

# Trajetória da economia é marcada por choques externos

Qualquer análise da conjuntura brasileira relativa a 2001 deve reconhecer, inicialmente, que os choques externos provocaram um impacto considerável no comportamento da economia. O fim de 11 anos de paridade cambial na Argentina e o desaquecimento da economia mundial, reforçado pelos atentados terroristas praticados nos EUA em setembro, acabaram por comprometer os fluxos de capitais externos para os países emergentes no último trimestre. No *front* doméstico, a crise energética limitou a estratégia de investimento dos agentes, corrigindo, para pior, os prognósticos de performance extremamente positivos traçados no início do ano. Refletindo a conjunção desses fatores, o mercado financeiro viveu um período de intensa volatilidade, sobretudo no segmento cambial, com o dólar chegando a apresentar em setembro desvalorização de cerca

de 40%. O texto a seguir apresenta os principais fatos que marcaram o ano e seus efeitos na condução da política econômica interna.

## ECONOMIA INTERNACIONAL

### *O cenário mundial em 2001*

A turbulência no cenário externo superou as previsões mais pessimistas dos analistas econômicos e políticos. Muito antes dos atentados em Nova Iorque e Washington, já havia sinais que indicavam um menor crescimento da economia mundial, principalmente em razão do comportamento da economia norte-americana.

Já no final de 2000, discutia-se a possibilidade de diminuição do efeito-riqueza nos EUA, em decorrência da ameaça crescente de uma profunda revisão de preços no mercado acionário local, fruto da percepção dos investidores de que haveria sobrevalorização

das ações das empresas de alta tecnologia. Dessa forma, embora os índices de preços divulgados no início daquele ano tenham apontado para uma trajetória de alta, o Federal Reserve (Fed) decidiu implementar uma política agressiva de redução dos juros básicos da economia já a partir de janeiro de 2001 (na época, os juros dos *Fedfunds* estavam fixados em 6% a.a.), com o objetivo de estimular a expansão da oferta agregada.

Os resultados do mercado acionário norte-americano em 2001 mostraram-se, de fato, negativos, o que se refletiu no desempenho das empresas, ocasionando queda acentuada do nível de investimento da economia e aumento dos índices de desemprego. A partir do segundo semestre, a demanda agregada nos EUA foi sustentada basicamente pelo consumo, com o governo adotando uma política monetária cada vez mais flexível - em agosto, os juros já estavam no patamar de 3,50% a.a.

Os atentados de setembro reforçaram as expectativas pessimistas dos agentes quanto aos rumos da economia norte-americana em tempos de guerra, deixando antever a possibilidade de um agravamento do quadro recessivo. De imediato, o Fed sinalizou ao mercado financeiro a disposição de evitar o acirramento da crise, dando continuidade à política de redução dos juros, o que se refletiu em uma taxa de 2,50% a.a. já no começo de outubro.

Se por um lado essa queda demonstrava o firme comprometimento do governo de impedir uma desaceleração mais brusca, por outro, evidenciava a possibilidade de esgotamento do uso desse importante instrumento de política monetária para elevar o nível de demanda nos EUA, fenômeno conhecido na teoria econômica como armadilha de liquidez. Embora o corte das taxas tenha sido um importante indicador para o mercado (em dezem-

Taxas de Crescimento Real do PIB\* (% a.a.)

Períodos	Estados Unidos	Alemanha	Inglaterra	França	Japão
1995	2,7	1,7	2,8	1,9	1,6
1996	3,6	1,8	2,6	1,0	3,5
1997	4,4	1,4	3,5	1,9	1,8
1998	4,4	2,1	2,6	3,3	-1,1
1999 - I	0,8	1,1	0,1	1,0	-0,9
1999 - II	0,4	-0,2	0,5	0,4	ND
1999 - III	1,1	1,3	1,2	0,5	ND
1999 - IV	2,0	0,8	0,8	0,8	ND
2000 - I	0,6	1,0	0,3	0,3	ND
2000 - II	1,4	1,2	1,1	0,7	ND
2000 - III	0,3	0,1	0,8	0,6	ND
2000 - IV	0,5	0,2	0,5	0,6	ND
2001 - I	0,3	0,4	0,7	0,6	ND
2001 - II	0,1	0,0	0,4	ND	ND
2001 - III	-0,3	-0,1	0,3	ND	ND
2001 - IV	ND	ND	ND	ND	ND

(\*) Variação relativa ao período anterior. Estimativa OECD.  
 Fonte: OECD Economic Outlook. **Elaboração:** ANDIMA.

bro, o patamar chegou a 1,75% a.a.), a continuidade da desaceleração acabou expressando o risco de o referencial dos juros básicos ter-se tornado inócuo em face de uma expectativa negativa dos agentes quanto à retomada do crescimento.

