índice Standard & Poors, por exemplo, cresceu 4% até o fim do dia.

No dia 21 de setembro, o FED aceitou a mudança de status dos bancos de investimento Morgan Stanley e o Goldman Sachs, que passaram a ser *holdings* de bancos, permitindo que criassem bancos comerciais e tivessem acesso aos planos de empréstimo de emergência e liquidez do banco central americano. Com a mudança, as duas empresas também ficariam sob estreita supervisão de reguladores bancários. Isto, segundo o Wall Street Journal, marcaria o fim de Wall Street como há muito era conhecida: um círculo de corretoras independentes que compravam e vendiam títulos, aconselhavam clientes e eram menos reguladas do que os bancos convencionais (WSJ, 2008).

Em 29 de setembro, vieram à tona novos sinais da gravidade e abrangência da crise. No Reino Unido, o banco Bradford & Bingley foi estatizado; o grupo financeiro e segurador Fortis recebeu injeção de capital de três países diferentes (Holanda, Bélgica e Luxemburgo) e o grupo financeiro alemão Hypo Real Estate recebeu um pacote de ajuda do governo alemão e outros bancos e seguradoras. Neste mesmo dia, o congresso americano rejeitou a primeira versão do ato de estabilização proposto pelo Tesouro, imprimindo maior pressão sobre os mercados de ações: o índice S&P fechou com desvalorização de 8,8%. Uma versão revisada do ato de estabilização seria aprovado alguns dias depois, em 3 de outubro. Diante de tal cenário, ficava clara a profundidade e a extensão que a crise atingira.

Mesmo os países sem grande exposição a títulos atrelados ao *subprime* foram significativamente atingidos a partir deste período. As formas de contágio foram diversas, dado o grau de interdependência das economias. A queda da demanda mundial, bem como o aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos, afetou a conta corrente de diversos países. O índice de preços de *commodities* do FMI caiu em quase 55% durante o segundo semestre de 2008 (FMI, 2009), prejudicando ainda mais os países fortemente dependentes das exportações destas mercadorias. O menor ingresso de investimento direto, a saída de investimentos de portfólio e a forte contração dos empréstimos bancários impactaram muitos países por meio da conta financeira de seus balanços de pagamento.

No dia 8 de outubro, uma inédita ação coordenada de seis bancos centrais, liderada e anunciada pelo FED, promoveu corte de juros nos Estados Unidos, Europa, Inglaterra, Suíça, Suécia e Canadá. Na semana seguinte, foram anunciadas outras medidas coordenadas de injeção de liquidez e garantia às operações interbancárias em praticamente todas as economias avançadas. No dia 13 de outubro, os principais bancos centrais anunciaram conjuntamente o

fornecimento de quantidades ilimitadas de fundos em dólares para aliviar as tensões nos mercados monetários.

Em meados de outubro, após a onda de iniciativas e ações coordenadas, absolutamente sem precedentes, os mercados finalmente mostraram sinais de que a crise de confiança estava sob controle. O spread do LIBOR-OIS americano, que atingira o pico de 364 pontos base em 10 de outubro, passou a cair constantemente até ficar abaixo de 100 pontos base em janeiro de 2009. Os spreads do LIBOR-OIS do euro e da libra esterlina se comportaram de maneira semelhante, sugerindo que os mercados interbancários haviam começado a se estabilizar.

O BIS aponta o período entre o fim de outubro de 2008 e março de 2009 como a quarta fase da crise (denominada “*investors focus on the global economic downturn*”). Passado o momento de mais intensa turbulência nos mercados financeiros, começaram a se destacar os temores de uma recessão global, tendo em vista os efeitos da crise financeira sobre o lado real da economia. A reação dos governos, além dos cortes de juros e provimento de liquidez, passou a envolver pacotes de estímulo fiscal cada vez maiores. Neste período, muitos países se encontraram em recessão. O PIB mundial caiu mais de 6% (número anualizado) no quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009 (FMI, 2009).

A quinta e última fase da crise, “*first signs of stabilisation*”, teve início em meados de março de 2009¹². A partir deste mês, de fato, foram observados os primeiros sinais de estabilização: os pacotes de estímulo fiscal começaram a surtir efeito e os indicadores dos mercados financeiros melhoraram consideravelmente. França e Alemanha registram crescimento de 0,3% no segundo trimestre de 2009, encerrando um ano de recessão nas maiores economias européias. Para o mesmo trimestre, o Japão apresentou expansão de 0,9%, e Hong Kong um crescimento de 3,3%. Os Estados Unidos cresceram 0,6% no terceiro trimestre. A recuperação da economia britânica foi mais tímida, com expansão de 0,1% no quarto trimestre. Embora as taxas de crescimento tenham sido baixas, o período permite demarcar a saída destes países da recessão.

Ressalta-se que o termo “grande recessão” tem sido usado para se referir ao período com início na crise descrita e que se estende até os dias de hoje; de modo que este seria o encerramento de uma fase inicial apenas. Neste sentido, diversos autores¹³ falam em “grande recessão” em alusão à Grande Depressão, iniciada em 1929. Argumenta-se que a primeira não será tão profunda quanto a segunda, mas igualmente abrangente e duradoura.

¹² Vale lembrar que a periodização aqui utilizada é a do relatório do BIS de junho de 2009.

¹³ Ver, por exemplo, Nakano (2012).

2.2 Impactos na Economia Brasileira

No ano de 2007, a economia brasileira não foi significativamente afetada pela crise que se iniciava: o PIB cresceu 5,4%, a maior taxa desde 2004, e o quinto ano seguido de crescimento. Neste período, alguns estudiosos apontaram para um maior grau de independência dos países em desenvolvimento em relação às economias americana e europeia. Com a crescente participação da China no comércio mundial, sua contribuição para o crescimento global e o fortalecimento da demanda interna dos países emergentes, surgiu a idéia de que o dinamismo destes já não dependia das economias centrais. Conhecida como *decoupling*, a idéia baseava-se na diferença observada entre as taxas de crescimento e a performance dos mercados financeiros dos países avançados e emergentes no primeiro período da crise. Já em 2008, as economias emergentes também passaram a ser abaladas pelos eventos iniciados no mercado financeiro americano e logo surgiu o conceito de *recoupling*.¹⁴ No quarto trimestre de 2008, os efeitos da crise também se fizeram sentir no Brasil.

O PIB brasileiro recuou 3,5% no último trimestre de 2008. No entanto, como o país apresentara forte crescimento no restante do ano, o PIB registrou expansão de 5,1% em relação ao ano anterior. A partir de meados de setembro, com a quase paralisação do setor financeiro internacional descrita acima, os fluxos de capitais e as operações de crédito também se reduziram abruptamente no país. Somando-se a isto a grande retração da demanda mundial, e a conseqüente queda dos preços das *commodities*, houve uma significativa deterioração das expectativas dos agentes econômicos e acentuada contração da economia. O PIB apresentou retração de 0,9% no trimestre seguinte, encerrado em março de 2009. Os resultados destes dois trimestres refletiram a piora das expectativas e das condições de crédito sobre o dinamismo da indústria e dos investimentos.

