

Política econômica

Setor externo da economia brasileira: mudança de rumos?*

André Luís Forti Scherer**

Economista, Técnico do NEPE-FEE e Professor do
Departamento de Economia da FACE-PUCRS

A economia brasileira tem apresentado alguns desenvolvimentos surpreendentes e, até mesmo, inéditos a partir de meados da corrente década. A aceleração do crescimento — embora este ainda se apresente moderado em termos absolutos —, concomitantemente ao controle da inflação, conforma uma situação nova nos últimos 30 anos. Quando se acrescenta a existência de superávits continuados e, há até bem pouco tempo, crescentes em transações correntes, essa conjuntura virtuosa torna-se inédita na história econômica do País. E mais, grande parte do ajuste citado deu-se com apreciação cambial, ou seja, sem que se possa falar em melhorias “artificiais” nas relações entre os preços internos e os externos.

No ano de 2007, os três fatores anteriormente apontados tomaram direções contraditórias. Enquanto o crescimento do produto, até então o elo mais fraco da cadeia, se mostrou mais acelerado, a inflação e o equilíbrio da conta de transações correntes do balanço de pagamentos apresentaram desempenho inferior àquele obtido em 2006. Também em meados do ano, tornou-se evidente a eclosão de uma crise econômico-financeira na principal economia capitalista, os Estados Unidos, com potencial de duração prolongada e profundidade ainda desconhecida, o que turva um cenário externo que se apresentou tranqüilo nos últimos cinco anos.

Este artigo busca entender até que ponto a inflexão nas contas correntes brasileiras, esboçada no segundo semestre de 2007, pode vir a se constituir em mudança e tendência a partir de 2008. Caso isso ocorra, estará ameaçada a sustentação de um ritmo de crescimento

econômico mais elevado, como tantas vezes ocorreu no passado. Para tanto, em um primeiro momento, analisam-se as forças que permitiram o ajustamento externo brasileiro a partir de 1999/2000, para, posteriormente, passar-se às mudanças observadas em 2007. Busca-se, assim, identificar até que ponto as mudanças já observadas tendem a se aprofundar nos próximos anos. Por último, analisam-se o cenário da economia mundial para o ano de 2008 e as possibilidades de a crise financeira, ao se generalizar, solapar alguns dos fundamentos do ajuste externo brasileiro.

1 O ajuste externo brasileiro, a taxa de câmbio e o ambiente econômico internacional

O ajuste externo, que proporcionou elevados saldos comerciais e, por extensão, a reversão do crônico déficit em transações correntes que afetou historicamente a economia brasileira, decorreu de três fatores principais — a mudança do regime cambial, o crescimento econômico e o cenário econômico internacional — e pode ser dividido em duas etapas.

Em um primeiro momento, houve a estabilização do déficit em transações correntes e a reversão dos déficits comerciais no período que vai de 1999 até 2002. Esse primeiro sinal de melhoria em uma relação que se encontrava bastante deteriorada pela apreciação cambial e pelo elevado endividamento no período 1994-98 pode ser atribuído principalmente à mudança do regime cambial em 1999 e à fraqueza da demanda interna. Esses dois fatores direcionaram os reduzidos investimentos

* Artigo recebido em 14 jan. 2008.

** E-mail: scherer@fee.tche.br

O autor agradece ao colega Pedro Fernandes Cunha de Almeida os estudos iniciais que possibilitaram a realização deste trabalho, eximindo-o de eventuais erros nele contidos.

realizados no período para o setor exportador, com a dinamização da agroindústria, bem como balizaram os esforços das empresas já instaladas na busca de uma maior participação no mercado externo. Tratou-se de um momento de ajuste externo “clássico”, onde a mudança nos preços relativos internos e externos trazidos pela desvalorização cambial e a forte condução da política monetária — no Brasil, poder-se-ia dizer fortíssima — direcionaram os investimentos e os esforços das empresas para o mercado externo, ao mesmo tempo em que as importações foram contidas pela baixa demanda e pelo pequeno volume dos investimentos. No que concerne aos fluxos de capitais, o período é marcado pela redução da entrada de capitais de *portfolio*, parcialmente compensado até o ano 2000 pela intensificação das privatizações (investimentos diretos). O subproduto é o pequeno crescimento econômico, o que, de fato, se verificou no período em análise, sem que o avanço nas contas externas tenha impedido a eclosão de nova crise cambial em 2002.

Nesse período, observa-se uma melhora progressiva nos indicadores de vulnerabilidade externa, sem, contudo, permitir, ainda, vislumbrar a possibilidade de afastamento completo da possibilidade de crise cambial, ou seja, essa melhora é tímida e apresenta limites para sua continuidade. O reduzido crescimento que caracteriza essa etapa do ajuste não permite falar em estabilidade econômica, embora fique evidente o impacto desse fraco desempenho para a melhora das contas externas até então obtida.

Um segundo momento, bastante distinto, iniciou-se em 2003 e perdura até 2007. Nesse período, o ambiente econômico internacional modificou-se de forma peculiar, com uma mudança nos termos de intercâmbio favorável aos países exportadores de produtos básicos. Essa modificação é decorrente, principalmente, do maior crescimento econômico mundial, tendo como elementos dinamizadores a dupla EUA-China. Ao mesmo tempo, o mercado financeiro apresentou-se em momento de excepcional liquidez e reduzidas taxas de juros, com abundância de crédito, inclusive para países que apresentavam anteriormente maior risco, dada a escassez de oportunidades lucrativas apresentadas aos gestores de fundos dos países desenvolvidos. Isso propiciou à economia brasileira a chance de, mesmo com apreciação cambial expressiva, consolidar um crescente saldo em transações correntes e reduzir significativamente os indicadores de vulnerabilidade externa, ao mesmo tempo em que aumentava o ritmo do crescimento

econômico a partir de 2004.¹ Não se pode esquecer que a apreciação cambial foi importante para a redução da taxa de inflação, possibilitando a queda posterior dos juros nominais, concorrendo para o aumento do crédito que caracteriza o atual ciclo de crescimento da economia nacional.

