



O Brasil depois da Crise de 2008

Macro II

Monica Baumgarten de Bolle

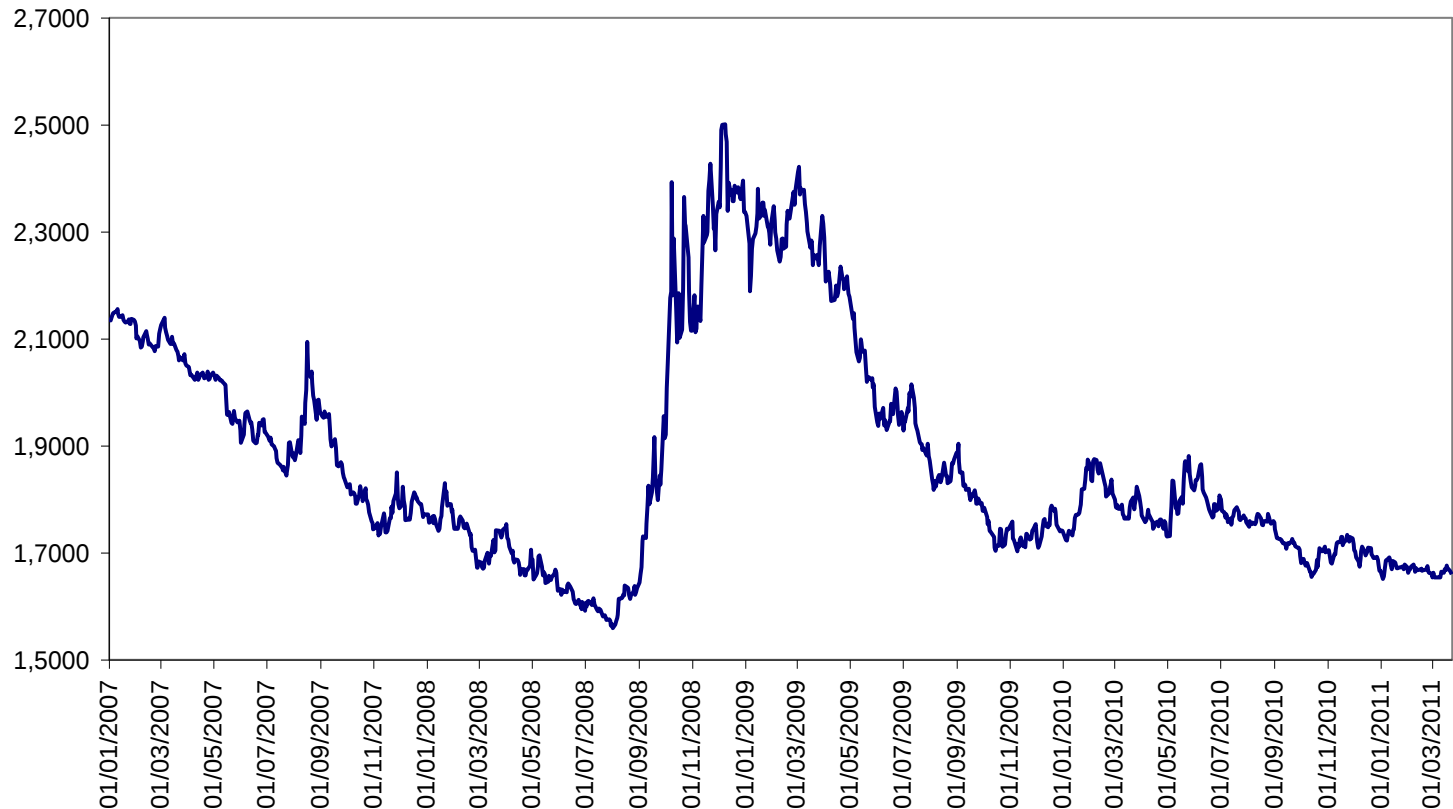


Visão Geral

- A crise de 2008 atingiu o Brasil em um momento particularmente “bom”.
 - Depois de um longo esforço de estabilização macroeconômica, o País foi agraciado com o cobiçado “grau de investimento” em maio de 2008;
 - O País estava crescendo robustamente, com um déficit externo relativamente baixo, contas públicas em ordem, e um grande volume de reservas internacionais – bem diferente do passado.
 - O bom desempenho da economia brasileira havia se refletido, inclusive, no comportamento do real, que vinha se valorizando desde 2007.

A Evolução do Real

Brasil: Taxa de Câmbio Diária (R\$/US\$)





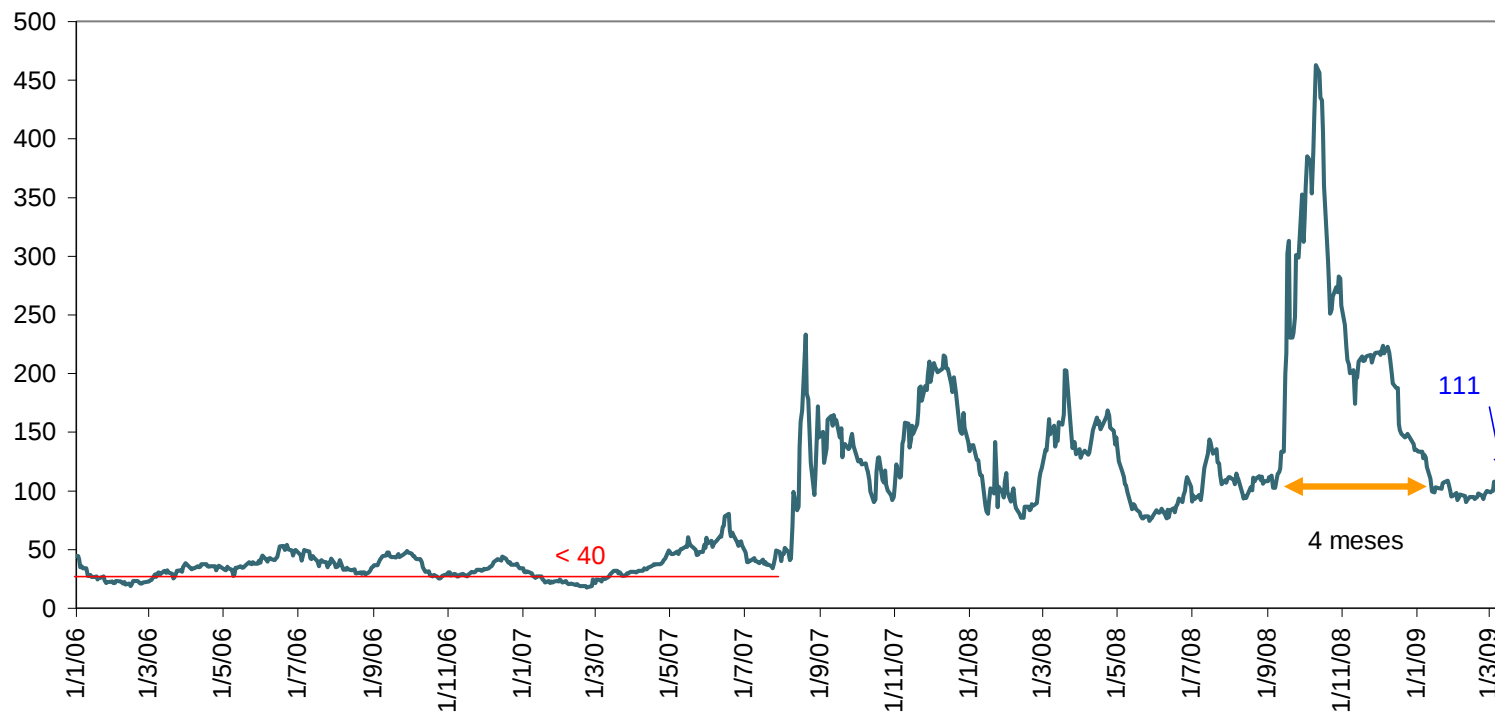
Como o Brasil foi atingido pela Crise?