O crescimento vigoroso que o Brasil apresentou até setembro de 2008 fora sustentado pela expansão do consumo e, especialmente, do investimento, que apresentou crescimento de 13,8% em 2008, mesmo com o revés no último trimestre. Esta foi não somente a maior taxa anual desde 1994, como o quinto resultado positivo consecutivo. A expansão do investimento foi acompanhada de grandes fluxos de capitais estrangeiros, tanto na forma de investimento direto, quanto na forma de investimentos em carteira. Neste contexto, o mercado de capitais foi um dos principais canais de contágio da crise internacional.

¹⁴ “Our conclusion is that there is some support for the decoupling hypothesis through mid 2008. But as expectations for a severe downturn in economic activity in the US and Europe took hold, and early warnings about the effects on world trade volumes took center stage, financial markets recoupled dramatically” (Dooley e Hutchison, 2009, p. 1331).

A sucessão de anos de crescimento do PIB brasileiro até 2008, associado aos cinco anos seguidos de superávits em conta-corrente (2003 a 2007), e às reservas internacionais acumuladas no período de alta liquidez dos mercados internacionais (anterior à eclosão da crise) contribuíram para a percepção positiva dos agentes internacionais em relação à economia do país. Em abril de 2008, a agência de avaliação de risco Standard & Poor's havia elevado o país a *investment grade*; em maio, a agência Fitch Ratings confirmou a avaliação. Não obstante, o país foi mais afetado nesta do que em todas as crises recentes: Pastore e Pinotti (2009) apontam que a queda da produção industrial foi maior do que na seqüência da crise mexicana (1995), das crises asiática e russa (1997 e 1998), ou do default da Argentina, em 2002.

A partir de setembro de 2008 foram observadas saídas líquidas de divisas no mercado cambial brasileiro, o que não acontecia desde 2002. A taxa de câmbio depreciou-se fortemente, passando de R\$1,79/US\$ em meados de setembro para R\$2,34 ao final do ano.

No ano de 2008, a conta corrente do balanço de pagamentos apresentou déficit de US\$28,3 bilhões (-1,78% do PIB), contra um superávit de US\$1,6 bilhão no anterior (0,12% do PIB). O déficit, no entanto, não foi apenas resultado dos efeitos da crise internacional. A reversão da tendência aos superávits se iniciou em meados de 2007 e foi resultado das crescentes importações brasileiras, associadas à expansão da economia e à valorização do real. Já a elevação do déficit nas contas de serviços e renda pode ser entendida como efeito da necessidade de recomposição de perdas das empresas matrizes no exterior, que aumentaram as remessas líquidas de serviços e de lucros e dividendos.

O relatório anual do Bacen de 2008 aponta que, após quatro aumentos anuais consecutivos, a UNCTAD (Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e o Desenvolvimento) estimou uma queda de 21% dos fluxos mundiais de IED para aquele ano. Todavia, a retração destes fluxos deu-se com maior intensidade naqueles destinados aos países desenvolvidos (queda de 32,7%), devido à redução nos lucros das empresas multinacionais desses países, pela contração nos empréstimos bancários e pela insolvência de grandes instituições financeiras. O Brasil, por outro lado, teve ingresso líquido de IED recorde em 2008: US\$45,1 bilhões, elevação de 30,3% em relação ao ano anterior. Este número contrastou com as saídas líquidas de capitais externos relacionadas a investimentos em carteira, da ordem de US\$767 milhões – ante ingressos líquidos de US\$48,1 bilhões em 2007. Houve também saídas líquidas de empréstimos de curto prazo e a redução na taxa de rolagem de empréstimos e títulos de médio e longo prazos, concentradas no último trimestre do ano. O

resultado da conta financeira do balanço de pagamentos foi um superávit de US\$31,9 bilhões em 2008, redução significativa do recorde de US\$88,3 bilhões registrado em 2007. Nota-se que os investimentos em carteira, muito mais voláteis, refletiram mais rapidamente a deterioração das expectativas associada à crise global.

Já a tendência global de contração dos fluxos de investimento foi observada no Brasil apenas em 2009: houve queda de 42% do ingresso líquido de IED em relação ao ano anterior. O investimento estrangeiro em carteira, porém, recuperou-se rapidamente do déficit do ano anterior, apresentando ingresso líquido de US\$46,2 bilhões em 2009. Observa-se a defasagem do movimento dos fluxos de IED em oposição à rapidez com que caíram e se recuperaram os investimentos em carteira. A conta financeira terminou o ano com superávit de US\$69,4 bilhões.

Como discutido anteriormente, o período de recessão propriamente dito foi breve: o PIB brasileiro registrou queda apenas no último trimestre de 2008 (-3,5%) e no primeiro de 2009 (-0,9%). Destaca-se que dois trimestres de crescimento negativo é exatamente a definição técnica de “recessão” para muitos economistas. O setor que mais contribuiu para a contração do PIB foi a indústria. A produção do setor industrial teve queda abrupta e profunda: 7,6% e 4,2% nos trimestres mencionados, respectivamente. De fato, mesmo crescendo nos três outros trimestres de 2009, a produção física da indústria registrou contração de 7,4% no ano, o primeiro resultado anual negativo desde 1999.

Consistente com a trajetória da produção industrial, após cinco anos de expansão, o investimento também começou a cair no último trimestre de 2008 (-9,4% em relação ao trimestre anterior), mas registrou queda anual apenas em 2009 – -9,9% em relação a 2008. A produção de bens de capital decresceu drasticamente: 17,4% em 2009, após expansão de 14,3% em 2008.

Apesar da contração da economia no ano de 2009 em relação a 2008, já a partir do segundo trimestre, o PIB brasileiro começou a se recuperar, crescendo 1,4%, 1,7% e 2% nos trimestres seguintes. Em 2010, o PIB apresentou expansão de 7,5%, e a taxa média anual de desemprego caiu para nível mais baixo do que no pré-crise (ver tabela 3).

ano	variação do PIB	taxa média anual de desemprego
2007	6,1	9,3%
2008	5,2	7,9%
2009	-0,3	8,1%
2010	7,5	6,7%