Ou seja, o cenário externo favorável permitiu o aprofundamento do ajuste externo e o acúmulo de reservas mesmo em um contexto de grande valorização cambial e de aceleração do crescimento econômico, com o setor externo deixando de ser um empecilho para a elevação do consumo interno e do investimento, o que caracterizaria uma economia bem mais “estável” do ponto de vista de suas relações macroeconômicas.

A evolução do comportamento de duas das variáveis centrais — a taxa de câmbio e a balança comercial — para a compreensão da análise proposta, em linhas gerais, anteriormente, pode ser observada no Gráfico 1. Fica claro que, a partir de meados de 2002, o comportamento do saldo comercial, que antes respondia em sua tendência aos estímulos advindos da variação cambial (aqui medida em sua taxa efetiva, que agrega a ponderação da variação cambial dos 15 principais países importadores de produtos brasileiros, deflacionada pelo Índice de Preços no Atacado), passa a evoluir de modo contraditório ao comportamento do câmbio, em especial no triênio 2004-06. O ajuste externo pôde, assim, consolidar-se com a redução dos indicadores de vulnerabilidade externa nesse período. Também é possível notar que a convergência entre essas variáveis começa a se restabelecer em meados de 2007, o que será analisado posteriormente.

É necessário reconhecer a existência de defasagens temporais entre as variações do câmbio e o comportamento do comércio internacional. Entretanto o período de tempo decorrido evidencia que a desvalorização causada pela crise de 2002, embora possa ter influenciado o desempenho em 2003, não é responsável pela evolução extremamente favorável do

¹ O ano de 2005 merece um tratamento peculiar, pois o fraco desempenho da economia brasileira pode ser inteiramente atribuído ao injustificado aumento das taxas de juros promovido em 2004, o qual apreciou significativamente o câmbio e abortou o incipiente crescimento nos investimentos que então se esboçava. É importante ressaltar que esse aumento se deu em momento excepcional para a economia mundial, sem ameaça de crise externa, o que o torna ainda mais injustificável.

saldo comercial após 2004, em um contexto de valorização cambial. O Gráfico 2 mostra que o PIB mundial passou por uma evolução favorável após 2003 e que esse desempenho foi particularmente influenciado pelo crescimento dos países em desenvolvimento.

O bom desempenho da economia mundial dá-se em um ambiente caracterizado pela tranqüilidade financeira, tendo como eixo dinâmico as relações entre as economias dos EUA e da China. Essa relação é caracterizada pelo aprofundamento dos chamados “desequilíbrios globais”, onde a economia norte-americana possui elevadíssimos déficits em transações correntes, os quais correspondem ao aumento das reservas oficiais dos principais países exportadores, com destaque para a China. Ao manterem essas reservas denominadas em dólar, os governos desses países desempenham papel essencial para a continuidade do financiamento de tais déficits, sem gerar tensões maiores, que poderiam comprometer a evolução da economia norte-americana e a continuidade do ciclo expansivo.

Essas relações e suas conseqüências são bastante complexas para serem exploradas neste artigo, cabendo salientar que, nesse jogo, a economia chinesa desempenha um papel de primeira ordem de importância. O dinamismo da economia mundial, dos países em desenvolvimento em especial, passa pelo aumento da necessidade de importações de parte da economia chinesa. Essa evolução pode ser vista no Gráfico 3.

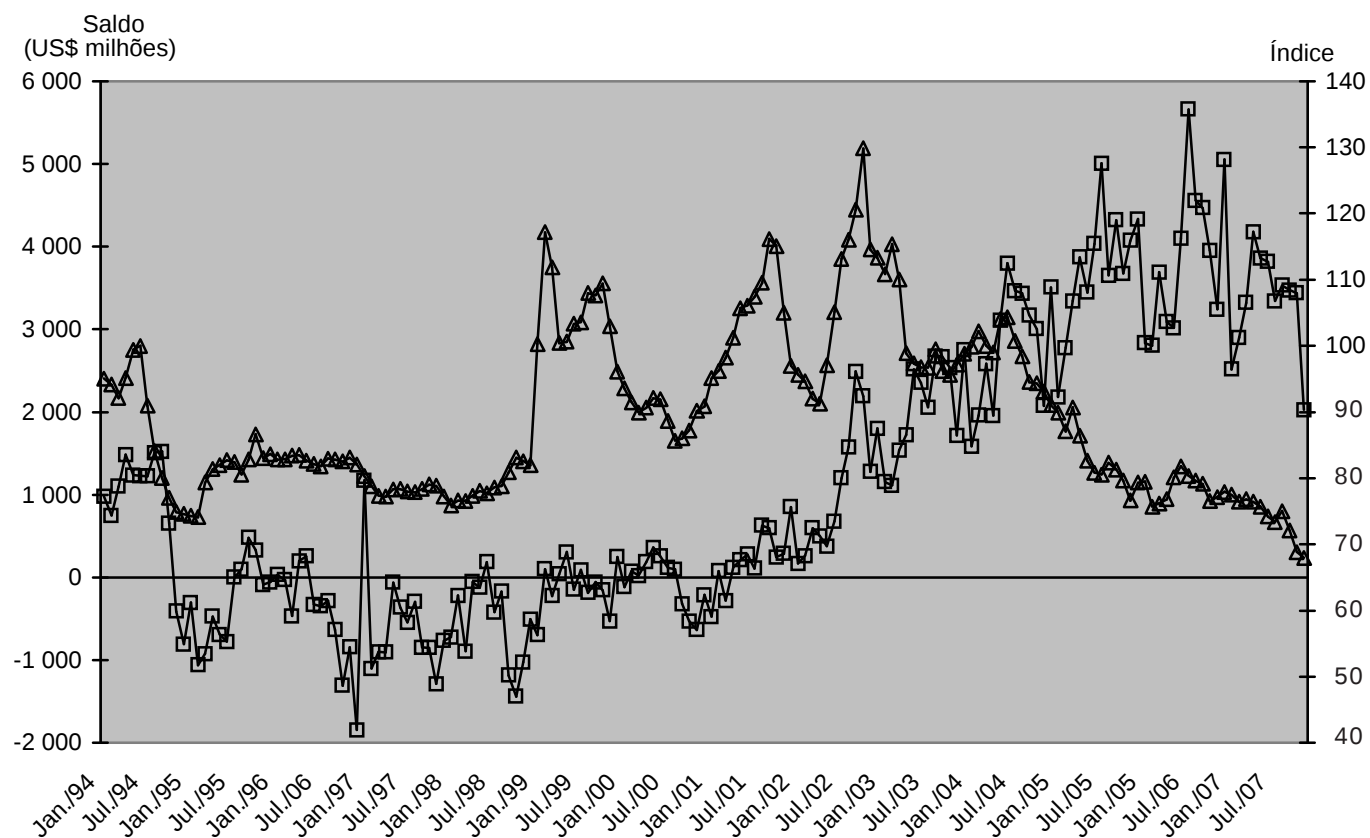
Decorrente da própria expansão econômica (crescimento médio superior a 10% ao ano ao longo dos últimos 20 anos, sem dar sinais de arrefecimento até o momento), bem como das mudanças institucionais ocorridas a partir dos compromissos assumidos nos acordos que garantiram a entrada do País na Organização Mundial do Comércio (OMC), as importações chinesas, em especial de alimentos e de matérias-primas de origem natural, têm modificado os termos de intercâmbio mundiais em direção não tradicional, ou seja, com uma elevação dos preços das *commodities vis-à-vis* aos preços dos produtos manufaturados. A Tabela 1 mostra que, entre 2002 e 2006, o preço dos produtos básicos variou 88,8%, com destaque para os preços dos minerais e dos metais, que chegou a 219,9%. Enquanto isso, no mesmo período, o preço internacional das manufaturas cresceu apenas 25,3%, consolidando o adágio de que, no século XXI, os produtos que a China exporta têm seus preços estáveis ou cadentes, enquanto os produtos que o País importa têm seus preços fortemente aumentados. Também é interessante notar que o ano de 2006 apresentou um forte crescimento dos preços das

