
Reflexões sobre a crise

Alex Luiz Ferreira*

RESUMO – Esta nota apresenta uma visão sobre as causas da crise atual. Em seguida, explicita uma análise dos efeitos macroeconômicos do estouro da bolha e os canais de contágio para o Brasil. Na discussão sobre as medidas de contenção da crise, conclui-se que o uso da política monetária é mais adequado para a estabilização da demanda agregada.

Palavras-chave: Bolha. Crise. Juros.

1 INTRODUÇÃO

Os problemas financeiros que se originaram nos Estados Unidos no final da década atual se refletiram numa crise econômica de grandes proporções. A palavra crise é usada para caracterizar este episódio, pois se espera uma recessão em vários países, mais aprofundada do que as usuais. Tal crise é tema de grande relevância no cenário nacional e tem gerado várias discussões, inclusive neste Boletim.

Além do alto nível de gravidade, outra razão que justifica sua importância é o contágio que houve para o resto do mundo e também para o Brasil. Esta nota analisa as causas desta crise, os canais de contágio e as consequências para a economia brasileira. A motivação principal do trabalho é a tentativa de utilização da teoria econômica e de alguns resultados recentes de investigação científica como ferramenta e pano de fundo da análise da realidade. O trabalho também se utiliza de conceitos básicos de economia, portanto é acessível para um aluno de graduação em economia ou ciência correlata. Além de esclarecer, a nota pode servir de referência para as autoridades econômicas (e representantes políticos), pois explicita alguns riscos, possibilidades e oportunidades que também surgem para o país no contexto atual.

A argumentação que se segue é baseada na hipótese de que a causa fundamental desta e das crises capitalistas mais graves é o estouro de uma bolha de preços. De fato, as crises são comuns e inerentes ao capitalismo. Os planos dos empresários, os quais são baseados nas expectativas quanto ao futuro de receitas e custos não são muito coordenados. Frequentemente estes planos não se corroboram e o mercado os ajusta através de variações de preços e estoques. Dito de outra forma, flutuações do produto real geradas por erros de

* Doutor em Economia pela Universidade de Kent, Reino Unido. Professor de economia da FEARP/USP (graduação e mestrado). Endereço eletrônico: alexferreira@usp.br.

expectativas entre demanda e oferta são comuns. Tal idéia, por exemplo, é formalizada tanto pelas teorias novo-clássicas como as novo-keynesianas. O diagnóstico da crise atual não é o de um movimento cíclico causado por erro expectacional. Como colocado adiante, a hipótese sobre a causa fundamental é a do estouro de uma bolha de preços de ações e imóveis nos EUA, o qual desencadeou uma série de efeitos deletérios que se propagaram na economia e que contagiaram o resto do mundo.

Após situar o leitor no contexto do estouro da bolha, esta nota analisa alguns aspectos do contágio e das medidas de manejo da demanda agregada para conter os impactos da crise. De forma interessante, alguns vícios brasileiros se tornaram virtudes tanto na prevenção à bolha quanto no combate aos seus efeitos. A restrição de crédito e os juros altos impediram a formação de uma bolha doméstica de grandes proporções – se esta ocorreu, pelo menos foi numa proporção inferior ao do epicentro da crise²⁰. Outro vício, o juro básico alto, significa que existem muitos graus de liberdade para a política monetária na estabilização da demanda no atual momento. Adiante, se argumenta que esta é a política mais adequada para o Brasil.

A nota está organizada da seguinte forma. A primeira seção apresenta uma visão sobre as causas e os antecedentes da crise atual além dos efeitos macroeconômicos do estouro da bolha e dos canais de contágio. A segunda explicita e discute as medidas de contenção da crise. Finalmente, se conclui que a política monetária é mais eficaz no curto-prazo para o manejo da demanda agregada.