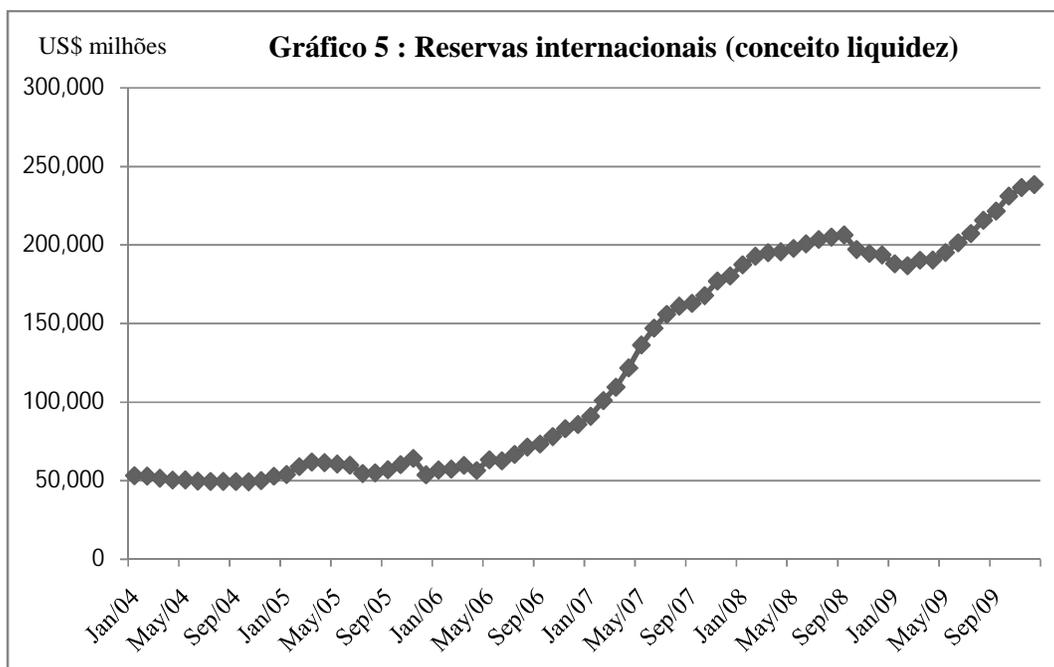
Fonte: IBGE

2.3 A Política Econômica

O Banco Central interveio prontamente no mercado cambial como provedor de liquidez em moeda estrangeira. No dia 18 de setembro, as autoridades monetárias anunciaram que passariam a vender dólares no mercado à vista, com compromisso de recomprá-los em data definida. Já no dia 8 de outubro, pela primeira vez em mais de cinco anos, o Banco Central voltou a usar reservas internacionais para conter a valorização do dólar.

É importante ressaltar que as reservas internacionais do país vinham em expressiva elevação, especialmente desde meados de 2006 (ver gráfico 5). Em setembro de 2008, as reservas internacionais atingiram o nível até então recorde de US\$208,7 bilhões. Já entre outubro de 2008 e fevereiro de 2009, foram utilizados quase US\$20 bilhões das reservas em operações para provimento de liquidez. Neste contexto, o Banco Central reafirmou, em nota à imprensa no dia 10 de outubro, seu compromisso de não influir na trajetória da taxa de câmbio, não fixar pisos ou tetos à mesma, mas apenas limitar a volatilidade e fornecer liquidez em momentos pontuais.

A partir de maio 2009, com a reversão dos fluxos cambiais, o Banco Central brasileiro retomou a política de aquisição de divisas no mercado doméstico de câmbio, interrompida em setembro de 2008. Como se pode ver no gráfico 5, a partir deste momento, o país voltou a acumular reservas internacionais.



Fonte: BCB-Depec

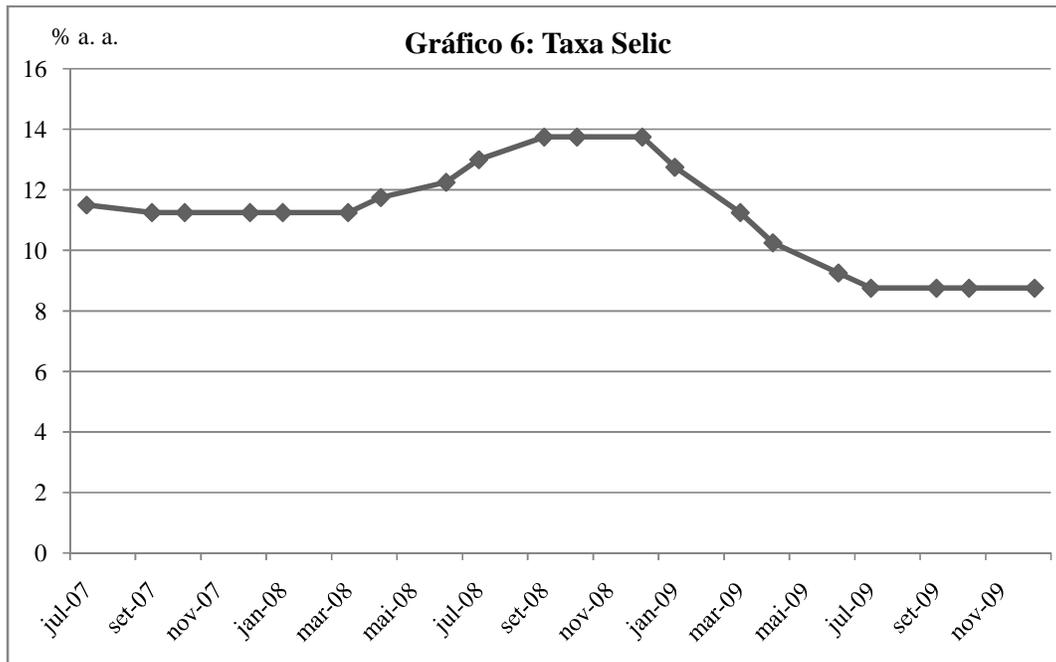
A retração da liquidez internacional restringiu consideravelmente o acesso das empresas exportadoras a linhas privadas para comércio exterior. Em resposta, o BNDES introduziu novas linhas de financiamento às exportações a partir de outubro. Até o fim de 2008, os desembolsos do BNDES voltados à exportação somaram US\$6,6 bilhões, um aumento de 57,1% em relação ao ano anterior, passando a representar 3,3% do total das vendas externas do país, ante 2,6% em 2007.

Com o intuito de garantir maior liquidez em moeda estrangeira, o governo federal também implementou diversas ações. A MP 443, de 21 de outubro, autorizou o Banco Central a realizar operações de swap de moedas com bancos centrais de outros países; em 30 de outubro, o limite para operações deste tipo entre o Banco Central e o Federal Reserve (Fed) foi fixado em US\$30 bilhões (Resolução CMN nº 3.631). A fim de facilitar o acesso a recursos disponíveis no mercado financeiro internacional, foi reduzida de 1,5% para zero a alíquota do IOF nas liquidações de operações de câmbio relativas a transferências do e para o exterior para aplicação nos mercados financeiros e de capitais (Decreto nº 6.613, de 22 de outubro). Para empresas, determinou-se o alongamento dos prazos para recolhimento dos tributos (por meio da MP 447, de 14 de novembro). Com a Resolução Camex nº 70, de 4 de novembro, foram fixadas diretrizes para a utilização do Seguro de Crédito à Exportação nas operações de micro, pequenas e médias empresas. O Decreto 6.701, de 18 de dezembro de 2008, concedeu o benefício tributário da depreciação acelerada, para incentivar o investimento produtivo e seu abatimento do resultado operacional da empresa. Todas essas medidas contribuíram para garantir uma maior liquidez e mitigaram os efeitos da crise no país.

Em resposta aos efeitos da crise, o governo federal anunciou, em dezembro de 2008, um pacote de medidas de estímulo à economia. Segundo o Ministro da Fazenda, o governo deixaria de arrecadar cerca de R\$8,4 bilhões com o pacote. Este incluiu a reformulação da tabela do imposto de renda da pessoa física, redução do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em operações de crédito para pessoas físicas e redução do IPI de automóveis.