- A quebra de importantes instituições do sistema financeiro americano paralisou o mercado interbancário (gráfico).
- A paralisação do mercado interbancário travou os demais mercados de crédito, com repercussões no mundo inteiro, já que o sistema financeiro americano é o *hub* do sistema financeiro internacional.
- A paralisação do interbancário e o desaparecimento da liquidez também afetaram os mercados brasileiros – bancos viram suas fontes de financiamento secarem abruptamente.

TED Spread

TED Spread

Spread entre Libor de 3 meses e Treasury de 3 meses



Fonte: Bloomberg

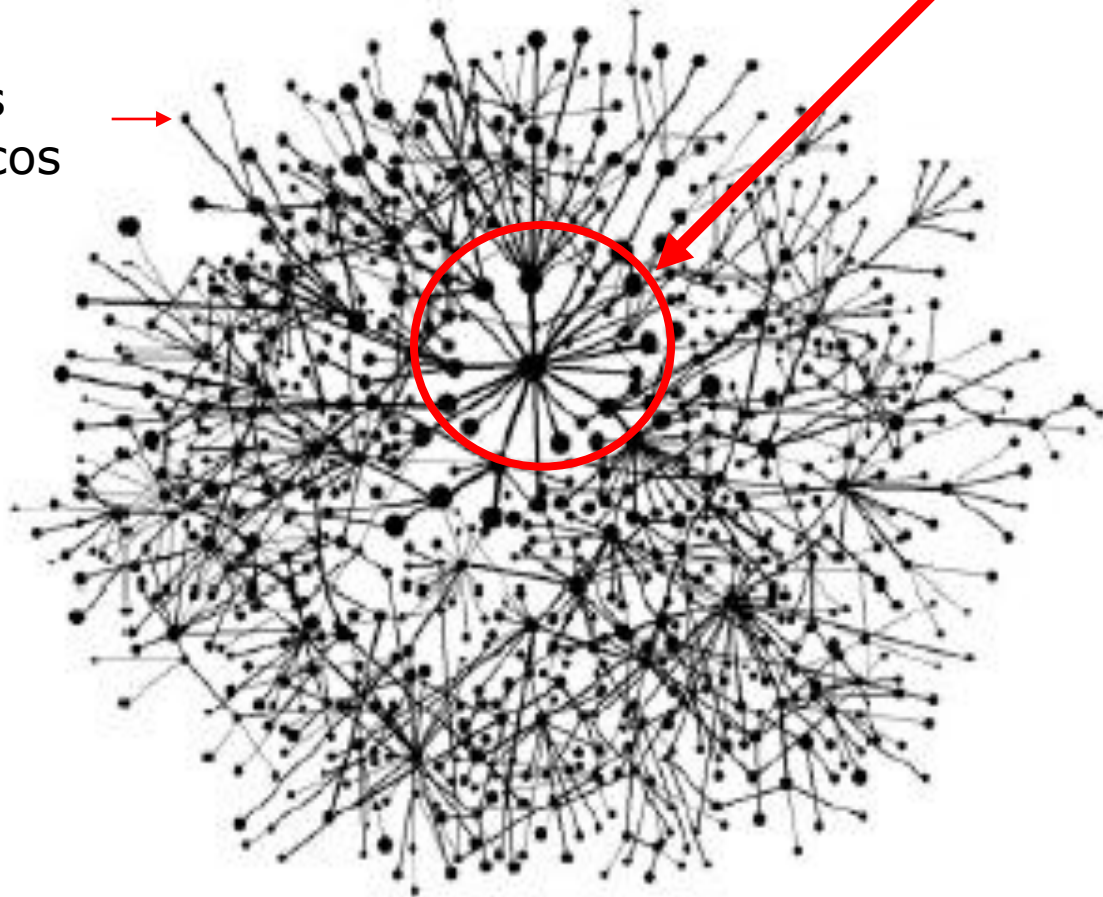
Redes Complexas -- Interbancário

Ilustração

Vértices
Periféricos



Hub





Resposta do Governo Brasileiro

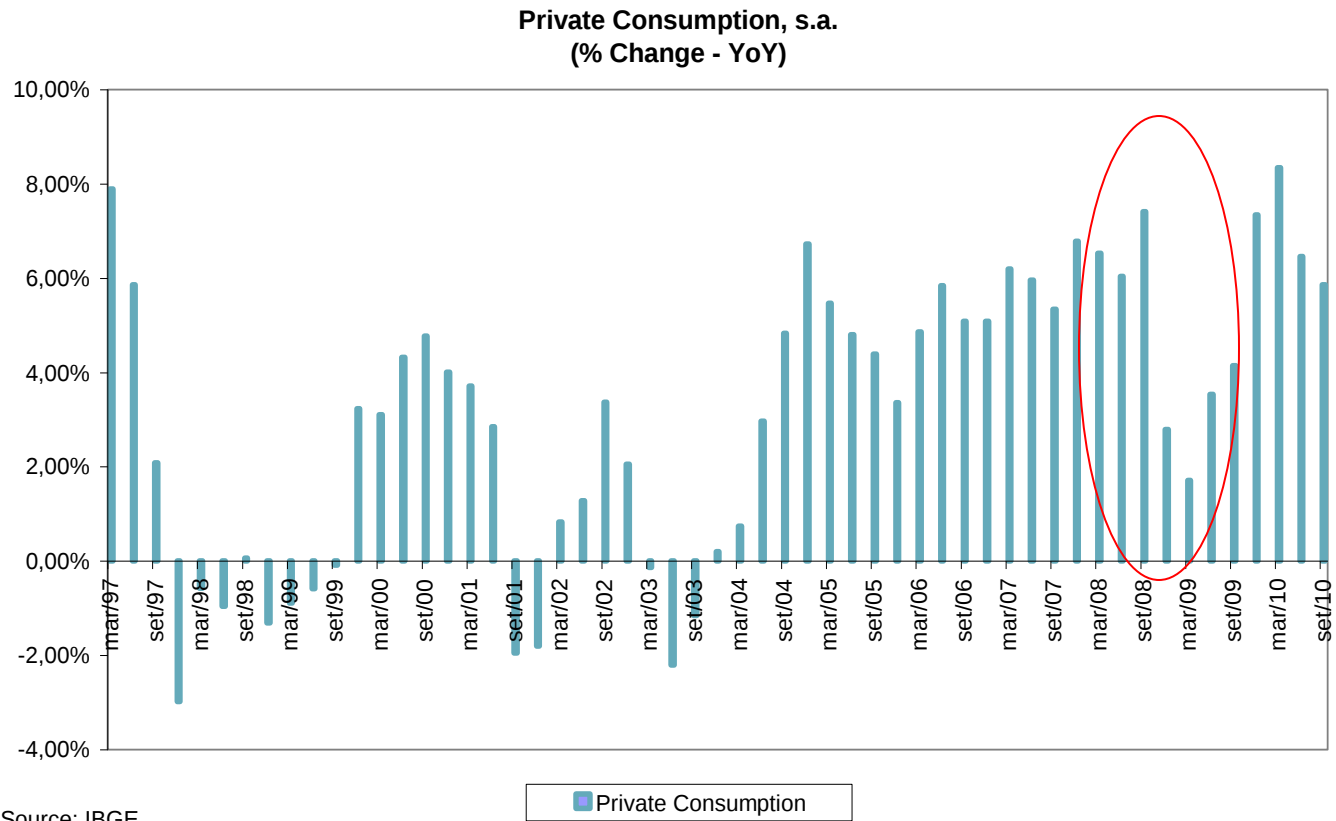
- Para impedir que a falta de liquidez interrompesse o funcionamento dos meios de pagamento da economia brasileira, o Banco Central liberou parte dos volumosos depósitos compulsórios do bancos.
- Preocupado com as repercussões sobre os mercados de crédito locais associados à crise global, o governo brasileiro sancionou uma agressiva expansão dos bancos públicos – parte do arsenal “anticíclico”.
- O BC reduziu os juros – foi a primeira vez que a autoridade monetária pôde fazer isso diante de um choque externo.
- O governo adotou certas medidas de expansão fiscal.