2 A BOLHA, O ESTOURO E O CONTÁGIO

Preços que crescem a uma taxa superior a dos demais bens da economia tendem a desacelerar e até cair. A velocidade da queda depende das possibilidades de expansão da oferta e dos bens substitutos. Se o preço médio dos imóveis, por exemplo, sobe persistentemente a uma taxa muito acima da inflação, é razoável pensar que uma bolha no mercado imobiliário está em andamento. Esta se caracteriza pelo fato de que as pessoas compram um ativo simplesmente porque há a expectativa de que o seu preço vai aumentar, o que é racional mesmo quando este preço se encontra acima de seu valor de equilíbrio ou fundamental (por exemplo, o valor do aluguel ou custo da construção no caso dos imóveis).

²⁰ É verdade que houve uma grande valorização de ativos nos últimos anos, mas esta foi fundamentada em muitos casos. Por exemplo, a descoberta de petróleo no pré-sal teve um impacto de longo-prazo no preço das ações da Petrobrás que deve se repercutir no valor de equilíbrio de outros ativos (por exemplo, na redução no valor do câmbio de real de equilíbrio da economia brasileira e na alteração do preço relativo de outras ações de empresas domésticas).

Os economistas ainda estão aprendendo sobre as bolhas. É difícil prever quando ela vai estourar, mas sabemos que ela frequentemente estoura (ou seja, não há correção suave de preços). Num artigo interessante, Pigeard *et al* (2009) mostra que, quanto maior for a dispersão das expectativas dos agentes em relação ao valor fundamental de uma ação, menor é a probabilidade de surgimento da bolha e de desinflação rápida. Se a opinião média é pouco dispersa, então todos pensam iguais e a probabilidade de ocorrência de bolha é maior. Isto ocorre porque os movimentos de compra e venda são menos dispersos no tempo.

O fato é que, após o estouro, os primeiros a perder são aqueles que compraram o ativo quando o preço estava próximo ao pico. Mas depois que as ondas de choque se espalham, a crise se configura na totalidade da economia.

Um registro antigo de problema econômico gerado por especulação é o da crise das Tulipas ocorrida na Holanda do século XVII. Trazida da Ásia Central, a flor se tornou amplamente apreciada pela sua beleza. Como existe um lapso de tempo para o florescimento da tulipa do bulbo, se desenvolveu um mercado de bulbos. Tomando por base os episódios de bolhas atuais, deve ter sido frenética a demanda por bulbos e por contratos futuros de tulipas. A expectativa de que as tulipas seriam vendidas por um preço alto, alimentou o preço até o pico. Muitos agentes trocaram grandes lotes de terra e muito dinheiro por estes caros contratos e, no final, ficaram apenas com as belas tulipas.

Bolhas, em especial imobiliárias e de ações, estão no epicentro das graves crises capitalistas. Além da Tulipomania, podemos encontrar outros exemplos de especulação e bolhas na história econômica. Uma possível causa da Grande Depressão de 1930 foi o estouro de uma bolha de preços de imóveis e ações (ver De Long e Shleifer (1991), por exemplo), da mesma forma que a crise asiática dos anos 1990 (ver Sarno e Taylor (1999) para um teste desta hipótese - e vários artigos de Paul Krugman) e a crise do final dos anos 1990 (com a bolha de preços de ações da Internet) nos EUA e que culminou com os ataques terroristas em 2001.

O episódio atual não foi diferente. O terreno em que se desenvolveu a bolha recente foi o da recessão norte-americana cujo início é datado do primeiro trimestre de 2001. O Banco Central norte-americano, o qual possui objetivo duplo de perseguir estabilidade monetária e pleno emprego, agiu reduzindo os juros. A alta liquidez foi característica deste período com os juros nominais do *Federal Reserve* atingindo 1% em junho de 2003, os menores em 45 anos.