A resposta do Banco Central à crise só viria em janeiro de 2009. Conforme destacado, a economia do país apresentou expansão até setembro de 2008, e o BC, preocupado com as pressões inflacionárias, manteve uma política monetária bastante restritiva. A taxa Selic foi mantida inalterada nas duas primeiras reuniões de 2008 e elevada nas quatro reuniões seguintes, alcançando 13,75%. Vale ressaltar que, como exposto, a crise internacional já vinha se manifestando desde meados de 2007. Na reunião de setembro de 2008, poucos dias antes

da quebra do Lehman Brothers, o BC elevou a taxa de juros em 0,75%. Em retrospecto, fica claro que o Banco não avaliou corretamente os sinais de crise do cenário externo, tampouco suas possíveis repercussões na economia brasileira. Por mais duas reuniões ainda, o BC manteve a meta da taxa Selic inalterada, conforme gráfico 6.



Fonte: Banco Central do Brasil

Na primeira reunião de 2009, em janeiro, o Copom reduziu a taxa Selic em 100 pontos base (1%); em março foi feito um novo corte, desta vez de 1,5%; em abril e junho as reduções foram de 1%, e em junho, 0,5%. A taxa Selic manteve-se então em 8,75% até o final do ano. Apesar de ser o nível mais baixo desde a implantação do Plano Real (a Selic cairia mais apenas no governo Dilma Rouseff), muitos observadores criticaram a demora do BC para iniciar os cortes na taxa de juros, bem como o patamar em que esta se estabilizou.

2.3.1 Metas de Inflação

O presente estudo ressaltou anteriormente a rigidez do regime de metas de inflação desde sua adoção no país. Modenesi e Modenesi (2012) apontam que de 1999 a 2010 a Selic média foi superior a 9,5%. Não obstante, a média da inflação neste período ficou próxima de 7%. Para estes autores, a persistência da coexistência de taxas de juros reais e taxas de

inflação elevadas indica que há falhas na transmissão da política monetária¹⁵. Cintra (2005) sinaliza que apenas cerca de um terço do IPCA seria sensível à taxa de juros – os preços dos bens não-comercializáveis (destinados ao mercado interno), que se ajustam diante da retração da demanda agregada provocada pela taxa de juros. Outra parte do IPCA seria composta por bens comercializáveis, que compõem a pauta de comércio exterior, diretamente afetados pela elevação dos preços das *commodities* e de bens semimanufaturados, definidos nos mercados internacionais. Os preços administrados e monitorados também sofrem os impactos da taxa de câmbio, mas não da taxa de juros. Os contratos de empresas de telefonia e distribuidoras de energia elétrica, por exemplo, definem reajustes anuais de tarifas baseados no IGP-M (Índice Geral de Preços – Mercado), que tem forte peso dos preços por atacado, muito sensível a choques de oferta (em especial o de câmbio). Estes preços ainda resultam em um importante vetor de inércia inflacionária. Sendo assim, “a política monetária precisa ser extremamente restritiva — com taxas de juros elevadas — para conter a demanda, fazendo que a redução dos preços dos bens não-comercializáveis e de alguns segmentos dos bens comercializáveis compense os reajustes contratuais dos preços administrados e da parcela dos bens comercializáveis imunes às variações da taxa de juros.” (CINTRA, 2005, p.46)

Bastante criticado antes da eclosão da crise¹⁶, este rígido regime de metas de inflação sofreu ainda mais críticas pela sua performance em 2008. Conforme visto (gráfico 6), ao longo de 2008, a Selic passou de 11,25% em abril para 13,75% em setembro. O Bacen avaliava que havia um descompasso entre a expansão da demanda e da oferta no país. Ademais, foi observado aumento nos preços dos alimentos no início de 2008, por sua vez reflexo dos altos preços das *commodities* agrícolas no mercado internacional. Contudo, em setembro de 2008, quando o Bacen elevou pela última vez os juros, os preços das *commodities* já estavam em queda.

Como já mencionado, o investimento e a produção industrial estavam em forte expansão até o último trimestre de 2008. Ou seja, a capacidade de produção da economia

¹⁵ Estes autores debatem cinco teses, de diversos autores, que ajudam a explicar porque a taxa Selic se manteve em níveis tão altos. São elas:

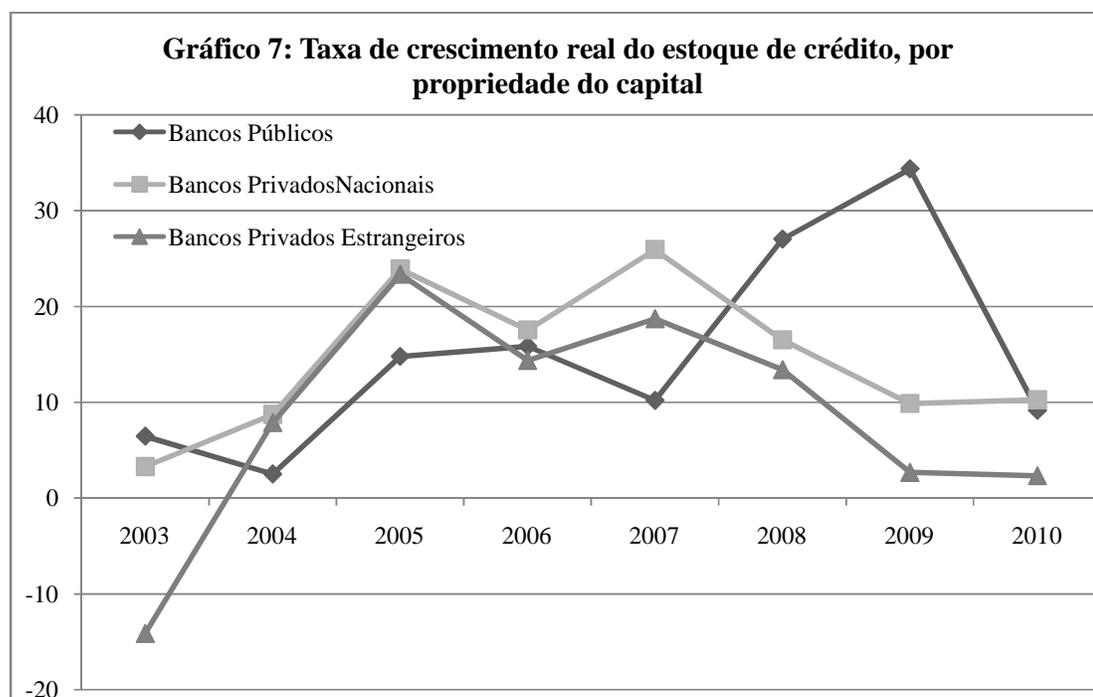
- reduzida eficácia da política monetária;
- convenção pró-conservadorismo na política monetária (especialmente devida à coalizão de interesses de rentistas, que lucram com aplicações financeiras, com o próprio Bacen, que se beneficiaria da reputação de ser um banco central conservador);
- equilíbrios múltiplos da taxa de juros (esta seria elevada pois o Bacen atribui funções múltiplas à Selic: restringir a demanda agregada, para controlar a inflação; evitar a desvalorização cambial, a fim de conter inflação de custos; estimular a entrada de capitais, para equilibrar o BP; incentivar a compra de títulos, com vistas a financiar o déficit público; e diminuir o déficit comercial, via contenção da demanda);
- concepção fiscalista (o Bacen não poderia reduzir a taxa de juros sob pena de comprometer a demanda por títulos); e
- incerteza jurisdicional (risco de descumprimento de contratos sob jurisdição brasileira).