Resultados

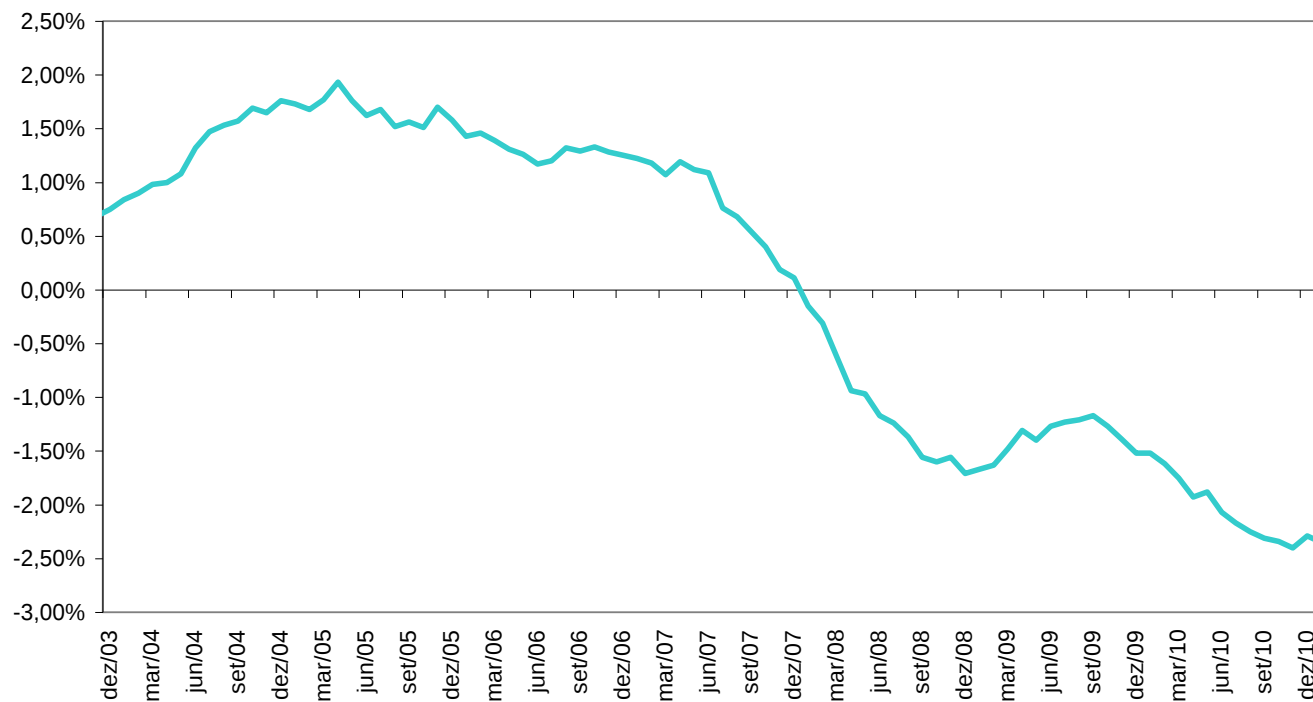
- Os resultados foram imensamente positivos:
 - Ao contrário do que ocorreu em diversas economias, o consumo das famílias não caiu (gráfico).
 - O País sofreu uma leve recessão e esteve entre os primeiros países a emergir da Grande Recessão sincronizada que acometeu o mundo até meados de 2009.
 - O regime de câmbio flutuante absorveu uma parte importante do choque externo e impediu que a crise desestruturasse o balanço de pagamentos, como acontecia no passado.

Consumo das Famílias – Crescimento



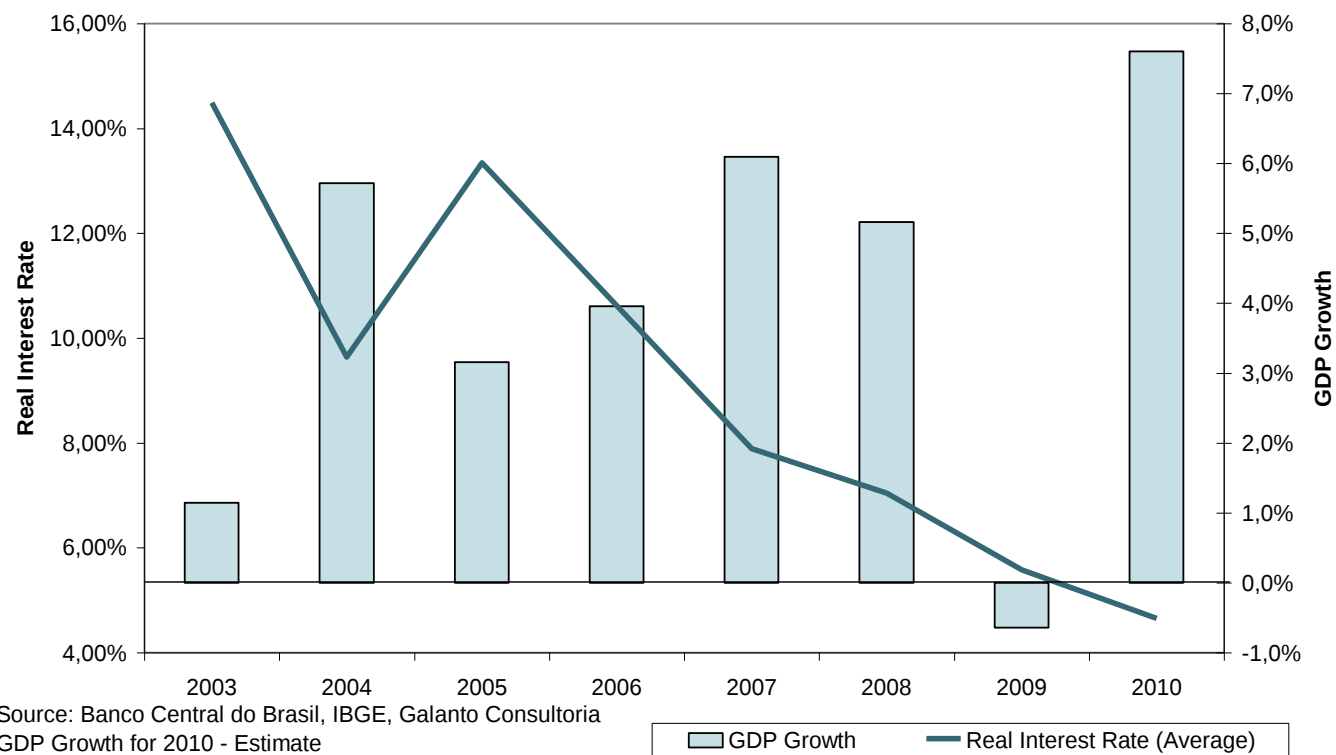
Conta Corrente/PIB

Current Account/GDP
(% change in 12 months)



Crescimento e Juros Reais

GDP Growth and Real Interest Rate



A Tentação...