commodities, indicando que, mantido o cenário externo, o ciclo de elevação pode estar ainda longe do esgotamento. Isso, de certo modo, vem sendo corroborado pelos constantes aumentos na cotação do petróleo, que, no início de 2008, atingiu, pela primeira vez, a marca de US\$ 100,00 o barril, com apostas realizadas no mercado futuro de que o produto poderá dobrar esse valor ao longo do ano.²

² Um indicador de como essa realidade influencia a balança comercial brasileira pode ser visto no fato de que, até novembro de 2007, os preços dos produtos exportados cresceram 9,8%, enquanto as quantidades exportadas se elevaram 6,5% ao longo do ano. Já para as importações, a situação é oposta, com os preços aumentando 5,8%; e as quantidades, 23,3% (B. Com. Ext., 2007).

Gráfico 1

Saldo da balança comercial e taxa de câmbio efetiva real do Brasil — jan./94-nov./07

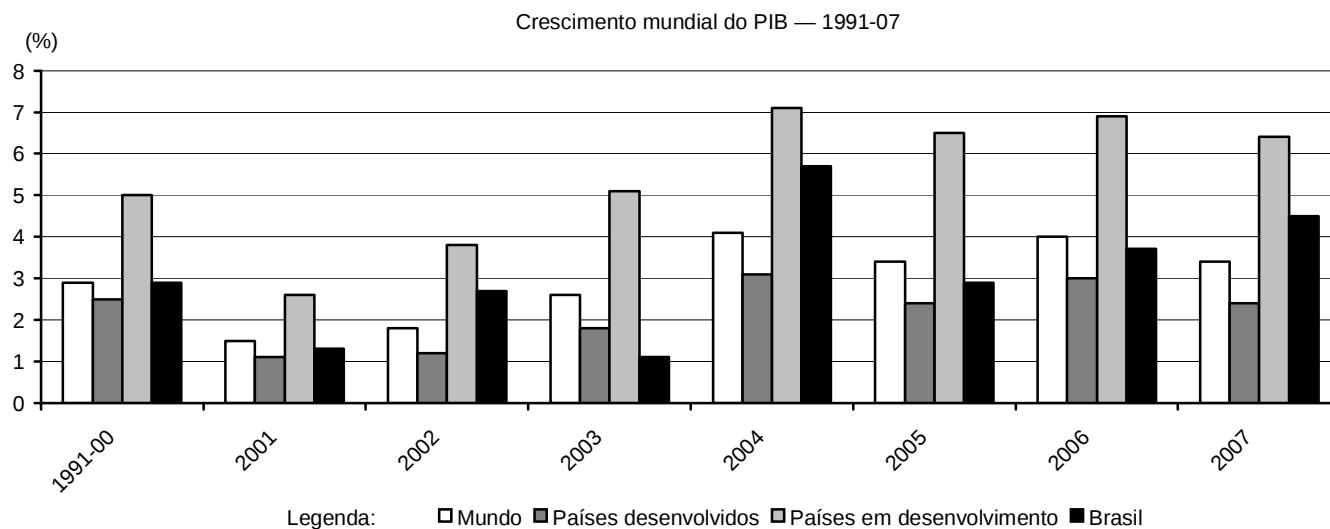


Legenda: —□— Saldo da balança comercial —▲— Taxa de câmbio efetiva real (IPA-DI)

FONTE: Bacen.

NOTA: A taxa de câmbio efetiva real é medida no eixo à direita e tem por base jun./94 = 100, utilizando-se como deflator o Índice de Preços no Atacado-Disponibilidade Interna (IPA-DI).