¹⁶ Ver, por exemplo, Nakano (2006).

também vinha se ampliando. Neste contexto, o regime se mostrou claramente rígido demais. Os juros, já em patamares altos (literalmente os maiores do mundo), elevados ao longo do ano, buscaram, desnecessariamente, restringir a demanda em um momento de grandes incertezas no âmbito internacional. Segundo Freitas (2009), tudo parece indicar que o Bacen “errou duas vezes: uma em insistir no diagnóstico de que a economia brasileira estava crescendo acima do seu potencial, e a outra por não vislumbrar a gravidade da desaceleração em curso nas economias avançadas” (FREITAS, 2009, p.135).

2.3.2 Papel dos Bancos Públicos

Segundo estudo do IPEA (2011), os bancos públicos federais tiveram importante atuação anticíclica durante a crise internacional. De acordo com o estudo, a relação crédito/PIB do país passou de 25% em 2003 para 47% em 2011, em um processo de crescimento constante. As taxas de crescimento desta relação foram particularmente elevadas após 2005, com a expansão do PIB do país. A partir do final de 2008 e em 2009, no entanto, com o agravamento da crise global, observou-se que a elevação das operações de crédito dos bancos públicos foi fundamental para a manutenção do crescimento do crédito no país (ver gráfico 7).

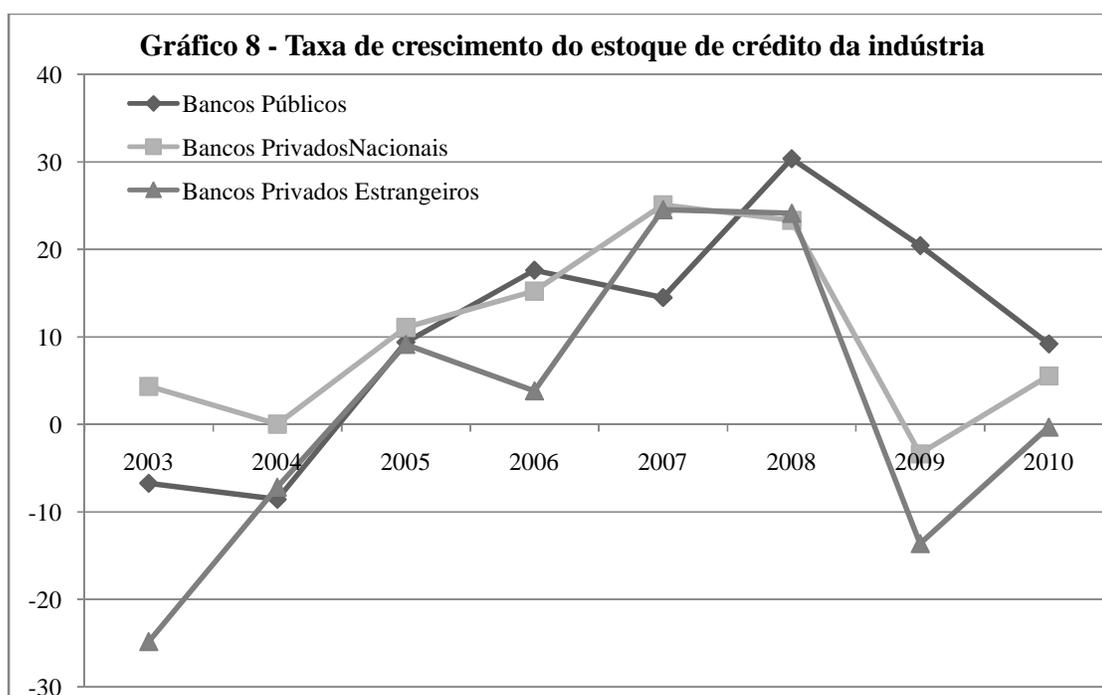


Fonte: Banco Central e IPEA

O gráfico 8 mostra as taxas de crescimento do crédito para a indústria, também separadas pela propriedade do capital. O estudo do IPEA destaca que os dados ocultam a

importância do BNDES como origem de recursos para operações de financiamento de longo prazo no período de expansão de crédito anterior à crise, uma vez que parte considerável destes recursos é repassada por meio de bancos privados. Mesmo assim, os dados permitem verificar a importância dos bancos públicos na sustentação do crédito no último trimestre de 2008 e no ano de 2009. Neste ano, o crescimento real do crédito industrial foi negativo tanto para bancos estrangeiros quanto nacionais privados. Neste momento de incerteza e maior preferência pela liquidez, afetando tanto empresas como bancos privados, a atuação dos bancos públicos foi fundamental.

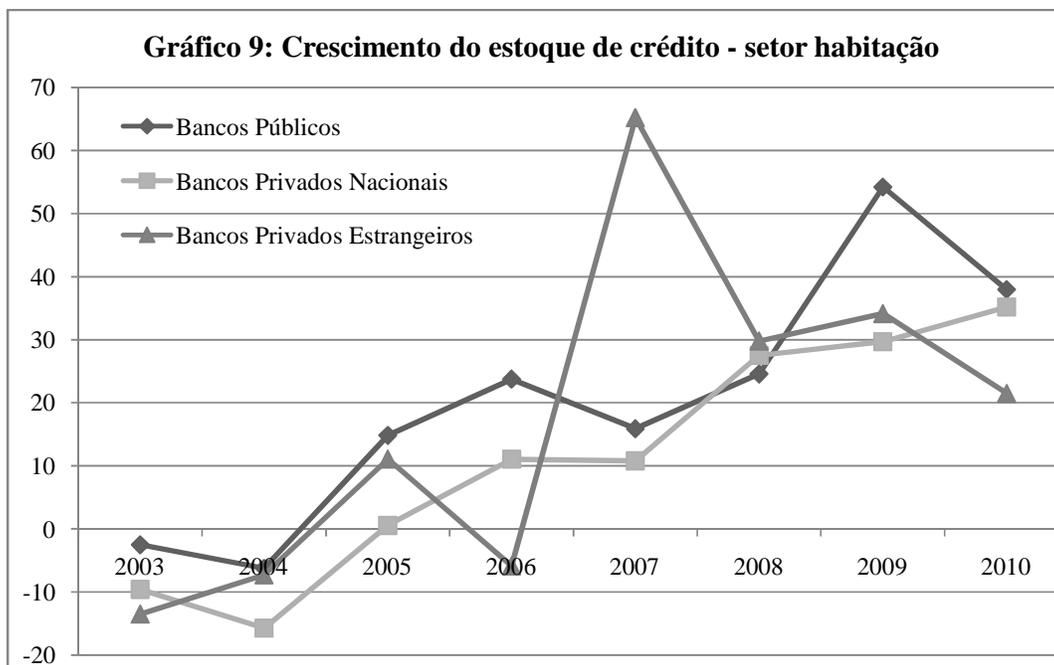
Em 2010, os bancos privados nacionais voltaram a expandir o crédito à indústria, porém a taxas mais baixas do que as do período de expansão pré-crise. Os bancos estrangeiros ainda registraram ligeira retração do crédito ofertado em 2010.