- O governo brasileiro “tomou gosto” pelo expansionismo, sobretudo porque passada a fase aguda da crise, veio o calendário eleitoral...
- As políticas que já não eram mais “anticíclicas” não foram abortadas ou revertidas, mas sim turbinadas:
 - O gasto público cresceu de forma exagerada no fim de 2010;
 - O crédito público continuou a se expandir em ritmo extraordinário;
 - A economia brasileira registrou o melhor desempenho em décadas, crescendo 7,5% em 2010 com uma inflação razoavelmente “controlada” – ajudada pelo cenário externo desinflacionário.
 - Emprego e massa salarial real em alta.

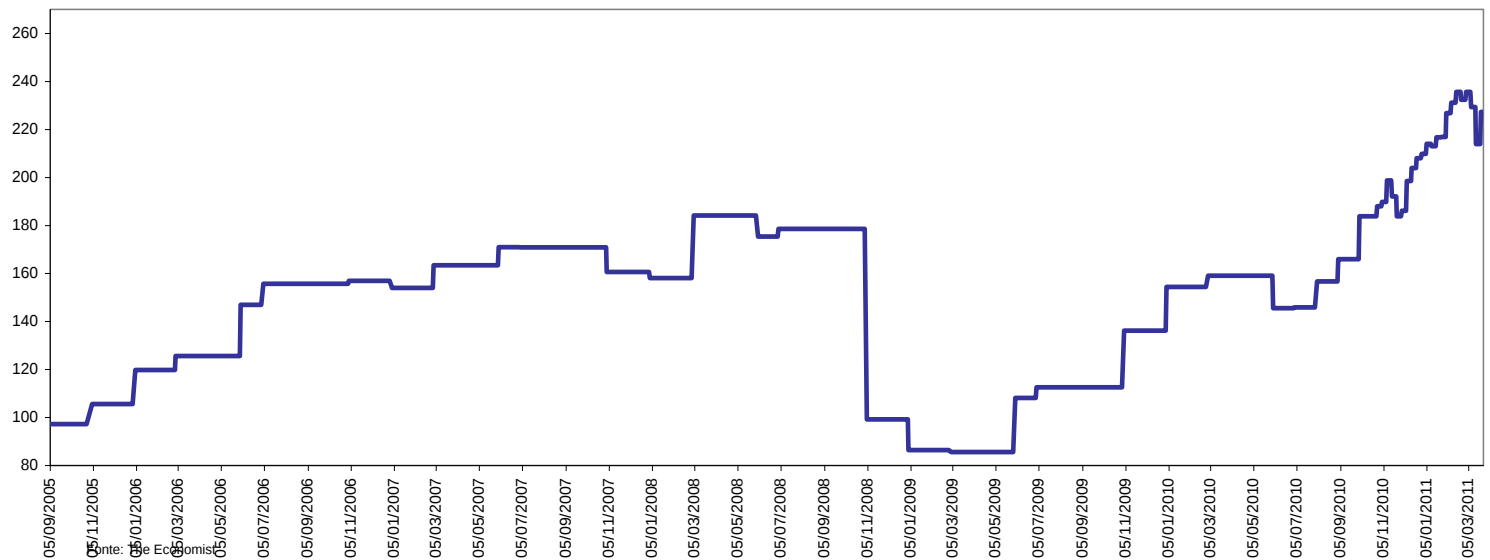


A dívida dos termos de troca

- Diante do inequívoco sobreaquecimento da demanda, o resultado da conta corrente só não foi pior devido ao desempenho das *commodities* (gráfico).
- O Brasil, como grande produtor de alimentos e de matérias-primas industriais, beneficiou-se enormemente da expansão das economias asiáticas, sobretudo da China – crescimento intensivo nessas *commodities* devido às transformações do país (urbanização, desenvolvimento).
- O resultado: termos de troca jamais vistos na história recente...(gráfico).

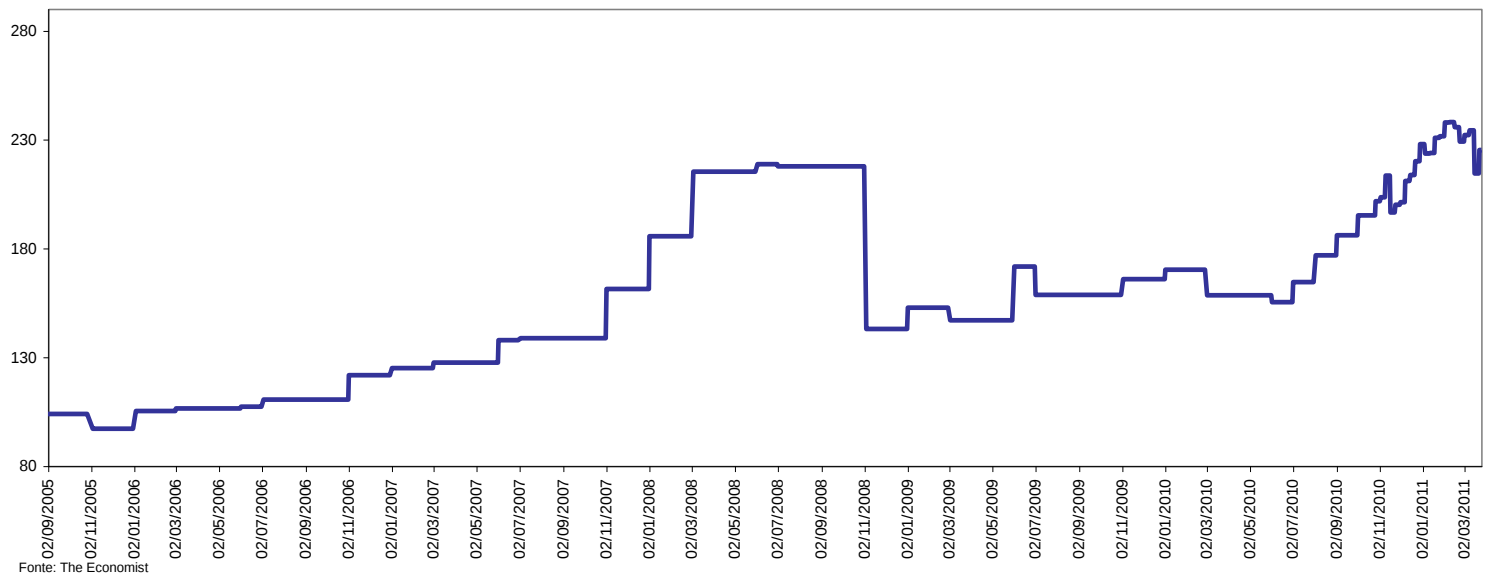
Índice The Economist: *Commodities* Industriais (2000=100)