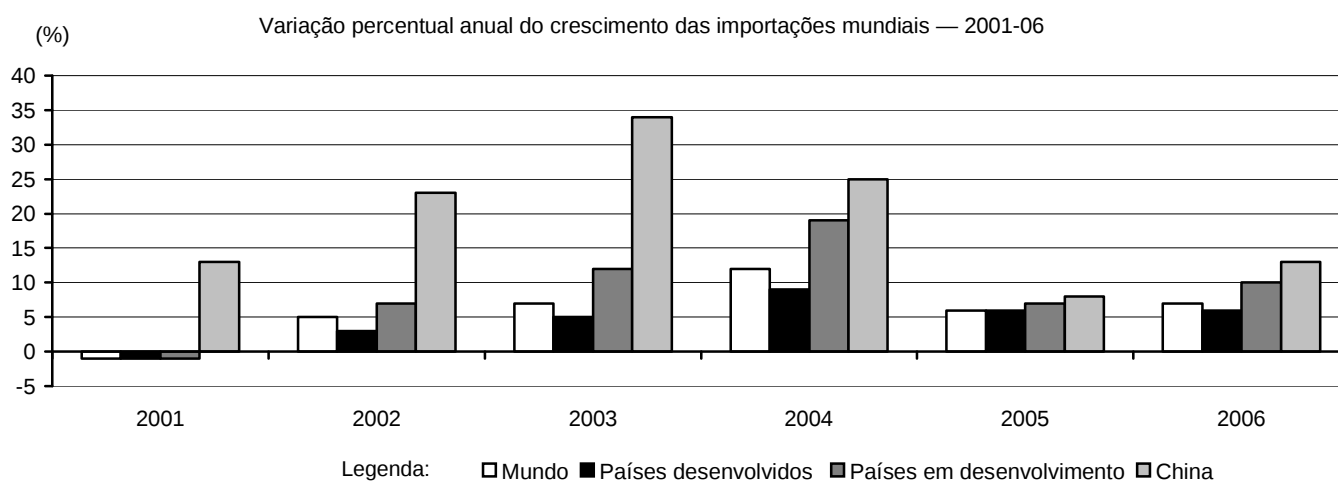
Gráfico 2



FONTE: UNCTAD.

NOTA: Os dados de 2007 são estimativas.

Gráfico 3



FONTE: UNCTAD.

Tabela 1

Variação do preço das *commodities* no mundo — 2001-06

	(% a.a.)						
GRUPO DE <i>COMMODITIES</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2002-06
Total	-3,6	0,8	8,1	19,4	12,2	30,4	88,8
Comida e bebida tropicais	0,4	0,4	2,3	13,2	8,8	17,8	48,4
Soja	-7,5	8,6	24,1	16,1	-10,4	-2,2	26,3
Insumos agrícolas	-3,9	-2,4	19,8	9,9	7,2	15,0	62,3
Minerais e metais	-10,8	-2,7	12,4	40,7	26,2	60,3	219,9
Ferro	4,5	-1,1	8,5	17,4	71,5	19,0	160,0
Cobre	-13,0	-1,2	14,1	61,0	28,4	82,7	331,1
Manufaturas (1)	-2,1	0,7	9,2	8,3	2,5	3,3	25,3

FONTE: UNCTAD. **Trade and development report (TDR):** regional cooperation for development, Genebra, 2007. Disponível em: <www.unctad.org>. Acesso em: 09 jan. 2008.

(1) Dado inserido a título de comparação.

2 O que mudou nas contas externas em 2007?

O ano de 2007 trouxe mudanças, que, se não reverteram ainda os ganhos obtidos anteriormente — as projeções indicam um saldo em transações correntes positivo em 2007, sendo que, até novembro, o acumulado do ano apresentava um superávit de US\$ 4,7 bilhões (0,4% do PIB) —, apontam desde já a possibilidade da volta dos déficits correntes em 2008.³

Essa possibilidade tornou-se clara ao longo de 2007, notadamente no segundo semestre desse ano. Como se pode observar no Gráfico 4, a queda no saldo corrente decorre tanto de um saldo comercial inferior àquele de 2006, uma vez que o avanço das importações tem, sistematicamente, superado o crescimento das exportações, quanto do aumento nos déficits em serviços e rendas. Assim, o superávit comercial acumulado entre janeiro e novembro de 2007 (US\$ 36.404 milhões) apresentou redução de 12,08% frente ao mesmo período de 2006, enquanto o déficit em serviços e rendas (US\$ 35.775 milhões) apresentou expansão de 11,2%. Como

resultado, o superávit em transações correntes acumulado no período caiu 68,77%, quebrando a tendência de acréscimos constantes presente após 2003.

Esse resultado relativamente pior do superávit em transações correntes em 2007 foi compensado por um desempenho excepcional da conta financeira, com entrada líquida de capitais superior aos US\$ 84 bilhões entre janeiro e novembro de 2007. Tanto as entradas líquidas de investimentos diretos quanto as entradas de investimento em carteira apresentaram-se excepcionalmente dinâmicas em 2007, o que permitiu ao País continuar acumulando reservas em ritmo *record* ao longo do ano. Os indicadores de endividamento externo prosseguiram sua trajetória de melhoria acentuada, com as reservas representando 90,2% da dívida total em novembro de 2007 frente a 22,9% em 2003.

Pode-se, assim, notar que a trajetória do ajuste externo não foi interrompida em 2007. No entanto, nota-se claramente que o grau de apreciação cambial, concomitantemente ao avanço da demanda e dos investimentos que caracterizaram 2007, começa a pesar sobre as contas externas, revertendo o saldo em transações correntes.⁴ Essa evolução advém tanto da

³ As projeções quanto à amplitude desse déficit vão desde os US\$ 3,5 bilhões admitidos em dezembro pelo Banco Central até os US\$ 9 bilhões esperados por economistas ligados ao mercado financeiro.