Houve estímulo de empréstimos aos agentes de alto risco (em 2004, aproximadamente 70% dos americanos eram donos de residências). A ausência de fiscalização e regulação não impediu que se fosse criado um mercado de títulos ancorados nos empréstimos *sub-prime*, ou seja, empréstimos para agentes com maior risco de crédito. Ao crédito barato e desregulamentado se somou a especulação – comprar mais barato no presente esperando ganhos mais altos no futuro - e tudo caminhou bem enquanto os preços de residências subiam. Ao crescimento da bolha veio um sinal claro dos economistas que alertaram para a série de desequilíbrios norte-americanos (por exemplo, Shiller, 2005, e Nouriel Roubini – veja o sítio eletrônico do “RGE monitor” na Internet para vários artigos).

No final de 2006 já se observavam sinais da crise do *sub-prime*. Quando o tomador deixa de pagar suas dívidas, toda a cadeia de crédito e títulos é afetada. Em agosto de 2007, o banco BNP Paribas congelou o resgate de títulos do *sub-prime* por causa da crescente inadimplência. Inicia-se uma queda de liquidez, por causa da incerteza. As empresas de hipotecas e bancos anunciam perdas bilionárias até que, em setembro de 2008, o banco Lehman Brothers não recebe socorro governamental (não teve a mesma sorte que o Bears Sterns) e entra em colapso gerando enorme incerteza. Como o sistema bancário precisa funcionar na base da confiança – por causa da criação de moeda pelos bancos – se inicia uma forte contração de liquidez. Simultaneamente, ocorre um novo “*crash*” da bolsa de valores norte-americana com muita oscilação e contágio. A crise se configura.

Para entender o contágio é preciso perguntar o que ocorreria, neste contexto, com consumo, investimento, gastos governamentais, exportações e importações, uma vez que estes são os principais determinantes do crescimento de curto prazo.

Em relação ao consumo, aprendemos com Fisher, Friedman e Modigliani que a restrição de crédito e a queda na renda permanente (através da queima da riqueza e das expectativas negativas quanto à renda futura) reduzirão o consumo. No lado do investimento, podemos usar os ensinamentos de Keynes e Tobin. A queda nos preços de ativos é um sinal de que as expectativas negativas diminuirão o investimento privado.

A queda destes dois componentes da demanda agregada se reflete inicialmente na contração da renda (PIB) dos EUA. O conhecimento que adquirimos com Robert Mundell, entre outros, nos ajuda entender porque esta contração preocupou e preocupa os líderes de outros países no mundo. Como os americanos ficam mais pobres, há uma redução nas compras dos bens externos (ou seja, caem as importações do resto do mundo). Esta redução é mais acentuada por causa do aumento da incerteza e da restrição ao crédito. Assim,

podemos identificar um canal real de contágio da crise, o qual se dá através das exportações do resto do mundo para os EUA.

Mas existem outros canais igualmente importantes. Como os mercados financeiros são interligados, há fuga de capital dos títulos de países mais arriscados e das ações das bolsas em que houve grande valorização para cobrir perdas, realizar ganhos, ou por causa da mudança no apetite ao risco (ou mesmo por necessidade de liquidez). A consequência é que estouram outras bolhas em outros países queimando a riqueza financeira. A restrição de crédito se alastra e se amplifica devido à piora nas expectativas. O tsunami financeiro atravessa o Atlântico e o governo brasileiro reage com medidas de contenção ou de manejo da demanda agregada para evitar os efeitos negativos da “grande marola”.

3 MEDIDAS DE CONTENÇÃO DA CRISE

Por um determinado ângulo e, guardadas as devidas proporções, no que tange a letalidade dos vírus e a circunstância da Primeira Guerra Mundial, por exemplo, a “Gripe Suína” está para o episódio de Gripe de 1918 da mesma forma como a “Grande Recessão” atual está para a Grande Depressão de 1930. A Gripe de 1918 matou milhões de pessoas em diversos países do mundo. Espera-se que o episódio atual traga muito menos sofrimento para a sociedade. Analogamente, a Grande Depressão provocou uma queda de 33% no PIB americano nos três anos subseqüentes ao choque inicial. Não se espera uma queda desta proporção do PIB americano no futuro próximo.