Dados de 01/01/05 a 25/03/10

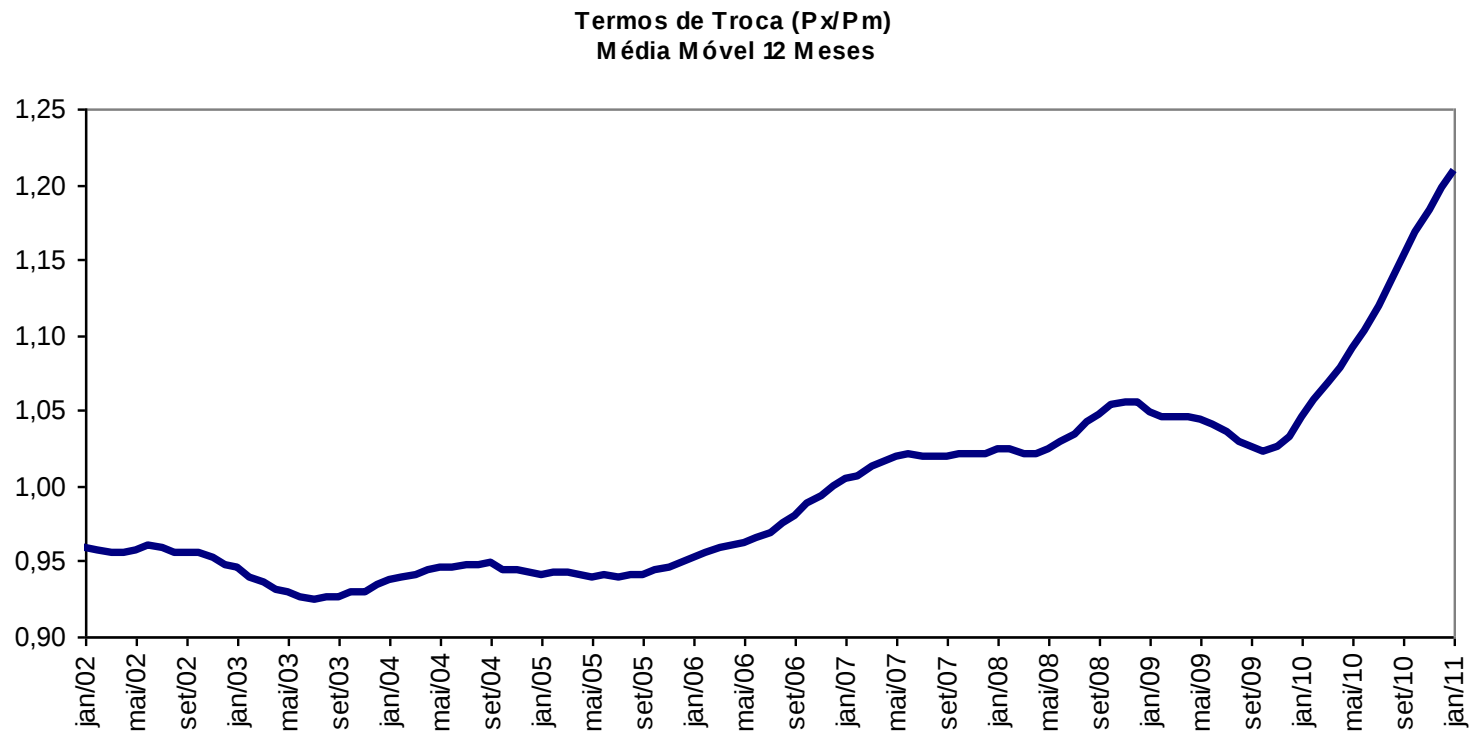


Índice The Economist: *Commodities* Alimentação (2000=100)