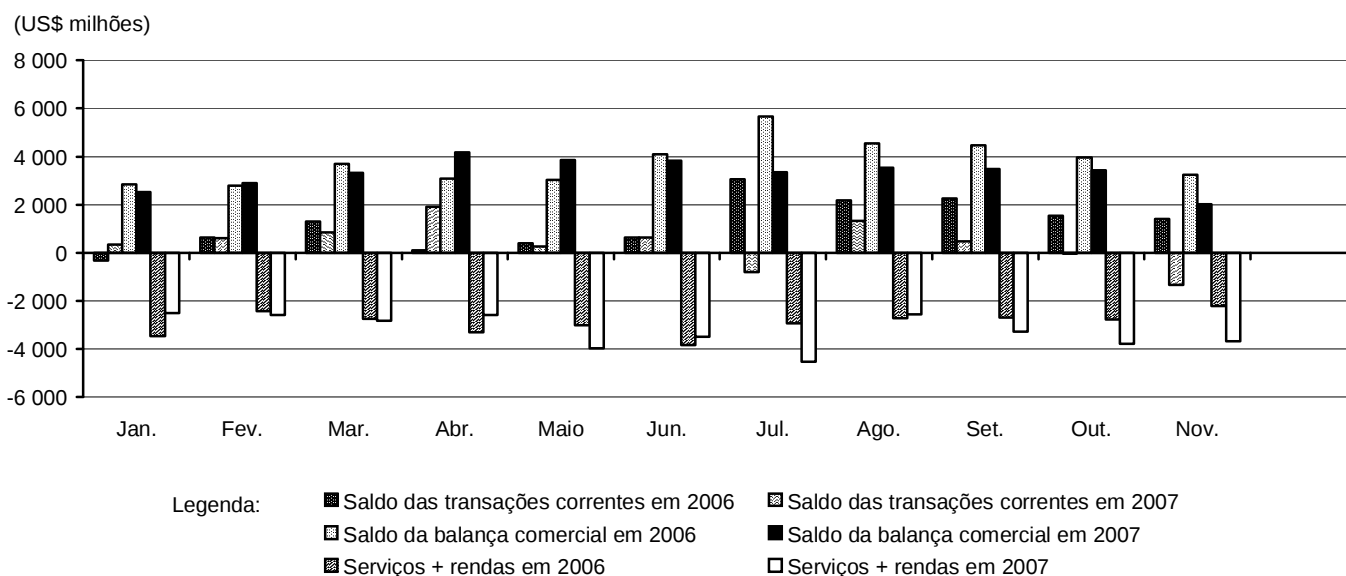
⁴ É importante levar-se em conta que a Funcex salienta que os melhores desempenhos, no ano de 2007, dentre as categorias de produtos de exportação e de importação, foram, respectivamente, os dos produtos básicos e os dos bens de consumo duráveis (B. Com. Ext., 2007).

balança comercial quanto do avanço na remessa de rendas, os dois fatores relacionados ao nível do câmbio e às possibilidades abertas pelo crescimento econômico. No ano de 2007, essa incipiente deterioração, que se acelerou, mês a mês, ao longo do segundo semestre, foi plenamente compensada pelo avanço dos investimentos diretos (impulsionados pelas perspectivas de maior crescimento econômico e pelo avanço das aquisições de empresas com participação dos fundos de *private equity*) e pelos investimentos em carteira (impulsionados pelos juros relativamente elevados frente aos padrões

internacionais, pelo desempenho da bolsa de valores e pela perspectiva de valorização cambial). Sem esse desempenho na conta financeira, o acúmulo de reservas na proporção verificada ao longo de 2007 não seria possível, o que torna as perspectivas para 2008 — dado que a projeção de déficit em transações correntes parece, neste início do ano, um cenário praticamente irreversível — mais dependentes da continuidade do cenário internacional benigno verificado ao longo dos últimos anos. Isso remete a uma análise da crise de crédito que eclodiu nos EUA, ao longo do segundo semestre de 2007.

Gráfico 4

Evolução do saldo em transações correntes do Brasil — jan.-nov./06 e jan.-nov./07



FONTE: Bacen.

3 As mudanças no cenário externo em 2007: a evolução da crise de crédito global e suas repercussões potenciais⁵

A crise que abalou as bolsas norte-americanas em 2000/2001 (notadamente a Bolsa Nasdaq, especializada em empresas voltadas à alta tecnologia) foi superada a partir de grandes reduções nas taxas de juros daquele país, orquestradas pelo então “maestro” Alan Greenspan, *chairman* do Federal Reserve (FED), o Banco Central dos EUA. Isso incitou, de parte das famílias, uma retomada em seu endividamento. Com a confiança nas bolsas de valores abalada pelas recentes perdas, os novos empréstimos direcionaram-se especialmente ao setor imobiliário, o que elevou os preços dos imóveis. Na medida em que esses preços aumentaram, foi possível às famílias refinanceir esses empréstimos e tomar mais recursos, tendo como contrapartida seus imóveis, destinando parte desses recursos ao consumo em geral, o que possibilitou uma nova rodada de crescimento, baseada na elevação da demanda sustentada pela expansão do crédito.

Com o passar do tempo, com os preços dos imóveis em elevação, as exigências para concessão de crédito foram relaxadas, ao mesmo tempo em que se criaram novos “produtos”, com facilidades iniciais de pagamento aos tomadores de empréstimos, que se constituem em verdadeiras “bombas-relógio”, com contratos que contemplam a abrupta possibilidade de elevação nos preços das prestações, passado um prazo de carência inicial (geralmente, entre dois e cinco anos da assinatura do contrato). Esses contratos são revendidos aos bancos, que conformam com eles novos títulos, denominados Asset Backed Securities (ABSs), ou Mortgage Backed Securities (MBSs), para serem novamente revendidos aos fundos e aos bancos de investimento. Os bancos de investimento misturam esses títulos vendidos pelos bancos comerciais a outros ABSs originados da securitização de dívidas de cartões de crédito, do financiamento do mercado automobilístico e do

financiamento de imóveis comerciais (dentre outras possibilidades), criando um novo papel, denominado Collateralized Debt Obligation (CDO).⁶ Os CDOs, por sua vez, foram revendidos aos fundos do mundo todo, com a “benção” das agências de notação, que garantiram a nota de crédito AAA para muitos desses papéis constituídos a partir de papéis de notação inferior. Esses fundos, muitas vezes, tomam novos empréstimos, dando como garantia tais papéis. Pode-se notar que esses aplicadores estão bastante distantes dos compradores dos imóveis que deram origem ao primeiro contrato de hipoteca, o que possibilita comportamentos “agressivos” quanto ao risco de todos os envolvidos nessa cascata de títulos.