A evolução do conhecimento humano refletida em novas tecnologias e práticas permite que a atuação de médicos e governos seja capaz de conter a disseminação do vírus, por exemplo, identificando e isolando os indivíduos portadores da doença com maior eficácia. Se os governos não tivessem estabelecido medidas de controle, a proliferação do vírus teria sido muito maior. Por outro lado, muitas medidas econômicas que surgiram e foram aperfeiçoadas com o aprendizado da crise de 1930 foram tomadas na esperança de conter a disseminação da crise atual. Políticas monetárias e fiscais anticíclicas *à la* Keynes foram anunciadas e implementadas. Em adição, muitos países promoveram ações coordenadas. Por exemplo, a rapidez de resposta dos Bancos Centrais de várias economias foi essencial para evitar os perigos da deflação (pois há defasagens no efeito de políticas) e o papel de prestador de última instância ajudou a conter a corrida bancária provocada por desconfiança. A restauração da confiança no sistema bancário e a manutenção do comércio entre os países são essenciais para uma saída mais rápida das baixas taxas de crescimento da

renda real – lição cara que foi adquirida da experiência dos anos 1930. Ressalva seja feita ao problema da armadilha de liquidez nos EUA e Europa e da questão de risco moral, que são efeitos colaterais indesejáveis do socorro, tais políticas foram importantes para a estabilização da demanda. Mas a queda foi virtualmente inevitável.

Em suma, a comparação de ambos os episódios se deve ao fato de que muitas lições tiradas destes problemas no passado foram aplicadas para se evitar o contágio tanto do vírus da gripe como do vírus da crise. Espera-se que nenhuma mutação do problema do estouro da bolha, que foge do nosso controle, venha a agravar o quadro atual. Mas será que as medidas de contenção são adequadas ou o mercado corrigiria os desequilíbrios sem intervenção? Se rigidez nominal de preços é uma característica da economia, então o uso de políticas de estabilização da demanda agregada pode ser justificado. A grande questão que precisa ser respondida está relacionada ao tipo de política mais eficaz para este propósito no caso brasileiro.

3.1 BRASIL: POLÍTICA FISCAL OU MONETÁRIA?

A pergunta do título deste tópico pode ser respondida, de forma simples, através de um modelo do tipo Mundell-Fleming. Considerando uma economia aberta com câmbio flexível e com imperfeita (porém, alta) mobilidade de capitais, o efeito *ceteris paribus* de uma expansão fiscal é a apreciação do câmbio e o aumento dos juros com pouco efeito sobre a renda (supondo equilíbrio inicial e com uma inclinação da curva de equilíbrio no Balanço de Pagamentos menor do que a da curva de equilíbrio no mercado monetário). De fato, se há perfeita mobilidade de capitais, então a política fiscal é ineficaz em alterar a renda de equilíbrio. A situação seria ainda pior se a economia apresentasse inicialmente um superávit no seu balanço de pagamentos.

Em adição pode-se argumentar que a evidência aponta para um efeito reduzido da política fiscal sobre a renda no Brasil, por conta da equivalência Ricardiana (ver Sachsida, 2000). Além disso, gastos públicos e renúncias fiscais podem gerar problemas futuros. Com a desaceleração certa da renda, as receitas com impostos diminuem e os gastos aumentam. A elevação do gasto discricionário e as renúncias fiscais vão piorar ainda mais o déficit público exacerbando o risco - Brasil [ver Ferreira (2010) para evidência que déficits afetam o risco] e aumentando a incerteza da economia. Portanto, um efeito da política fiscal expansionista é o de comprometer a possibilidade do uso da política monetária com a queda dos juros.