Dados de 01/01/05 a 25/03/10



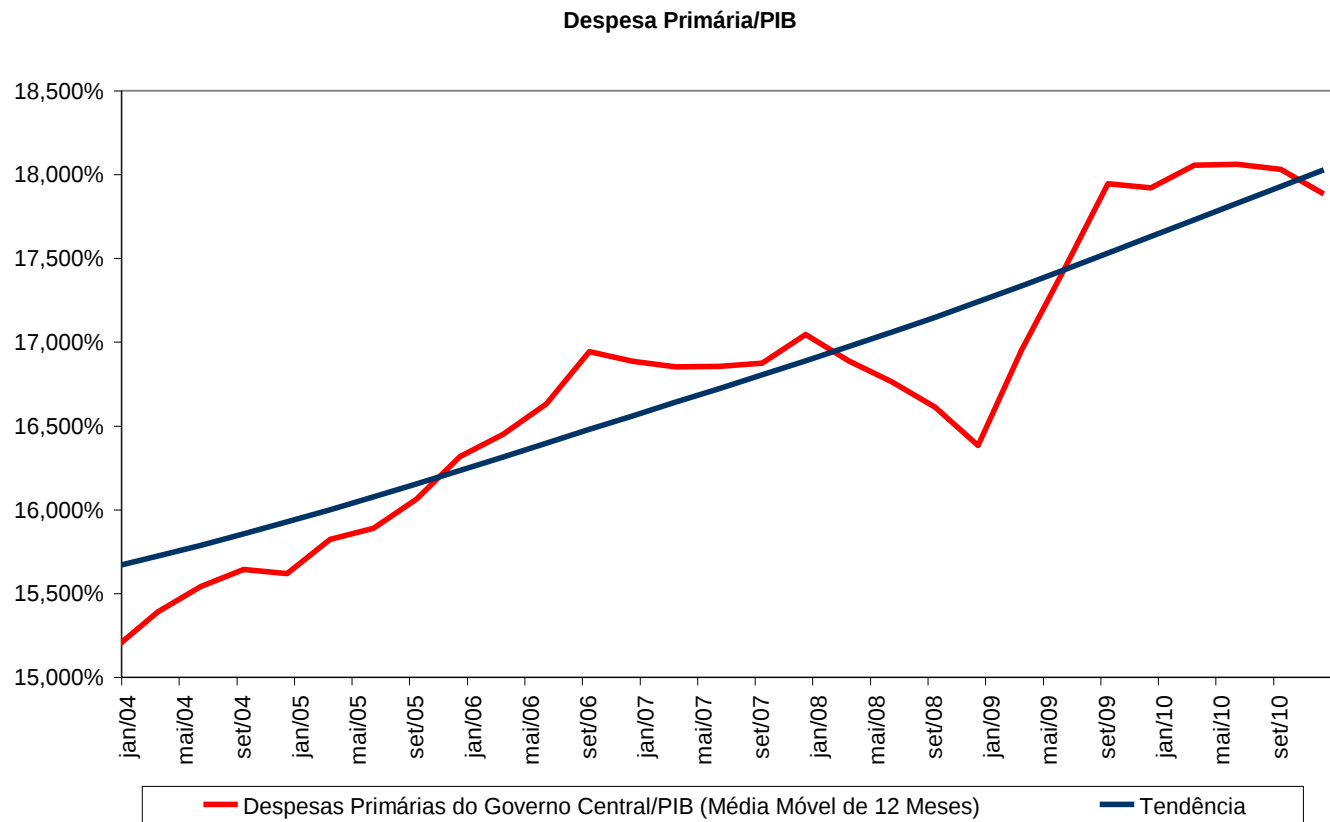
Termos de Troca



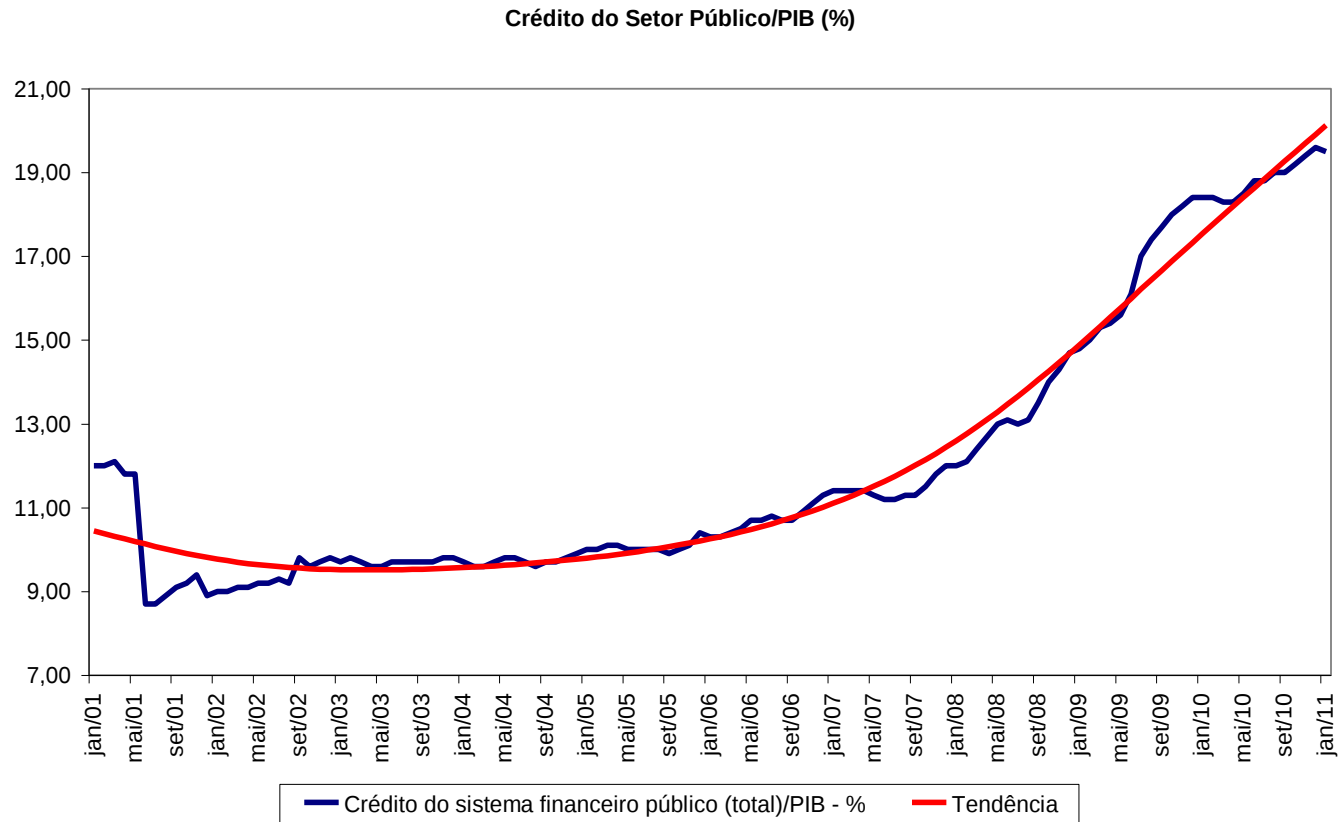
Os Desequilíbrios Brasileiros

- Economia sobreaquecida: taxa de desemprego abaixo do nível natural, PIB acima do potencial – demanda e oferta descompassadas.
- Demanda impulsionada pelo aumento dos gastos e do crédito público.
- Além disso, contexto global complexo:
 - Commodities em alta devido ao forte crescimento dos países emergentes, tragédia do Japão, problemas do Oriente Médio;
 - O mundo já não é mais desinflacionário como em 2010 – EUA dando sinais de recuperação mais “sólidos”;
 - Políticas monetárias extremamente frouxas nas economias avançadas – fluxo abundante de recursos para o Brasil e outros emergentes
- Câmbio valorizado e déficit externo crescente.
- A volta da inflação e o descolamento das expectativas...