Com o declínio no preço dos imóveis a partir de 2006 e o aumento da inadimplência nas hipotecas, todo o ciclo reverte-se. O valor dos títulos emitidos a partir das hipotecas (MBSs e CDOs) cai abruptamente, uma vez que o fluxo de pagamentos gerado por esses empréstimos se torna mais instável. As perdas acumulam-se, e “pipocam” casos de falência de fundos e problemas bancários em várias partes do mundo (Alemanha, Inglaterra, França, Canadá, Nova Zelândia, Austrália, etc.). Fica claro o comportamento irresponsável e ganancioso das agências de notação ao certificar a “segurança” dos títulos emitidos a partir da revenda das hipotecas. Os mercados monetários fecham-se, os juros de curto prazo sobem, e os bancos passam a desconfiar uns dos outros, evitando a concessão de empréstimos entre si.

Para evitar o colapso, resta apenas a intervenção estatal, seja a partir de empréstimos dos bancos centrais, aceitando como garantia os títulos podres a preços superavaliados, seja a partir de fundos “soberanos” pertencentes a países emergentes — Sovereign Wealth Funds (SWFs)⁷ —, criados para garantir uma maior remuneração ao imenso volume de reservas que se constitui a partir da elevação do preço das *commodities* e da ampliação dos déficits comerciais norte-americanos.

Em novembro/dezembro, ocorreu uma nova rodada da crise de crédito, com os bancos tendo que administrar a volta ao seu balanço de CDOs, dantes alocados em Veículos de Propósito Especial — dentre os quais,

⁵ Esta seção se inspira, revisa e atualiza parcialmente Scherer (2007). Para uma explicação mais detalhada quanto ao funcionamento das instituições e dos instrumentos financeiros envolvidos na crise de crédito, ver Capone (2008).

⁶ O processo de securitização não pára por aí, com a criação de CDOs originados em CDOs, os chamados CDOs Square, e uma miríade de outros “produtos financeiros”.

⁷ Os fundos soberanos (SWFs) administram cerca de US\$ 3 trilhões e pertencem, sobretudo, a países exportadores de petróleo (Arábia Saudita, Kuwait, Emirados Árabes Unidos, Noruega, dentre outros) e aos países asiáticos com elevado nível de reservas, como China, Hong Kong e Cingapura.

destacam-se os Structured Investment Vehicles (SIVs) —, constituídos com o objetivo de “exportar” as partes mais arriscadas dos CDOs para entidades paralelas, fora dos balanços dos bancos. Assim, os bancos comerciais criaram SIVs tomando recursos nos mercados de curto e médio prazos — basicamente, através da venda de Asset Backed Commercial Papers (ABCPs) a fundos monetários — a juros mais baixos, investindo-os em CDOs, de prazo mais longo e maior rendimento, colocando em risco mercados monetários essenciais para o dia-a-dia financeiro das empresas produtivas. Ao sentir a possibilidade de *default*, o mercado de ABCPs colapsou, abandonado pelos fundos que demandavam esses títulos, caindo de US\$ 1,2 trilhão para pouco mais de US\$ 700 bilhões entre agosto e dezembro de 2007, obrigando os bancos a desmontarem grande parte dos SIVs e a incorporar o prejuízo em seus balanços, em um processo que se encontra em andamento neste início de 2008. Os mecanismos de funcionamento dos SIVs e seu potencial deletério sobre o balanço dos bancos encontram-se descritos na Figura 1.

O prejuízo causado pelo retorno dos ativos de menor qualidade ao balanço dos bancos justifica a intervenção conjunta dos bancos centrais norte-americano, inglês e europeu a partir de dezembro de 2007, na tentativa de dar a liquidez necessária para a volta à normalidade dos diversos mercados. Mas a confiança está quebrada; a crise imobiliária norte-americana, apenas em seu início; existe uma desconfiança generalizada quanto aos instrumentos que possibilitaram o desenvolvimento do mercado de crédito nos últimos anos e sua regulação, entregue principalmente às agências de *rating*.

Pior, os bancos centrais não conseguem alcançar todos os integrantes do sistema. Com atuação e riscos similares aos bancos em sua essência, criou-se uma miríade de *shadow banks* na forma de fundos *hedge*, de SIVs e de outras entidades que não podem ser socorridas pelos bancos centrais, pois não se encontram sob sua jurisdição regulatória. Ora, não se conhecem as reservas dessas instituições, sabe-se apenas que elas foram constituídas para operar de modo ultra-alavancado, ou seja, com um mínimo de capital em caixa e empréstimos que perfazem um múltiplo desse capital. Isso introduz uma desconfiança generalizada no sistema, pois é impossível saber-se com certeza quais instituições estão envolvidas e em que montantes, tendendo, assim, a haver um congelamento das relações interbancárias.

Isso introduz um elemento de ineficácia insuperável às intervenções dos bancos centrais. Os mais de US\$ 500 bilhões já colocados à disposição dos bancos pelos bancos centrais aliviam, mas não solucionam, o proble-

ma. E cada *writedown* de ativos, nos quais os bancos são forçados a assumir prejuízos crescentes, força-os a “passar o pires” pelo mundo, em busca de novos recursos junto aos SWFs dos países emergentes “superlíquidos”.

O início de 2008 parece marcar a entrada do cenário econômico em conjunção com a turbulência financeira, tornando ainda mais complexo um quadro já bastante deteriorado. Os indicadores de final de ano tornam o cenário recessivo praticamente inevitável nos EUA, em 2008. Sem falar no agora depressivo mercado imobiliário, as baixas vendas de Natal e de automóveis, a queda na confiança do consumidor, a redução no volume de cargas e encomendas e o aumento do desemprego — o qual atingiu a marca de 5% — são alguns dos indicadores que levaram a um “choque de realidade” no sentimento predominante naquele país.