Fonte: Banco Central e IPEA

Os bancos públicos também têm importante papel no setor habitacional do país, e sua participação neste setor cresceu de 67% em dezembro de 2003 a 75% em dezembro de 2010. A expansão do crédito habitacional se deu com certa defasagem em relação ao crescimento da economia (ver gráfico 9). Nota-se que, em 2004, o setor ainda registrava retração e a expansão em 2005 foi bastante tímida. Observa-se também que a partir de 2008, na verdade, o crédito do setor expande-se ainda mais. Este movimento é explicado pelas políticas sociais implementadas pelo governo federal desde 2007 (PAC 1) e especialmente pelo programa “Minha Casa Minha Vida”, de março de 2009. A Caixa Econômica Federal, responsável pelo

financiamento de habitação para famílias de baixa renda dentro do programa, liderou a expansão do crédito dos bancos públicos naquele ano.



Fonte: Banco Central e IPEA

2.3.3 Política Fiscal

No final de 2008, em resposta à crise, o governo brasileiro adotou diversas medidas para garantir liquidez em moeda estrangeira, ampliar a liquidez no mercado nacional e também medidas de estímulo à economia. Estas foram diametralmente opostas à postura adotada no primeiro período analisado, quando os *policy-makers* adotaram medidas restritivas diante da crise asiática. É preciso, portanto, destacar que a “grande recessão” suscitou mudanças consideráveis de posicionamento em relação à política macroeconômica por parte de diversos teóricos, governos e mesmo do FMI. O artigo “*Rethinking Macroeconomic Policy*” é, neste aspecto, emblemático (BLANCHARD, DELL'ARICCIA e MAURO, 2010) ao questionar as políticas austeras antes defendidas pelo FMI, admitir falhas e propor mudanças, incluindo uma volta às políticas fiscais anticíclicas, conforme defendidas por Keynes.

Além desta clara mudança no ambiente internacional, que pôs em xeque várias crenças associadas ao “Novo Consenso Macroeconômico”, uma mudança já estava em curso dentro do governo brasileiro. Desde a ascensão do Partido dos Trabalhadores ao governo federal, em

2003, havia expectativa de mudanças na condução da política econômica no país. Apenas em 2006, no entanto, com a posse de Guido Mantega como Ministro da Fazenda, estudiosos apontaram uma alteração da visão do papel do Estado no desenvolvimento econômico (BARBOSA-FILHO, 2010; LOPREATO, 2013). Em janeiro de 2007, foi anunciado o Programa de Aceleração do Crescimento (depois conhecido como PAC 1), que reuniu um conjunto de cortes de impostos, incentivos financeiros e linhas de crédito para estimular o investimento privado em infraestrutura. Em maio de 2008, foi lançada a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), que formalizou uma série de medidas para promoção da indústria brasileira e metas bastante ambiciosas para o crescimento da indústria e do investimento no país¹⁷.

No final de 2008, quando a crise internacional se aprofundou e atingiu o país, novos incentivos fiscais foram colocados em prática pelo governo federal – as citadas mudanças no imposto de renda, reduções do IOF e IPI. Em março de 2009, foi anunciado também o programa “Minha Casa Minha Vida”, com o objetivo de reduzir o déficit habitacional do país e incentivar a construção civil, um setor bastante intensivo em mão-de-obra.

Muitos economistas (BARBOSA-FILHO, 2010; CUNHA, PRATES e FERRARI-FILHO, 2011) destacaram a importância da política fiscal expansionista para a rápida recuperação da economia brasileira em 2009. De fato, tanto as medidas implementadas após a eclosão da crise, como as anteriores a esta, colaboraram para sustentar a expansão da demanda interna no país mesmo diante da crise internacional.

Gadelha (2011) investigou os efeitos da política fiscal anticíclica no Brasil¹⁸. O autor fez importante distinção entre os componentes do gasto público, como despesas de capital e despesas com amortização da dívida pública. O estudo verificou relação de causalidade positiva para as despesas de capital e o PIB, ou seja, aumentos nos investimentos públicos contribuíram para o crescimento da economia brasileira. Por outro lado, observou-se relação negativa dos gastos com amortização da dívida pública para o PIB real – ou seja, este tipo de despesa teria, na verdade, efeitos contracionistas. A comprovação empírica da hipótese keynesiana para os investimentos públicos é importante, visto que não é consenso entre os economistas. Esta relação entre os gastos públicos e o crescimento baseia a visão de caráter desenvolvimentista que ganhou espaço dentro do governo federal com o Ministro Mantega.

¹⁷ Para uma análise detalhada (e de veras positiva, mesmo diante de resultados pífios) da política industrial do governo Lula e do PDP, ver Cano e Silva (2010).

¹⁸ O estudo cobre o período de 1980 a 2008.

3. A Condução da Política Econômica: Uma Breve Comparação

As duas crises internacionais discutidas neste trabalho foram bastante distintas. A primeira teve seu início em países emergentes na Ásia em um período em que o “Novo Consenso Macroeconômico” era praticamente hegemônico no pensamento econômico. Neste contexto, as políticas econômicas sugeridas pelo FMI e executadas pela maior parte dos países atingidos foram fortemente restritivas. Restringir a demanda para diminuir importações e ajustar a conta corrente dos países, a fim de fazer frente a pagamentos em moeda estrangeira – a despeito dos impactos sociais adversos de tais medidas – parecia a única saída.

A crise mais recente teve origem nas economias centrais – começando nos Estados Unidos e se espalhando rapidamente pela Europa. Esta crise suscitou uma mudança profunda no debate macroeconômico. Conforme mencionado, houve alteração nas políticas econômicas aceitas e até sugeridas pelo FMI.

As duas crises se deram em contextos muito diferentes também da economia brasileira. Nos anos de 1997 e 1998, o país ainda se adequava à realidade de inflação baixa, aos grandes (mas voláteis) volumes de capital estrangeiro fluindo para o país, e buscava se afirmar como uma economia sólida e estável diante do mercado internacional. Neste cenário, a crise global trouxe grandes dúvidas em relação à real solidez da economia brasileira, e o país foi uma das principais vítimas da chamada “fuga para a qualidade”.

Em contrapartida, a crise que teve início em 2007 se deu em um momento muito mais favorável da economia brasileira. Além de contar com grandes volumes de reservas internacionais, o país já era visto de maneira diferente pelos investidores estrangeiros – conforme mencionado, a avaliação do Brasil mudara para *investment grade* no início de 2008. Além disso, a crise afetou de maneira completamente distinta os países em desenvolvimento. Por se iniciar no próprio centro do sistema capitalista, desta vez não houve a brusca reversão dos fluxos de capitais observada na crise anterior. Ademais, a economia internacional contava com o dinamismo chinês, capaz de manter o comércio mundial aquecido mesmo com a redução da demanda dos países centrais.