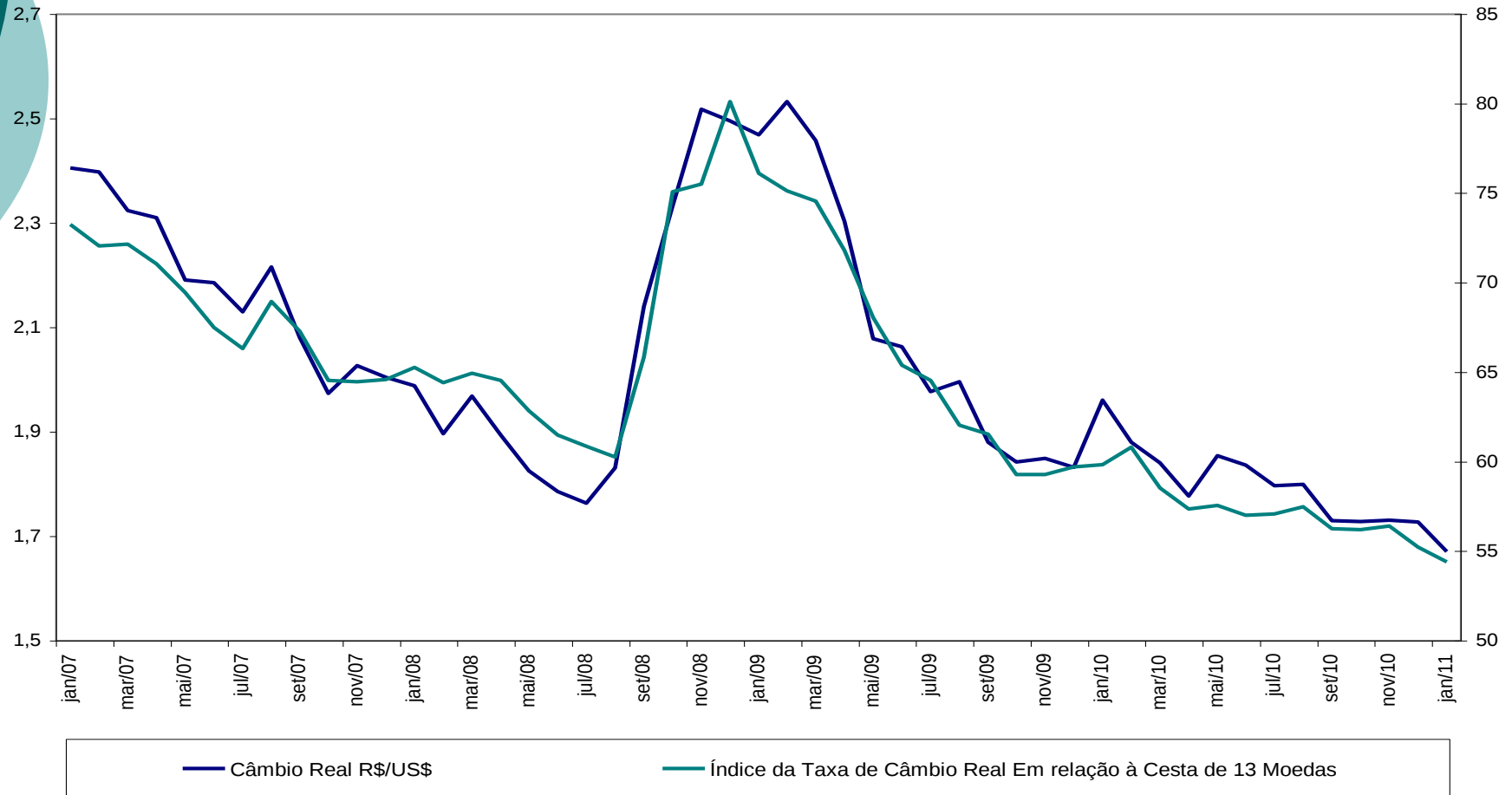
Brasil: Gasto/PIB



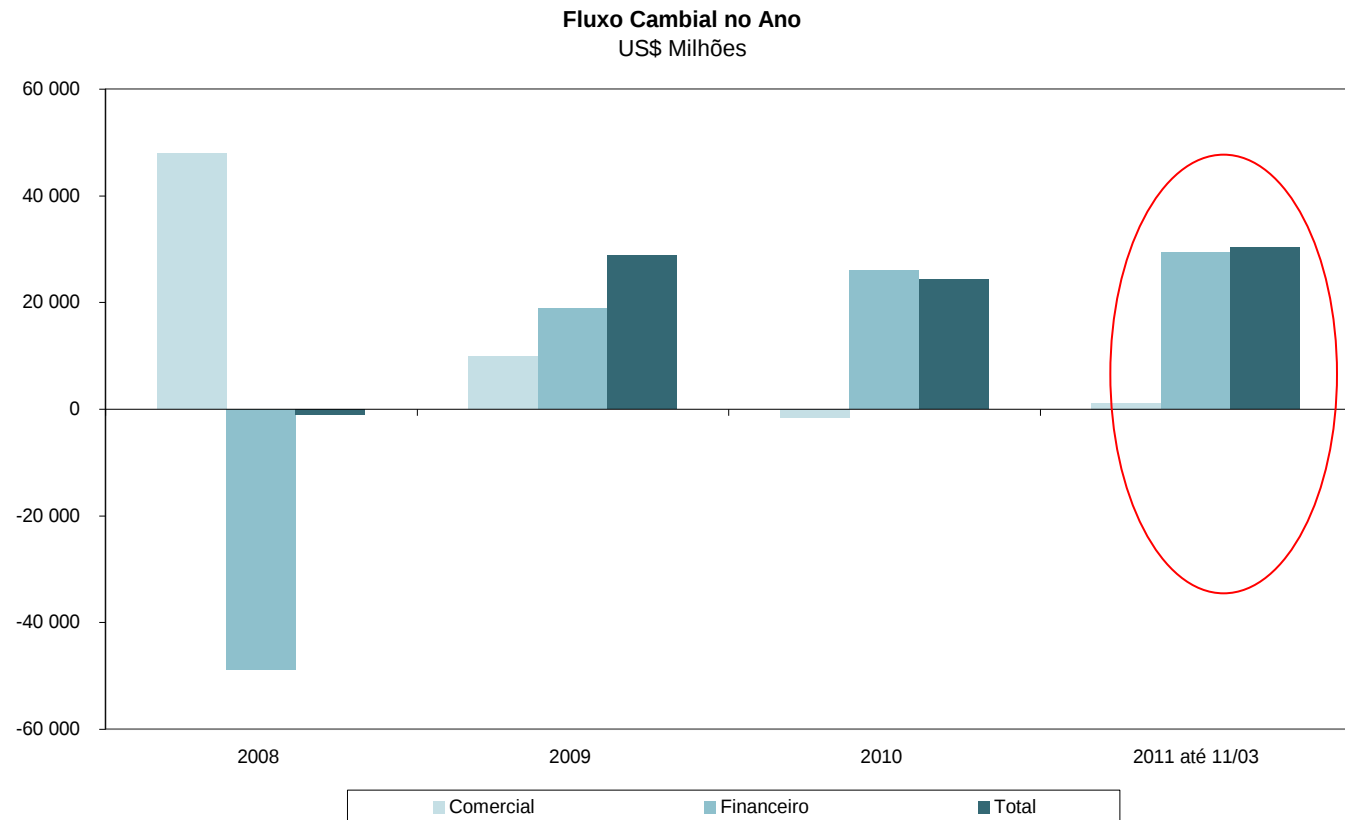
Brasil: Crédito Público/PIB



Brasil – Câmbio Real

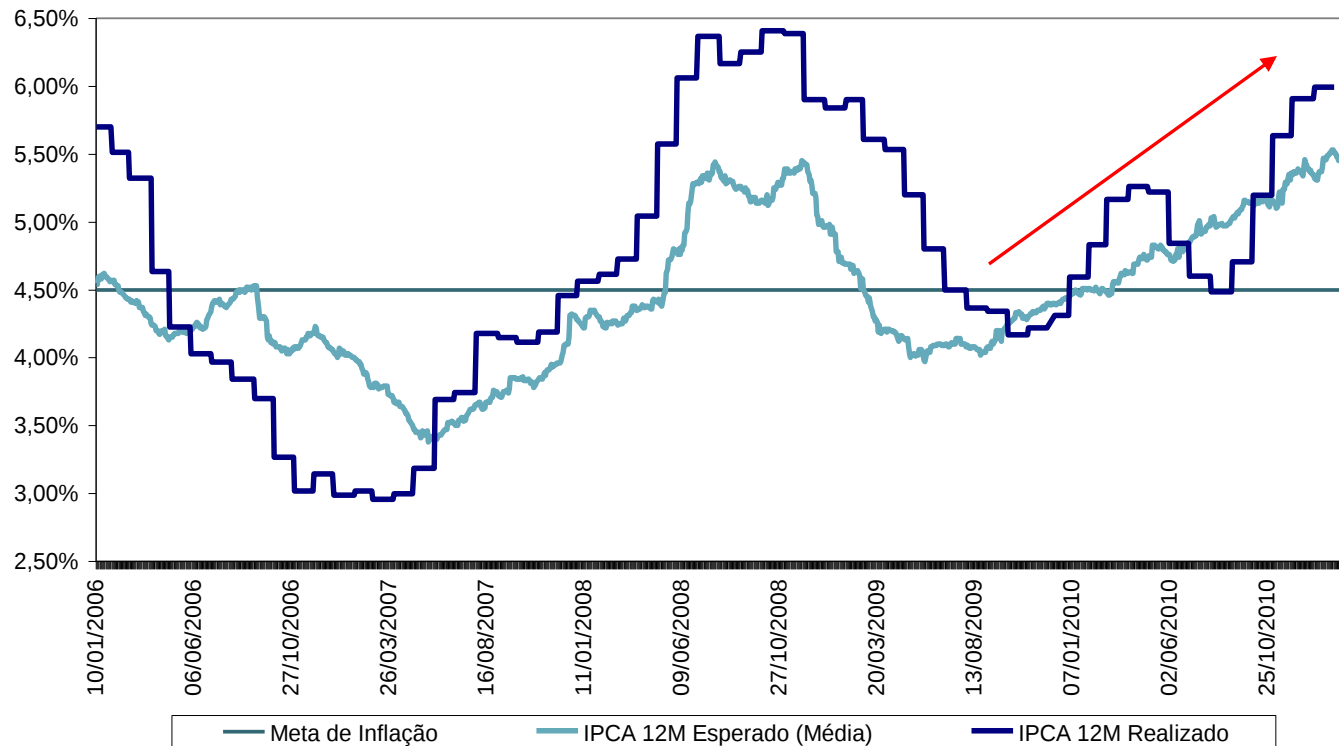


Brasil – Fluxo Cambial (US\$)



O Descolamento das Expectativas

Meta e Expectativa para o IPCA 12 Meses à frente e IPCA Realizado





O que deveria ser feito?