Resta determinar o tamanho e a duração da recessão e suas possíveis interações com o mercado financeiro. Estimativas quanto aos prejuízos financeiros são muitas, variadas e têm sido sistematicamente revisadas para cima, ao longo dos últimos seis meses. Apenas com títulos originados no mercado imobiliário (*prime* e *subprime*), estimam-se perdas entre US\$ 500 bilhões e US\$ 1 trilhão, dependendo do tamanho e da velocidade da queda nos preços dos imóveis (as estimativas são de uma queda entre 25% e 40% nos preços dos imóveis, frente ao seu pico em 2006).

A isso podem-se somar perdas causadas pela securitização de ativos e o aumento da inadimplência nos mercados de imóveis comerciais, financiamentos de automóveis e inadimplência de dívidas com cartões de crédito. A possibilidade de *default* das empresas no pagamento de seus bônus também tem gerado preocupações, estimando-se que a volta a uma inadimplência “normal” de parte das empresas em 2008 — em 2006 e 2007, os volumes de não-pagamento dos juros de parte das empresas estiveram bastante abaixo da média histórica — trará prejuízos em torno de US\$ 250 bilhões adicionais, o que se pode multiplicar muitas vezes, no caso de os *defaults* assumirem proporções consistentes com aquelas verificadas em outras recessões, como as de 1991 e de 2001, por exemplo.⁸

Para os propósitos deste artigo, focado exclusivamente nas repercussões que essas mudanças trarão

⁸ O Bank for International Settlements (BIS) estima em US\$ 43 trilhões o volume nacional de crédito envolvido em Credit Default Swaps (CDSs). Bill Gross, Presidente da Pacific International Management Company (Pimco), a maior administradora de títulos de renda fixa do mundo, estima, conjuntamente com outros analistas, ser este o mercado que pode ser a “bola da vez” em 2008/2009. Ver, a esse respeito, Pimco (2008).

sobre o cenário externo para a economia brasileira, é importante admitir-se que se está envolvido em elevado grau de incerteza. O certo é que se passou de um cenário financeiro marcado pela extrema liquidez e por elevado endividamento dos operadores financeiros para um cenário de progressiva restrição ao crédito, marcado, sobretudo, pela falta de confiança e pela necessidade da “desalavancagem” forçada, que poderá deixar muitas instituições pelo caminho.

Pelo lado econômico, a queda da atividade no Japão e nos EUA já é uma realidade, com a confiança dos consumidores na Europa deteriorando-se rapidamente. O comportamento da economia chinesa será determinante para os rumos das demais economias “emergentes”, não apenas em 2008, mas também em 2009. Ainda é cedo para se conhecer o grau de abalo que a recessão norte-americana poderá causar na economia chinesa. É certo que a política econômica dos EUA tentará abreviar ao máximo a queda na atividade, sendo, assim, esperadas novas quedas nas taxas de juros.

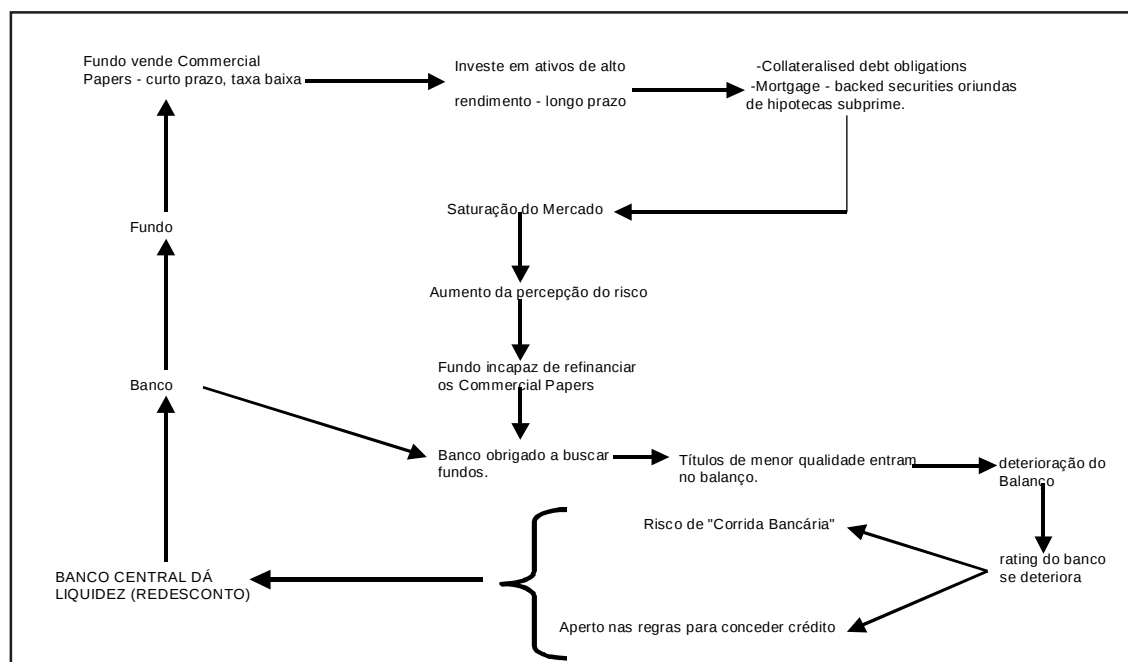
O cenário benigno aponta uma leve continuidade na depreciação do valor do dólar e a continuidade da expansão no preço das *commodities*. No entanto, o recrudescimento da crise em dimensão global poderá trazer o fortalecimento do dólar em um processo de busca de segurança e forças depressivas que reduzam os

preços das *commodities*, cenário no qual se desmancharia por completo o ambiente que tanto contribuiu para o bom desempenho externo da economia brasileira a partir de 2004. Essa pode ser a resultante de um processo que envolva exacerbada demanda por liquidez, onde a busca do “retorno DO capital” tenda a prevalecer ante a busca pelo “retorno SOBRE o capital”.