Mesmo com a iminente vitória do exército dos EUA em solo afegão, as incertezas relacionadas às conseqüências da guerra para a ordem política internacional e o desaquecimento da principal economia do mundo afetaram as previsões de crescimento mundial em 2001 (a última projeção do FMI foi de 2,4%). Na Europa, países como Inglaterra e Alemanha vêm apresentando contínua queda nos níveis de produção industrial e resultados de comércio exterior. Na Ásia, também houve aprofundamento da crise. A recessão no Japão já dura dez anos - em função de um processo de deflação e das dificuldades enfrentadas pelo sistema bancário -, com reflexos

sobre os demais países da região, que apresentam forte grau de dependência da economia japonesa.

**A crise argentina**

A partir de março de 2001, a crise de confiança na eficácia da política econômica argentina agravou-se, dificultando a obtenção de apoio político, pelo governo, para aprovar medidas de ajuste de natureza fiscal. Somente naquele mês, houve duas

lar em cerca de 90 e 70%, respectivamente, o que fazia com que a possibilidade de desvalorização do peso representasse, para o governo e a sociedade, uma ameaça capaz de desencadear sérios problemas de ordem econômica e social, como ocorreu posteriormente.

Diante da crescente deterioração da confiança dos investidores internacionais, que já encaravam como iminente um *default* da dívida argentina, a equipe do ministro da Economia, Domingo Cavallo, adotou uma série de medidas de engenharia financeira e de cunho fiscal para reverter a situação. Inicialmente, as ações serviram de paliativo para a crise, mas aos poucos foram minando a coalizão que dava sustentação política ao governo De la Rúa.

O fracasso na implementação das medidas e o conseqüente desgaste sofrido pelo governo acabou por levar o risco-país a ultrapassar a marca

## O agravamento da situação econômica e social da Argentina comprovou o descolamento do risco-país em relação ao do Brasil

de 2.100 pontos-base em relação aos *treasuries* norte-americanos, refletindo o ceticismo dos investidores quanto ao êxito de um acordo de reestruturação da dívida com o FMI e os bancos estrangeiros, bem como a possibilidade cada vez mais concreta de um *default*. Tal quadro também inviabilizava o acesso da Argentina ao mercado de crédito internacional,

já bastante restrito após os ataques contra os EUA. No *front* interno, o governo emitia sinais de maior fragilidade política com a derrota da coalizão governista nas eleições legislativas de outubro.

O anúncio de um novo pacote de medidas que incluía restrições a retiradas bancárias, a sucessão de violentos protestos da população e os saques ao comércio conduziram à decretação de estado de sítio no país, resultando na renúncia do ministro Cavallo e do presidente De la Rúa. O presidente eleito pela Assembleia Legislativa, Adolfo Rodríguez Sá, ficou apenas uma semana no poder, tempo suficiente para anunciar a moratória da dívida externa e a ma-

nutenção do modelo de conversibilidade. No dia 30/12, assumiu a Presidência Eduardo Duhalde, que extinguiu o modelo de paridade fixa entre peso e dólar e instituiu um regime de câmbio duplo, com a “pesificação” dos depósitos bancários referenciados na moeda norte-americana e limite de saques para os investidores.

O agravamento da situação econômica e social da Argentina nos últimos dois meses do ano fez com que se comprovasse o descolamento do risco do país em relação ao do Brasil. No final de dezembro, o *spread over treasury* argentino alcançou 5.463 pontos, contra 884 do brasileiro. Embora o contágio financeiro tenha sido contornado em um primeiro momento, cabe analisar até que ponto o *default* argentino irá impactar a oferta de recursos para as economias emergentes no médio prazo, tanto em termos de volume quanto de custo. Os desdobramentos da crise em 2002,

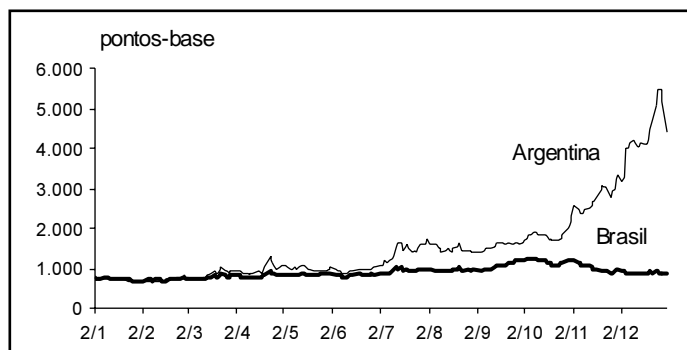
portanto, podem ser decisivos para a inserção desses países no mercado de crédito internacional.