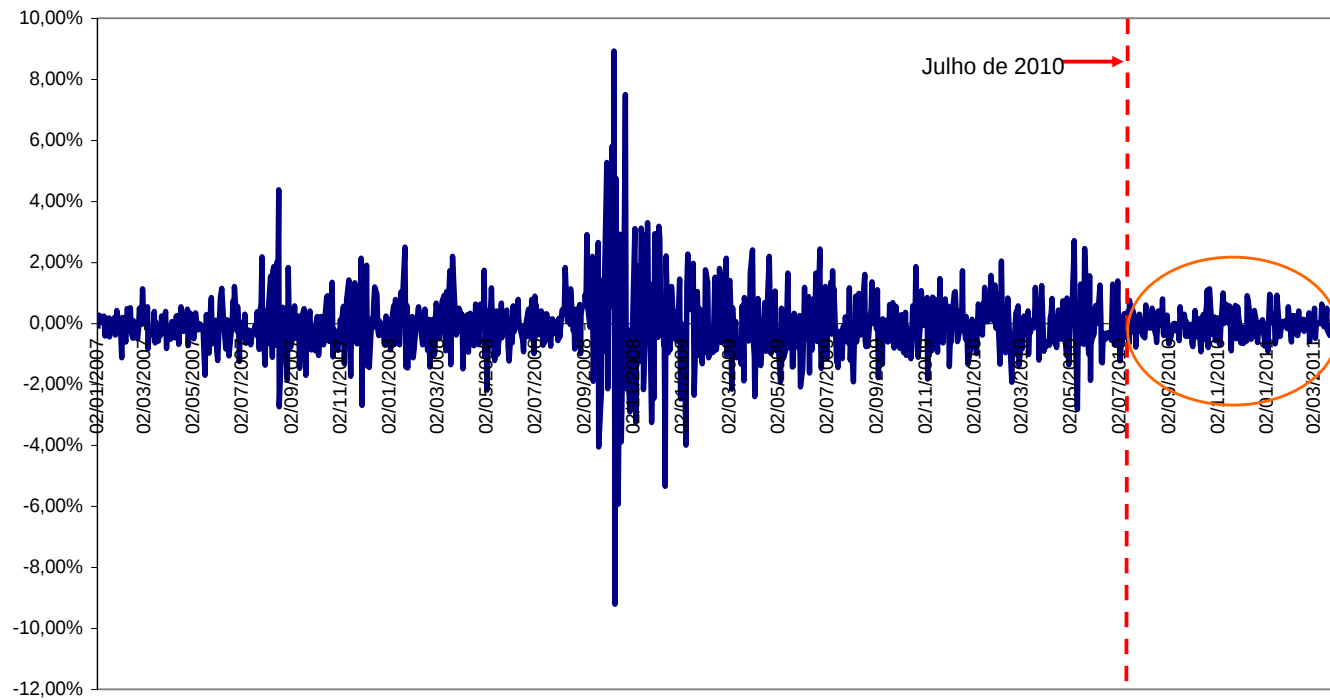
- Ajuste fiscal – governo anunciou corte orçamentário de R\$ 50 bilhões – é suficiente?
- Ajuste no crédito, sobretudo na expansão do crédito público;
- Elevação dos juros – aperto monetário foi iniciado em janeiro. Suficiente?
- Câmbio: intervenção apenas para suavizar oscilações muito bruscas. O regime é flutuante! Ou não?

O que o Governo está realmente fazendo?

- Aperto monetário: BC elevou a Selic em 100 bps para 11,75%, mas já deu sinais de que pretende parar em breve. Por que?
 - Entrada de capitais e pressão sobre o câmbio – diferencial de juros brasileiro exacerba essas pressões;
 - BC lançando mão de instrumentos alternativos – as chamadas medidas “macroprudenciais”. O que são? Qualquer ação de intervenção direta nos mercados que possa ser justificada como redutora do risco sistêmico – i.e. Promotora de maior estabilidade financeira. Oportunismo em cima do debate regulatório internacional.
 - Não há comprovação de que essas medidas sejam eficazes para combater a inflação. No entanto, não é o único a usá-las com esse propósito.
- Temores de que a valorização do câmbio prejudique a indústria – o regime cambial mudou?

De Volta ao Câmbio Fixo?

Variação Diária da Taxa de Câmbio Nominal
(R\$/USD)





As Escolhas do Governo Brasileiro

- A entrevista recente da Presidente Dilma para o Valor foi elucidativa. Por ora, o governo brasileiro escolheu um caminho que preza o crescimento em detrimento da inflação, apesar do “discurso duro”.
- Dilma encarna a ideia de que o investimento (com recursos públicos) aumenta a capacidade de oferta, o que por sua vez ajuda no combate inflacionário. Segundo a Presidente, é falsa a noção de que o crescimento precisa ser reduzido para baixar a inflação, que tem suas origens em problemas externos.
- A “visão” perpetua os desequilíbrios: gastos crescentes, mesmo que em ritmo mais moderado, BNDES como provedor do financiamento “produtivo”. Alocação ineficiente, no entanto, é igual a uma menor capacidade de oferta futura.
- Oportunismo: modelo anos 70 encaixa-se bem na perda de popularidade global da ortodoxia.

O Brasil na Comparação Internacional

Grupo	País	Inflação corrente/meta (centro e tolerância)	Inflação 2011 (Bloomberg)/meta (centro)
Desenvolvidos	Israel	Acima da banda*	Acima da banda*
	R. Checa	Abaixo do centro	Acima do centro
	Austrália	Dentro da banda*	Acima da banda*
	Canadá	Acima do centro	Acima do centro
	Coréia	Acima da tolerância	Acima do centro
	Noruega	Abaixo da meta**	Abaixo da meta**
	N. Zelândia	Acima da banda*	Acima da banda*
	Suécia	Abaixo do centro	Acima do centro
	Suica	Dentro da banda*	Dentro da banda*
	Reino Unido	Acima da tolerância	Acima da tolerância

* Não possuem meta central

** Não possuem intervalo de tolerância

O Brasil na Comparação Internacional

Metas de Inflação: Emergentes

Grupo	País	Inflação corrente/meta (centro e tolerância)	Inflação 2011 (Bloomberg)/meta (centro)
Emergentes	Brasil	Acima do centro	Acima do centro
	Chile	Abaixo do centro	Acima da tolerância
	Colômbia	Acima do centro	Acima do centro
	México	Acima da meta**	Acima da meta**
	Peru	Acima do centro	Acima do centro
	Á. do Sul	Dentro da banda*	Dentro da banda*
	Filipinas	Acima do centro	Acima do centro
	Hungria	Acima da meta**	Acima da meta**
	Polônia	Acima da tolerância	Acima do centro
	Tailândia	Dentro da banda*	Acima da banda*
	Turquia	Acima do centro	Acima da tolerância
* Não possuem meta central			
** Não possuem intervalo de tolerância			

Fonte: Bloomberg

Em resumo...

- Câmbio aparentemente “fixo”...
- Sensação de que não há um real compromisso com as contas fiscais;
- Crédito público como âncora do investimento e do crescimento;
- Um BC que não tem mais a inflação apenas como meta (Relatório de Inflação);
- Um diagnóstico equivocado sobre os preços internacionais das matérias-primas;
- A volta da indexação – regras de fixação para o salário mínimo e para o imposto de renda.

E...?

- Estamos pagando o custo de ter tentado reformar o Brasil com taxas de juros muito altas? Isto é, a mudança de regime reflete uma fadiga da sociedade com o lento e árduo processo de redução dos juros?
- Ou é apenas uma “experimentação” do governo diante do aval global para a adoção da heterodoxia?
- Da resposta depende o grau de desorganização que iremos enfrentar...