No modelo simples de economia aberta citado acima, o efeito da política monetária expansionista é o de uma depreciação do câmbio e grande aumento da renda (com redução dos juros reais de equilíbrio). Assim, esta parece ser a política mais indicada para atender os objetivos de estabilização da demanda numa economia com estas características. Além disso, como os juros reais no Brasil são muito altos, há muitos graus de liberdade para a autoridade monetária aliviar as quedas do investimento, consumo privado e da demanda externa. Além de reduzir o custo de crédito (de forma limitada no caso brasileiro, por causa dos altos spreads bancários), taxas nominais mais baixas reduzem o custo de oportunidade do investimento e representam menores gastos públicos com juros. Ou seja, há um efeito colateral sadio sobre as contas fiscais podendo até impactar favoravelmente o risco (veja Pakko, 2000).

Então resta saber se a política monetária é realmente independente quando os mercados são tão interligados e há alta mobilidade de capitais. Os resultados encontrados por Ferreira e León-Ledesma (2007) apontam na direção de uma rápida convergência das taxas reais de juros entre países. No caso do Brasil, o diferencial de equilíbrio é positivo e é possível identificar dois regimes (dois valores de equilíbrio). *Prima facie*, tal resultado poderia ser lido como o de dependência da política monetária – a taxa de juros real brasileira seria determinada pelos juros externos e por um prêmio de risco. No entanto, Ferreira e León-Ledesma (2007) encontram dinâmica no processo dos juros. Esta pode ser explicada pela atuação “conservadora” do Banco Central – conservadora no sentido de suavizar as mudanças nos juros (ver Benigno, 2004). Nesta linha de raciocínio, tanto o modelo quanto a evidência encontrados em Ferreira (2009) (baseado numa idéia de McCallum, 1994) parecem indicar que a taxa nominal de juros de equilíbrio não é aquela da paridade descoberta da taxa de juros, mas sim a forma reduzida de um sistema que envolve uma função de resposta do Banco Central, a própria paridade descoberta da taxa de juros e uma curva de Phillips, assumindo expectativas racionais ("o viés de simultaneidade da paridade da taxa de juros"). Assim, o Banco Central, ao escolher juros nominais, também seria capaz de afetar o equilíbrio de juros reais de curto-prazo e, via curva de rendimento, os de longo-prazo também. Um argumento mais simples é o de que, se as expectativas estão ancoradas na meta e juros nominais caem, então juros reais *ex ante* vão ser determinados por juros nominais.

Tais resultados implicam que, apesar das mudanças nas variáveis externas impactarem as taxas brasileiras, as autoridades monetárias no Brasil são capazes de determinar juros nominais e também reais, ou seja, existe mais um argumento favorável ao uso da política

monetária. Apesar de a idéia parecer trivial, ela tem uma implicação fundamental. Ela é contrária a visão de que os juros no Brasil são altos exclusivamente por causa de uma taxa de risco (possivelmente explicada pelo formato das instituições, fragilidade das contas públicas ou externas). Considere a formalização abaixo:

$$r_t = r_t^* + \rho_t + \beta r_{t-1} + \varepsilon_t,$$

onde r_t é a taxa de juros real, ρ_t é uma taxa de risco, β é um parâmetro ($|\beta| < 1$) e ε_t é um erro com média zero. Suponha que o parâmetro β é explicado pela suavização dos juros praticada pelo Copom (suavização entendida como o processo de mudanças graduais nos juros com mudanças infreqüentes no sinal da variação; representaria uma medida do grau de persistência ou conservadorismo do órgão). Assim, em equilíbrio temos

$$\bar{r} = \frac{\bar{r}^* + \bar{\rho}}{1 - \beta}.$$

Ou seja, para uma dada taxa real de juros externa, os juros no Brasil são determinados pelo risco de equilíbrio e pela persistência no processo dos juros reais. Se $\rho_t = f(\mathbf{F})$, onde \mathbf{F} é um vetor de fundamentos econômicos (por exemplo, o déficit público o déficit em transações correntes etc.) em adição a um risco constante. Então uma piora dos fundamentos além do seu valor de equilíbrio no passado afetaria o risco passado, o qual aumentaria a taxa de juros. Dada a suavização, a taxa de juros permaneceria alta mesmo depois que os fundamentos melhorassem. Assim a taxa de juros é alta no presente simplesmente porque foi elevada no passado (por conta de um choque negativo) e porque há persistência no seu processo.