É imprescindível ressaltar também os diferentes momentos políticos em que as crises se passaram. Durante a crise asiática, estava no governo federal o Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), ao passo que na crise mais recente, estava no poder o Partido dos Trabalhadores (PT). O primeiro, claramente comprometido com reformas liberalizantes, foi responsável por amplos programas de privatização, maior abertura comercial e uma visão de Estado não-intervencionista. O segundo partido, apesar de ter mantido o “tripé

macroeconômico” (metas de inflação, superávits primários e câmbio flutuante) até os dias de hoje, supostamente alterou a maneira da participação do Estado na economia. A ampliação dos programas sociais e a política de valorização do salário mínimo implementadas pelo presidente Luís Inácio Lula da Silva representaram, de fato, uma mudança de orientação ideológica no governo federal¹⁹. Não foi uma mudança trivial. O Brasil tem uma das mais desiguais distribuições de renda do mundo e, no entanto, apenas com o governo Lula questões como pobreza extrema e o valor real do salário mínimo adquiriram relevância na agenda política do país. Não obstante, muitos observadores apontam para uma inflexão na condução da política econômica no país apenas a partir de 2006. A nomeação do Ministro Guido Mantega para a Fazenda representou (de acordo com Lopreato, 2013, por exemplo) outro entendimento do papel do Estado na economia. Esta mudança se fez notar nas políticas anticíclicas adotadas diante da crise de 2008.

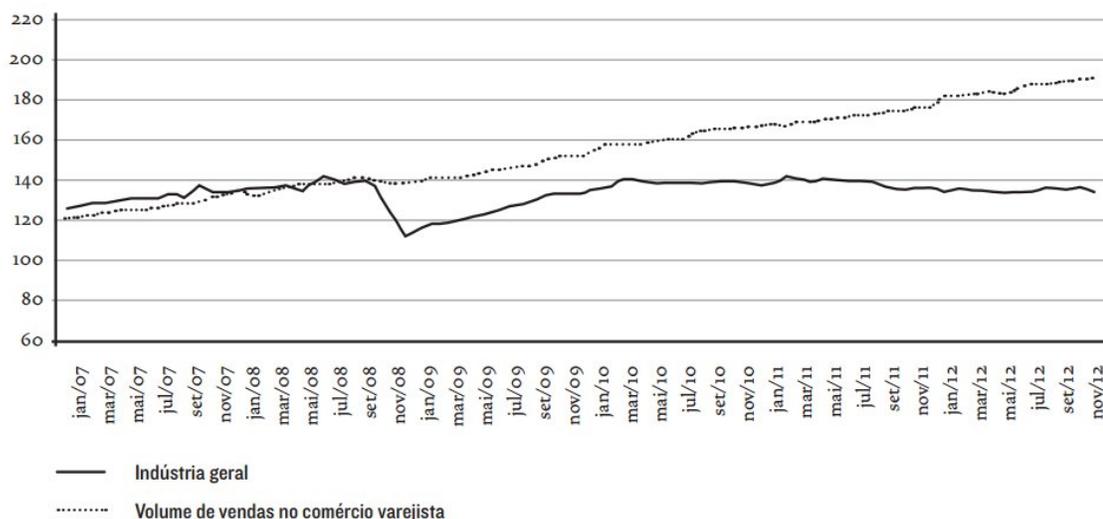
A política fiscal fora contracionista durante a crise asiática, com elevação de impostos e corte de gastos. Na “grande recessão”, o oposto foi feito: impostos foram cortados e gastos ampliados. A política monetária também foi diversa nos dois períodos: durante a primeira crise os juros foram elevados nos momentos de maior incerteza, na segunda crise eles foram reduzidos. Muitos críticos ressaltam que em ambos os períodos as taxas de juros encontravam-se excessivamente altas (MODENESI e MODENESI, 2012). Durante a crise asiática, porém, os desequilíbrios (externo e fiscal) do governo brasileiro e o contexto de “fuga para qualidade” fizeram com os investidores estrangeiros exigissem alto prêmio de risco dos títulos brasileiros, de modo que o Bacen viu a necessidade de colocar as taxas de juros em patamar elevadíssimo para atrair capital externo. Durante a segunda crise avaliada, o país não era mais percebido como tão vulnerável e própria origem da crise não levou à reversão de fluxos de capitais observada na primeira crise. Assim, mesmo que os juros tenham permanecido em patamares não satisfatórios para muitos observadores, puderam ser reduzidos a partir de 2009.

A política cambial brasileira sofreu alteração em resposta à primeira crise analisada e manteve-se nos mesmos moldes desde então. A flutuação do câmbio forçada pela fuga de capitais em 1999 não foi exclusividade do Brasil. Nota-se que praticamente todos os países asiáticos atingidos pela crise de 1997-8 também foram forçados a deixar suas moedas flutuarem neste período.

¹⁹ Para uma análise mais detalhada sobre as alterações trazidas pela ascensão do Partido dos Trabalhadores ao poder, ver Singer (2012).

O alto crescimento do PIB em 2010 e a incrível queda da taxa de desemprego (tabela 3) pareciam indicar que as políticas contracíclicas realizadas diante da crise haviam sido bem-sucedidas. Os baixos crescimentos dos anos seguintes (2,7% em 2011 e 0,9% em 2012) lançam dúvidas quanto a este sucesso. Neste sentido, Bresser-Pereira (2013) aponta o câmbio sobrevalorizado como um dos principais vilões do crescimento brasileiro²⁰. Este autor argumenta que a indústria brasileira não tem condições nem de exportar nem de enfrentar a concorrência internacional com o câmbio no patamar observado. De fato, o setor industrial brasileiro até hoje não se recuperou da queda observada em 2009. O gráfico apresentado pelo autor, que é reproduzido abaixo, é eloqüente.

Gráfico 10: Produção Física da Indústria Geral e Volume de Vendas do Comércio Varejista. (Índice: janeiro/2000 = 100)



Fonte: IBGE – Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física e Pesquisa Mensal de Comércio. Elaboração: Bresser-Pereira (2013)

A discrepância entre a produção industrial e o comércio varejista aponta que o crescimento após a crise de 2008 não seria sustentável. É importante ressaltar que os incentivos à demanda colocados em prática pelo governo brasileiro neste período foram fundamentais para que esta crise não resultasse nos efeitos perversos observados após a crise asiática (baixíssimo crescimento, altas taxas de desemprego). Não obstante, estes incentivos não foram capazes de colocar o país na rota de crescimento desejada.

²⁰ A taxa de câmbio média nos três primeiros trimestres de 2008 fora 1,68 R\$/US\$. Observou-se uma desvalorização durante o período de recessão: as taxas médias no último trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009 foram 2,28 e 2,31, respectivamente. No restante de 2009, esta média recuou para 1,88 e para todo o ano de 2010, ela ficou em 1,76.