### SETOR EXTERNO E POLÍTICA CAMBIAL

Na análise das contas externas brasileiras em 2001, os números relativos ao comércio exterior aparecem com destaque, revelando um saldo positivo de US\$ 2,6 bilhões - o primeiro desde 1994 -, contra um déficit de US\$ 748 milhões no ano anterior.

Apesar de favorável, esse resultado merece algumas considerações. Em 2001, as importações caíram cerca de 0,5%, enquanto as exportações aumentaram aproximadamente 5,7% (acima das previsões de crescimento do comércio mundial, de 2,0%). Tal movimento deveu-se, sobretudo, a dois fatores: a desaceleração da economia brasileira, que restringiu as encomendas relacionadas às importações; e a desvalorização do real frente ao

### Risco País



Fonte: JP Morgan. Elaboração: ANDIMA.

### Balanço de Pagamentos - US\$ milhões

Discriminação	2000 Ano	2001* Ano
Balança Comercial (FOB)	-730	2.642
Exportações	55.086	58.223
Importações	55.816	55.581
Serviços e Rendas	-25.460	-27.496
Transferências Unilaterais Correntes (líquido)	1.521	1.638
<b>Transações Correntes</b>	<b>-24.669</b>	<b>-23.217</b>
<b>Conta Capital e Financeira</b>	<b>19.358</b>	<b>26.799</b>
Investimento Direto (líquido)	30.498	24.894
Investimentos em Carteira	6.955	77
Derivativos	-197	-471
Outros Investimentos <sup>1/</sup>	-18.169	2.336
Erros e Omissões	3.049	-276
<b>Resultado Global do Balanço</b>	<b>-2.262</b>	<b>3.307</b>

\*Dados preliminares. 1/ Registra créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização.

Fonte: Banco Central. **Elaboração:** ANDIMA.

dólar, de 18,67% no ano. Deve-se observar que, a despeito da forte apreciação da moeda nacional verificada nos últimos dois meses do ano, a correção cambial manteve-se em nível elevado ao longo de todo o período, em função dos choques externos que atingiram a economia. Até outubro, por exemplo, a desvalorização havia alcançado o patamar de 38,44%.

Por outro lado, há indícios de que o comportamento dos fluxos comerciais em 2001 não se explica apenas pela correção do câmbio. A expansão das exportações em um cenário de desaquecimento da economia mundial (as importações dos EUA registraram queda de 3,5%) pode significar ampliação de *market-share* e aumento de competitividade do parque produtivo doméstico.

O que se questiona, no entanto, é como o governo brasileiro poderá conduzir sua política comercial em um contexto de maior crescimento econômico e

regras restritivas de comércio internacional. A necessidade de implementação de uma política industrial, por exemplo, exige o compromisso do Estado de ser um agente promotor comercial, o que envolve acordos setoriais, subsídios e vários outros instrumentos cada vez mais ausentes das rodadas de negociação da OMC - Organização Mundial do Comércio.

O resultado da Balança Comercial, por sua vez, ajudou a atenuar a piora de outras rubricas no Balanço

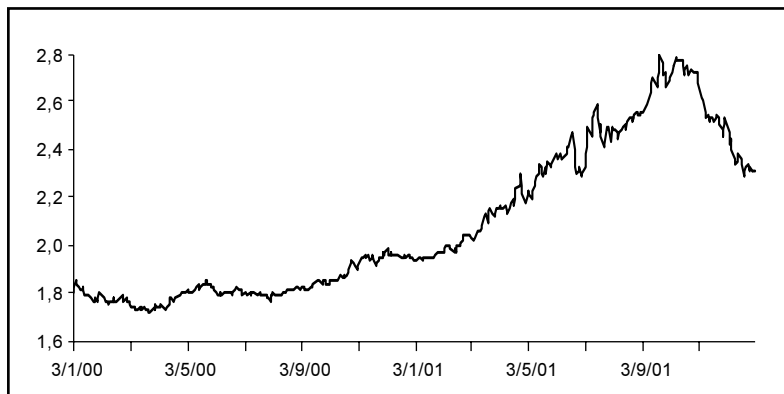
de Pagamentos, fazendo com que o déficit em Transações Correntes em 2001 caísse cerca de 6%, de US\$ 24,7 bilhões para US\$ 23,2 bilhões, em relação a 2000, a despeito da elevação de 8% das remessas líquidas registradas na Conta de Serviços e Rendas, de US\$ 25,5 bilhões para US\$ 27,5 bilhões.