De qualquer forma, mudanças nas taxas de inflação (e expectativas) no resto do mundo implicam em mudanças na taxa de juros real (*ex ante* e *ex post*) tanto no resto do mundo quanto no Brasil. Assim, mesmo com a queda dos juros nominais em muitas economias grandes até o nível da armadilha, expectativas deflacionárias provocariam um aumento nos juros reais no Brasil. Isto significa que poderíamos importar esta subida dos juros reais por aqui em algum momento próximo, provavelmente pela desaceleração da inflação doméstica (via paridade do poder de compra ou pela queda da demanda externa). No entanto, uma hipótese mais provável é a de que os pacotes de estímulos fiscais nos EUA e em outros países vão gerar expectativas de inflação. Tendo em vista a péssima experiência da economia japonesa nas décadas 1990 e 2000, no tocante ao problema da deflação, este pode ser um mal menor. Neste caso, haveria ainda mais espaço para a queda dos juros nominais brasileiros.

Se um objetivo secundário da política monetária no Brasil (após produzir inflação igual a meta) é o de suavizar o caminho do PIB (reduzindo as flutuações sobre o nível potencial) então o COPOM precisaria calibrar melhor os juros nominais, dada a evolução da economia no primeiro semestre de 2009. A queda nos juros nominais deve ser capaz de impulsionar o investimento privado para compensar a redução nos outros componentes da demanda. O ajuste fino da política monetária é um assunto delicado, pois há incerteza no mecanismo de transmissão e nas defasagens, o que justificaria cautela. Mas, pelo menos podemos afirmar que o Copom está na direção certa e que mais pesquisa é necessária para entender o mecanismo de transmissão da política monetária para que a calibragem seja a melhor possível (ou seja, para que as decisões deste órgão sejam baseadas, o máximo possível, em critérios técnicos).

3.2 SETOR EXTERNO: JUROS E CÂMBIO

Apesar de o Brasil apresentar condições muito favoráveis para sair da crise mais rapidamente do que outros países é aconselhável não existir um excesso de otimismo em relação ao desempenho da nossa economia. Tal otimismo pode ser decorrente, entre outros fatores, da grande quantidade de reservas em dólares e de um sistema de “câmbio flexível”, portanto, teoricamente menos vulnerável a choques.

Numa nota extremamente interessante publicada neste boletim, Sachsida (2009) argumenta que o regime de câmbio flexível brasileiro seria o amortecedor dos choques. Usando o arcabouço simples do modelo Mundell-Fleming e, assumindo que a condição de Marshall-Lerner seja satisfeita, é possível verificar que há aderência desta hipótese. Com plena flexibilidade cambial e imperfeita mobilidade de capitais, a taxa real de câmbio se ajusta para equilibrar o Balanço de Pagamentos. Mas existem dois problemas centrais com relação à hipótese do câmbio como amortecedor de choques. O primeiro está relacionado à medida pela qual a taxa de câmbio real afeta o saldo comercial. O segundo problema é que o câmbio não é tão flexível quanto o discurso oficial apregoa.