Conclusão

As duas crises apresentadas neste trabalho se deram em contextos muito diferentes. Apesar de apenas 10 anos as separarem, a situação econômica do Brasil era consideravelmente distinta: os desequilíbrios externo e fiscal de um país recém estabilizado contrastam com a economia em expansão e os grandes volumes de reservas internacionais da crise mais recente. Ademais, foram aqui ressaltadas as divergências entre as próprias crises, bem como a mudança no pensamento econômico *mainstream* resultante da segunda crise.

Deste modo, conclui-se que diversos fatores influenciaram o mix de política econômica adotado diante de cada crise. Primeiramente, as raízes da crise e a maneira como cada uma impactou na economia brasileira. Observou-se também que as políticas adotadas no Brasil, de certa forma, refletiram políticas adotadas no exterior: durante a crise asiática as políticas restritivas foram a norma; durante a crise mais recente, políticas expansionistas ganharam destaque em praticamente todos os países. A situação mais confortável da economia nacional durante a segunda crise também propiciou maior margem de manobra para a política econômica. Por fim, o fator político: partidos com diferentes visões sobre o papel do Estado na economia estavam no poder nestes dois períodos.

Referências Bibliográficas

- ANDRADE, R. P.; PRATES, D. M. (2013) “Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.35, N.3, Spring.
- ARESTIS, P.; FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L. F. (2011) “Inflation Targeting in Brazil” *International Review of Applied Economics*, Vol. 25 (N.2), p. 127-148.
- AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. (2000) “A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Conseqüências” Texto para Discussão n 77, BNDES
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN) – Relatório Anual, vários números.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (1999). Relatório de Inflação.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) *Annual Report*, vários números.
- BARBOSA-FILHO, N. H. (2008) “Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006.” *International Review of Applied Economics*, Vol. 22, N. 2, p. 187-200.
- BARBOSA-FILHO, N. H. (2010) “Latin America Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09”. *Journal of Globalization and Development*. Vol.1 N.1
- BATISTA JR., P.N. (2000) *A Economia Como Ela É*. São Paulo: Boitempo.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. (2010) “Rethinking Macroeconomic Policy.” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42, s1, setembro, p. 199-215.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. Memorando de Política Econômica (13/11/1998). Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/fmimpe01.asp>
- BRESSER-PEREIRA, L. C. (2013) “O Governo Dilma Frente ao "Tripé Macroeconômico" e a Direita Liberal e Dependente.” *Novos Estudos*, março, p. 5-14.
- CANO, W.; SILVA, A. L. (2010) Política Industrial do Governo Lula. In: J. P. MAGALHAES, *Os Anos Lula: Contribuições para um Balanço Crítico 2003-2010*. Rio de Janeiro: Garamond, p. 181-208.
- CARVALHO, F. J. C. (2000) “The IMF as Crisis Manager: An Assessment of the Strategy in Asia and its Criticisms” *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 23, N. 2
- CINTRA, M. A. M. (2005) “Suave Fracasso: A Política Macroeconômica Brasileira entre 1999 e 2005” *Novos Estudos Cebrap*, N.73, novembro.
- CUNHA, A. M.; PRATES, D. M.; FERRARI-FILHO, F.(2011) “Brazil Responses to the International Financial Crisis: A Successful Example of Keynesian Policies?” *Panoeconomicus*, N.5, Special Issue, p. 693-714.

- DOOLEY, M.; HUTCHISON, M. (2009). “Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis.” *Journal of International Money and Finance*, Vol.28, dezembro, p. 1331–1349.
- ELLIOTT, L. “Global financial crisis: five key stages 2007-2011.” *The Guardian*, 07/08/2011
Fonte: <http://www.guardian.co.uk/business/2011/aug/07/global-financial-crisis-key-stages>
- FARHI, M. (2001) “Dinâmica dos Ataques Especulativos e Regime Cambial” *Economia e Sociedade*, Campinas, N. 17.
- FREITAS, M. C. P. (2009) “Os Efeitos da Crise Global no Brasil: Aversão ao Risco e Preferência pela Liquidez no Mercado de Crédito”. *Estudos Avançados*, Vol.23, N.66.
- FREITAS, M. C. P. (2010) “Banco Central e Política Macroeconômica: o Regime de Metas de Inflação”. In: L. C. Marcolino (org.) e R. Carneiro (coorg.), *Sistema Financeiro e Desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à Crise Financeira*. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI), *Annual Report*. vários números
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. (1998). *World Economic Outlook and International Capital Markets*. Washington, DC.
- GADELHA, S. R. (2011) “Política Fiscal Anticíclica, Crise Financeira Internacional e Crescimento Econômico no Brasil”. *Revista de Economia Política*, Vol.31, p. 794-812.
- GIAMBIAGI, F. (2002) “Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso _ 1995/2002”. Texto para Discussão 93. Rio de Janeiro, BNDES.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA) (2011). "Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal: a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010". *Comunicado do IPEA N. 105*. Agosto
- LOPES, F. L. (2003) “Notes on the Brazilian Crisis of 1997-99” *Revista de Economia Política*, Vol.23, N.3.
- LOPREATO, F. L. (2004) “Novos Tempos: Política Fiscal e Condicionalidades pós 80” *Revista de Economia Contemporânea*, Vol.8, N.1.
- LOPREATO, F. L. C. (2013) “Aspectos da Atuação Estatal de FHC à Dilma”. *IE/Unicamp*, mimeo.
- MODENESI, A. M. (2005) *Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real*. Barueri: Manole,

- MODENESI, A.; MODENESI, R. L. (2012). “Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil pós-Plano Real: Uma Agenda de Pesquisa”. *Revista de Economia Política*, Vol. 32, N.3 p. 389-411.
- NAKANO, Y. (2006) “Antes que os Populistas Tomem Conta”. *Valor Econômico*, 17/01/2006, p. A11.
- NAKANO, Y. (2012) “A Grande Recessão: Oportunidade para o Brasil Alcançar os Países Desenvolvidos.” *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 52, N. 2, p. 264-270.
- PASTORE, A. C.; PINOTTI, M. C. (2009). A Crise Internacional e o Brasil. *Estudos e Pesquisas*, 295 [XXI Fórum Nacional - Na Crise Global, o Novo Papel Mundial dos BRICs e as Oportunidades do Brasil]
- PAULA, L. F. R.; ALVES JR., A. J. (1999) “Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real”. *Revista de Economia Política*, Vol.19, N.1 (73)
- POOLE, W. (2010) “Causes and Consequences of the Financial Crisis of 2007-2009”. *Harvard Journal of Law & Public Policy*. Vol.33, N.2, p. 421-441.
- PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. (2011) “Estratégias macroeconômicas depois da crise financeira global: o Brasil e os emergentes” *Indicadores Econômicos FEE*, Vol. 39, No 1.
- SINGER, A. V. (2012). *Os Sentidos do Lulismo: Reforma Gradual e Pacto Conservador*. São Paulo: Companhia das Letras.
- TORRES FILHO, E. T. (2008) “Entendendo a Crise do Subprime”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, N. 44, janeiro.
- WALL STREET JOURNAL. “Goldman, Morgan Scrap Wall Street Model, Become Banks in Bid to Ride Out Crisis”. 22/09/2008 Disponível em:
<http://online.wsj.com/article/SB122202739111460721.html>