Já a Conta Capital e Financeira acusou aumento do ingresso líquido de recursos da ordem de 38%, de US\$ 19,4 bilhões para US\$ 26,8 bi-

lhões, apesar de os investimentos diretos no ano (US\$ 24,9 bilhões) terem recuado cerca de 18% em relação a 2000 (US\$ 30 bilhões). A explicação para este fato parece estar na conta Outros Investimentos, que registra movimentos financeiros referentes às operações de regularização. Em 2000, foram remetidos a organismos multilaterais - entre os quais o FMI, BIS e o Banco do Japão -, a título de amortizações, US\$ 10,3 bilhões, enquanto em 2001 ingressaram no país, como aporte do Fundo Monetário, US\$ 6,8 bilhões.

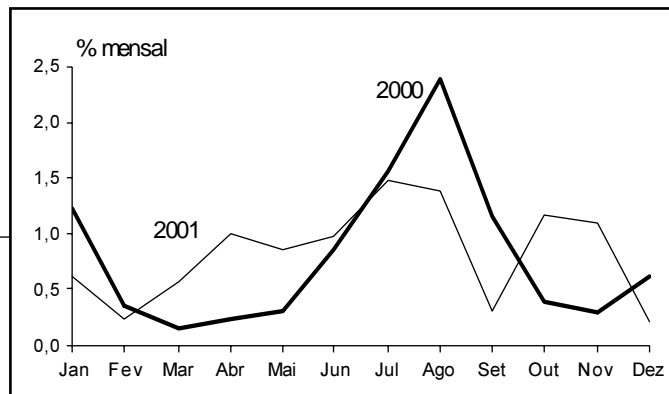
Cabe notar que o ingresso líquido de investimentos diretos não foi suficiente para compensar o déficit em Conta Corrente, como ocorreu no ano anterior, em razão dos condicionantes que marcaram a economia mundial em 2001. A redução dos juros internacionais e a queda dos custos de captação externa foram neutralizadas pelo contágio da crise argentina,

**PTAX Venda 2001**



Fonte: Banco Central. Elaboração: ANDIMA.

**IGP-M**



Fonte: FGV. Elaboração: ANDIMA.

que resultou em aumento do risco-país. Os investimentos estrangeiros em carteira caíram drasticamente, de US\$ 7,9 bilhões em 2000 para US\$ 1,8 bilhão em 2001. Ainda assim, as Reservas Internacionais cresceram cerca de US\$ 3,3 bilhões, passando, no conceito de Liquidez Internacional, de US\$ 33 bilhões para US\$ 35,9 bilhões.

O comportamento da taxa de câmbio obrigou o Banco Central a atuar para conter as pressões no mercado à vista. A Autoridade Monetária chegou a intervir diretamente no segmento, promovendo, de julho a dezembro, leilões de venda diários no montante de US\$ 50 milhões, com o objetivo de prover liquidez ao sistema financeiro. Tal

política foi associada à colocação maciça de papéis cambiais, e reforçada, nos momentos de maior volatilidade, pela alteração das regras relativas aos compulsórios incidentes sobre depósitos à vista e a prazo - no intuito de enxugar recursos - e à exposição cambial das instituições financeiras, visando à sua redução.

**ATIVIDADE ECONÔMICA**

Mercado pela desaceleração a partir do segundo semestre, o comportamento da economia brasileira foi profundamente afetado no ano pela conjuntura internacional, com destaque para a crise argentina e o crescente

desaquecimento do nível de atividade dos EUA. Internamente, um dos principais fatores restritivos foi o racionamento de energia elétrica imposto a partir de junho, que reforçou os efeitos da política de juros conservadora adotada pelo governo.