Ainda é muito cedo para que se possa vislumbrar com clareza quais forças irão prevalecer, mas é certo que se está diante de uma crise de virulência inédita nos últimos 30 anos e que o Governo dos EUA se encontra limitado — dólar já bastante desvalorizado internacionalmente, elevado déficit fiscal e taxas de juros reais moderadas — em suas opções para ultrapassar rapidamente esse novo desafio. Infelizmente, as conseqüências de um eventual fracasso não ficarão restritas às fronteiras norte-americanas. É impensável uma crise norte-americana que não se torne global no capitalismo financeiro do início do século XXI, mas não deixa de ser irônico ver os bancos de investimento norte-americanos, que sempre pregaram para empresas e países as virtudes da transparência, da alavancagem e das privatizações, serem salvos por fundos estatais oriundos de mercados emergentes, em um contexto no qual a incrível opacidade de seus balanços impede outra solução.

Figura 1

Structured Investment Vehicles (SIVs), Collateralized Debt Obligation (CDOs)
e a crise de crédito global



4 Considerações finais

Este artigo mostra que o ajuste externo brasileiro foi promovido em duas etapas. A primeira foi tributária da mudança de regime cambial e do pequeno crescimento da economia brasileira, podendo ser compreendida como um processo de “ajuste incompleto”, dada a lentidão na redução da vulnerabilidade externa, da qual é própria expressão a crise cambial de 2002. Já a segunda etapa apresentou a consolidação desse ajuste e decorreu da aceleração do crescimento econômico internacional, com o aprofundamento da nova divisão internacional do trabalho, liderada pela dupla EUA-China. Nessa segunda fase, os indicadores de endividamento externo apresentaram rápida e sensível melhoria, ao mesmo tempo em que o câmbio se valorizou, sendo o elemento marcante dessa nova etapa a consolidação de um consistente e crescente superávit em transações correntes.

O ano de 2007 marcou uma inflexão nessa trajetória do superávit corrente, seja pelo maior crescimento das importações frente ao avanço das exportações, seja pelo progressivo aumento dos déficits nas contas de serviços e de rendas. Essa situação piorou ao longo do ano, sendo possível especular que o nível elevado de valorização cambial, conjuntamente com a elevação da demanda e do investimento promovidos pelo ritmo de crescimento mais acelerado, tenha levado a essa deterioração. Entretanto esse ano também marcou uma extraordinária elevação das reservas cambiais do País, possibilitado pelo expressivo resultado da conta financeira. Mais importante ainda, o principal pilar do expressivo resultado corrente começou a se deteriorar. O ambiente externo tende a não reproduzir, sob nenhuma forma, a calmaria reinante a partir de 2003. A crise de crédito que atinge os EUA solapa todos os pilares que constituem o moderno sistema financeiro que se constituiu a partir dos anos 90, constituindo-se, por excelência, em uma crise da globalização financeira e de sua regulação eminentemente privada. O crescimento econômico mundial encontra-se ameaçado, sob a perspectiva do que parece ser uma inevitável recessão nos EUA, acompanhada de uma desaceleração do crescimento no Japão e na Europa. O comportamento da economia chinesa será, em grande parte, determinante para a maior gravidade, ou não, dessa redução no ritmo de atividade da economia mundial. Também reina incerteza quanto ao avanço nos preços das *commodities*, essencial para o bom desempenho do setor externo brasileiro após 2003.

Assim, apesar do elevado grau de incerteza ainda reinante no cenário internacional, pode-se concluir que o

ciclo iniciado em 2003 deve ter se encerrado, ao menos na forma em que se apresentou em 2007. As consequências dessa reversão dependerão da profundidade e dos rumos da crise internacional. Uma crise de curta duração, que não abale a consolidação da China como elo de transmissão da demanda dos países centrais aos demais países em desenvolvimento, parece ser a possibilidade mais positiva. Nesse caso, as reservas brasileiras deverão ser mais do que suficientes frente às necessidades que se apresentarão, dado o curto prazo de duração da dificuldade.

Entretanto não se pode descartar a prevalência de forças deflacionistas e de uma recessão que abale de forma duradoura a demanda e o preço das *commodities*. A redução nos preços dos ativos nos países desenvolvidos poderá forçar uma liquidação das posições superavitárias mantidas, no País, pelas instituições em dificuldades, levando à reversão no fluxo de capitais financeiros, tal qual se apresentou em 2006 e em 2007. Nesse caso, a continuidade do ritmo de crescimento da economia brasileira estará novamente ameaçada pelas restrições externas que se colocarão, sendo ainda mais importante a adoção de políticas que preservem as reservas já obtidas até o momento.

Referências

- BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. **Nota para a Imprensa:** setor externo. Brasília, 19 dez. 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPEXT>>. Acesso em: 10 jan. 2008.
- BOLETIM DE COMÉRCIO EXTERIOR. Rio de Janeiro: Funcex, v. 11, n. 12, dez. 2007. Disponível em: <<http://www.funcex.com.br/material/boletins/>>. Acesso em: 10 jan. 2008.
- CAPONE, Elisa Parisi. **Structured finance glossary:** making sense of the alphabet soup, Jan 7, 2008. Disponível em: <www.rgemonitor.com>. Acesso em: 10 jan. 2008.
- PIMCO. **Investment outlook:** pyramids crumbling. Jan 2008. Disponível em: <<http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf>>. Acesso em: 09 jan. 2008.
- SCHERER, A. L. F. A crise de crédito global: uma crise da globalização financeira. **Jornal Página 50**, ano 1, n. 2, p. 6-7, out. 2007.

UNCTAD. **Trade and development report (TDR)**: regional cooperation for development, Geneva, 2007. Disponível em: <www.unctad.org>. Acesso em: 09 jan. 2008.