Com relação ao primeiro, se observa que o crescimento relativo do Brasil, em relação ao resto do mundo, em especial seus parceiros comerciais, é muito mais importante do que o valor da taxa de câmbio real para o saldo comercial. Resultados empíricos suportam esta afirmação, por exemplo, os da literatura que estima as elasticidades-preço e renda da demanda por exportações e importações (ver Ferreira e Canuto, 2001, e Carvalho, 2007). Tais achados corroboram a hipótese de que as elasticidades-renda da demanda por exportações e

importações são altas e as elasticidades-preço pequenas. Em adição a curva “J”, tais resultados indicam que é preciso de uma mudança muito grande na taxa de câmbio real para que esta tenha efeito sobre a renda doméstica no médio-prazo. É fato que o câmbio apreciado nos últimos anos foi acompanhado de superávits recorrentes no saldo comercial, uma vez que o alto crescimento dos parceiros comerciais do Brasil mais do que compensou a queda do dólar. A apreciação do câmbio ajuda no combate à inflação e na manutenção da estabilidade. Tal valorização só não é desejável quando as expectativas e a inflação já se encontram dentro da meta. Neste caso, uma política de composição das reservas é aplicada. O mesmo pode ser dito com relação às depreciações que ameaçam a obtenção da meta, quando as reservas são vendidas (entre outras medidas que estancam a depreciação).

Uma hipótese não explorada em Sachsida (2009) é a de que as taxas de câmbio não são tão flexíveis como deveriam ser para equilibrar o setor externo. Uma razão é que grandes apreciações ou depreciações, necessárias para o equilíbrio do balanço de pagamentos, ameaçam o objetivo de obtenção da meta de inflação. Assim o desequilíbrio nas contas externas permanece e há variação de reservas, ou seja, o câmbio não é assim tão flexível. O “medo de flutuar”, com uma possível assimetria - maior resistência a depreciações - pode aumentar a “vulnerabilidade”, no sentido de que a variável de ajuste se torna a renda doméstica²¹.

A economia apresentou sinais claros de forte perda de dinamismo no primeiro semestre de 2009. No momento em que a nota é escrita a retomada parece tímida. Se o Copom tivesse reagido mais fortemente ao choque negativo externo, as importações brasileiras cairiam menos do que as exportações. O superávit comercial e a contínua apreciação da moeda externa são um sinal de que alguma variável está fora de seu valor de equilíbrio. Supondo que esta variável seja a taxa de juros, tal apreciação demandaria uma queda mais rápida dos juros. Uma reposta ainda mais audaciosa (em termos de redução das taxas) provocaria até uma tendência de depreciação da moeda. Mesmo que esta depreciação fosse indesejada pelo Banco Central, as altas reservas externas conteriam tal tendência. Ou seja, seria possível passar 2009 com uma taxa de desemprego menor do que aquela que será verificada ao término do ano.

Porém, como colocado anteriormente, o ajuste fino é uma questão delicada e acaba por justificar parte do conservadorismo do Banco Central. Por exemplo, se o Brasil crescer a

²¹ Uma linha de pesquisa extremamente importante é aquela que investiga se as elasticidades são estruturais. Nesta nota **assumimos** que tais elasticidades são estruturais.

taxas muito superiores ao resto do mundo no segundo semestre de 2009 ou em 2010, o crescimento das importações deve superar o das exportações. Apesar das reservas ajudarem bastante o país atravessar esta turbulência, seus efeitos são limitados. O percentual das importações sobre as reservas externas, um importante indicador para países que apresentaram problemas de liquidez externa, foi de 4,5% em janeiro de 2009 contra aproximadamente 10% nos momentos que antecederam crises cambiais. O medo que o banco central tem do câmbio flutuar (para cima) e o crescimento doméstico acima do internacional podem provocar sua paulatina erosão (e aí o balanço de pagamentos voltaria a assombrar nossa economia na retomada).