Os últimos dados do PIB disponibilizados pelo IBGE em 2001 - referentes ao terceiro trimestre - demonstram uma queda no ritmo de crescimento nos últimos dois anos, de 4,2 para 2,23%. O pior desempenho ocorreu na indústria, com redução de 4,9 para 1,12%.

Indicadores industriais (com ajuste sazonal) referentes a novembro ratificam o mau desempenho do setor

no ano - o nível de produção caiu cerca de 2,0% no acumulado dos últimos 12 meses. Nas indústrias intensivas em energia, o recuo foi da ordem de 1,7%.

A análise dos resultados por categoria de uso revela uma expansão significativa (14,1%) da produção de bens de capital (janeiro a novembro), bem superior à dos setores de bens intermediários e de consumo no mesmo período (0,3 e 1,8%, respectivamente). Tal crescimento baseou-se nas encomendas aos setores agrícola e de equipamentos para energia elétrica.

**ÍNDICES DE PREÇOS**

A inflação acumulada em 2000 e 2001, calculada pelo IGP-M, alcançou 9,95 e 10,38%, respectivamente, sinalizando relativa estabilidade. Vale destacar, contudo, as especificidades da trajetória dos preços em ambos os

O resultado das  
contas públicas  
em 2001 reflete  
o sucesso do governo  
no cumprimento  
da meta acordada  
com o FMI

períodos: no primeiro caso, a inflação permaneceu baixa na maior parte do tempo, com elevação localizada nos primeiros três meses do segundo semestre; no segundo, o nível de inflação mensal tornou-se mais alto na média, em grande parte como reflexo da alta do dólar, mantendo-se de forma mais consistente em torno do patamar de 1% a.m., o que exigiu maior atenção da equipe econômica.

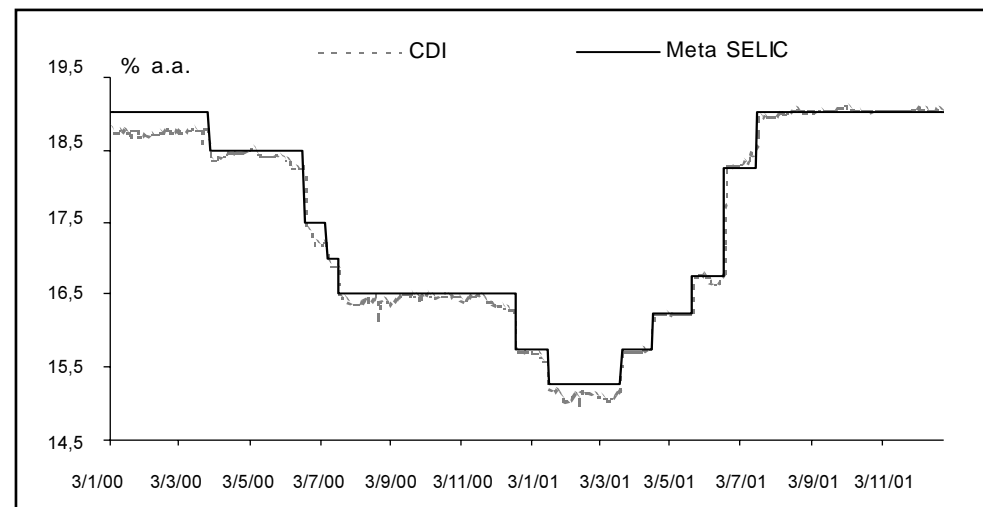
O IPCA de 7,67% em 2001 (acima das previsões do governo) refletiu, de certa forma, os choques externos sofridos pela economia ao longo do ano. Os produtos alimentícios contribuíram com 2,12 pontos percentuais na composição do índice final, em razão dos efeitos da desvalorização cambial e dos problemas climáticos sobre os produtos agrícolas. Os produtos não-alimentícios tiveram peso de 5,55 pontos percentuais, também como resultado da desvalorização do real e dos reajustes dos preços administrados.

**POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA**

A condução da política monetária obedeceu aos condicionantes do regime de metas para a inflação, o que exigiu do governo postura conservadora na fixação dos juros. O Copom aumentou gradativamente a meta para a Taxa SELIC de 15,25% a.a. em janeiro para 19% a.a. em julho, patamar em que permaneceu no restante do ano, basicamente por conta da incerteza quanto ao *pass-through* do câmbio, dos reflexos da alta dos índices de preços e dos choques externos observados no segundo semestre. A elevada taxa de juros mereceu críticas de diversos setores da sociedade, por aumentar os custos fiscais e impor limites à expansão da atividade econômica.

O resultado das contas públicas em 2001 reflete o sucesso do governo no cumprimento da meta acordada com o FMI. O superávit primário alcançou

**Mercado de Juros - Meta SELIC e CDI-Over**

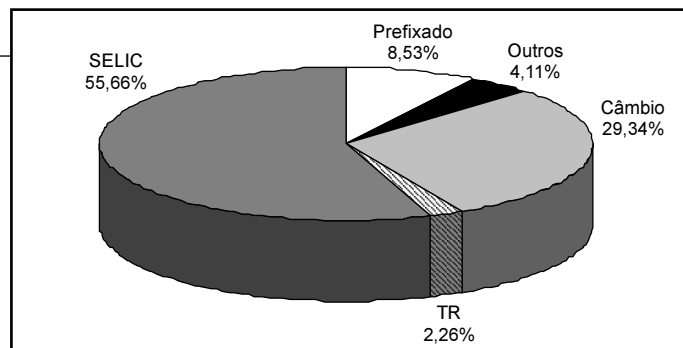


Fontes: Banco Central e CETIP. Elaboração: ANDIMA.

3,75% do PIB e o acumulado em 12 meses, R\$ 46,5 bilhões, excedendo a meta de R\$ 40,2 bilhões. Para atingir essa performance, o governo fez cortes substanciais em gastos e investi-

mentos públicos e adotou uma política tributária que propiciou arrecadação recorde, da ordem de R\$ 196,8 bilhões. Tal desempenho não compensou, porém, os gastos com juros, que

**Perfil da DPMF por Indexador**  
Posição 19/12/01



Fonte: Banco Central. Elaboração: ANDIMA.

alcançaram 7,30% do PIB, ocasionando um déficit nominal da ordem de 3,54% do PIB (R\$ 43,9 bilhões em 12 meses).

A desvalorização do real, conjugada com a alta taxa de juros da economia, acarretou uma expansão considerável do estoque da dívida líquida total, de 49,4% do PIB em dezembro de 2000 para 53,3% em dezembro de 2001. É importante notar, contudo, que nesse período o governo assumiu várias dívidas do passado (os chamados “esqueletos”) - como os passivos do FCVS - Fundo de Compensação de Variações Salariais e o programa de reestruturação dos bancos federais -, o que contribuiu para o aumento observado.

A estratégia de administração da dívida mobiliária interna também foi comprometida no decorrer do ano. O estoque em poder do público registrou, em dezembro, o montante de R\$ 624,08 bilhões, com um crescimento real de 10,71% (deflacionado pelo IGP-DI da

FGV). A composição piorou significativamente, com o aumento da participação dos títulos cambiais, fruto da colocação maciça desses papéis efetuada pela Autoridade Monetária para atenuar as pressões no mercado à vista (crescimento de 23 para 29,3% entre dezembro de 2000 e dezembro de 2001). Com relação aos títulos prefixados, por conta da conjuntura desfavorável, recuaram de 14,76% em dezembro de 2000 para 7,82% em dezembro de 2001, frustrando as previsões mais pessimistas do governo. Dessa

forma, ao registrar em sua composição mais de 80% de papéis indexados à Taxa SELIC e ao câmbio, duas variáveis que apresentam comportamento volátil em situações de instabilidade econômica, a dívida mobiliária pode ter sua estratégia de financiamento comprometida.

**CONCLUSÃO**

A sucessão de crises que vem abalando a economia mundial pode ser um elemento indutor de uma nova fase nas estratégias de política econômica dos países chamados emergentes. Depois dos períodos de alta inflação e da implementação de planos de estabilização baseados na entrada contínua de capitais estrangeiros, aumenta nesses países a demanda por uma alter-

nativa que concilie crescimento consistente com a manutenção de sua presença no mercado financeiro internacional. Para a economia brasileira, este debate deverá intensificar-se como uma das prioridades da agenda política para 2002. Embora ainda não se conheçam todos os programas de governo dos candidatos à Presidência da República, o compromisso com o controle da inflação certamente estará presente nas propostas a serem apresentadas na campanha eleitoral. As discussões deverão concentrar-se em como conciliar os benefícios da estabilidade monetária com uma política econômica que leve ao crescimento, sem esbarrar nos limites impostos pelo Balanço de Pagamentos.

*Enilce Leite Melo e Marcelo Cidade*  
Analistas econômicos