De fato, o comércio exterior é fundamental para o enfrentamento da crise. As perspectivas para 2010 são melhores, mas dependem da vontade conjunta dos países. Um aspecto esquecido de Keynes em Bretton Woods poderia trazer luz para o mundo. Em seu embate contra Harry Dexter White sobre o desenho financeiro mundial, Keynes propôs que a instituição nascente, o FMI, promovesse ajustamento simétrico das economias quando confrontadas com problemas de Balanço de Pagamentos. Por exemplo, se o Brasil apresentasse um déficit externo com a Europa, não seria o Brasil apenas que deveria implementar uma política de contração econômica, mas a Europa deveria também assumir a responsabilidade do ajuste pela redução de seu superávit. Keynes propôs taxar os superávits. Num contexto de urgência como o da crise, a idéia de que os países superavitários poderiam promover o ajustamento dos deficitários reduzindo suas barreiras comerciais poderia até florescer. O ajustamento se daria via um aumento do comércio internacional e do crescimento do PIB com suas vantagens de especialização, *spill-overs* de tecnologia, *etc.* Obviamente esta idéia precisa de muito polimento, mas poderia ajudar a destravar Doha. Enquanto o mundo caminha na direção do protecionismo, a crise poderia ao menos ensinar a urgência de reformas que visam o crescimento de longo-prazo no Brasil. Ao invés de sucumbir à tentação do aumento de gasto público e da substituição do investimento privado pelo público, o governo se destacaria se promovesse uma substancial melhoria do capital humano (educação e saúde) e das instituições (reforma desburocratizante do setor público, reforma política, tributária, *etc.*), além de criatividade no comércio exterior. Enfim, o momento é adequado para sair dos juros altos, promover reformas institucionais e definir uma agenda de pesquisa sobre bolhas, sistemas de alerta de crises e mecanismo de transmissão da política monetária.

REFERÊNCIAS

- BENIGNO, G. Real exchange rate persistence and monetary policy rules, **Journal of Monetary Economics**, 51(3), 473-502, 2004.
- CARVALHO, V. R. S.. **A Restrição Externa e a Perda de Dinamismo na Economia Brasileira: investigando as relações entre estrutura produtiva e crescimento econômico**, Tese de mestrado - USP, São Paulo, 2007.
- De LONG, J. B. e SHLEIFER, A.. The Stock Market Bubble of 1929: Evidence from Closed-end Mutual Funds, **The Journal of Economic History**, 51, 3, 675-700, 1991.
- FERREIRA, A. L. e CANUTO, O. Thirlwalls Law and Foreign Capital Service: the Case of Brazil. **Momento Económico**, México, D.F., 125, 18-29, 2003.
- FERREIRA, A. L.. The Determinants of Brazil Risk, **Applied Economics Letters**, a ser publicado em 2010.
- Ferreira, A. L. e León-Ledesma, M. A.. Does the Real Interest Parity Hold? Evidence for Emerging and Developing Countries, **Journal of International Money and Finance**, v. 26, p. 364-382, 2007.
- FERREIRA, A. L.. “The simultaneity bias of uncovered interest parity: evidence for Brazil”, mimeo, USP, 2009.
- MCCALLUM, B.T.. A reconsideration of the uncovered interest rate parity relationship”, **Journal of Monetary Economics**, (33)1, 105-132, 1994.
- PAKKO, M. R.. Do high interest rates stem capital outflows?, **Economics Letters**, 67(2), 187-192, 2000
- PIGEARD, F., BELITSKY, V. e PEREIRA, A. L.. “Multiple market equilibria, Bubbles and Crashes”, mimeo, USP, 2009
- SACHSIDA, A.. A crise internacional: reflexões e discussões, **Boletim Economia & Tecnologia**, 5, 16, 17-30, 2009.
- SACHSIDA, A. **Exogeneidade, Crítica de Lucas e Equivalência Ricardiana**, Tese de Doutorado, UNB, Brasil, 2000.
- SARNO L. e TAYLOR, M. P.. Moral hazard, asset price bubbles, capital flows, and the East Asian crisis: the first tests, **Journal of International Money and Finance**, 18, 4, 637-657, 1999.
- SHILLER, R.. **Irrational Exuberance**, Princeton University Press, 2005.